

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi
ve İMKB İçin Bir Değerlendirme**

Kemaleddin Dilbaz

2501000125

Tez Danışmanı

Prof. Dr. N. Hülya Talu

İstanbul 2007

Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi ve İMKB İçin Bir Değerlendirme

Kemaleddin DİLBAZ

ÖZ

Menkul kıymet borsaları, genel olarak kooperatif benzeri, kar amacı gütmeyen kurumlar olarak veya devlet borsaları şeklinde örgütlenmişlerdir.

Son dönemlerde bilgisayar teknolojisinde yaşanan gelişmelerin de etkisiyle ortaya çıkan ülke içi ve sınır ötesi piyasalara hızlı erişim imkanlarının artması ve yatırımcıların likiditesi yüksek ve daha etkin piyasalara yönelmesi, klasik menkul kıymet borsalarını değişime zorlamaktadır. Artık borsalar hızlı bir şekilde yapısal değişikliğe uğramakta ve geleneksel yapılarından sıyrılarak kar amacı güden, rekabete açık ve hatta çıkardıkları hisse senetleri kendi pazarlarında işlem gören şirketler haline gelmektedirler. Bu süreç literatürde “demutualizasyon” terimi ile ifade edilmektedir.

Bir kamu kurumu olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın özelleştirilmesi yönündeki çabalar da er geç bu kurumun kar amacı güden ve halka açık bir şirket olması yönünde sonuç verecektir.

**Privatisation of Stock Exchanges
and an Evaluation of Istanbul Stock Exchange**

Kemaleddin DİLBAZ

ABSTRACT

Stock exchanges are generally organized as nonprofit organizations similar to co-operatives or as state exchanges.

Further to the developments in computer technologies, the increase in the opportunities to have quick access to the local and international markets and orientation of the investors to the highly liquid and more effective markets have recently forced the stock exchanges to change. Stock exchanges are now subject to structural reforms and peeling off their traditional organization, they turn into organizations seeking for profits, open to competition and even into companies where the shares that they had issued are transacted in their own markets. This process is called as "demutualization" in the literature.

The efforts toward the privatization of the Istanbul Stock Exchange -which is currently a public organization- will sooner or later lead ISE to a profit making organization open to the public.

ÖNSÖZ

3 Kasım 2002 tarihinde yapılan erken genel seçimlerden hemen sonra iş başına gelen 58. ve 2003 yılı Nisan ayında kurulan 59. Cumhuriyet Hükümeti’nin acil eylem planında özelleştirme hedefleri önemli bir yer tutmaktaydı. 2000 ve 2001 yıllarında Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal krizlerin gün yüzüne çıkardığı “yapısal sorunlar” paketine çözüm olarak ortaya atılan görüşler arasında -son yirmi yılda olduğu gibi- özelleştirme planları da ön sıralarda yerini almıştı. Buna göre, son yıllarda büyük bir hızla artan kamu açıklarının ve daha önce fazla önemsenmemekle birlikte günün birinde büyük sorunlara yol açacağı herkes tarafından kabul edilen sosyal güvenlik sistemi zararlarının kapatılması, kamu borç yükünün azaltılması ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilen bankaların topluma yüklediği milyarlarca dolarlık zararın en azından bir kısmının karşılanması için, özelleştirme gelirleri de önemli kaynaklar arasında yer almaktadır.

İşte böyle bir ortamda 2003 yılı başlarında, ülkemizin tek menkul kıymet borsası olan ve halen “özerk bir kamu kurumu” olarak faaliyet gösteren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nin özelleştirilmesi ve bu yolla kamu maliyesine kaynak sağlanması fikri ortaya atılmıştır.

Konunun tartışılmaya başlanmasıyla birlikte, Özelleştirme Yüksek Kurulu’nun 2003 yılında aldığı kararla İMKB özelleştirme kapsamına alınmış ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından İMKB bünyesinde çalışmalara başlanmıştır. Yapılan çalışmalar sonucunda, İMKB’nin özelleştirilmesinin standart uygulamaların dışında “uzmanlık” gerektirdiği ve böyle bir kurumun özelleştirilmesinden, daha önce düşünüldüğü gibi büyük bir özelleştirme geliri elde edilemeyeceği anlaşıldığından, özelleştirme sürecinin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın altyapısını oluşturacağı bir zaman diliminde sonuçlandırılmasının daha uygun olacağı sonucuna varılmış ve İMKB’nin de bu süreçte danışman seçimi konusunda görevlendirilmesine karar verilmiştir.

Bu aşamada, İMKB'nin kamu kurumu olarak değerlendirilmesi ve Kamu İhale Kanunu'na ve ilgili mevzuata tabi tutulması nedeniyle, danışman seçimi süreci donmuş ve çalışmalar "de facto" bir şekilde askıya alınmıştır.

Sonuç olarak, İMKB'nin özelleştirilmesi fikri, yeni ve güçlü bir düzenleme iradesi ortaya çıkıncaya kadar, yalnızca bir temenni ve düşünceden ibaret olarak tartışılmaya devam etmektedir.

Diğer taraftan, ülkemizde tartışılan İMKB'nin yeniden yapılandırılmasının, basına da yansıdığı üzere "özelleştirme" değil, "kâr amaçlı bir anonim şirkete dönüştürme" projesi olarak algılanması daha doğru olacaktır. Dönüşüm sürecinde, borsa yönetiminin karar verme mekanizmasının daha esnek ve etkili bir şekilde çalışması, yeni gelir kaynaklarına ulaşım imkanlarının artması, teknolojik alt yapının daha hızlı bir şekilde yenilenebilmesi ve diğer piyasalarla stratejik işbirliklerinin kolaylaşması gibi amaçların göz önünde bulundurulması önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, İMKB'nin özelleştirilmesi fikri çerçevesinde, menkul kıymet borsalarının kar amaçlı özel sektör kuruluşları olarak yeniden düzenlenmesi ve bu kurumlardaki kamu paylarının özel sektöre devredilmesi veya satılması konusu ele alınmaktadır. Bu amaçla, birinci bölümde özelleştirme konusu ele alınmış, ikinci ve üçüncü bölümlerde menkul kıymet borsalarının farklı yapılanma şekilleri ve son dönemlerde ortaya çıkan dönüşüm (demutualization) ihtiyacı üzerinde durulmuş, dördüncü bölümde yabancı ülkelere dönüşüm örnekleri incelenmiş, beşinci bölümde ise İMKB'nin kamu kurumu özellikleri tartışılarak, ülkemiz açısından olası bir özelleştirmeye ışık tutmak amacıyla öneriler ortaya konmaya çalışılmıştır.

Konunun uygulama bakımından kısa bir tarihçeye sahip ve akademik düzeyde henüz yeterince tartışılmamış olması, kaynakça konusunda önemli bir kısıtlama getirmektedir. Basılı akademik kaynakların yetersizliği, çalışmanın zorunlu olarak daha çok (özellikle yurtdışı uygulama örneklerinde) İnternet ortamında bulunan bilgilere ve analizlere dayalı olarak sürdürülmesini gerektirmiştir.

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	II
ÖZ.....	III
ABSTRACT	IV
ÖNSÖZ.....	V
İÇİNDEKİLER.....	VII
TABLO LİSTESİ.....	XIII
KISALTMALAR LİSTESİ	XIV
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRME

1.1 GENEL ANLAMDA ÖZELLEŞTİRME	5
1.2 MÜLKİYET VE ETKİNLİK.....	9
1.3 KAMU MÜLKİYETİ VE VEKALET İLİŞKİSİ.....	10
1.4 ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ	10
1.4.1 İhale Yöntemi.....	11
1.4.2 Yasal-Kurumsal Serbestleşme	11
1.4.3 Satış Yöntemi	11
1.4.4 Yönetim Devri Yöntemi	12
1.4.5 İşletme Hakkı Devri Yöntemi	12
1.4.6 Finansal Kiralama Yöntemi	12
1.4.7 İmtiyaz Devri Yöntemi	12
1.4.8 Fiyatlama Yöntemi	13

1.5	ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARININ TARİHİ	13
1.6	TÜRKİYE’DE ÖZELLEŞTİRME.....	16
1.6.1	Küreselleşmenin Ülke Ekonomisine Etkileri	16
1.6.2	Devletçi Ekonomi Anlayışından Özel Sektör Hakimiyetine Geçiş.....	17
1.6.3	Özelleştirmenin Yasal Çerçevesi.....	21
1.6.3.1	4046 Sayılı Kanun’la Gelen Düzenlemeler	23
1.6.3.2	4046 Sayılı Kanun’da Yapılan Değişiklikler	24
1.6.4	Türkiye’de Özelleştirme Uygulamalarında Ortaya Çıkan Sorunlar	26
1.6.5	Türkiye’de Uygulanan Özelleştirme Yöntemleri	29
1.6.6	Özelleştirme Uygulamalarına İlişkin Rakamsal Bilgiler	30

2. BÖLÜM

MENKUL KIYMET BORSALARININ YAPISI

2.1	BORSALARIN EKONOMİK FONKSİYONU	32
2.2	BORSALARIN GEÇİRDİĞİ AŞAMALAR	33
2.2.1	Kuruluş Dönemi	34
2.2.2	Yoğun Spekülasyon Dönemi	34
2.2.3	Çöküş ve Yeniden Yapılanma Dönemi	34
2.2.4	Olgunluk Dönemi	35
2.3	BORSALARIN FARKLI YAPILANMA ŞEKİLLERİ	35
2.4	BORSALARIN KISA TARİHÇESİ	37
2.4.1	Dünyada Borsaların Tarihi.....	37
2.4.2	Türkiye’de Borsanın Tarihi	39
2.5	BORSALARIN KURUMSAL ÖZELLİKLERİ	40
2.6	TEZGAHÜSTÜ PİYASALAR	42

3. BÖLÜM

MENKUL KIYMET BORSALARININ ÖZELLEŞTİRİLMESİ: DÖNÜŞÜM

3.1	DÖNÜŞÜM KAVRAMI.....	44
3.2	BORSALARI DÖNÜŞÜME ZORLAYAN FAKTÖRLER.....	47
3.2.1	Küreselleşme	48
3.2.2	Teknolojik İlerlemeler	49
3.2.3	Konsolidasyon Çabaları	51
3.2.4	Kurumsal Yatırımlardaki Artış.....	51
3.3	BORSALARIN DÖNÜŞÜMDEN BEKLENTİLERİ.....	52
3.3.1	Finansal Beklentiler	54
3.3.2	Finansal Olmayan Beklentiler.....	55
3.4	DÖNÜŞÜM SÜRECİ	57
3.4.1	Ortaklık Paylarının Sınırlandırılması.....	58
3.4.2	Yeni Yönetimin Yapısının Belirlenmesi.....	59
3.4.3	İşlem Haklarının Ortaklık Haklarından Ayrılması	60
3.4.4	Borsa Hisselerinin Kotasyonu	61
3.4.5	Vergi Mevzuatın Uyum	61
3.4.6	Tekel Durumunun Ortadan Kalkması.....	61
3.5	DÖNÜŞÜM SÜRECİNDE ORTAYA ÇIKAN SORUNLAR	62
3.5.1	Borsanın Temel İşlevinin Belirlenmesi	62
3.5.2	Ortakların Belirlenmesi.....	63
3.5.3	Yönetimin Belirlenmesi.....	63
3.5.4	Borsa Hisselerinin İkincil Piyasada İşlem Görmesi	64
3.5.5	Düzenleme ve Denetim Yetkilerinin Belirlenmesi	64
3.5.5.1	Birincil Piyasa Düzenleme Yetkileri.....	65
3.5.5.2	İkincil Piyasa Düzenleme Yetkileri.....	66
3.5.5.3	Üyelerle İlgili Düzenleme Yetkileri	66
3.5.5.4	Dönüşüm Sonrasında Düzenleme Yetkileri.....	67
3.6	GELECEĞE İLİŞKİN BEKLENTİLER	69
3.7	ÖZELLEŞTİRME VE DÖNÜŞÜM İLİŞKİSİ	70

4. BÖLÜM

YURT DIŞI BORSALARDA DÖNÜŞÜM UYGULAMALARI

4.1	DÖNÜŞÜM UYGULAMALARINA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER.....	73
4.2	BORSALARLA İLGİLİ GÜNCEL GELİŞMELER.....	77
4.3	DÖNÜŞÜM UYGULAMALARINDAN ÖRNEKLER	79
4.3.1	Atina Borsası (Yunanistan).....	80
4.3.1.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	80
4.3.1.2	Halka arz öncesi ve sonrası sermaye yapısı.....	80
4.3.1.3	Şirketleşme sonrası yönetim yapısı	81
4.3.1.4	Dönüşüm Süreci	81
4.3.1.5	Dönüşüm Sonrası Performans.....	82
4.3.2	Avustralya Borsası(ASX)	83
4.3.2.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	83
4.3.2.2	Şirketleşme sonrası sermaye yapısı.....	83
4.3.2.3	Şirketleşme Sürecinde Yaşanan Tartışmalar	83
4.3.2.4	Dönüşüm Süreci	84
4.3.2.5	Dönüşüm Sonrası Performans.....	84
4.3.3	Kopenhag Borsası (Danimarka).....	85
4.3.3.1	Borsanın dönüşüm öncesi yönetim ve sermaye yapısı.....	85
4.3.3.2	Dönüşüm süreci:.....	85
4.3.3.3	Dönüşüm sürecinde yaşanan tartışmalar	85
4.3.4	Singapur Borsası (SGX)	86
4.3.4.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	86
4.3.4.2	Dönüşüm Süreci	86
4.3.5	Toronto Borsası (Kanada).....	88
4.3.5.1	Dönüşüm uygulamaları.....	88
4.3.5.2	Şirketleşme sonrası yönetim yapısı	88
4.3.5.3	Dönüşüm Süreci	88
4.3.6	Stockholm Borsası (İsveç)	89
4.3.6.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	89

4.3.6.2	Dönüşüm Süreci	90
4.3.7	Malezya Borsası (Bursa Malaysia).....	91
4.3.7.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	91
4.3.7.2	Şirketleşme sonrası sermaye ve yönetim yapısı.....	91
4.3.7.3	Dönüşüm Süreci	92
4.3.8	Hong Kong Borsası	93
4.3.8.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	93
4.3.8.2	Şirketleşme sonrası sermaye ve yönetim yapısı.....	93
4.3.8.3	Dönüşüm Süreci	94
4.3.9	Deutsche Börse (Almanya)	95
4.3.9.1	Borsanın dönüşüm öncesi yapısı.....	95
4.3.9.2	Halka arz süreci.....	95
4.3.9.3	Borsanın dönüşüm sonrası yapısı.....	96
4.3.9.4	Halka Arz Sonrası Performans.....	98
4.3.10	İtalya Borsası.....	98
4.3.10.1	Dönüşüm Süreci.....	98
4.3.11	Euronext.....	99
4.3.11.1	Birleşme Süreci.....	99
4.3.11.2	Halka Arz Süreci.....	100
4.3.11.3	Dönüşüm sonrası yönetim yapısı	101
4.3.11.4	New York Borsası ile Birleşme	101
4.3.12	Nasdaq (ABD).....	102
4.3.13	Tokyo Borsası (Japonya)	102
4.3.13.1	Dönüşüm Süreci.....	102
4.3.13.2	Yönetim Yapısı	103
4.3.14	Londra Borsası (İngiltere).....	103
4.3.14.1	Dönüşüm Süreci.....	103
4.3.14.2	Yetki Devri	104
4.3.15	New York Borsası	104
4.3.15.1	Dönüşüm Süreci.....	104
4.3.15.2	Euronext ile Birleşme.....	105
4.4	BORSALARIN DÖNÜŞÜM SONRASI PERFORMANSI.....	106

5. BÖLÜM

İMKB’NİN KURUMSAL YAPISI VE ÖZELLEŞTİRİLMESİ

5.1	İMKB’NİN KURUMSAL GELİŞİMİ	109
5.2	İMKB İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER	111
5.3	ORGANİZASYON YAPISI.....	114
5.3.1	Genel Kurul.....	114
5.3.2	Yönetim Kurulu.....	114
5.3.3	Denetim Kurulu	115
5.3.4	Başkanlık Teşkilatı	115
5.3.4.1	Başkan Yardımcıları.....	115
5.3.4.2	Hukuk Başmüşaviri	115
5.3.4.3	Teftiş Kurulu	115
5.3.4.4	Danışmanlar	115
5.3.4.5	Müdürlükler	116
5.3.4.6	Komiteler	116
5.4	PERSONEL POLİTİKASI	116
5.5	İMKB’DE BULUNAN PİYASALAR	118
5.5.1	Hisse Senedi Piyasası	118
5.5.2	Tahvil-Bono Piyasası.....	120
5.5.3	Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası	121
5.6	İMKB’NİN MALİ YAPISI	121
5.6.1	Bilanço	122
5.6.2	Gelir Tablosu.....	123
5.7	MERKEZİ İDARE İLE İLİŞKİLER	125
5.8	İMKB’NİN ÖZELLEŞTİRİLMESİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER ..	127
5.8.1	Özelleştirilmenin İMKB’ye Etkileri.....	127
5.8.2	İMKB’nin Özelleştirilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri	131
5.9	İMKB’NİN ÖZELLEŞTİRİLMESİNE YÖNELİK ÖNERİLER	133
SONUÇ.....		137
KAYNAKÇA.....		140

TABLO LİSTESİ

TABLO 1: İNGİLTERE’DE GERÇEKLEŞTİRİLEN ÖZELLEŞTİRMELER.....	15
TABLO 2: TÜRKİYE’DE YILLAR İTİBARIYLA ÖZELLEŞTİRME GELİRLERİ	30
TABLO 3: TÜRKİYE’DE YÖNTEMLER İTİBARIYLA ÖZELLEŞTİRME İŞLEMLERİ	30
TABLO 4: TÜRKİYE’DE YÖNTEMLER İTİBARIYLA ÖZELLEŞTİRME GELİRLERİ	31
TABLO 5: BORSALARIN ÖNÜŞÜMÜNE İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER	76
TABLO 6: GELİŞMEKTE OLAN BORSALARDA DÖNÜŞÜM	79
TABLO 7 ATINA BORSASI HALKA ARZ ÖNCESİ ORTAKLIK YAPISI:	80
TABLO 8 ATINA BORSASI HALKA ARZ SONRASI ORTAKLIK YAPISI	81
TABLO 9: MALEZYA BORSASI SERMAYE YAPISI	91
TABLO 10: BORSALARIN HALKA ARZ SONRASI PERFORMANSI	106
TABLO 11: İMKB’NİN KARŞILAŞTIRMALI ÖZET BİLANÇO BİLGİLERİ	122
TABLO 12: İMKB’NİN KARŞILAŞTIRMALI ÖZET GELİR TABLOSU BİLGİLERİ.....	123

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ASX	: Avustralya Borsası
ATS	: Alternatif İşlem Sistemi
CEO	: Chief Executive Officer
F/K	: Fiyat/Kazanç
FEAS	: Federation of Euro Asian Stock Exchanges
GİP	: Gelişen İşletmeler Piyasası
HK	: Hong Kong
HKEEx	: Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KLSE	: Kuala Lumpur (Malezya) Borsası
LSE	: Londra Borsası
NASD	: The National Association of Securities Dealers
NYSE	: New York Borsası
OMX	: İskandinavya Borsası
ÖİB	: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
ÖYK	: Özeleştirme Yüksek Kurulu
SGX	: Singapur Borsası
SPK, KURUL	: Sermaye Piyasası Kurulu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSX	: Toronto Borsası
UCLA	: United Kingdom Listing Authority
VOB	: İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.
WFE	: Uluslararası Borsalar Federasyonu

GİRİŞ

Mülkiyeti ya da işletmesi kamuya ait olan varlıkların veya kamu hizmetlerinin özel sektöre büyük bedeller karşılığında devredilmesi, konuya ilgi duyan herkes açısından ilk etapta oldukça cazip bir fikir olarak görülmektedir. Zira ilk aşamada özelleştirmenin kamu maliyesine sağlayacağı kaynak noktasına yoğunlaşmakta ve özelleştirme fikri; kamu maliyesini düzlüğe çıkaracak, devlet hazinesini ihya edecek sihirli bir değnek olarak algılanmaktadır. Oysa, kapsamlı fayda-maliyet analizleri çoğu zaman, özelleştirilmesi düşünülen kurumların, işletmelerin veya hizmetlerin orta ve uzun vadede beklenen sonuçları vermeyebileceğini, üstelik bu uygulamaların çok önemli sosyal maliyetleri de beraberinde getirebileceğini ortaya koymaktadır.

Konunun yukarıda vurgulanan ve ülkemizde sunulduğu biçimi olan kamuya kaynak sağlama amacından yola çıkıldığı olgusunu bir kenara bırakırsak, son dönemlerde menkul kıymet borsalarının kurumsal olarak küresel ölçekte hızlı bir şekilde değişikliğe (mutasyon) uğradığını, artan uluslararası rekabet koşullarına uyum sağlamak amacıyla yeniden yapılandıklarını görebiliriz.

Finans piyasaları esas itibarıyla bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeye bağlı olarak çok hızlı bir şekilde değişmektedir. Bu değişim sonucunda piyasaları karakterize eden ulusal sınırlar ortadan kalkmakta, gün geçtikçe daha küresel bir piyasa ortaya çıkmaktadır. Elektronik bilgi iletişim sistemleri (ATS)¹ borsaların en eski ve en temel fonksiyonu olan alım satım işlemleri için borsalara duyulan ihtiyacın sorgulanmasına neden olmaktadır. Piyasa katılımcıları daha küresel bir bakış açısıyla, en düşük maliyetle en yüksek likiditeye ulaşabilecekleri piyasalara yönelmektedir.

¹ Alternatif Alım Satım Sistemleri (ATS); özel olarak işletilen, bilgisayara dayalı işlem sistemleri olup, menkul kıymetler borsalarının pek çok işlevini (alım satım emirlerini bir araya getirme, karşılaştırma, işlem sonrası bilgi sağlama) gerçekleştirebilmektedir. Örneğin, ABD’de ATS’ler kurumsal yatırımcılara geniş ölçekli işlem imkanı sağlamakta ve işlem maliyetlerini düşürmektedir. Ek olarak işlem saatlerini uzatmakta ve farklı borsalara ulaşma imkanı sağlamaktadır.

Böyle bir ortamda ulusal sınırların borsalara sağladığı koruma anlamını kaybetmekte, borsalar yabancı borsalar ve elektronik işlem sistemlerinin rekabeti ile karşı karşıya kalmaktadır. Ortaya çıkan bu yoğun rekabet ortamında borsalar, varlıklarını sürdürebilmek için organizasyon ve işleyiş biçimlerinde değişikliklere gitmektedir. Yapılan bu değişikliklerle daha etkin faaliyet gösterilmesi ve piyasa katılımcılarının ihtiyaçlarının daha iyi karşılanması amaçlanmaktadır. Performans ve müşteri odaklı bu yeniden yapılanma sürecinin borsaların rekabet gücünü arttırarak, onları gelişmeye elverişli araçlarla donatması beklenmektedir.

Yukarıda ifade edilen hususlar Borsaları geçmişte olduğundan daha farklı, değişikliklere daha hızlı uyum sağlayan, kar maksimizasyonu esasına göre iyi yönetilen yapılara sahip olmaları yönünde değişime zorlamaktadır.

Tarihsel olarak incelendiğinde, menkul kıymet borsalarının üyelerin girişimiyle karşılıklı ortaklık şeklinde ya da kanuna dayalı bir kamu kuruluşu olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Ülkelerin tarihsel ve ekonomik koşullarındaki farklılığa bağlı olarak ortaya çıkan yapısal özellikler, piyasa ihtiyaçları doğrultusunda zamanla değişime uğramış ve günümüzün artan rekabet ortamında her iki kurumsal yapı da yetersiz hale gelmiştir. Yetersizliğin temel nedenleri olarak rekabetin gerektirdiği hızlı karar alma sürecinin işletilememesi, yönetim yapısının hantallığı, faaliyetlerin yeniden yapılandırılmasını sağlayacak ve diğer borsalarla stratejik işbirlikleri ile birleşmeleri kolaylaştıracak örgütsel esnekliğin yokluğu sayılabilir.

Bu nedenlere bağlı olarak, menkul kıymet borsalarının yönetim ve organizasyon yapılarından kaynaklanan yetersizliklerini gidermek amacıyla, bu yapıya neden olan mülkiyet biçiminin değiştirilmesi yoluna gidilmektedir. Borsa ile borsanın sahipleri arasında kurulan yeni mülkiyet ilişkisi, borsanın çelişkili hedefleri yerine açık bir kar hedefi öngörmektedir. Bu şekilde üyeler, siyasi otorite ve kendi öncelikleri arasında sıkışmış olan borsaya net bir hareket alanı sağlanmakta, böylece kaynaklar, organizasyon ve işleyiş, rakiplere karşı avantaj sağlamak üzere yeniden yapılandırılabilir.

Yeniden yapılanma sürecinde yönetim, piyasayı daha iyi temsil edecek şekilde oluşturulmakta ve bürokratik işleyiş basitleştirilmektedir. İşlem hakları, mülkiyetten ayrılmakta ve üyeliğe ilişkin sınırlamalar kaldırılmaktadır. Borsa hisse senetlerinin halka arz edilerek kendi pazarlarında işlem görmesiyle paylar serbestçe el değiştirmeye başlamakta ve borsanın, dolayısıyla yönetimin performansını ölçmeyi sağlayan piyasa fiyatı ortaya çıkmaktadır.

Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşmeleri sonucunda, denetim ve düzenleme görevleri nedeniyle ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını çözmek amacıyla bu görevlerin ayrı birimler hatta şirketler şeklinde yeniden örgütlenmesi yoluna gidilebilmektedir.

Dünyada ister üyelerin karşılıklı ortaklığı ister kamu kuruluşu olsun çok sayıda menkul kıymet ve vadeli işlem borsası kar amaçlı şirket olarak yeniden yapılandırılmış, ya da bu süreç başlatılmıştır. Bu süreci tamamlayan borsaların gösterdiği performans, girişilen işbirlikleri ile birleşmeler, geleneksel yapıdaki borsaları da bu sürece katılmaya zorlamaktadır.

Bu çerçevede, son dönemlerde finansal piyasalarda yaşanan uluslararası gelişmeleri daha yakından takip etme çabaları, ülkemizde de gerek piyasa gerekse kurumların yapıları üzerinde etkili olmaya başlamıştır. Avrupa Birliği ile izlenen üyelik müzakere süreci çerçevesinde gerekli mevzuat altyapısı çalışmalarının yanısıra, piyasaların yeniden yapılandırılmasıyla birlikte İMKB'nin de kar amaçlı bir anonim şirket yapısına kavuşturularak paylarının özel sektöre devri ve halka arz edilmesi düşüncesi, en azından yerli ve yabancı sermaye çevrelerinde ilgi uyandırmaktadır.

Son dönemlerde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerle birlikte borsalar, düşük işlem maliyetleri ve ürün çeşitliliği isteyen yatırımcılarla ihraççıların isteklerine daha duyarlı hale gelmektedir. Bunun dışında borsa yönetiminin sektör ve piyasa koşullarına uyum gösterme yeteneğinin artması ve karar verme mekanizmasında esneklik, büyük piyasa katılımcılarının borsaya çekilmesi ve yeni pazarlama stratejilerini geliştirilmesi, yeni kaynaklara ulaşım imkanının artması, finansal karar

alma mekanizmasının iyileştirilmesi, teknolojik altyapının modernizasyonu, stratejik işbirliklerinin kolaylaşması borsaları kurumsal yapı itibariyle değişme (demutualization) zorlamaktadır.

Bu gelişmelerin etkisiyle pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsası geleneksel kooperatif benzeri ya da kamu kurumu yapılarından kurtularak kar amacı güden şirketlere dönüşmektedirler. 1990'lı yılların başından itibaren ortaya çıkan bu süreçte 30'dan fazla borsa dönüşüm süreci geçirmiştir.

Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümü kadar önemli diğer bir gelişme de son yıllarda farklı borsalar arasında yaşanan devralma ve birleşme çabalarının artmasıdır. Artık günümüzde borsalar daha büyük piyasa değerine, daha yüksek likiditeye ve daha fazla müşteriye sahip olabilmek için kıyasıya rekabet etmekte ve diğer borsalarla işbirliği imkanları aramaktadırlar.

1. BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRME

1970’li yıllarda petrol krizinin de etkisiyle ortaya çıkan ekonomik bunalımın sonucunda şirketlerin karlarının düşmesine karşı devletlerin tepkisi, genelde kamu maliyesi politikalarını değiştirme biçiminde olmuştur. Kamu harcamaları kapsamında çeşitli sübvansiyonlarla kârlar desteklenmiştir. Böylece devlet gelirleri azalırken harcamaları çoğalmış, önce kamu açıkları, daha sonra borçları artmış, devletlerin ekonomiye müdahaleleri sonuçsuz kalmış ve kamu kesiminin kaynak ihtiyacı giderek artmıştır.

1980’li yıllardan itibaren baş döndürücü teknolojik gelişmelerle birlikte, dünyanın ekonomik ve siyasi görünümü de hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu süreç; küreselleşme, demokratikleşme ve bir iktisat politikası aracı olarak kullanılmaya başlanan özelleştirme sözcükleri damgalarını vurmuştur. Ekonomik ve siyasal nedenlerle 1980’li yıllara kadar hemen bütün ülkelerde kamulaştırmaların yanında, münferit uygulamalar olarak özelleştirmeler de söz konusu olurken, 1980’li yıllardan bu yana özelleştirme, gerek gelişmiş, gerekse azgelişmiş ülkelerin gündemindeki en önemli konu haline gelmiş, kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılmasından, piyasa etkinliğinin sağlanmasına kadar bir çok konuda çözüm olarak görülmüştür.¹

1.1 GENEL ANLAMDA ÖZELLEŞTİRME

Geniş tanımı ile özelleştirme

- (i) kamusal mülkiyete konu olan fiziksel ya da mali varlıkların kamusal mülkiyetten çıkarılarak özel sektörde faaliyet gösteren kişilere satışını,
- (ii) bir mal ya da hizmetin üretim ve/veya dağıtımını sağlamak üzere özel sektörde faaliyet gösteren kişilere imtiyaz verilmesini,

¹ Asha Gupta, **Beyond Privatization**, London, St. Martin’s Press, 2000, s. 18

(iii) yetkili kamu makamları tarafından belirli kurallara bağlanmış olan mal/hizmet üretim ve/veya dağıtımının kuralılaştırılması ya da kural koyma ve uygulama yetkisinin özerk düzenleyici kuruluşlara devrini (yabancı dilden aktarılmış karşılıkları ile deregölasyon ve re-regölasyon'u) içermektedir.²

Özelleştirme ile devletin ekonomik ve ticari faaliyetlerinin azaltılmasının yanında, rekabete dayalı piyasa ekonomisinin oluşturulması, kamu iktisadi teşekküllerinin devlet bütçesi üzerindeki finansman yükünün azaltılması, sermaye piyasasının geliştirilmesi ve atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılması, bu yolla elde edilecek kaynakların altyapı yatırımlarına kanallize edilmesi hedeflenmektedir.³

Yukarıda ifade edildiği üzere, özelleştirmenin temel amacı, devletin ekonomide üretim ve işletmecilik alanından çekilmesini sağlamaktır. Öte yandan, sağlıklı bir ekonomik gelişmeden bahsetmek için, borsa ve sermaye piyasalarının da sağlıklı ve kurallara uygun bir şekilde işleyen bir yapıya sahip olmaları gereklidir. Şirketlerin banka kredisi temin etme yoluyla borçlanarak finansman sağlama imkanının yanısıra, hisse senedi, tahvil veya bono ihracı yoluyla kaynak temin edebilmeleri için, sermaye piyasalarının geliştirilmesi gerekir. Sermaye piyasasının gelişimi için, tasarrufların daha büyük bir kısmının mali piyasalara yönlendirilmesi ve bu suretle oluşan fonların sermaye piyasasına akışına imkan verecek bir ekonomik yapının oluşturulması önem taşımaktadır.

Bu açıdan değerlendirildiğinde özelleştirme uygulamaları ile, bir yandan mali piyasalara ve dolayısıyla sermaye piyasalarına yönelmeyen yerli ve yabancı tasarrufları bu piyasalara yönlendirerek yeni kaynaklar yaratılması, diğer yandan da

² Oktar Türel, "Özelleştirme Üzerine Notlar", (Çevrimiçi) http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum11Agu-Turel.doc, 10 Mayıs 2006

³ Rıdvan Karluk, **Türkiye’de Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme**, İstanbul, Esbank Yayınları, 1994, s. 126

kamu kesiminin fonlar üzerindeki talebi nedeniyle sıkışan mali piyasa üzerindeki olumsuz baskının engellenmesi hedeflenmektedir.

Son yirmibeş yıl içinde pek çok ülke özelleştirme programları uygulamaya başlamıştır. Bu programlar çoğunlukla reel sektöre ilişkin olmakla birlikte, genel olarak her özelleştirme uygulamasında etkinliğin ve maliyet tasarrufunun sağlanması ve hizmet kalitesinin yükseltilmesi temel hedef olarak ortaya çıktığından,⁴ “devlet borsaları”nın özelleştirilmesi ile ilgili planlamalarda da yol gösterici olacakları düşünülebilir.

Ülkemiz hukuk sisteminde menkul kıymet borsaları kamu tüzel kişileri olarak düzenlendiğinden, ülkemizdeki dönüşüm süreci özelleştirme niteliği de gösterecektir. Fakat konumuz açısından özelleştirmenin makro ekonomi ve kamu maliyesi ile ilgili boyutu ikincil önemde olup, hem özelleştirme hem de dönüşüm sürecinde ortak özellik gösteren ve borsalar açısından daha önemli olan hususlar üzerinde durulacaktır.

Özel sektörde faaliyet gösteren işletmelere oranla devlet işletmelerinin aşağıdaki nedenlerle etkin olmadıkları ifade edilmektedir:⁵

- a) Siyasi müdahalelere açık bulunmaktadır.
- b) İşletme yönetiminin belirsiz, sık sık değişen ve çoğunlukla birbiriyle çatışan hedefleri bulunmaktadır.
- c) Siyasi kadroların sık değişmesi nedeniyle, büyük yatırımlar için gerekli uzunlukta zaman aralığı olmamaktadır.
- d) Siyasetçiler ile memurlar özel sektördeki gibi etkin bir yönetici tavrı gösterememekte, atıl kalan yatırımlara ve düşük karlar karşılığında daha fazla üretim yapılmasına neden olmaktadır.

⁴ Cevat Karataş, Ziya Öniş, **Dünyada Özelleştirme ve Türkiye**, İstanbul, Tüses Vakfı Yayınları, 1994, s. 119

⁵ Yahya Doğan, **Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme**, İzmir, Fakülteler Kitabevi, 1993, s.202

- e) Devlet açısından vergi fonlarının teorik olarak sınırsızlığı düşünüldüğünde iflas gerçek bir tehdit oluşturmamaktadır.
- f) Performansa bağlı ödüllendirme uygulamaları genellikle geçersizdir.
- g) Tekel yapısına sahip kamu işletmelerinde müşteriye yeterince yönelinmemektedir.
- h) Kamu mülkiyeti, sektörün düzenlenmesi ile malik rolünün birbirine karışmasına yol açtığından, düzenlemeler daha az etkin olmaktadır.

Özelleştirmenin ekonomik analizinde vekil-müvekkil (agent-principal) yaklaşımı⁶ üzerinde durmak gerekmektedir. Genel olarak vekalet ilişkisi, bir taraf (müvekkil-pay sahipleri) diğer bir tarafı (vekil-yöneticiler) kendi malvarlığı ya da mülkiyet hakları üzerinde işlem yapmaya yetkilendirdiğinde ortaya çıkmaktadır. Bu yetkilendirme işlemi, belirli bir uzmanlıktan faydalanma ya da karşılıklı başka avantajların varlığı nedeniyle ekonomik açıdan etkin olabilir. Ancak bu ilişki tarafların çatışan hedeflerini de barındırabilir. Vekilin çıkarları, vekilin kendi öncelikleri nedeniyle, müvekkilinki ile aynı olmayabilir. Bu durumda müvekkiller, vekilin yetersiz çabası ya da olumsuz davranışları sonucunda malvarlıklarının azalması riski ile karşı karşıya kalırlar.

Bu noktadan hareketle, kamu işletmelerinde vekil müvekkil ilişkisinin yeterince tanımlanamadığını söyleyebiliriz. Pay sahipliği ve sorgulama imkanlarının yeterince bulunmaması kamu işletmelerinin yöneticilerinin daha az sorumluluk hissetmelerine neden olabilmektedir. Bunun sonucunda yönetim zaafiyeti ve yeterince verimli çalışmayan ve özel sektör işletmeleriyle rekabet edemeyen kamu işletmeleriyle karşılaşmaktadır.

⁶ Mitsuhiro Kagami, Masatsugu Tsuji, **Privatization, Deregulation and Economic Efficiency**, Cheltenham-UK, Edward Elgar Publishing Inc., 2000, s. 287

1.2 MÜLKİYET VE ETKİNLİK

Özel sektörde ortakların paylarını sermaye piyasalarında alıp satabilmeleri genellikle, yöneticileri iyi performans göstermeye ve daha iyi kaynak kullanımına zorlamaktadır. Sermaye tabana yayıldıkça, şirketlerin sermaye tabanı genişledikçe yöneticilerin sorumluluk bilinci daha da artmaktadır.

Yönetimin pay sahiplerinin güvenini kaybetmesi halinde payların fiyatları düşmekte ve bu, şirketin piyasa değerinin düşmesine neden olmaktadır. Rekabetçi sermaye piyasasının bu özelliği yöneticiler üzerinde politik kontrolden daha etkin bir yaptırım gücü taşımaktadır. Pay sahipleri, şirketin performansını beğenmediklerinde yöneticileri görevden alma hakkına sahiptirler.

Kamu sektöründe ise alınıp satılacak pay olmadığı gibi yönetsel kararlar da ekonominin gereklerinden ziyade siyasi iradenin kararlarına dayanmaktadır. Özelleştirmenin sağladığı mülkiyet değişikliği ile işletmenin etkinliğini arttıracak bir yönetim yapısı oluşturma yolu açılacaktır.

Özel sektörde firmanın zarar etmesinin bir sınırı vardır. Kamu sektöründe ise iflas riski bulunmayıp, izlenen çok sayıda ve çoğunlukla bulanık hedef, etkinliğin azalmasına neden olur. Bu hedefler, siyasi çıkarlara göre değişme eğilimi taşır ve uzun dönemli stratejilerde istikrarsızlıklara yol açar.⁷ Özelleştirme ile işletmenin hedefleri değiştirilip açıklığa kavuşturabileceği gibi, işletme yöneticilerini bu hedeflere ulaşmaya iten daha güçlü yaptırım gücü de sağlanabilir.

Kar hedefi, bir firmanın faaliyetlerini etkin ve verimli bir şekilde yürütebilmesi için itici bir güç sağlamaktadır. Buradan yola çıkılarak kar haklarının açıkça tanımlandığı özel sektörün, bu hakların yeterince tanımlanmadığı kamu sektörüne göre daha iyi bir performans göstermesi beklenmektedir.

⁷ Doğan, a.g.e., s. 203

1.3 KAMU MÜLKİYETİ VE VEKALET İLİŞKİSİ

Özel sektörde pay sahipleri ile yöneticiler arasında güçlü ve açık bir vekalet ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Pay sahipleri şirketin sahibidirler ve yöneticileri kendi adlarına şirketi yönetmeleri için belirlerler. Kamu sektöründe ise vekil-müvekkil ilişkisi daha karmaşıktır. Çünkü devlet varlıklarının nihai sahipleri yani müvekkiller halktır. Ancak halk ile yöneticiler arasındaki ilişki çok sayıda yetki aktarımı (seçilmiş temsilciler, hükümet ve ona bağlı birimler gibi) içeren dolaylı bir vekalet ilişkisidir.⁸

Yetki aktarımları ile oluşan vekalet kademelerinin (yönetim hiyerarşisi) çokluğu müvekkiller ile vekiller arasındaki bilgi akışını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle özelleştirmeye, vekil ile müvekkil arasındaki ilişkinin doğasını değiştirerek hiyerarşik kademe sayısını azaltan bir süreç olarak bakılabilir. Bu şekilde, vekilleri müvekkillerin hedeflerine uymaya zorlayan daha etkin bir yaptırım mekanizması ortaya çıkmaktadır.

1.4 ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

Aşağıda açıklandığı üzere, özelleştirmeye ilgili olarak uygulanan başlıca yöntemler şunlardır.

- 1) İhale Yöntemi
- 2) Yasal – Kurumsal Serbestleşme
- 3) Satış Yöntemi
- 4) Yönetim Devri Yöntemi
- 5) İşletme Hakkı Devri
- 6) Finansal Kiralama Yöntemi
- 7) İmtiyaz Devri
- 8) Fiyatlama Yöntemi

⁸ Kagami, Tsuji, **a.g.e.**, s.39

1.4.1 İhale Yöntemi

Kamu tarafından gerçekleştirilmekte olan bir mal ve hizmetin üretiminin, tamamen veya kısmen, ihale ile belirlenen firmaya devredilmesidir. İhalede temel ölçü, o hizmetin minimum maliyetle yapılması olduğu için, etkinliğin yanısıra, kamu giderlerinde tasarruf sağlamayı hedefleyen bir yöntemdir. Bu yöntem Türkiye’de, gerek KİT’ler, gerekse diğer kamu kuruluşlarında büyük çapta uygulanmaktadır.

1.4.2 Yasal-Kurumsal Serbestleşme

Aslında bir özelleştirme yöntemi olmaktan çok, kamu ekonomisinin sınırlarını daraltmaya ve tüm ayrıcalıklarını kaldırmaya yönelik bir iktisat politikası aracıdır. Ekonomik faaliyetlerde piyasa şartlarına işlerlik kazandırılması, devlet tekelindeki iktisadi faaliyetlerde özel sektörün önündeki giriş engellerinin kaldırılması yönündeki uygulamalar olarak tanımlanmaktadır.

1.4.3 Satış Yöntemi

Bu yöntem kamu kuruluşunun aktiflerinin kısmen veya tamamen satılması olup, iki şekilde uygulanmaktadır.

- a) Doğrudan satış yöntemi: Türkiye’deki uygulama şekliyle varlık satışı olarak da adlandırılmaktadır. Burada kamu kuruluşunun aktiflerinin tamamı veya bir kısmı özel kişi veya kuruluşlara satılmaktadır.
- b) Hisse senedi yoluyla satış yöntemi: Bu yöntemde kamu kuruluşunun hisse senetlerinin Borsada veya Borsa dışında bireylere ve/veya özel kuruluşlara satışı söz konusudur. Hisse senetlerinin satışı doğrudan halka, tek bir alıcıya, o kamu kuruluşunda çalışanlara ve seçilmiş finansal aracı kuruluşlara yapılabilir. KİT hisselerinin tamamının veya bir kısmının bir alıcı ya da alıcı grubuna doğrudan satışı söz konusu olup, blok satış olarak da adlandırılmaktadır. Sermaye piyasaları aracılığıyla satışta halka arz uygulaması söz konusudur.

1.4.4 Yönetim Devri Yöntemi

İşletme sözleşmesi yöntemi adı verilen bu yöntemde KİT'lerin yönetimi özel sektöre devredilmektedir. İmzalanan sözleşmelere eklenecek bir madde ile belli sürelerin bitiminde KİT'in kendisi de şirket tarafından satın alınabilmekte, ancak yöntem olarak bu transferin mutlaka yapılması gerekmemektedir. Bu yöntem, turizm, sağlık hizmetleri, şehiriçi toplu taşımacılık hizmetleri bakımından uygulanabilir yöntem olarak kabul edilmektedir.

1.4.5 İşletme Hakkı Devri Yöntemi

Mülkiyeti kamuda kalmak kaydıyla, mal ve hizmet üretim birimlerinin işletilmesinin özel sektöre devredilmesidir. Türk mevzuatına 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Yatırımların Hızlandırılmasına Dair Kanunla girmiş olup, bu tip özelleştirme uygulamaları limanların ve elektrik santrallerinin işletme haklarının verilmesinde uygulanmakta, mülkiyet hakkı kamuda kalmaktadır.

1.4.6 Finansal Kiralama Yöntemi

Burada özel şirketlere kiralanan KİT'ler söz konusudur. Özel şirketlere kiralanan kamu kuruluşlarının belli süre içinde kiracı veya işletmeci şirketler tarafından mal ve hizmet üretiminde kullanımı ve uzun dönemde satın alınması öngörülmektedir.

1.4.7 İmtiyaz Devri Yöntemi

Bu yöntem esas olarak doğal tekellerin söz konusu olduğu üretim faaliyetlerinde kullanılmaktadır. Elektrik, su, demiryolları gibi sanayilerde ölçek büyümesi sonucu şirketin maliyetinin düşmesi ile ortaya çıkan doğal tekelleşmenin olduğu üretim alanları, imtiyaz sözleşmesi ile özel kesime devredilmektedir. Hizmetin büyük ölçekte olması maliyetlerin düşmesine ve doğal tekelin doğmasına yol açmaktadır. Bu alanların özel sektöre devredilmesiyle, verimsiz çalışması nedeniyle doğal tekel avantajlarını tüketicilere ucuz fiyat şeklinde yansıtamayan KİT'ler yerine, yapılacak pazarlık sonucunda söz konusu mal ve hizmeti en düşük bedelle piyasaya sunmayı

kabul eden firmanın imtiyazı alacağı, dolayısıyla aynı mal ve hizmeti tüketicilerin daha ucuza tüketecekleri iddia edilmektedir.

1.4.8 Fiyatlama Yöntemi

Bu yöntemde daha önce ücretsiz olarak sunulan bazı hizmetlerin fiyatlandırılarak belli bir bedel karşılığı sunulmaktadır. Klasik anlamda bir özelleştirme yöntemi olmamakla birlikte, daha önce ücretsiz sunulan hizmetlerin fiyatlandırılması sözkonusu olduğundan geniş anlamda özelleştirme kavramı içerisinde düşünülmektedir. Fiyatlandırma yöntemi 1980 sonrasında Türkiye’de de geniş uygulama alanı bulmuş, yüksek öğretimden harç alınması, paralı yol uygulaması, reçete bedellerine katılım gibi çeşitli yöntemler uygulamaya konulmuştur.

1.5 ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARININ TARİHİ

Dünya ekonomisi 20. yüzyılda, çeşitli devresel ve bölgesel krizler yanında, iki büyük ve kapsamlı bunalım yaşamıştır. Bunlardan birincisi 1929’da, ikincisi ise 1970’li yılların ortasına doğru ortaya çıkmıştır. 1929 bunalımından şiddetle etkilenen sistemin yeniden inşasında, sistem içi bir çözüm olarak kamu girişimciliği savunulmuştur. Gerçekten de, 1929 ekonomik bunalımı, en aşırı liberal ekonomi yanlılarını bile, piyasa mekanizmasının ekonomiye kendiliğinden ve dengeli biçimde yön vereceği konusunda kuşkuya düşürmüştür.⁹

Keynes’in bunalımdan çıkmak için, talep doğurucu kamu harcamalarının arttırılması yönündeki önerileri de, bu gelişmeleri özendirmiştir. Her ne kadar, bu teşviklere geçici bir çözüm olarak bakılmışsa da, ikinci dünya savaşından sonra kamu girişimciliği yine ön plana çıkmıştır. Savaş sonrasında, neredeyse bütün Avrupa ülkelerinde yaygın bir şekilde uygulanan ekonomiyi devlet eliyle canlandırma girişimleri, devlet mekanizmasının toplumsal örgütlenme içindeki yerinin yeni baştan gözden geçirilmesine ve sosyal refah devleti kavramının yerleşmesine yol açmıştır

⁹ Yakup Kepenek, **Türkiye’de Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1993, s.21

Böylelikle, devletin halkın refahını artırma görevini üstlendiği bir yapı söz konusu olmuş ve devletin ekonomik hayattaki yeri ve önemi artmıştır.

1970’li yılların ortalarında dünyada baş gösteren stagflasyon ile birlikte, uygulanan ekonomi politikaları ve bunların dayandığı teorik temeller hakkında ciddi tereddütlerin doğduğu ve 1929’da başlayan gelişmelerin tam tersi bir hareketin ortaya çıktığı görülmektedir. Verimli ve etkin çalışmayan, doğal monopol olmanın avantajlarını verimsiz bir yapılanma için gerekçe sayan, politik etkilenmeye açık bulunan ve en önemlisi de kamu açıklarının en temel sebebi olarak kabul edilen kamu teşebbüsleri, bunalımın sorumlusu olarak görülmüştür.¹⁰

Kamu işletmelerinin özelleştirilmesi akımı, İngiltere’de, 1970’li yılların sonlarından itibaren başlamış ve diğer ülkeleri hızlı bir şekilde etkileyerek yaygınlaşmıştır. Devletin ana sanayi kollarındaki kontrolünün özel sektörün gelişimini sınırladığı, piyasa hareketlerinde yapay gelişmelere neden olduğu, bütçe açıklarını artırdığı ve dolayısıyla vergi artışlarını zorunlu kıldığı düşüncesi özelleştirme uygulamalarını teşvik etmiş ve diğer ülkelerde de özelleştirme düşüncesi ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu gelişmelerle birlikte, 1989 yılında Berlin duvarının yıkılması ve soğuk savaşın sona ermesi, merkezi planlı ekonomiler ile kamu teşebbüslerinin, yerini piyasa ekonomisi ve özel teşebbüse devrettiği yeni bir ekonomik düzenin de başlangıç işareti olmuştur.¹¹

Daha sonra da, Doğu ve Batı Avrupa Ülkeleri, ABD, Güney Asya Ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkeler bu sürece katılmışlardır. Kamu sektörünün yükünü hafifletmeyi amaçlayan özelleştirme çalışmaları, ABD, Batı Avrupa Ülkeleri, Doğu Avrupa Ülkeleri ve gelişmekte olan ülkeler tarafından sorunları çözeceğine inanılan bir uygulama heyecanı ile yürürlüğe konulmuşlardır.

¹⁰ M. Berra Altıntaş, **KİT’lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri** Ankara, SPK Yayınları, 1988, s. 50-56

¹¹ Amuay Viravan, “Özelleştirme: Mali Seçenekler ve Fırsatlar”, **Maliye Dergisi**, Sayı:104, Eylül-Ekim/1991, s.45-56

Özelleştirme uygulamalarının tarihsel gelişimine bakıldığında pek çok farklı sektörde faaliyet gösteren, büyük ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirmeye konu olduğu göze çarpmaktadır. Aşağıdaki tabloda,¹² özelleştirme uygulamaları ile pek çok ülkeye örnek olan İngiltere’de 1980-1985 yılları arasında özelleştirilen firmalara ilişkin bilgiler yer almaktadır:

Tablo 1: İngiltere’de Gerçekleştirilen Özelleştirmeler

Şirket Adı	Sektörü	Satış Tarihi	Satış Miktarı (%)
British Aerospace	Uçak Sanayi	Şubat-81	51,6
		Mayıs-85	48,4
Cable and Wireless	Telekomünikasyon	Ekim-81	49,4
		Aralık-83	27,9
		Aralık-85	22,7
Amersham Int.	Kimya	Şubat-82	100
National Freight Co.	Taşımacılık	Şubat-82	100
Britoil	Petrol	Kasım-82	51
		Ağustos-85	48,9
Associated British Ports	Liman İşletmeciliği	Şubat-83	51,5
		Nisan-84	48,5
International Aeradio	Haberleşme	Mart-83	100
BR Hotels	Turizm	Mart-83	100
British Gas Onshore Oil	Petrol	Mayıs-84	100
Enterprise Oil	Petrol	Haziran-84	100
Sealink	Taşımacılık	Temmuz-84	100
Jaguar	Otomobil	Temmuz-84	100
British Telecommunications	Telekomünikasyon	Kasım-84	50,2
British Technology Group	Holding	Muhtelif	Muhtelif

¹² Brian McBeth, **Privatisation, A Strategic Report**, Oxford, Euromoney Publications PLC, 1996

1.6 TÜRKİYE’DE ÖZELLEŞTİRME

Ülkemizde 1980’li yıllardan itibaren liberal ekonomi görüşünün ağırlık kazanmasıyla birlikte, özelleştirme politikalarının uygulamaya konması yönünde çabalar ortaya çıkmıştır. Bu bölümde, ülkemizde özelleştirme politikalarına yönelimin nedenleri, karşılaşılan sorunlar, özelleştirmeye ilgili yasal çerçeve, uygulanan yöntemler ve özelleştirmeye ilişkin rakamsal bilgiler yer almaktadır.

1.6.1 Küreselleşmenin Ülke Ekonomisine Etkileri

Türkiye’nin uzun dönemli ekonomi politikalarını oluştururken küreselleşmenin göz ardı edilmemesi gerekir. Türkiye’de uzun yıllar uygulanan içe dönük sanayileşme ve korumacı politikalar genellikle her iş kolunda bir kaç firmanın hakim olduğu oligopolist bir piyasanın oluşmasına yol açmıştır.¹³ Ancak 1980’lerden sonra sektörel liberalizasyon politikalarının uygulanması ile birlikte “serbest piyasa ekonomisi” politikaları ve rekabetçi piyasalar giderek gelişmektedir.

Türkiye’de, dünya konjonktüründeki hızlı değişimlerden dolayı, güçlü bir ekonomi ve toplum yapısı oluşturmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bölgesel kutuplaşmaların arttığı bir dünyada, Türk ekonomisini çok daha dinamik bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir.

Dünya ekonomisindeki gelişmeler karşısında, Türkiye’nin iktisadi politika alternatiflerinin tekrar irdelenmesi zorunludur. Türkiye gibi henüz sanayileşmede belli bir eşiği aşamamış, sanayileşmiş ülkelerle ciddi bir verimlilik farkı olan ülkelerde küreselleşmenin bir avantaj sağlayıp sağlamayacağı tartışma konusudur. Küreselleşme ile birlikte karşılıklı ve tek yönlü bağımlılığın arttığı “yeni dünya düzeninde” belli teşvik ve denetim mekanizmaları geliştirmeden, Türkiye’nin milli çıkarlarını koruması ve kalkınmasını gerçekleştirmesi mümkün olmayacaktır. Türkiye gerek küresel, gerekse bölgesel gelişme eğilimlerine dönük fırsat

¹³ Coşkun Can Aktan, **Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları**, İstanbul, TÜSİAD Yayınları, 1992, s.17

değerlendirmesini yaparak orta ve uzun vadede nasıl bir strateji takip edeceğini ortaya koymak durumundadır.¹⁴

Türkiye ekonomisi liberalleşen dünya ekonomisi ile bütünleşmeye çalışan bir yapıya sahiptir. Türkiye Batının NATO, OECD, vb siyasi ve iktisadi kuruluşlarına üye olduğu gibi, İslam Konferansı gibi İslam dünyasının da bazı siyasi ve iktisadi kuruluşlarına üyedir veya yakın ilişki içerisinde. Diğer taraftan, Karadeniz Ekonomik İşbirliği Teşkilatı gibi bölgesel teşkilatlara da üyedir.

Bunların yanı sıra, Avrupa Birliği ile üyelik müzakerelerinde bulunan ülkemiz Ulusal Programını hazırlamıştır. Ancak Türkiye sağlıklı bir iktisadi yapıya kavuşmadıkça bu katılımlardan yeterince istifade edemeyecektir. Ne küreselleşme, ne de bölgesel bütünleşme bir ülkenin kalkınma sorununu çözebilecek başlıca alternatifler olarak görülmemelidir. Türkiye'nin makro iktisadi dengesini kurması ve dünya ekonomisi ile bütünleşmesi için orta ve uzun vadeli stratejiler uygulaması gerekmektedir.

Dünya ekonomik sisteminin bütünlüğü içinde Türkiye ekonomisi kendi içinde sağlıklı bir dengeye kavuşturulduğunda dışarıyla olan ilişkisi de daha sağlıklı bir yapıya kavuşabilecektir. Bunun için hedef, devletin gözetim ve denetiminde özel sermaye birikimi ve teknolojik atılımın gerçekleştirilmesi olmalıdır.

1.6.2 Devletçi Ekonomi Anlayışından Özel Sektör Hakimiyetine Geçiş

Osmanlı İmparatorluğu'ndan bu yana, Türk toplumsal düzeninin kurucu unsuru olarak nitelendirilen “devlet”in, günümüzde, merkezîyetçi bir ulus-devlet anlayışının, küreselleşen dünyada geçerliliğinin kalmadığı ileri sürülerek, değişim taleplerine yeterince duyarlı olamadığı ve ekonomik alt-yapıdaki değişimle uyumlu gelişemediği yönündeki görüşler sıkça ifade edilmektedir.

¹⁴ Işın Çelebi, **Yeni Bir Düzen Anlayışı: Özelleştirme**, İstanbul, Milliyet Yayınları, 1995, s. 92

Cumhuriyetimizin kurulduğu ilk yıllarda gerek ekonomik, gerek finansman birikimi, gerekse teknoloji ve bilgi birikimi yetersizliği nedeniyle, yoğun kamu yatırımları ülkemizde ekonomiye ivme kazandırma misyonunu başarıyla yerine getirmiştir. Ancak bu yıllardaki “devletçilik” akımı çerçevesinde dahi özel sektörün geliştirilmesi fikri yer almaktaydı.¹⁵

1950’li yıllardan sonra ise devlet yoğun yatırımlara girmiş ve KİT’lerin istihdam yaratma gücünden faydalanma yoluna gitmiştir. Böylece, 1950’li yıllardan itibaren ekonomide devlet payının giderek artmaya başlaması, kaynakların verimli kullanılamaması uzun vadede kamunun ticari işletmecilik kurallarıyla bağdaşmayan bir yönetim anlayışını benimsemesi sonucunu doğurmuştur.

Ancak, Türkiye’deki sermaye birikim sürecinin belirli bir seviyeye geldiği, ayrıca “küreselleşme” olarak adlandırdığımız, bütün dünyada sermaye, mal ve hizmet akımlarının serbest dolaşımının sağlandığı ve buna entegre olamayan ülkelerin dışlanmayla karşı karşıya kalacağı bir ortamda artık Türkiye’de KİT’lerin eski işlevi ile devam etmeleri mümkün olmaktan çıkmıştır.

1980’li yıllara kadar, Türkiye’de devletin geleneksel özelliklerinin devam etmesi sonucu, ekonomi kendi kurallarına göre değil, devletin ihtiyaçlarına göre işlemiştir. 1980’lerin en çarpıcı değişimlerinden biri, en azından söylem düzeyinde de olsa, dünya ekonomisi ile bütünleşmenin, kendi içinde bir amaç olarak düşünülmesidir. Dünya ekonomisi ile bütünleşmeye yapılan vurguya paralel olarak “serbest piyasa sistemini” uygulamak üzere yapısal uyum çalışmaları başlatılmıştır.¹⁶

Türkiye’de özel sektör-kamu sektörü ayrımı 1980 sonrası dönemde daha belirgin hale gelmiştir. Bu dönemin en önemli özelliği, Türk siyasi hayatına ve ekonomisine hakim olan liberal politika uygulamalarıdır.

¹⁵ Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1989, s. 45-63

¹⁶ A.e., s. 119

Küreselleşme ile birlikte liberalizmin ülkemizde de benimsenmesi sonucu; özelleştirme, hukuk devleti gibi kavramlar etrafında gerek siyasetçiler, gerek ekonomistler tarafından yürütülen tartışmalarda devletin kamusal alandaki yeri sorgulanmaya başlanmıştır. 1980 yılına kadar Türkiye’de hakim olan tek ekonomik görüş devletçi zihniyettir.

Mülkiyet ve ekonomik üretimin büyük bir kısmını elinde tutan devlet, ekonomik gücünü diğer alanlarda da kullanmıştır. 1980 sonrasında bu zihniyet “liberal düşünce” ile karşı karşıya gelmiştir. Yaşanan liberalleşme sürecinde Türk Parasını Koruma Kanunu’nda yapılan değişiklik ile Türk Lirası’nın konvertabiliteye geçmesi, iç ve dış ticaretin serbestleştirilmesi, fiyat kontrollerinin ve sınırlamaların kaldırılması, sübvansiyonların azaltılması gibi uygulamalar örnek olarak sayılabilir.

Böylece, bir yandan bu iç dinamiklerle, diğer yandan da artan küreselleşme ile oluşan dış dinamiklerin etkisi altında liberal uygulamalar yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Özgürlük, serbestleşme, devletin küçülmesi gibi kavramlar kamusal alanda daha fazla tartışılmaya başlanmıştır.

Özel sektörün ekonomide rolünün artırılması ve Türk girişimcisinin gelişmesi ile ekonominin ve finansal piyasaların tam rekabet koşullarında verimli ve etkin şekilde çalışacağı görüşü hakim olmaya başlamıştır. Bu kapsamda, özelleştirme politikaları geliştirilerek devletin kamudaki rolü yeniden belirlenmiş ve devletin üretim faaliyetlerinden çekilmesi ve kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi tartışılmaya başlanmıştır.

Türkiye’de özelleştirme 24 Ocak 1980 Ekonomik Kararları kapsamında “piyasa ekonomisi”ne geçişle gündeme gelmiştir. Özelleştirme, esas olarak ekonomide devlet müdahalesinin asgariye indirilmesini amaçlayan bir politika olarak “serbest piyasa ekonomisine” geçişte önemli bir rol oynamaktadır.¹⁷

¹⁷ Çelebi, a.g.e., s.57

1983 yılında özelleştirmeye ilgili çalışmalar başlamış; 1984 yılında ilk yasal düzenleme yapılarak, uygulayıcı ilk kurumun (Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı) temeli atılmıştır. 1986 yılında KİT'lerin iyileştirilmesi ve özelleştirilmesi için bir "Master Plan" hazırlanmıştır. Master Plan, stratejik planlama çerçevesinde Türkiye'de özelleştirmenin hızla gerçekleştirilmesi gereğini öngörmüştür.

Özelleştirmenin bir amaç olarak değil, kalkınma hedeflerinin gerçekleşmesi için bir araç olarak görülmesi gerekmektedir. Bu açıdan baktığımızda, özelleştirme basit bir süreç olmayıp ekonomik, mali ve idari bir reformdur.

Ülkemizde 1984 yılında başlayıp 1994 yılına kadar yapılan yasal düzenlemeler özelleştirmenin hukuksal temellerinin belirlenmesi bakımından yeterli olamamıştır. Gerek Anayasa Mahkemesinin iptal kararları, gerekse yasal boşluk, aksaklık ve çelişkiler dikkate alınarak hayli kapsamlı çalışmalar neticesinde 24.11.1994 tarihli ve 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Kanun ile Özelleştirme Yüksek Kurulu ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB) oluşturulmuştur.¹⁸

Bu kapsamda, söz konusu Kanun'la özelleştirmenin hedefleri;

- 1) Devletin ekonomideki sınai ve ticari faaliyetlerinin en aza indirilmesi,
- 2) Rekabete dayalı piyasa ekonomisinin oluşturulması,
- 3) Devlet bütçesi üzerindeki KİT finansman yükünün azaltılması,
- 4) Sermaye piyasasının geliştirilmesi,
- 5) Kaynakların etkin kullanımı,
- 6) Atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılması

olarak belirlenmiştir.

¹⁸ Türkiye'de özelleştirme uygulamalarının geçmişi ve özelleştirilen kuruluşlara ilişkin detaylı bilgiler için bkz. (çevrimiçi) www.oib.gov.tr.

Özelleştirme uygulamaları ile rekabet kavramı arasında yakın bir ilişki vardır. Özelleştirme felsefesinin dayandığı temel ilkelerden biri de mal ve hizmet üretim faaliyetlerinden devletin çekilmesi, bu faaliyetlerin piyasa mekanizmaları tarafından yönlendirilmesi, böylece rekabetçi bir piyasa ortamının yaratılmasıdır.

1.6.3 Özelleştirmenin Yasal Çerçevesi

Ülkemizde 1983 yılından sonra gündeme gelen özelleştirme programı ile ilgili ilk hukuki düzenleme, 1984 yılında çıkarılan ve kamu iktisadi teşebbüsleri ile bunlara ait tesislere, hisse senedi ihracı yoluyla gerçek ve tüzel kişilerin ortak edilebilmesine veya bu tesislerin işletme hakkının belli sürelerle devrine olanak tanıyan 2983 sayılı Kanun’la getirilmiştir.

Daha sonra 1986 yılında çıkarılan 3291 sayılı Kanun ile kamu kuruluşlarının özelleştirme kapsamına alınması ve uygulamaların yürütülmesine ilişkin esaslar belirlenmiştir. Buna göre, 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK)’de adı geçen, tamamı devlete ait ve kamu iktisadi teşebbüsü statüsünde faaliyet gösteren kuruluşların özelleştirme kapsamına alınmasına Bakanlar Kurulu, KİT’lerin müessese, bağlı ortaklık, işletme ve işletme birimleri ile iştiraklerindeki payların özelleştirme kapsamına alınmasına da Yüksek Planlama Kurulu yetkili kılınmıştır. 3291 sayılı kanunla, özelleştirme uygulamaları konusundaki karar mercii, “Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı Kurulu” olarak belirlenmiştir.

Özelleştirme programının yürütülmesi konusunda ise, 2983 sayılı yasa ile oluşturulan ‘Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi’ görevlendirilmiştir. Bu idare, özelleştirme programının yanı sıra, toplu konut uygulamalarının yürütülmesi, Kamu Ortaklığı Fonu’nun yönetimi ve Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı’nda biriken paraların nemalandırılması gibi görevler de üstlenmiştir.

Nisan 1990’da yürürlüğe giren 414 sayılı KHK ile Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi, “Kamu Ortaklığı İdaresi” ve “Toplu Konut İdaresi” adı altında iki ayrı

kuruluş olarak yeniden örgütlenmiştir. Kamu Ortaklığı İdaresi, özelleştirme uygulamalarının yürütülmesi ve Kamu Ortaklığı Fonu ile Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı'nın yönetimi konusunda görevli kılınmıştır.

6 Ocak 1992 tarihinde yürürlüğe giren 473 sayılı KHK ile de, özelleştirme uygulamaları konusundaki karar mercii “Kamu Ortaklığı Yüksek Kurulu” olarak değiştirilmiştir.

Özelleştirme programından beklenen hedeflere ulaşılmasında karşılaşılan güçlüklerin giderilmesi amacı ile, uygulamalara esas teşkil eden 2983 ve 3291 sayılı yasalarda değişikliğe gidilmiştir. Ancak bu değişiklikler, zaten dağınık olan mevzuatı daha da karmaşık hale sokmuştur. Gerek bu karmaşık yapıdan kaynaklanan sorunların, gerekse özelleştirme uygulamalarının sonucuna bağlı olarak karşılaşılan sosyal, ekonomik ve hukuki problemlerin çözümü için yeni düzenlemeler yapılması kaçınılmaz olmuştur.

Özelleştirmede karşılaşılan sorunların giderilmesi ve programa hız kazandırılması amacıyla uygulamalar konusundaki yasal ve yönetsel yapının değiştirilmesine yönelik ilk somut adım 1992 yılında atılmıştır. Bu tarihte başlayan mevzuat değişikliği çalışmaları 1994 yılında tamamlanmış ve konuya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler içeren bir dizi kararname çıkarılmıştır.

11 Mayıs 1994 tarihinde yürürlüğe giren ve hükümete özelleştirme uygulamaları konusunda düzenleme yapma yetkisi veren 3987 sayılı yetki yasasına dayanılarak çıkarılan 530, 531, 532 ve 533 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler 6 Haziran 1994, 546 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ise 7 Temmuz 1994 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Ancak, söz konusu 5 kararnamenin dayanağı olan 3987 sayılı yetki yasası 7 Temmuz 1994 tarihinde Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiştir. Daha sonra ise, bu kanun çerçevesinde çıkarılan 530, 531, 532, 533 ve 546 sayılı kanun hükmünde kararnamelerin iptali ve bu konuda yürütmenin durdurulması amacı ile Anayasa

Mahkemesi'ne yapılan başvuru değerlendirilerek 21 Temmuz 1994 tarihinde karara bağlanmış ve söz konusu kararnameler iptal edilmiştir. Anayasa Mahkemesi'nin iptale ilişkin gerekçeli kararı, 5 Ağustos 1994 tarihli Resmi Gazete'nin mükerrer sayısında yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu iptal kararları sonucu, özellikle yapısal açıdan getirilen değişiklikler nedeniyle doğacak hukuki boşluğa, Bakanlar Kurulu'nun 31 Temmuz 1994 tarihinde aldığı prensip kararı ile açıklık getirilmiştir. Konuya ilişkin olarak 3 Ağustos 1994 tarihinde yayınlanan Başbakanlık genelgesinde, Anayasa Mahkemesi'nin gerekçeli iptal kararının Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girdiği tarihten itibaren bu konudaki idari eylem ve işlemlerin, iptal kararından önceki mevzuat çerçevesinde yürütülmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede İdare, 5 Ağustos 1994 tarihinden itibaren yeniden Kamu Ortaklığı İdaresi adı altında ve eski statüsünde faaliyetlerine devam etmiştir.

Yine aynı tarihten itibaren, özelleştirmeye ilişkin esasların, üzerinde fikri ve siyasi açıdan uzlaşma sağlanabilecek bir yasa çerçevesinde yeniden düzenlenmesi konusunda çalışmalara başlanmıştır.

Bu çalışmalar sonucunda, bütün siyasi partilerin ve sendikaların önerileri de dikkate alınarak hazırlanan **4046 sayılı Özelleştirme Kanunu** 27 Kasım 1994 tarihinde yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

1.6.3.1 4046 Sayılı Kanun'la Gelen Düzenlemeler

4046 sayılı kanun ile getirilen yeni düzenlemeler şunlardır:

- “Özelleştirme Yüksek Kurulu” oluşturulmuştur.
- “Özelleştirme İdaresi Başkanlığı” kurulmuştur.
- Özelleştirme uygulamaları sırasında veya sonrasında işini kaybedenlere, kanunda belirtilen hükümler çerçevesinde, yasalardan veya toplu iş sözleşmelerinden doğan tazminatları dışında ek bir iş kaybı tazminatı ödenmesi öngörülmüştür.

- “Özelleştirme Fonu” oluşturulmuştur.
- Özelleştirmenin kapsamı genişletilmiş, iktisadi devlet teşekkülleri ile bunlara ait kurum ve payların yanı sıra, diğer kamu kurum ve kuruluşlarının da özelleştirilebilmesine imkan tanıyan düzenlemeler yapılmıştır.
- Erken emekliliğin teşviki amacıyla, özelleştirme kapsamına alınan kuruluşlarda Emekli Sandığı’na tabi personelden hizmet süresi itibariyle emeklilik hakkı kazananlara, bu hakkı kazandıkları tarihten itibaren iki ay içinde emekli olmayı istemeleri halinde ikramiyelerinin % 30 fazlası ile ödenmesi hükme bağlanmıştır.
- Özelleştirme kapsamındaki kuruluşlarda çalışan personelin sosyal yardım zammı ödemelerinin Özelleştirme Fonu’ndan karşılanması öngörülmüştür.
- Kapsamdaki kuruluşlarda uygulamalar sonucu kadrosu iptal edilen memur ve sözleşmeli personelin diğer kamu kurum ve kuruluşlarındaki boş kadro ve pozisyonlara atanmalarına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir.
- Özelleştirme uygulamalarından elde edilecek kaynağın, genel bütçe harcama ve yatırımlarında kullanılmaması hükme bağlanmıştır.
- Stratejik nitelikteki kuruluşlarda imtiyazlı hisse bulundurulması öngörülmüştür.

Söz konusu Kanun’un uygulanmasından bugüne kadar 4105 sayılı Kanun, 4108 sayılı Kanun ve 4971 sayılı Kanun ile 4046 sayılı Kanunu’nda bir takım değişiklikler ve düzenlemeler yapılmıştır.

1.6.3.2 4046 Sayılı Kanun’da Yapılan Değişiklikler

4046 Sayılı Özelleştirme Kanununda yapılan değişiklikler aşağıdadır:

4105 sayılı Kanun ve 4108 sayılı Kanun ile 4046 sayılı Kanunda bir takım değişiklikler ve düzenlemeler yapılmıştır. 4046 sayılı Kanun’un özelleştirme programına alınan kuruluşların özelleştirme yöntemleri, değer tespiti ve ihale usullerini kapsayan 18. maddesi; Anayasanın 7 inci maddesine aykırılığı savıyla, 9 Nisan 1997 tarihinde Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiştir. Söz konusu madde, 3.4.1997 tarih ve 4232 sayılı Kanunla Anayasaya uygun olarak yeniden düzenlenmiş, 8 Nisan 1997 tarihli resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Ayrıca 4046 sayılı Kanunun 10. maddesinde yer alan bu Kanunun geçici 8. maddesi gereğince “Kamu Ortaklığı Fonu’na yapılan aktarmalar hariç Özelleştirme Fonu’ndan genel bütçeye kaynak aktarılmaz” ibaresi 26 Mayıs 2000 tarihinde yürürlüğe giren 4568 sayılı Kanunla “Özelleştirme Fonunun nakit fazlası, Hazinesin iç ve dış ödemelerinde kullanılmak üzere Hazine hesaplarına intikal ettirilir” şeklinde değiştirilmiştir. Geçici 8. madde ise yürürlükten kaldırılmıştır.

4971 Sayılı Kanunla yapılan değişiklikler aşağıdadır:

Özelleştirme çalışmalarının daha hızlandırılması amacıyla hazırlanan 4971 sayılı “Bazı Kanunlarda ve Milli Piyango İdaresi Genel Müdürlüğü Kuruluş ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” 15 Ağustos 2003 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Kanun çerçevesinde 4046 sayılı Kanunda yapılan değişiklikler ve getirilen yeni düzenlemeler ana başlıklar itibariyle şöyledir;

Özelleştirme Yüksek Kurulunun oluşumu ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı’nın bağlı bulunduğu Bakanın belirlenmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Önceden ÖYK üyelerinin hangi bakanlar olacağı Kanunda yazılı iken, değişiklikle ÖYK üyelerini belirleme yetkisi Başbakana verilmiştir. Böylelikle makro özelleştirmelerde sektörle veya konu ile ilgili Bakanın ÖYK üyesi olabilmesinin yolu açılmıştır.

4046 sayılı Kanunun 7. maddesinde yer alan yasaklara ilişkin olarak çalışanların halka arz yoluyla yapılan özelleştirme uygulamalarına katılmaları sağlanmıştır. Önceden, kuruluşlarda çalışanların hiçbir şekilde halka arza katılmaları mümkün değilken, değişiklikle yasak sınırı daraltılmıştır.

Özelleştirme Fonu'nun kullanım alanları ile değer tespit metodlarının en az ikisinin uygulanması suretiyle değerlendirme yapılacağı yolunda düzenleme yapılmıştır. Ayrıca belirli istekliler arasında kapalı teklif usulü ile yapılacak ihaleler yeniden düzenlenmiştir. Önceden, arsa ve atıl işletmelerin değer tespitinde zorluk yaşanırken, yapılan değişiklikle teknik olarak rahatlık getirilmiştir.

Kuruluşlarda çalışan personelin nakline ilişkin madde yeniden düzenlenerek uygulamada ortaya çıkan sorunlar giderilmiştir. Bu arada ilave emeklilik ikramiyesi ödemesi ile ilgili maddede düzenleme yapılmış ve sosyal yardım zammı ödemelerine ilişkin madde yürürlükten kaldırılmak suretiyle uygulamalardaki problemlerin giderilmesi amaçlanmıştır. Önceden, nakle tabi personelin özlük hakları, makam ve temsil tazminatları, emekli ikramiyeleri, sosyal yardım zamları, kıdem tazminatları, kadro durumlarında yaşanan sorunlar bu madde ile ortadan kaldırılmıştır.

Ayrıca 4971 sayılı Kanunla, 4046 sayılı Kanun'da yapılan diğer düzenlemeler ile özelleştirme uygulamalarının hızlandırılması yolunda hükümler getirilmiştir. Özelleştirme uygulamalarının idari ve hukuki yönden hızlanması için bürokratik işlemleri basitleştirici ve kolaylaştırıcı düzenlemeler yapılmıştır.

1.6.4 Türkiye’de Özelleştirme Uygulamalarında Ortaya Çıkan Sorunlar

Son yıllarda tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de kamu işletmelerinin özelleştirilmeleri üzerinde yoğun bir tartışma yaşanmaktadır. Özelleştirme konusu son yirmi yıldır ülkemiz gündemindeki yerini ve önemini korumaktadır. Özelleştirme

uygulamalarını aksatan/yavaşlatan bir takım faktörler söz konusudur. Bu faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir¹⁹:

- Türkiye'nin ve dünyanın içinde bulunduğu ekonomik/mali belirsizlik ortamı, bu ortamın özelleştirilen kuruluşların yatırımcılar açısından çekiciliğini azaltıcı etkileri,
- Alıcı durumunda olan kişi ya da kurumların bu tip ortamda fiyat konusundaki hassasiyetlerinin artması,
- Özelleştirilecek işletmelerin içinde bulundukları yapısal sorunlar ve bunların giderilmesinde karşılaşılan aksaklıklar ve yaşadıkları mali zorluklar.

Özelleştirme; iktisadi faaliyette bulunan kamu teşebbüslerinin idaresi ve mülkiyetinin özel işletmelere/teşebbüslere devredilmesi veya kısaca devletin mal ve hizmet üretimi şeklindeki iktisadi faaliyetlerinin tamamen ortadan kaldırılması demek olup, çağın değişim ve gelişmelerini izleyecek/uyarlayacak esneklik ve dinamizmden yoksun kamu işletmelerinin, artan rekabetçi piyasa koşullarında varlıklarını sürdürebilmeleri ve özel sektör elinde faaliyet gösteren şirketlerle olan haksız rekabetin ortadan kaldırılması için önemli ve gereklidir.

Ülkemiz özelleştirme çalışmalarına, özelleştirme sürecini tamamlamış pek çok ülkeden daha önce başlanılmasına rağmen tüm ülkelerin gerisinde kalmıştır. Bu gecikmenin ardında yatan nedenler aşağıda belirtilmiştir: ²⁰

- Toplumsal uzlaşma ve diyalog eksikliği,
- Sosyal güvenlik, iş kaybı ve istihdam konularında gerekli hukuki ve teknik altyapı düzenlemelerinin yapılmasında geç kalınması,
- Siyasal ve ekonomik istikrarsızlıklar,

¹⁹ Ayhan Sarısu, "Dünyada 1996 Yılı Özelleştirmelerine Genel Bir Bakış", **Yaklaşım Dergisi**, Mart 1998, Sayı: 63, Sayfa : 14-23

²⁰ Çelebi, **a.g.e.**, s. 129

- Aşırı istihdamla çalıştırılan Kamu İktisadi Kuruluşları'nın özelleştirilmesi sonucunda zaman zaman işsizlik sorunu ile karşılaşılması,
- Ülkemizde özelleştirme uygulamaları Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (4046 sayılı Kanun çerçevesinde; KİT, KİT statüsünde olmayan ve hisselerinin çoğunluğu Devlete ait kuruluşlar, Devlete ait iştirakler, Hazine'ye ait paylar, Genel ve Katma Bütçeli idarelerin doğrudan hizmeti ile ilgili olmayan varlıklarının özelleştirilmesi), Enerji Bakanlığı (3096 sayılı Kanun çerçevesinde; Elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımının özelleştirilmesi) ve Ulaştırma Bakanlığı (4161 sayılı Kanun çerçevesinde; Türk Telekomünikasyon A.Ş. ve Katma Değerli Telekomünikasyon Hizmetleri ki bunlar; Mobil telefon, çağrı, data şebekeleri, akıllı şebeke, kablo televizyon, ankesörlü telefon, uydu sistemleri vb vasıtasıyla verilen telekomünikasyon hizmetlerinin özelleştirilmesi) olarak üç ayrı kurum tarafından yapılmakta olması nedeniyle uygulamada bir mevzuat birliğinin sağlanamamış olması,
- Kamu Kurum ve Kuruluşları arası işbirliği ve koordinasyonda karşılaşılan sorunların varlığı (özellikle özelleştirme kapsamındaki kuruluşların gayrimenkul sorunları Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Maliye Bakanlığı, Kültür Bakanlığı, ilgili Belediyeler ve bu kuruluşların yerel birimleri arasındaki bürokrasi nedeniyle yıllarca çözümsüz kalabilmektedir. Bunu aşacak yasal düzenlemelerin ivedilikle sağlanması ile özelleştirme süreci önemli ölçüde kısaltılabilecektir.),
- Özelleştirme İdaresinin, özelleştirilecek şirketler için danışmanlık hizmeti alımı ihalelerinde 4734 sayılı Kamu İhale Yasasına tabi olması nedeniyle yaşanan gecikmeler,
- Özelleştirmenin kamuoyuna mal edilmesinde yaşanan sorunlar.

1.6.5 Türkiye’de Uygulanan Özelleştirme Yöntemleri

4046 sayılı Yasanın²¹ 4232 sayılı Yasa²² ile değişik 18. maddesi ile kuruluşların özelleştirilmesine, değerlerinin tespitine ilişkin yöntemlerle ihale usul ve esasları ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir.

ÖYK’nın görevlerini düzenleyen 3. madde uyarınca, kuruluşun hangi yöntemle özelleştirileceğine karar vermek yetkisi ÖYK’da bulunmaktadır. Uygulamada, ÖYK kararlarında alternatifli olarak uygulanabilecek yöntemler belirlenmekte ve bunlardan bir veya bir kaçının uygulanabilmesi konusunda ÖİB yetkilendirilmektedir.

Özelleştirme programına alınan kuruluşlar, 4046 sayılı Yasanın 18/A maddesine göre “satış, kiralama, işletme hakkının verilmesi, mülkiyetin gayri ayni hakları tesisi, gelir ortaklığı modeli ve işin gereğine uygun sair hukuki tasarruflar” yöntemlerinden birinin veya bir kaçının birlikte uygulanması suretiyle özelleştirileceklerdir.

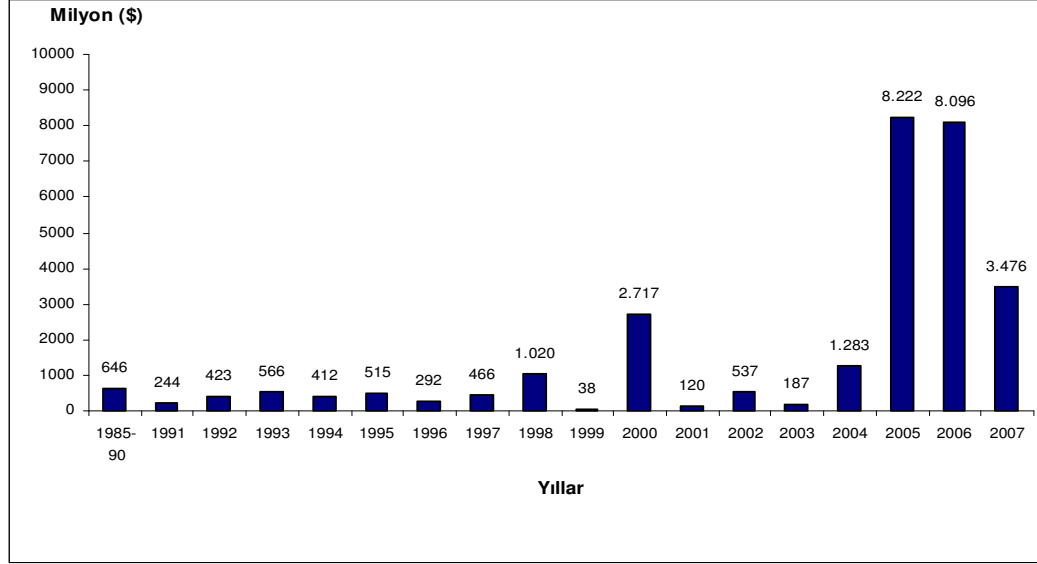
²¹ 4046 sayılı “Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun” 27/11/1994 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

²² 4232 sayılı Kanun 3 Nisan 1997 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

1.6.6 Özelleştirme Uygulamalarına İlişkin Rakamsal Bilgiler

Yıllar itibariyle özelleştirme gelirlerine ilişkin bilgiler aşağıdaki grafikte yer almaktadır:

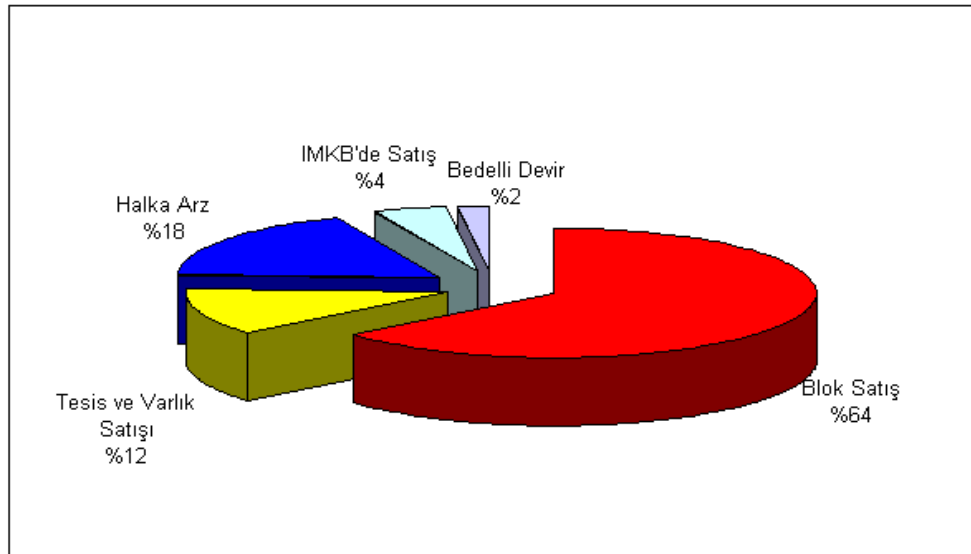
Tablo 2: Türkiye’de Yıllar İtibariyle Özelleştirme Gelirleri



Kaynak: www.oib.gov.tr

Yöntemler itibariyle özelleştirme işlemleri aşağıdaki grafikte yer almaktadır:

Tablo 3: Türkiye’de Yöntemler İtibariyle Özelleştirme İşlemleri



Kaynak: www.oib.gov.tr

2006 yılı Mayıs ayı itibariyle ülkemizde gerçekleştirilen özelleştirme işlemlerine ilişkin özet bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 4: Türkiye’de Yöntemler İtibariyle Özelleştirme Gelirleri

(\$)	1986 - 2005	%	2006	%	2007	%	TOPLAM	%
Blok Satış	10.980.793.478	62	7.178.000.000	89	0	0	18.158.793.478	62
Tesis/Varlık Satışı	1.897.415.739	11	626.195.569	8	1.577.046.730	45	4.100.658.038	14
Halka Arz	3.133.739.478	18	207.820.151	3	1.838.642.981	53	5.180.202.610	18
İMKB’de Satış	1.261.053.768	7	0	0	0	0	1.261.053.768	4
Yarım Kalm. Tesis Sat.	4.368.792	0	0	0	0	0	4.368.792	0
Bedelli Devirler	407.576.491	2	84.149.739	1	60.717.588	2	552.443.818	2
TOPLAM	17.684.947.746	100	8.096.165.459	100	3.476.407.299	100	29.257.520.504	100

Kaynak: www.oib.gov.tr

Yukarıda yer alan verilerden, özelleştirme gelirlerinin son yıllarda önceki dönemlere göre büyük oranda arttığı anlaşılmaktadır. Bunun sebepleri arasında, karlılığı yüksek işletmelerin ve değerli varlıkların satışının yanı sıra, ülkemiz ekonomisinde son yıllarda sağlanan göreceli istikrarın ve siyasi tercihlerin de etkisi olduğu söylenebilir.

2. BÖLÜM

MENKUL KIYMET BORSALARININ YAPISI

Genel olarak borsa kavramından, alıcı ile satıcının veya onların vekillerinin, ticari emtia, menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde alım satım yapmak amacı ile biraraya geldikleri, belirli sürelerde, belirli yerlerde kurulan, belli kurallarla çalışan organize edilmiş merkezi pazarlar anlaşılabilir.¹

Borsaların Pazar ve panayırlardan başlıca farkı, menkul kıymetlerin veya malların hazır bulundurulmasına gerek duyulmaksızın örnek ya da standartlar üzerine alım satım yapılabilmesidir. Menkul kıymet borsalarında ise kote edilen (kayda alınan) ortaklık ya da alacak hakkı sağlayan menkul kıymetlerin alım satımı örneğe (ürün numunesi) dahi gerek duyulmadan yapılabilir.

2.1 BORSALARIN EKONOMİK FONKSİYONU

Spekülatif işlemlere zemin sağlaması nedeniyle zaman zaman olumsuz değerlendirmelere konu olmakla birlikte borsalar günümüzde hemen her ülke ekonomisinin vazgeçilmez kurumları arasında yer almaktadırlar.

Bir kere, sermayenin tabana yayılması açısından borsalar önemli bir fonksiyon icra ederler. Çok sayıda yatırımcının menkul kıymetlere yatırım yaparak mülkiyet edinmesi, ekonominin temellerini sağlamlaştırır.

¹ Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul, Alfa Basım Yayımları, 2004, s. 214

Borsalar, finansman ihtiyacı olan firmaların düşük maliyetli ya da maliyetsiz fon temin etmelerine imkan sağlayan kuruluşlardır. Burada borsaların rolü aracılık yapmanın ötesinde yatırımlar için doğrudan bir finansman imkanı yaratmaktır.²

Yatırım için gerekli kaynağın temininde iki yol vardır. Birincisi şirketlerin özkaynakları ile finansman yolunu seçmesi, ikincisi ise; yabancı kaynaklar ile finansman (dış kaynaklardan) yani kredi veya benzeri bir şekilde borçlanma yolunu seçmesidir.

Türkiye’de kredi faizlerinin yüksek olması ve istikrarlı olmaması sağlıklı finansmanı zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, şirketler bu fonu halihazırdaki ortaklarından veya yeni bulacakları ortaklardan sağlama yoluna gitmektedirler. Yeni ortak bulmanın en kolay yolu ise şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmeleri ve Borsa’ya kote ettirmeleridir.

Menkul kıymetlerin hızlı bir şekilde tedavül etmesini sağlayan borsalar piyasa likidite açısından çok önemli fonksiyonu olan kurumlardır. Organize bir borsanın olmadığı durumda gerçekleşemeyecek menkul kıymet alım satım işlemleri borsanın sağladığı Pazar koşullarında hızlı bir şekilde gerçekleşmektedir.

2.2 BORSALARIN GEÇİRDİĞİ AŞAMALAR

Borsaların gelişme sürecini içinde bulundukları ortam ve ekonominin yapısı belirler. Bu sebeple her ülkede borsaların gelişim süreci birbirinden farklı gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, yeni kurulan her borsada kaçınılmaz şekilde yaşanan bazı aşamalar bulunmaktadır.

² Caroline M. Bradley, “Technology, Demutualisation and Stock Exchanges: The Case for Co-Regulation” (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=312157, Ağustos 2007

Piyasa dinamiklerine bağılı olarak ortaya çıkan bu aşamalar aşağıda kısaca belirtilmektedir.³

2.2.1 Kuruluş Dönemi

Yeni kurulan bir borsa hemen hızlı bir yükseliş ve çalışma temposu ortaya çıkaramaz. Tanıtım ve kendini ıspat süreci her borsa için gereklidir. Buna paralel olarak borsaların genişliği ve derinliği arttıkça fiyatlar yükselecek ve yatırımcıların ilgisi borsaya akmaya başlayacaktır.

Dünyanın en büyük ve köklü borsalarının, bulundukları konumu yüzyıllar süren bir gelişim sonucunda kazandıkları gözardı edilmemelidir.

2.2.2 Yoğun Spekülasyon Dönemi

Borsaya artan ilgi sonucunda, kar edildiğini gören herkes borsaya koşmaya başlayacaktır. Artan talep fiyatları yükseltir ve bu yeni yatırımlara zemin hazırlar. Bu şekilde, talebin fiyatı; fiyatın da talebi yükseltmesiyle spekülatif bir yoğunluk ortaya çıkacaktır.

2.2.3 Çöküş ve Yeniden Yapılanma Dönemi

Spekülasyon sürecinde ortaya çıkan bu hızlı yükseliş dönemi, halkın menkul kıymetlere olan talebini daraltacak bir gelişmenin olmasına kadar devam eder. Zincirin kırılması ile birlikte herkes zarar etmeden borsadan çıkmaya çalışır ve artan satış talepleri fiyatların hızla düşmesine yol açar.

³ Karşlı, a.g.e., s. 227

Fiyat ve işlem hacmindeki düşüşler genellikle başladığı noktaya kadar varmaz ve daha üst seviyelerde son bulur. Böylece yeni bir arz talep dengesi oluşur ve fiyatlar oturur.⁴

2.2.4 Olgunluk Dönemi

Geçirilen tecrübelerden ve çöküşlerden alınan dersler borsayı olgunlaştırır. Menkul kıymetlerin fiyatlarının sonsuza kadar yükselmeyeceği ve sıfıra kadar da düşmeyeceği deneme yanılma yoluyla öğrenilmiştir. Olgunlaşan bir borsada, dışsal etkiler önceki evrelerdeki kadar büyük volatiliteye ve kayıplara yol açmayacaktır.

Olgun bir piyasada yatırımcılar ve spekülâtörler oldukça akıllı ve ihtiyatlı hareket ederler.

2.3 BORSALARIN FARKLI YAPILANMA ŞEKİLLERİ

Menkul kıymetlerin alınıp satılmasına zemin teşkil eden borsalar farklı açılardan sınıflandırılabilir. Örneğin, piyasa etkinliği açısından etkin ve etkin olmayan veya geniş ve sığ borsalar şeklinde bir sınıflama yapılabileceği gibi, işlem maliyetleri düşük olan ve olmayan borsalar, ya da yatırımcılara farklı pazarlarda yatırım imkanı sunan veya tek pazarı bulunan borsalar sınıflandırması da yapılabilir.

Bu çalışmanın konusu itibarıyla borsaları, kuruluş özelliklerine ve hukuki yapılarına göre sınıflandırmak gerekmektedir. Aşağıdaki bölümlerde detaylı olarak açıklanacağı üzere hukuki yapı ve kuruluşları açısından borsaları başlıca üç grup altında toplamak mümkündür.

- 1 Özel hukuk tüzel kişisi olarak örgütlenen ancak kar amacı gütmeyen borsalar:
Bu tür borsalar genellikle anonim şirket statüsünde yapılanmış olup, son yıllara

⁴ Karşlı, **a.g.e.**, s. 228

kadar kar amacı gütmeksizin faaliyet göstermişlerdir. Borsaların dönüşüm sürecinde bu tür borsalar kar amacı güder hale gelmektedirler.

- 2 Kooperatif benzeri borsalar: Dünya çapında çok yaygın olan bu tür borsalar ağırlıklı olarak üyeleri tarafından finanse edilen ve üyelerine düşük maliyetle hizmet sunan borsalardır. Burada karşılıklı bir istifade sözkonusu olduğundan “karşılıklı” bir ilişkiden söz edilebilmektedir. Dönüşüm sürecinde sözkonusu borsalar önce sermayesi olan bir anonim şirkete dönüştürülmekte, sermaye payları farklı usullere göre dağıtılmakta veya satılmaktadır.
- 3 Devlet borsaları: Kamunun düzenleyici iradesine bağlı olarak bir kamu kurumu şeklinde örgütlenen borsalar olup, piyasaların global gelişimine paralel olarak sayıları azalmaktadır. Özelleştirme deyiimi bu tür borsalar için gerçek anlamını bulmaktadır.

Menkul kıymet borsalarının kar amacı güden şirketlere dönüştürülmelerinden sonra, kendilerine kote olarak hisse senetlerinin alım satımına imkan sağlanması konusu da gündeme gelmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bir kamu tüzel kişisi olarak örgütlenmiştir. Ancak, üyelerinin oluşturduğu üst karar organı olan bir genel kurulunun bulunması, Borsada sadece üyelerinin işlem yapabilmesi ve üyelerinden gelir elde etmesi yönleriyle kooperatif tarzı borsa yapılarına benzemektedir.

Diğer taraftan İMKB, genel kurul ve üye ilişkileri itibariyle Anayasamızda tanımlanan “kamu meslek kuruluşu” tanımına da oldukça yakın durmaktadır.⁵

⁵ Kamu meslek kuruluşları Anayasamızın 135. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, “*Kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşları ve üst kuruluşları; belli bir mesleğe mensup olanların müşterek ihtiyaçlarını karşılamak, meslekî faaliyetlerini kolaylaştırmak, mesleğin genel menfaatlere uygun olarak gelişmesini sağlamak, meslek mensuplarının birbirleri ile ve halk ile olan ilişkilerinde dürüstlüğü ve güveni hâkim kılmak üzere meslek disiplini ve ahlâkını korumak maksadı ile kanunla kurulan ve organları kendi üyeleri tarafından kanunda gösterilen usullere göre yargı gözetimi altında, gizli oyla seçilen kamu tüzelkişilikleridir.*”

2.4 BORSALARIN KISA TARİHÇESİ

Bu bölümde menkul kıymet borsalarının oluşumuna kısa bir tarihsel perspektiften bakılacaktır. Menkul kıymet borsaları tarihsel süreç içerisinde araçlar, alım-satım sistemleri, teknolojik altyapı ve kurallar bakımından sürekli gelişmekle birlikte temel özelliklerini her zaman muhafaza etmişlerdir. Bu bakımından, menkul kıymet borsalarının yapıları değişse de varlıklarını bundan sonra da sürdüreceklerini söylemek abartılı bir iddia olarak görülmemelidir.

2.4.1 Dünyada Borsaların Tarihi

Borsanın tarihçesiyle ilgili olarak yayınlanan her eserde bu kurumun çok eski bir geçmişi olduğu belirtilir. Belçikalı tarihçi Jacques Pirenne'in açıklamalarına göre, yendiği ülkelerin ganimeti Eski Roma'yı zamanın en büyük kapital merkezi haline getirmişti. Büyük işler ihale ediliyor, işadamları bu ihalelere girebilmek için gerekli sermayeyi toplamak amacıyla hisse senetli şirketler kuruyorlardı. Bunların çok rağbet görmesi üzerine MÖ. 180 yılında Roma'da ilk menkul kıymet borsası açılmıştır. Roma'nın çöküşüyle bu faaliyet gerilemiş ve kaybolmuştur.⁶

Ortaçağ'da Avrupa'nın çeşitli yerlerinde kurulan pazar ve panayırlarda, değişim işlerinde kıymetli madenlerin mübalede aracı olarak kullanılmaya başlamasıyla birlikte sarraflık mesleği doğmuştur. Avrupa'daki bazıları milletlerarası ün kazanan bu panayırlarda ticaretin genişlemesiyle büyük alım satımlarda kredi mektupları türünden ticari senetler kullanılmaya başlanmış, bu gelişme 13. Yüzyılda poliçenin doğmasına yol açmıştır. 15. yüzyıldan itibaren, sırf bu kağıtların düzenlenmesi ve ticaretiyle uğraşan Fransızca olarak adına Kurtiye (Courtier) denilen değişik bir aracı türü ortaya çıkmış meslek adamlarının bir araya geldiği loncalar ve bunların koydukları bazı kurallar oluşmuştur.

⁶ Azmi Fertekligil, **Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2000, s. 1

Bazı eserlerde borsa (bourse,beurs,borsa) sözcüğünün, Belçika'nın Bruges kentinde diğer bazılarına göre Anvers kentinde 1531 tarihinde sürekli fuar şeklinde ilk borsayı açmış olan Van der Beurs ailesinin isminden türediği ileri sürülmektedir.

Avrupadaki ilk resmi borsa faaliyeti 14. yüzyılda kralın bir emirnamesiyle Paris'te bir köprü (Pont au change) üzerinde başlamıştır. 16. yüzyılda işlemler kıymetli evrak üzerinde yoğunlaşmış ve aracılar “agents de change” adını almışlardır.

Özel bir binada yerleşik ilk borsa ise Anvers kentinde açılmıştır.

İngiltere de 16. yüzyılda Royal Exchange adıyla faaliyette bulunan Londra Borsası 18. yüzyılda Stock Exchange adını almıştır.

17. yüzyıl sonlarında Berlin, Bale, 18. yüzyıl ortalarında Viyana, 1792'de New York, 19. yüzyıl içinde Brüksel, Milano, Roma, Madrid ve Tokyo (1878) borsaları kurulmuştur. İstanbul Borsası'nın kuruluşu da bu döneme rastlar; 1866

Zamanla bir yandan aynı ülkenin diğer merkezlerinde veya bölgelerinde öte yandan, serbest piyasa ekonomisinin gelişmesine paralel olarak diğer ülkelerde de kültür ilişkilerine göre bir veya birden fazla borsa kurulmuştur. Örneğin, 1970 başlarında Amerika'da 17, İngiltere'de 23 (sonradan bu borsalar Londra borsası ile birleşerek tek bir borsa haline gelmişlerdir) Japonya'da 9, Kanada da 5, Fransa'da 7 Almanya'da 8, İtalya'da 10, İsviçre'de 8, Belçika'da 4, İspanya'da 3, Norveç'te Avustralya'da 6 borsa mevcuttur. New York, Montreal gibi birden fazla klasik borsanın faaliyette bulunduğu yerler de vardır.⁷ İkinci Dünya Savaşı sonrasında ve özellikle son 15-20 yıl içinde dünyanın bir çok ülkesinde yeni borsalar kurulmuştur.

⁷ A.e., s.3

2.4.2 Türkiye'de Borsanın Tarihi

1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye'de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış, hem de hızlanmıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1864 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir.⁸

1866 yılında Türkiye'den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul'da bir Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve borsaya Maliye Nezareti'nce bir komiser atanmıştır. Bu borsanın adı 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüştürülmüş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir.⁹

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

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname (tüzük) ile borsada bugünkü sistemin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Bu taşınmanın

⁸ Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri**, İstanbul, TEB Yayınları, 1991, s.52-57

⁹ M. Birol Çapanoğlu, **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1993, s. 135-138

sakıncaları anlaşılmış olacak ki, 1941 yılında borsa yeniden İstanbul'a nakledilmiştir.¹⁰

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

Türkiye'de 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname getirilmiştir. KHK/91'in yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır. 18.12.1985 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Ve nihayet, 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak, faaliyete başlamıştır. Bu olay, SPK'nın IX sayılı tebliği ile resmi gazetede ilan edilmiştir.

2.5 BORSALARIN KURUMSAL ÖZELLİKLERİ

Menkul kıymet borsaları, ekonomik ve finansal fonksiyonları itibarıyla dünyanın her yerinde büyük öneme sahip bulunmaktadır. Ekonomik gelişme için firmalara gerekli finansman kaynaklarının halka arz yoluyla sağlanmasında önemli bir zemin sunan, menkul kıymetlere sağladığı likidite ile sermayenin paylaşımı ve tabana yayılması imkanlarını artıran borsalar artık günümüzde, global ve yerel gelişmelere

¹⁰ A.e., s. 140

verdiği olağanüstü hızlı tepkilerle ekonomik gidişatın yansıdığı bir ayna konumunda bulunmaktadırlar.

Genel anlamda borsaların ilişkide bulunduğu üç farklı kesim bulunmaktadır:

- 1 Aracılar: Dünyanın her yerinde borsalarda işlem yapma yetkisi belli özelliklere sahip kişi veya kurumlara verilmektedir. Borsa üyeleri olarak nitelendirebileceğimiz bu kişi ve kurumlar, genellikle borsanın yönetiminde ve denetiminde söz sahibi olmakta, borsanın faaliyeti için gerekli olan finansmanı sağlamak ve müşterileri ile borsa arasında aracılık yapmaktadırlar.
- 2 İhraççılar: İhraç ettiği menkul kıymetleri borsada işlem gören kuruluşlar, genellikle halka açık şirketlerdir ve bu kuruluşlar da borsaların kotasyon koşulları ya da kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gibi düzenlemelerine tabi olmaktadır. Diğer taraftan borsalar ihraççılardan genellikle dönemsel olarak belli ücretler elde etmektedirler.
- 3 Yatırımcılar: Yatırımlarını borsalarda menkul kıymet veya bunlara dayalı ürünlerde (fon, türev araçlar vb.) değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar borsalar açısından vazgeçilmez bir unsurdur. Dünya genelinde yatırımcılar borsalarda işlem yapmak için aracı kuruluşları kullanmakla birlikte, teknolojik ilerlemelere paralel olarak internetin de yaygınlaşması ile doğrudan yatırım imkanları ve elektronik yatırım portalları gelişmeye başlamıştır.

Borsaların kuruluşunda başlıca iki sistem ortaya çıkmıştır. Özel borsalar, devlet borsaları. Özel borsalar, meslek mensuplarının kendi serbest girişimleriyle oluşmuş olan kurumlardır. Prototipi Londra Borsası (London Stock Exchange) olmak üzere New York, Tokyo gibi dünyanın en büyük borsaları ve anglosakson orijinli ülkelerde (Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda) ve diğer bazı uzakdoğu ülkelerinde mevcut borsalar bu türe girmektedir. Bir kanunla (veya kanunun verdiği yetki ile) kurulmuş olan, yönetici ve aracılardan atanması merkezi otoritenin kararına bağlı bulunan devlet borsaları geçmiş dönemlerde kıta Avrupasında yaygın olarak faaliyet göstermiştir.

Bunlar da kendi aralarında farklı özellikler arzeden Fransa Modeli ve Alman modeli olmak üzere iki gruba ayrılır. İtalya, Hollanda borsaları gibi karma bir nitelik taşıyan borsalar da vardır.¹¹

Gerek kooperatif benzeri, kar amacı taşımayan özel nitelikli borsalar, gerekse kamu kurumu niteliğindeki borsalar, dönüşüm (demutualization) sürecinde yeniden yapılanmakta ve üçüncü tip bir borsa yapısı ile karşılaşmaktadır: kar amacı taşıyan şirketler (anonim şirket) olarak örgütlenen borsalar.

Bu itibarla, borsaların özelleştirilmesi başlığı altında, hem kooperatif benzeri özel borsaların hem de devlet borsalarının şirketleşerek (yeni) ortaklarına, ortaklık paylarını temsilen hisse senedi vermesi ve daha ileriki bir safhada hisse senetlerinin halka arz edilerek gelir elde edilmesi süreci ifade edilmektedir.

Uluslararası Borsalar Federasyonu (WFE-World Federation of Exchanges) verilerine göre, 2004 yılı itibarıyla üye borsaların 34'ü kar amacı güden, 15'i ise kar amacı gütmeyen kurum yapılarına sahiptir. 1998 yılında kar amacı güdenlerin sayısının 18 olduğu dikkate alındığında, borsalarda kâr amaçlı kurumlara dönüşme yönünde bir eğilimin olduğu görülmektedir. Anılan borsaların 13 tanesi halka açık şirket olarak kendisinde kote olmuş durumdadır.

2.6 TEZGAHÜSTÜ PİYASALAR

Tüzel kişilik sahibi bir yapıya sahip olmayan, daha açık ifade ile organize olmayan piyasaları tanımlamak için kullanılan tezgahüstü piyasalar oldukça uzun zamandır çeşitli ülkelerde faaliyette bulunmaktadır. Anılan piyasalarda karşılıklı güvene dayalı ticaret yapılmakta ve adı konmasa da geçerli kurallara sıkı sıkıya riayet edilmektedir.

Tezgahüstü piyasalarda hisse senetleri borsalarda olduğu gibi belirli mekanların içinde alınıp satılmaz. El değiştirme, aracıları birbirine bağlayan elektronik

¹¹ Fertekligil, **a.g.e.**, s. 3-4

sistemlerde, bunların kendi aralarında gerçekleştirilir. Belirli bir borsa düzeni söz konusu olmadığı için işlem yapan aracılardan borsa üyesi olma zorunluluğu da yoktur.¹²

Bu piyasa gevşek ve gayriresmi olmasına rağmen, örneğin bütün Amerika'ya yayılmıştır. Borsa dışı işlemlerin de araya giren satıcıların tabî olduğu kurallar nedeniyle ciddi bir alış-veriş olduğunu unutmamak gerekir. Burada önemli olan nokta menkul değer alım-satımının niçin borsa dışında yapıldığı sorusudur. Şu iki halde menkul değer alım-satımı borsa dışı yapılmaktadır;

a) Borsa dışı bir işlem, alıcı ve satıcıya borsa masraflarından kurtulmak gibi bazı kolaylıklar sağlayabilir. Bu halde alıcı ve satıcı karşı karşıya gelip işlemi gerçekleştirirler.

b) Bazı menkul değerlerin pazarlanma şansı yoktur. Bunlar kotasyon kriterlerini sağlayamadığından organize bir pazarda (örneğin menkul kıymetler borsasında) işlem göremezler. Bu takdirde, bu tür menkul değerler borsa dışı alım-satıma konu olur.

Özellikle Amerika'da borsa dışı piyasa, Amerikan malî piyasasının önemli bir bölümünü oluşturur ve bu piyasaya vazgeçilmez bir hizmet sunar. Borsa dışı işlemler de, niteliği açısından organize piyasalar kadar önemlidir. Fakat, bu piyasa borsalar kadar düzenli sayılamaz. Bugün için Amerika'da borsa dışı işlemlerin hacmini ölçmek olanaksız ise de, bunların yüksek meblağlara ulaştığı bir gerçektir. Borsa dışı piyasada genellikle borsaya kote olmayan menkul değerler, devlet tahvilleri ve yeniden ihraç edilmiş menkul değerler gibi üç tür kıymetli evrak işlem görmektedir.¹³

¹² Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul, Garanti Yatırım Yayınları, C.I, 1999, s.15

¹³ Barbaros Yalçın, **Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları: ABD ile Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi**, Ankara, SPK Yayınları, 1996

3. BÖLÜM

MENKUL KIYMET BORSALARININ ÖZELLEŞTİRİLMESİ: DÖNÜŞÜM

Gelişen ve değişen dünyada hiçbir kavram veya kurum aynı kalamamaktadır. Zaman, medeniyetin her geçen gün ilerlemesine tanık olurken, artan ve değişen insan ihtiyaçları ve küreselleşme, yenilikleri yaratmaktadır.

Global değişimin en fazla ve en hızlı hissedildiği alanlardan birisi de ekonomi ve finans alanıdır. Yeni ticaret sistemleri, yeni ekonomik ilişkiler, yeni araçları ve yeni kurumları ortaya çıkarmaktadır.

Menkul kıymet borsaları da günün ihtiyaçlarına cevap verebilmek amacıyla sürekli yenilenmek ve değişmek zorundadırlar. Hemen hemen tüm ülkelerde borsalar benzer süreçlerden geçerek değişime uğramaktadırlar. Bu bölümde borsaların değişim ihtiyacı ve değişim özellikleri üzerinde durulmaktadır.

3.1 DÖNÜŞÜM KAVRAMI

Dönüşüm; başka bir deyişle “demutualization” kavramının daha iyi anlaşılması için kelimenin kökenini oluşturan “mutual” kavramının irdelenmesi gerekmektedir. “Mutual” kavramı sözlükte “karşılıklı, müşterek” anlamlarına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, ortaklaşa sahip olunan; bir grubu oluşturan birden çok kişi arasında paylaşılan anlamına gelmektedir. Dolayısıyla demutualization kavramı mevcut bir durumun, yani “mutual” olma halinin sona erdirilerek, yeni bir durumun ortaya çıkarılması anlamına gelmektedir.¹

Literatürde mutual kavramı ise, ihraç edilmiş bir sermayesi olmayan, yasal olarak kendisine para yatıranlarca sahip olunan ortaklık yapısını ifade etmektedir. Şu halde

¹ Bilal Topçu, “Dünyada Menkul Kıymet Borsalarının Şirketleşme Süreçleri”, İMKB Uzman Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2002, (yayımlanmamış eser).

bir “mutual company” getirinin katılımcılar arasında, her bir katılımcının, ortaklığa yaptığı katkının büyüklüğü oranında dağıtıldığı bir ortaklıktır. Bu noktadan hareketle, “mutual company” teriminin Türkçe dengi olarak “müşterek ortaklık” ibaresinin kullanılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bütün bu açıklamalardan bir müşterek ortaklık ile anonim şirket arasında önemli farklar olmadığı izlenimi doğmakla birlikte, amaçları açısından bakıldığında iki organizasyon arasında çok temel bir ayırım olduğu görülecektir.

Müşterek ortaklıklarda asıl amaç üyelerin çıkarlarının korunması ve üyelere fayda sağlanmasıdır. Bu tür ortaklıklar ülkemizdeki kooperatiflerle² benzerlik arz etmektedir. Şöyle ki, kooperatiflerin tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek ve geçimlerine ait ihtiyaçlarını karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacı ile kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli teşekküller olduğu dikkate alındığında her iki durumda da müşterek üyelerin menfaatlerinin ön planda olduğu bir örgütlenme tarzı olduğu görülmektedir. Anonim şirketler ise kar amaçlı ve ortaklarının menfaatlerini ön planda tutan bir şekilde örgütlenmektedir.

Sonuç olarak, demutualization kavramının, bireylerin yardımlaşmak, karşılıklı çıkarlarını korumak ve geliştirmek amacıyla oluşturdukları karşılıklı ortaklıkların, sermayesi paylara ayrılan kar amaçlı şirketler olarak yeniden yapılandırılmasını ifade ettiği söylenebilir.³

² Ülkemizde kooperatifler 10.05.1969 tarih ve 13195 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 1163 sayılı Kanun ile düzenlenmiştir. Kanunda kooperatif için “*Tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek ve geçimlerine ait ihtiyaçlarını karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacı ile gerçek ve kamu tüzel kişileri ile özel idareler, belediyeler, köyleri cemiyetler, dernekler tarafından kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli teşekküllere kooperatif denir*” tanımı bulunmaktadır.

³ Sofia Brito Ramos, “Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?” Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE) - School of Business Swiss Finance Institute Research Paper No. 06-10, 2006 (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890268, Ağustos 2007

Demutualization, kavram olarak Türkçemizde tam bir karşılığı bulunmamakla birlikte, müşterek mülkiyet esasına göre örgütlenmiş ortaklıkların müşterek mülkiyet şeklindeki yapısının (mutual) sona erdirilerek kar amaçlı, sermayesi paylara ayrılabilen ve iştirak halinde mülkiyet esasına dayalı şirketlere dönüşmesi şeklinde tanımlanmaktadır.⁴ Bu çalışmada demutualization kavramı yerine yeniden yapılanmayı ifade etmek üzere “dönüşüm” kavramı kullanılmaktadır.

Dünya piyasalarında yaşanan deregülasyon süreci ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda artan rekabet ortamı, piyasa katılımcılarının fonlama maliyetleri konusunda daha bilinçli davranmalarına neden olmuştur. Rakip sayısının artması nedeniyle bankaların kredi faizlerinin düşmesine karşın, büyük şirketler sermaye piyasalarına doğrudan ulaşarak, bankacılık sistemini dışlamaya başlamışlardır. Yatırımcılar, bilinç düzeyleri arttıkça, tasarruflarına daha çok getiri ve sigorta primlerinin daha iyi fiyatlandırılmasını istemişlerdir. Özel şirketler, büyüme için ihtiyaç duydukları sermayeye, hisse senedi ve tahvil ihracı, bankacılık sistemi gibi geleneksel yollardan ulaşma imkanına sahiptir. Karşılıklı ortaklıklar ise gelişmiş ülke finans sistemlerinde önemli yer tutmalarına rağmen, yasal statülerinden kaynaklanan bir takım sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Karşılıklı ortaklıkları, rakiplerine karşı dezavantajlı hale getiren temel sorunlardan birincisi, ilave finansman kaynaklarına ulaşmalarının zorluğudur. Bu durum büyüme dönemlerinde hızlı gelişmeyi, ekonomik bunalım durumunda ise finansal yapının düzeltilmesini engellemektedir. İkinci sorun genel olarak, faaliyet alanlarının genişletilmesi ya da çeşitlendirilmesine ilişkin sınırlamaların varlığıdır.⁵

Menkul kıymet borsaları da dünya genelinde çoğunlukla mülkiyeti üye aracı kuruluşlara ait ve işlem yapma yetkisi sadece bu üyelere verilen karşılıklı ortaklık olarak örgütlendiklerinden, finans piyasalarındaki artan rekabet ortamından tıpkı

⁴ Musa Ayyıldız, “Menkul Kıymetler Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler”, Sermaye Piyasası Kurulu Uzman Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2000, s.4

⁵ Barış Şerifsoy, Tyrell Marcel, “Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization - Theory and Empirical Evidence”, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 06-17, 2006
(çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928610, Ağustos 2007

diğer karşılıklı ortaklıklar gibi etkilenmiş ve rekabet güçlerini koruyabilmek için mülkiyet ve organizasyon yapılarında değişikliklere gitme ihtiyacı duymuşlardır. Dönüşüm menkul kıymet borsaları için kar amaçlı, müşteri odaklı ve maliyet etkinliğine sahip özel bir şirkete dönüşmeyi ifade etmektedir.⁶

3.2 BORSALARI DÖNÜŞÜME ZORLAYAN FAKTÖRLER

Geleneksel olarak borsalar kar amacı gütmeyen, kamu yararına çalışan ve borsa üyelerinin sahip olduğu bir yapıda bulunmaktadır. Ancak, son yıllarda gelişen yeni trendler borsaların klasik yapılarından sıyrılarak, piyasa şartlarına daha kolay uyum sağlayabilen, hızlı karar alma süreçleriyle piyasanın ihtiyaçlarına cevap verebilen bir yapıya dönüşmelerine neden olmaktadır.⁷

Borsaların yapılarını değiştirmek istemelerinin içsel nedenlerinin başında, borsaların sadece üyelerinin tekelinde olması gelmektedir. Borsanın üyelerinin tekelinde olması karar alma sürecinin yavaşlamasına, üyelerden başkasının borsaya erişememesine neden olmakta, maliyeti yüksek olan teknolojik yatırımlara üyelerin sıcak bakmaması halinde borsanın rekabet gücü azalabilmektedir.⁸

Şirketleşme kavramı da bu nedenlerden ortaya çıkmış olup dünya borsalarında değişik şekillerde uygulanmaktadır. Farklı uygulamalar çalışmanın örnekler bölümünde detaylı olarak incelenmiştir. Borsalar şirketleşirken ortaya çıkan önemli sorunlardan birisi yasal düzenleme yapma fonksiyonlarının ne olacağıdır. Dünyada

⁶ Maureen O'hara, Alfredo M. Mendiola, "Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges" Cornell University, 2003
(çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431580, Temmuz 2007

⁷ Carmine Di Noia, "Customer Controlled Firms: The Case of Stock Exchanges", European Financial Management Journal, June 2000, Athens.
(çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250468, Mayıs 2007

⁸ John W. Carson, "Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?" World Bank Policy Research Working Paper No. 3183, 2003,
(çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636602, Mayıs 2007

genel eğilim, borsaların kendi alanları ile ilgili düzenleyici fonksiyonlarının bazı kısıtlar dışında devam etmesi ve borsaların bu fonksiyonlarının bir üst kurul tarafından denetlenmesi yönündedir. Konulan kısıtlamalar daha çok borsaların kendi piyasalarında işlem görmeleri nedeniyle ortaya çıkabilecek durumların denetiminin borsanın kendisi tarafından yapılamayacağı hususundadır. Bunun yanında bir çok ülkede sermaye piyasasından sorumlu üst kurulların denetim yetkileri önemli ölçüde genişletilmiştir.

Dönüşüm sürecini etkileyen faktörler aşağıda yer almaktadır.

3.2.1 Küreselleşme

20. yüzyılın son 10 yılında şirketlerin faaliyetlerini uluslararası alanlara yayması, ticaretin serbestleşmesi ve teknolojik gelişmeler artan finansman ihtiyaçlarının yerel piyasaların yanında uluslararası piyasalardan da karşılanmasına neden olmuştur. Yatırım güdüsü ile oluşan fon talebinin yanısıra fon arz eden yatırımcıların kendi ülkelerinin riskini dağıtmak için yabancı ülke menkul kıymetlerine yatırım yapmaya başlaması da uluslararası piyasaları güçlendirmiştir.

Avrupa kıtasında tek para birimi olan EURO'ya geçilmesi, daha önce döviz kuru ve ulusal sınırlarla kısıtlanan ekonomik faaliyetlerin gelişimini hızlandırmaktadır. Ulusal kimliğin sermaye piyasalarında gittikçe daha önemsiz hale gelmesi uluslararası finansal merkezlerin önemini artırırken, ulusal borsalar bugüne kadar alışmadıkları bir rekabetle karşı karşıya kalmışlardır.

Sermaye piyasaları için oldukça yeni olan bu rekabet ortamı, menkul kıymet borsalarını dönüşüme itmektedir. Rekabet borsaların yapılarında farklılaşmaya yol açmaktadır. Özel sektör mantığı ile çalışma olgusu bu noktada kendisini göstermeye başlamaktadır.⁹

⁹ Sofia Brito Ramos, "Competition Between Stock Exchanges: A Survey" Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE) - School of Business, FAME Research Paper No. 77, 2003 (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410727, Mayıs 2007

3.2.2 Teknolojik İlerlemeler

20. yüzyılın son 10 yılında teknoloji alanındaki ilerlemeler, dünya ekonomisini önemli ölçüde etkilemiştir. Internetin dünya çapında hızla yaygınlaşması bilginin dolaşım hızını artırmış ve bilgiye erişim zamanını önemli ölçüde azaltmıştır.

Teknolojik gelişmeler son dönemlerde borsaları iki yönden etkilemektedirler. Birinci aşamada, borsaların kendi iç işleyişleri gelişen bilgisayar teknolojisi ile entegre olarak daha hızlı işlem ve bilginin daha hızlı iletimi imkanı ortaya koymaktadır. Teknolojik gelişimin bir diğer katkısı farklı borsalar arası bağlantıların kurulabilmesi nedeniyle uluslararası yatırımcıların herhangi bir borsaya daha kolay ulaşmasına imkan sağlamasıdır.¹⁰

Nitekim, teknolojik gelişmeler bilginin en önemli materyal olduğu sermaye piyasalarını da önemli ölçüde etkilemektedir. İletişimin network ağı üzerinden gerçekleştirilmesi, erişim hızının artması küreselleşen dünyadaki piyasaların birbirlerine yakınlaşmasına ve büyük bir rekabetin doğmasına neden olmuştur. Borsaların tekel olduğu piyasalarda alternatif işlem sistemleri gelişmeye başlamıştır.

Doğrudan doğruya borsaların piyasa oluşturma fonksiyonları ile rekabet eden yeni kuruluşlar ortaya çıkmaktadır. Daha önce değinildiği gibi, ATS (Alternative Trading Systems) ya da ECN (Electronic Communication Networks) olarak adlandırılan bu sistemler, bir borsa gibi emir toplamakta, yönlendirmekte ve karşılaştırmaktadır. Bu sistemlerin bir borsa olarak tanınması tartışma konusu olmakla birlikte, ABD’de SEC (Sermaye Piyasası Kurulu) bunun mümkün olduğunu kabul etmiştir. Bu sistemlerin, geleneksel borsalara göre avantajı sadece bir faaliyet üzerinde yoğunlaşarak işletme giderlerini en aza indirebilmeleridir. Nitekim, NYSE’de veya Nasdaq’da bir üye kuruluş aracılığı ile işlem yapmanın Elektronik İletişim Sisteminde (ECN) işlem

¹⁰ Targan Ünal, **Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, İTO Yayınları, 1990, s. 7

yapmaya göre % 33 daha maliyetli olduğu ifade edilmektedir.¹¹ Bu sistemler en aktif hisse senetlerinde ya da büyük miktartlı emirlerde işlem yaparak geleneksel borsaların en karlı işlerini ellerinden almaktadırlar. Hatta bazı büyük aracı kurumlar yeterli sayıda emir alabildiklerinden alıcıları ve satıcıları kendileri bir araya getirmekte ve resmi borsayı dışlayabilmektedirler. Gelişen bilgi işlem teknolojisi borsalara rakipler yaratmakla beraber, işlem etkinliğinin artmasına da çok büyük katkılarda bulunmuştur.

Geleneksel borsaların bu sistemlerle hala mücadele edebiliyor olmalarının temel nedeni sahip oldukları geniş likidite havuzudur. Yatırımcılar likit piyasalara yönelmektedirler. Fakat günümüzde likiditenin rakip bir piyasaya kaptırılması geçmişe göre çok daha kolaydır. Kural olarak bu sistemlerin de aynı şeyi yapmasını engelleyen bir şey yoktur. Bu sadece etkin ve düzenli bir piyasa için yeterli sayıda yatırımcıya ulaşılabilmesine, iletişim ve ağ yapısı oluşturulabilmesine bağlıdır. Günümüzde pek çok yatırımcının işlem maliyetlerindeki göreceli düşüşlere duyarlı olması bunu kolaylaştıracak bir unsurdur.¹²

Borsaların pazar oluşturma rolüne yönelik asıl potansiyel tehlike internette gelmektedir. İnternet, borsaların geçmiş 350 yıl boyunca sürdürdükleri temel fonksiyonlarının sorgulanmasına neden olmaktadır. Nitekim daha şimdiden yatırımcıların, aracıları ve borsaları dışlayarak, siber ortamda kendi pazarlarını yaratmaları ihtimali tartışılmaktadır.¹³

Bir bütün olarak yaşanan değişimlerin kökeni incelendiğinde teknolojik ilerlemelerin hepsinin ana nedeni olduğu ortaya çıkmaktadır.

¹¹ Subhashish Saha, “Stock Exchange Demutualization and Self Regulation”, Securities and Exchange Board of India Report, Mumbai-India, 2005, s.13
(Çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=877806, 10 Mayıs 2007

¹² İMKB, “Borsaların Özel Hukuk Tüzel Kişiliğine Geçiş”, Araştırma Raporu, İstanbul, 2006, s.15

¹³ Ayyıldız, **a.g.e.**, s. 9

3.2.3 Konsolidasyon Çabaları

Stratejik ortaklıklar ve birleşmeler de sermaye piyasalarını ve borsaları önemli ölçüde etkilemektedir. Borsalar “likidite likiditeyi çeker” ilkesinden hareketle, yatırımcı tabanını genişletmek ve uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla pay almak için birleşmeye ve ortak işlem platformları oluşturmaya başlamışlardır. Diğer taraftan bu tip aksiyonların en önemli nedenlerinden biri de diğer yatırımlarının maliyetlerini amorti etmektir.¹⁴

ABD’deki türev ürünleri ve hisse senedi borsalarının birleşmesi Kuzey Amerika’nın rekabetçi ortamını daha da artırdığı gibi süper borsaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nasdaq ve Amex’in birleşmesi müşteri isteklerine yönelik daha fazla ürün ve hizmetle birlikte 1.9 trilyon \$’lık bir piyasa kapitalizasyonunu ortaya çıkarmıştır. Ayrıca, Philadelphia Borsası da bu birleşmeye katılmak için bir anlaşma imzalamıştır. Chicago Opsiyon Borsası da Pacific Borsası ile birleşeceğini açıklamıştır. Daha sonra New York Borsası Archipelago ile birleşmiştir. Avrupa’da Paris, Brüksel ve Amsterdam Borsaları “Euronext” adını verdikleri bir ortak işlem platformu kurmuşlardır. 2007 yılına gelindiğinde ise New York Borsası ile Euronext ortak bir işlem altyapısı oluşturmuşlardır.

3.2.4 Kurumsal Yatırımlardaki Artış

Kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıkların tutarı son 20 yılda önemli bir büyüme trendine girmiş olup, halihazırda bu trend devam etmektedir. Son 15 yılda, Kanada’daki kurumsal yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin, piyasadaki toplam hisse senetlerinin % 80’ine ulaştığı tahmin edilmektedir.¹⁵

Kurumsal yatırımların artan ağırlığı, borsaların kendilerini daha iyi örgütlemelerini ve kurumsal yatırımcılarının beklentilerini daha iyi karşılayacak yapılara sahip olmalarını gerekli kılmaktadır.

¹⁴ Ayyıldız, a.g.e., s.2

3.3 BORSALARIN DÖNÜŞÜMDEN BEKLENTİLERİ

Teknoloji alanında sağlanan ilerlemeler, dünya ekonomisinin yapısını etkilediği gibi sermaye piyasası işlemlerinin de daha fazla elektronikleşmesini ve bunun doğal bir sonucu olarak küreselleşmeyi sağlamıştır. Teknolojik ilerlemeler sonucunda ortaya çıkan alternatif işlem sistemleri borsalara önemli birer rakip olmuşlardır. Alternatif işlem sistemlerinin dezavantajlarının yanı sıra işlem maliyetlerinin düşüklüğü, işlem hızının yüksek olması gibi avantajları borsaların menkul kıymet işlemlerinden aldığı payı negatif yönde etkilemektedir. Alternatif işlem sistemleri NASDAQ işlem hacminin yaklaşık % 22'sini, klasik borsalardaki işlem hacminin ise % 4'ünü gerçekleştirmektedir.¹⁶

Teknolojik gelişmelerin sonucu olarak ortaya çıkan küreselleşme ile ticaretin serbestleştirilmesi ve sermayenin uluslararası dolaşımının kolaylaşması ve hacminin artması menkul kıymet piyasalarından diğer bir deyişle borsalardan beklenen hizmetlerin kalitesinin ve çeşitliliğinin artırılması gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeler ışığında borsalar, artan rekabete ayak uydurarak, çağın gerisinde kalmamak için yapısal bazı değişikliklere gitmişlerdir. Bu süreçte öne çıkan gelişmeler arasında ülke borsaları arasında ortak işlem platformlarının oluşturulması, farklı ülke borsalarının birleşmesi (Euronext gibi) ve daha önce şirketleşmemiş olan borsaların bir anonim şirkete dönüşerek halka açılmalarıdır. Her ne kadar borsalar sermaye piyasalarının vazgeçilmez bir unsuru olsalar da, artan rekabet onları klasik kar amacı gütmeyen yapılarından sıyrılarak, daha etkin ve hızlı karar alabilen ve kar amacı güden anonim şirketlere dönüşmeye zorlamıştır. Halihazırda çeşitli borsalar değişik yöntemlerle bu sürece girmiş, New York Borsası gibi işlem hacmi yüksek olan borsalar da bu konudaki çalışmalarını hızlandırmıştır.

¹⁵ İMKB, a.g.e., s.22

¹⁶ İMKB, a.g.e., s.9

Uluslararası piyasalardaki hızlı entegrasyon süreci, teknolojideki yenilikler ve borsalar arası artan rekabet koşulları, borsaları düşük maliyetlerde daha hızlı ve etkin hizmet verme yönünde yeniden yapılanmaya zorlamaktadır. Borsaların bu yeni yapılanma süreçlerinde piyasa katılımcılarına düşük işlem maliyetlerinde kolay ve ucuz erişim imkanı sunması ve çeşitlendirilmiş piyasa ve ürün hizmetlerini yüksek likiditede sağlamaları öncelik oluşturmaktadır. Özellikle son yıllarda, borsaların aynı ülke içindeki borsalarla birleşme girişimlerinin yanı sıra yabancı ülke borsalarıyla işbirlikleri ve birleşme çabalarının da arttığı görülmektedir.¹⁷

Borsaların şirketleşme süreci sadece hukuki yapıda bir değişiklik olarak algılanmamalıdır. Bu karar borsaların tüm değişkenlerini etkileyebilecek önemli bir süreçtir. Bu nedenle borsaların şirketleşmesinden önce aşağıda belirtilen hususların detaylı şekilde değerlendirilmesi önem taşımaktadır.¹⁸

- Borsalar şirketleşmeden beklentileri,
- İstenen sonuçların alınabilmesi için gerekli altyapının mevcut olup olmadığı,
- Borsa için uygun olan kurumsal yönetim ilkeleri,
- Şirketleşen borsanın, özsermaye artışı ve karlılığı artırmaya yönelik planları,
- Borsanın ilk halka arzında şirketin mevcut ve potansiyel değerinin ne şekilde tespit edileceği,
- Şirketleşme sonrası borsanın imajının nasıl korunacağı,
- Düzenleyici kurumların yapabileceği değişiklikler karşısında hedeflenen faaliyet amaçları nasıl gerçekleştirileceği.

Bu ve benzeri sorular şirketleşme öncesinde cevaplanması gereken hususlardır. Borsalar, kamu yararını gözeterek adil ve etkin sermaye piyasalarının yaratılmasında platform olarak görüldüklerinden dolayı şirketleşmeden beklenen faydaların belirlenmesi önem kazanmaktadır.

¹⁷ İMKB'nin liderliğinde kurulan FEAS'ın bu kapsamda değerlendirilmesi mümkün bulunmaktadır.

¹⁸ İMKB a.g.e., s.10

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

Şirketleşmeden (dönüşümden) beklenen faydalar finansal ve finansal olmayanlar olarak iki grupta toplanabilir.¹⁹

3.3.1 Finansal Beklentiler

Borsaların dönüşüm sonrasında finansal açıdan aşağıdaki imkanlara daha kolaylıkla sahip olacakları beklenmektedir.

- Farklı sermaye kaynaklarına ulaşmak

Kar amacı güden bir şirket olarak örgütlenen borsanın, herhangi bir özel sektör şirketi gibi, banka kredisi alarak veya borçlanma aracı ihraç ederek yabancı kaynak temin etmesi, ya da sermaye artırarak özkaynak yaratması mümkün olacaktır.

- Yatırımcı tabanının genişlemesi

Temel hedefleri arasında kar maksimizasyonu bulunan bir borsa, daha fazla müşteri çekmeye çalışacak, gerektiğinde tanıtım ve reklam faaliyetleri yoluyla yeni müşterilere (yatırımcılara) ulaşabilecektir.

- Dağıtılmayan karlar yoluyla özsermayeyi artırmak

¹⁹ İMKB a.g.e., s.12

Diğer işletmeler gibi, borsa da daha güçlü bir özsermaye yapısına sahip olmak için çaba sarfedecek, bu amaca ulaşmak için elde ettiği karlarının belli bir bölümünü dağıtmayarak özsermayesini artıracaktır.

- Faaliyet karlılığının artırılması

Pay sahiplerine daha fazla kar payı dağıtabilmek için daha fazla kar elde etmek durumunda olan borsaların öncelikli hedefi kar maksimizasyonu olacaktır.

- Maliyetlerin daha iyi kontrol edilmesi

Pay sahiplerine karşı sorumluluğu bulunan borsa yönetimi, faaliyetlerindeki verimliliği ve etkinliği artırmak için maliyetlerini daha iyi kontrol etmeye çalışacaktır.

- Hisse senedi fiyatının piyasada tespit edilmesi

Halka açık bir şirket olarak yapılanan borsanın piyasa değerini tespit etmek ve bu değeri artırmaya çalışmak daha akılcı hale gelecektir. Bu şekilde borsanın diğer borsalarla karşılaştırılması ve rekabet edebilmesi kolaylaşacaktır.

- Piyasa değerinin artırılması

Kar amacı güden bir şirket olan borsanın, faaliyetlerindeki verimliliğine, müşteri potansiyeline, pazarlarındaki büyümeye ve karlılığına paralel olarak piyasa değerinin artması beklenmektedir.

3.3.2 Finansal Olmayan Beklentiler

Borsaların dönüşümden sonra aşağıdaki imkanlara sahip olduğu görülmektedir.

- Uzmanlaşmış yönetim yapısına kavuşmak

Şirketleşmiş bir borsada, politik müdahale ve merkezi atamalardan uzak daha uzman bir yönetim kadrosunun oluşturulabilmesi beklenmektedir. Borsa ve finans

piyasasında uzman yöneticilerin daha fazla söz sahibi olacağı borsa uluslararası rekabet gücünü artırma potansiyeline de sahip olacaktır.

- Hızlı karar alma imkanına sahip olmak

Pay sahiplerine karşı artan sorumluluk duygusu borsa yönetimi ve çalışanlarını daha hızlı karar alma yönünde motive edecek ve borsa, piyasada veya teknolojik alanda ortaya çıkan gelişmelere daha hızlı ayak uydurabilecektir.

- İşbirliği imkanlarının değerlendirilmesi

Hızlı karar alma süreci borsanın karşısına çıkan fırsatları (birleşme, devralma, işbirliği vb.) daha iyi şekilde değerlendirme olanağını sunacaktır.

- Esneklik, verimlilik ve rekabet kavramlarının daha önemli olması

Kar amacı güden şirket yapısının borsaların yönetsel kararlarındaki esnekliği, faaliyet verimliliğini ve rekabet gücünü artırması beklenmektedir.

- Üyelere olan bağımlılıktan kurtulma

Daha önce sadece üyeleri ile çıkar ilişkisi olan bir borsa, şirketleştikten sonra öncelikle pay sahiplerine karşı sorumlu olacak ve üyelik-pay sahipliği farkı ortaya çıkacaktır. Borsa üyelerinin hakları sadece işlem yapma imtiyazı ile sınırlandırılacak ve üyeler dışındaki diğer ortakların da borsa yönetiminde söz sahibi olmaları mümkün olacaktır.

- Yönetimin şeffaflaşması

Şirketleşen bir borsa, diğer şirketlerle eşit yükümlülüklerle tabi olacaktır. Kamuyu aydınlatma ve ortaklara bilgi verme yükümlülüğü borsa yönetimini ve alınan kararları daha şeffaf hale getirecektir

- Halkla ilişkilere önem verilmesi

Şirketleşen borsa kendisini daha iyi tanıtmak ve prestijini yükseltmek için halkla ilişkilerine önem vermek zorundadır. Halkla ilişkileri iyi olan ve kendisini yeterli düzeyde tanıtabilen borsanın müşteri kitlesi de genişleyecektir.

3.4 DÖNÜŞÜM SÜRECİ

Borsalar, kâr amacı gütmeyen kooperatifler şeklinde örgütlenmiş olabileceği gibi, bazı ülkelerde örnekleri görüldüğü üzere, kâr amacı gütmeyen şirketler halinde de yapılmış olabilmektedir. Genel uygulama olarak, ilk aşamada kâr amacı gütmeyen kooperatif benzeri kurumlar yasa ile kâr amaçlı anonim şirket haline gelmektedir.

Çıkarılan hisse senetleri, belli oranda ve belirlenen taraflara, genellikle üyelere dağıtılmaktadır. Bu ön aşamada, “üyeler tarafından sahip olunan ve yönetilen” bir kurum, “üyeler tarafından sahip olunan” bir kuruma dönüşmektedir. Dolayısıyla eski yapıdaki “üyelik hakları” yeni yapıda “ortaklık hakkı” haline dönüşmektedir.²⁰ Hisse senetlerinin bedelsiz verilmek yerine nominal değer ya da primli fiyat üzerinden satıldığı durumlarda ise, belli gruplara (üyeler, halka açık şirketler, kurumsal yatırımcılar, borsa yöneticileri vey personeli gibi) tahsisat yapılmaktadır.

Kâr amacı olmayan şirket halindeki borsalar ise, kâr amacı güden şirketler haline dönüşmektedir. İkinci aşamada ise, borsaların hissedarları gruplar halinde belirlenerek tahsisli hisse senedi satışı yapılmaktadır. Finans kurumları, kurumsal yatırımcılar, halka açık şirketler vb. gruplar belirlenerek hisse payları ayrılmaktadır. Tahsisli satış, genelde elde edilen kaynağın doğrudan borsaya girmesi amacı ile sermaye artırımını şeklinde gerçekleştirilmektedir. Böylece üyeler dışındaki kurumların borsaya ortak olmasına imkân tanınmaktadır.

Üçüncü ve son aşama, borsaların halka açılıp kendilerine kote olmalarıdır. Dolayısıyla, geniş kitlelerin borsaya ortak olmaları sağlanmaktadır. Halka arz

²⁰ Alparslan Budak, Zeynep Emre, **Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, 2006, s.29

sermaye artırımı şeklinde yapıldığında borsaya yeni bir kaynak da yaratılmış olmaktadır.

Dünya genelinde dönüşüm uygulamalarında, kamu kurumu şeklinde örgütlenen borsaların özelleştirilmesinde, aracı kuruluşlara (işlem yapma yetkisi olanlara) bedelsiz hisse dağıtımı uygulamasına pek fazla rastlanmamaktadır. Diğer taraftan, borsa özelleştirmelerine, özelleştirme geliri odaklı olarak bakılmadığı da bir gerçektir.

Dönüşüm süreci alt başlıklar halinde aşağıda incelenmektedir:

3.4.1 Ortaklık Paylarının Sınırlandırılması

Dönüşüm sürecinde borsalarda da sahip olunabilecek paylara ilişkin azami bir sınır getirilmiştir. Toronto Borsası, Avustralya Borsası ve Hong Kong Borsası'nda sahip olunacak paylar sermayenin % 5'i ile sınırlanmış ve bundan fazlasına sahip olunması belli koşullara bağlanmıştır.

Mülkiyete ilişkin sınırlamalarda amaç, herhangi bir kişi ya da grubun borsanın kontrolünü ele geçirerek kötüye kullanmasını önlemektir. Aynı şekilde yönetimde sağlanacak üstünlük haksız servet transferlerine de yol açabilecektir.²¹ Borsa dönüştüğünde ilk pay sahipleri borsanın mevcut varlıkları üzerinde mülkiyet hakkına sahip olacaklardır. Dönüşümden önce bu varlıklar bütün üyelerin ortak malıdır. Bu sınırlamaların olmaması halinde alım gücü yüksek firmalar payların çoğunluğunu, dolayısıyla borsa malvarlığının da çoğunluğunu ele geçirecektir. Bu durum ise küçük firmalardan büyük firmalara servet transferine yol açacaktır. Aynı şekilde pay edinmeye ilişkin bu sınırlamalar yönetimde yer alanların bilgiye kolay ulaşma imkanlarını kullanarak elde edecekleri bilgilerle borsa hisse senetlerini piyasadan düşük fiyata toplamalarını da engellemektedir.

²¹ İMKB, a.g.e., s.4

3.4.2 Yeni Yönetimin Yapısının Belirlenmesi

Karşılıklı ortaklık şeklindeki organizasyonlarda mülkiyet hakkı, sahibine firma yönetimine katılma konusunda belirli haklar sağlamaktadır. Bu haklar yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve belirli durumlarda ana statü ile esas sözleşme değişikliklerinde oy kullanma şeklinde ortaya çıkabilir. Dönüşüm üyelerin pek çok hakkına esaslı bir müdahale, mülkiyet ve yönetim haklarının birbirlerinden ayrılması anlamına gelir. Bu açıdan bakıldığında dönüşüm üyelik haklarında önemli bir azalmaya neden olabilmektedir.

Dönüşümle birlikte yönetim kurullarının yapısında değişikliklere gidilmekte, yönetim kurulları ortakların, işlem yapma yetkisi olan üyelerin ve yatırımcıların temsilcileri ile bağımsız üyelerden oluşturulmaktadır. Yönetim kuruluna ilişkin diğer bir değişiklik ise üye sayısının azaltılmasıdır.²² Benzer şekilde üyelerin katılımıyla oluşturulan komitelerin yapılarında da değişikliğe gidilmekte ve sayıları azaltılmaktadır.

Ticari organizasyona dönüşmüş bir borsa daha çok müşteriye dönük ve kar odaklı olmaktadır. Borsa kendi faaliyetlerini müşterileri açısından değerlendirebilecektir. Borsa sadece üyesi olan aracı kuruluşların değil, sermaye piyasalarının diğer katılımcılarının da (ihraççılar, yatırımcılar ve diğer finansal hizmet sunucuları) çıkarlarına hizmet ettiğinden, ticari bir şirket yapısı çok sayıda kullanıcının çıkarlarını yansıtmak ve piyasa güçlerinin ihtiyaçlarını karşılamak konusunda diğer modellere göre uygun bir mülkiyet ve yönetim yapısı sağlayabilecektir. Borsanın uzun vadede talep edilmeyen hizmetleri sunma riskini önleme açısından da tüm katılımcıların ihtiyaçlarının yansıtılması gereklidir.

Dönüşümle birlikte borsalar sahip oldukları piyasaların başarılı bir şekilde işletilmesine odaklanacak ve halktan sermaye toplayabilecektir. Bu imkan teknoloji ve yeni sistemlere yatırım yapılmasını ve bu suretle elektronik iletişim ağları ile rekabet edilebilmesini sağlayacaktır.

3.4.3 İşlem Haklarının Ortaklık Haklarından Ayrılması

Geleneksel olarak üyelerin sahibi olduğu borsa yapısında ortaklık ve işlem hakları özdeş olup, bunları birbirinden ayırmak mümkün değildir. Dönüşüm mülkiyet haklarını, işlem haklarından ayırmakta ve bu hakların ayrı ayrı piyasa değerlerini ortaya çıkarmaktadır.²³ Üyelerin işlem hakları korunduğu halde mülkiyet hakları paylara dönüştürülmektedir. Dönüşümün ilerleyen aşamalarında bu paylar serbestçe alınıp satılabilmektedir. Bu şekilde bir borsada işlem yapmak isteyenler, onun mülkiyetine de katılmak zorunda kalmamaktadır.

İşlem haklarının mülkiyetten ayrılması ile işlem haklarına ilişkin sınırlamalar ortadan kalkmakta ve hukuki koşulları sağlayarak, gerekli ücretleri ödeyen herkes işlem yapabilmektedir. Bu anlamda üye sayısına ilişkin sınırlamalar da ortadan kaldırılmaktadır.

Dönüşen borsalarda işlem yapma hakkı iki yöntemle sağlanmaktadır.

Birincisi işlem yapmak isteyen kuruluş ile borsa arasında bir sözleşme yapılması (Kanada ve Hong Kong gibi); ikincisi ise borsa payları arasında grup yaratılarak bir gruba işlem yapma imtiyazı tanınması (ABD gibi). İkinci halde imtiyazlı payların devri üyelik koşullarına benzer koşullara bağlanmışsa da bu devir imkanı borsa ile işlem yapmak isteyen kuruluş arasına bir üçüncü kuruluşun (imtiyazlı pay sahibini) girmesine yol açtığından işlem yapma haklarının mülkiyetten tam olarak ayrılmasına engel olacak ve üye sayısındaki sınırlamalar devam edecektir.²⁴

²² Ayyıldız, **a.g.e.**, s.16

²³ Caroline M Bradley, "Technology, Demutualisation and Stock Exchanges: The Case for Co-Regulation", University of Miami – School of Law, 2002
(çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=312157, 10 Mayıs 2007

²⁴ Ayyıldız, **a.g.e.**, s.17

3.4.4 Borsa Hisselerinin Kotasyonu

Borsa hisse senetlerinin dürüst ve likit bir piyasada işlem görebilmesi için, hisse senetlerinin, borsanın kendisi tarafından değil, düzenleyici otorite tarafından yürütülecek bağımsız bir kotasyon ve denetim süreci sonucunda kota alınması tercih edilmektedir. Nitekim Avustralya ve Hong Kong Borsasının kendi kendine kote olmasında bu yöntem uygulanmıştır.²⁵ Bu şekilde kota alma sürecinde ortaya çıkabilecek muhtemel çıkar çatışmalarının önlenmesi mümkün olacaktır. Kotasyon sonrası süreçte de hisse senetleri işlem gören bir şirket olarak borsa ile ilgili yapılacak denetim ve incelemelerde düzenleyici otoritenin yetkili olması uygun olacaktır.

Diğer taraftan Londra Borsası'nın dönüşümünde olduğu gibi, kotasyon yetkisinin tümüyle borsadan alınarak düzenleyici bir kamu otoritesi olan UKLA'ya (United Kingdom Listing Authority) verilmesi şeklinde uygulamalar da bulunmaktadır.

3.4.5 Vergi Mevzuatın Uyum

Kar amaçlı olmayan organizasyonlar olarak pek çok borsa vergilerden muaftır. Bu muafiyetin dönüşüm süresince de devam etmesine yönelik yasal ve idari düzenlemeler dönüşümü kolaylaştırmaktadır.

Dönüşüm sonrasında borsa diğer şirketler gibi kanunlar çerçevesinde vergi yükümlüsü olacaktır.

3.4.6 Tekel Durumunun Ortadan Kalkması

Mevcut borsaların bir kısmı ülkelerinde tekel durumundadır. Bu borsaların tekeldi yapılarının dönüşüm sonrasında da devam edip etmeyeceği dönüşüm ile ilgili olarak cevaplandırılması gereken önemli bir sorudur.

Özel hukuk tüzel kişiliğine geçişle birlikte borsaların rekabete açılmaları doğal bir sonuçtur. Nitekim, daha önce değinildiği üzere, borsalar arasında entegrasyon ve birleşme çabaları önem kazanmakla birlikte pek çok gelişmiş ülkede birden fazla borsa faaliyette bulunmaktadır.

3.5 DÖNÜŞÜM SÜRECİNDE ORTAYA ÇIKAN SORUNLAR

Borsaların şirketleşmesi, faaliyet etkinliği ile ilgili temel sorunlara bir çözüm olarak gösterilse de şirketleşme aşamalarında önemli sorunlar da yaşanabilmektedir. Bu sorunları her borsa kendine özgü modeller üreterek çözmeye çalışmıştır.²⁶ Ortaya çıkabilecek sorunlar aşağıda incelenmektedir:

3.5.1 Borsanın Temel İşlevinin Belirlenmesi

Öncelikli sorun, dönüşüm sürecinde borsanın dönüşüm sonrası yapısının belirlenmesidir. Diğer bir deyişle, gelir kaynaklarının, hedeflenen hizmetlerin belirlenmesidir. Örneğin Deutsche Börse kendisini bir teknoloji şirketi olarak konumlandırmıştır. Çeşitli menkul kıymet ve para piyasalarını işletmenin yanı sıra, veri dağıtımını ve teknoloji geliştirmeyi temel iş alanları olarak belirlemiştir. Deutsche Börse, işlerinden biri borsa işletmesi olan bir teknoloji şirketi olarak tanımlanabilmektedir. Bunun karşısı olarak Londra Borsası ise, iş tanımını sadece hisse senedi borsası işletmek olarak ortaya koymuştur.²⁷

Borsanın dönüşüm sonrası işlevlerinin belirlenmesinde, dönüşüm öncesi yapısının da önemli etkisi olacaktır. Şirketleşen borsa, daha önce yapmakta olduğu işlerin önemli bölümünü yapmaya devam etmek durumundadır.

²⁵ İMKB a.g.e., s.36

²⁶ Budak, Emre, a.g.e., s.31

²⁷ İMKB, a.g.e., s.14

3.5.2 Ortakların Belirlenmesi

İkinci önemli sorun, şirketleşme aşamasında borsanın ortaklarının kimlerden oluşacağıdır. Borsalar, her ne kadar genelde üyeleri tarafından kurulan ve işletilen kurumlar olsa da, bu kurumların sosyal boyutu da bulunmaktadır. Borsalar, ülke içindeki sermaye ve tasarruf dağılımının etkin bir biçimde gerçekleşmesine aracılık eden kurumlardır. Dolayısıyla, halka açık şirketlerden yatırımcılara kadar uzanan geniş bir kesim borsaların faaliyetlerinden etkilenmektedir. Borsaların “kamusal görevi olan kurumlar” olarak görülmesi, ortaklık yapısı hakkında da tartışmalara yol açmıştır. Bu konuda ülkeler arasında farklı uygulamalar bulunmaktadır. Borsaların ilk sahipleri olarak mevcut üyelerin belirlenmesi, ardından çeşitli kesimlere tahsis edilen ortaklık payları ile borsaya yeni fon sağlanması şeklinde uygulamalar olduğu gibi, başlangıçta belli tahsislere göre satış da yapılabilmektedir.

Diğer taraftan, ortaklık paylarının dağıtımında, borsanın yöneticilerine ve personeline de tahsis yapılabilmektedir.

3.5.3 Yönetimin Belirlenmesi

Üçüncü sorun, borsanın yönetiminde kimlerin temsil edileceğidir. Sıradan bir anonim şirkette ortaklar aynı zamanda yönetimi de belirlemektedir. Fakat, kamu yararı gerekçesi ile borsaların yönetimi, ortaklık yapısından farklı bir şekilde belirlenebilmektedir. Böylece, ortaklar arasında olmayan, fakat borsanın faaliyetlerinden etkilenen kesimlerin de yönetimde söz sahibi olması sağlanmakta ve çıkar çatışmalarının doğması önlenmektedir.

Örneğin, borsanın ortaklık yapısında payı olmayan, ya da çok küçük oranlarda pay sahibi olan borsa yatırımcılarının borsa yönetiminde söz sahibi olmaları sağlanabilir. Diğer taraftan, ihraç ettiği menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketlerin, diğer bir deyişle ihraççıların da borsa yönetiminde pay sahibi olmaları düşünülebilir.

3.5.4 Borsa Hisselerinin İkincil Piyasada İşlem Görmesi

Dördüncü sorun, borsaların halka açılmalarında yaşanmaktadır. Şirketleşmenin temel sebebi olan finansman ihtiyacını karşılamak ve “kamusal görevi olan” bir kuruma halkı da ortak edip gelirlerini paylaşmak gibi sebeplerle borsalar halka açılabilen ve kendilerine kote olabilmektedir.

Kendinde kote olan bir borsanın kotasyon ve kotta kalma koşullarının denetiminin nasıl yapılacağı bir başka sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, borsaların halka açılmasında denetleyicinin başka bir kurum, genellikle merkezi düzenleyici otorite olarak belirlenmesiyle çözülmektedir.²⁸

3.5.5 Düzenleme ve Denetim Yetkilerinin Belirlenmesi

Borsaların düzenleyici rolü ile bağımsız bir şirket olarak işletme çıkarları arasında ciddi bir çatışma olduğu konusunda ciddi tartışmalar yapılmaktadır.²⁹ Kotasyon düzenlemeleri, piyasa işlemlerine ilişkin düzenlemeler, gözetim ve denetim yetkileri dönüşümden sonra nasıl bir hal alacaktır?

Bu sorunun çözümü için, bazı borsalarda düzenleme ve denetleme yetkileri başka bir kuruma devredilmiş, bazılarında ise herhangi bir kısıtlamaya veya değişikliğe gidilmemiştir. Borsaların düzenleme ve denetleme yetkileri üç ana başlık altında toplanabilmektedir;

1. Birincil Piyasa Kotasyon Düzenlemeleri,
2. İkincil Piyasa İşlem Kuralları Düzenlemeleri,
3. Üye Kuruluşlarla İlgili Düzenlemeler.

²⁸ Emerging Markets Committee of IOSCO, “Exchange Demutualization in Emerging Markets”, (çevrimiçi) <http://www.iosco.org/>, Ağustos 2006

²⁹ Saha, a.g.e., s.22

3.5.5.1 Birincil Piyasa Düzenleme Yetkileri

Borsalar kâr amaçlı şirketler haline geldikten sonra birincil piyasa düzenlemeleri ve denetiminde etkinliğin azalacağı öne sürülmektedir. Borsaların, gelirlerini artırmak için kotasyon koşullarını yumuşatıp yeni şirketlerin işlem görmesine daha kolay izin verebileceklerinden endişe edilmektedir. Bu durum, borsaların yatırımcı açısından daha riskli olarak algılanmasına ve işlem hacminin düşmesine sebep olacaktır.

Dolayısıyla, borsaların kotasyon koşulları konusundaki yetkilerini etkin bir biçimde kullanmaları kendi lehlerine olacaktır. Örneğin, özel bir şirket olan Deutsche Börse bünyesinde küçük ve orta boy işletmelerin işlem görmesi için oluşturulmuş olan Neuer Markt'ta kotasyon koşulları, normal pazara göre daha hafif koşullar içermektedir. Fakat, 2000 yılı sonrasında ortaya çıkan internet ve teknoloji şirketlerindeki kriz, en çok Neuer Markt'taki şirketleri etkilemiş ve bu pazardaki kotasyon, denetim ve kamuyu aydınlatma kurallarındaki esneklikten dolayı yatırımcılar bir daha Neuer Markt'ta işlem gören şirketlerin hisse senetlerine ilgi göstermemişlerdir. Bunun üzerine Deutsche Börse, yatırımcı güvenini yeniden kazanmak için pazarlarında yeni bir yapılanmaya giderek kotasyon koşullarını, işlem kurallarını ve pazar tanımlarını değiştirmiştir. Buna rağmen, yatırımcı ilgisini bu şirketlere çekmeyi başaramayınca Neuer Markt'ı tamamen kapatmak durumunda kalmıştır. Dolayısıyla, önemli bir faaliyet alanını ve gelir kaynağını kaybetmiştir.³⁰

Sonuçta, yatırımcı haklarının korunduğu, kamuya açıklama ilkelerinin sıkı sıkıya takip edildiği borsalar, güven sağlayarak yatırımcıyı kendilerinde işlem yapmaya sevk edecek ve gelirlerini daha kolay artırabileceklerdir. Her ne kadar ilk bakışta birincil piyasa düzenleyiciliği ile kâr amacı gütmeye bir çıkar çatışması yaratıyor gibi görünse de, özünde bir çıkar çatışması bulunmamaktadır.

³⁰ Budak, Emre, **a.g.e.**, s.33

3.5.5.2 İkincil Piyasa Düzenleme Yetkileri

İkincil piyasa işlemlerinin düzenlenmesinde de benzer görüşler ileri sürülmektedir. Borsanın işlem hacmini, ve dolayısıyla gelirlerini, artırmak için manipülasyon, içerden öğrenenler vb. piyasayı bozucu hareketlerin denetlenmesi ve engellenmesi konusunda esnek davranılabileceği riski dile getirilmektedir. Başka bir endişe kaynağı ise, işlem hacminin daralacağı çekincesi ile kamuyu aydınlatma ilkelerine uymayan şirketlerin işlemlerini durdurma konusunda esnek davranılabileceğidir. Karşıt görüş ise borsaların en önemli varlığının yatırımcı güveni olduğunu vurgulamaktadır. Borsaların piyasayı bozucu hareketleri etkin bir biçimde denetlemesi ve engellemesi, kamuyu aydınlatma ilkelerini taviz vermeden uygulaması, yatırımcı güvenini pekiştireceğinden işlem hacmini ve borsanın gelirlerini artıracaktır. Dolayısıyla, ikincil piyasaların etkin bir şekilde düzenlenmesi ve denetimi, kâr amacı ile birebir örtüşmektedir.

3.5.5.3 Üyelerle İlgili Düzenleme Yetkileri

Üçüncü düzenleme ve denetleme alanı ise üyelerle ilgilidir. Borsalar, piyasalarının sağlıklı işlemesi için üyeleri üzerinde de belirli bir düzenleme ve denetim yetkisine sahiptirler. Fakat borsaların, kendilerine gelir sağlayan işlemler yapan üyeleri üzerinde çok sıkı denetimlerde bulunmayabilecekleri, olumsuz durumlarda ceza vermekten kaçınabilecekleri düşünülebilir.

Bu konudaki farklı düşünceler de ortaya atılabilir. Borsalar piyasaların sağlıklı ve kurallara uygun olarak işlemesini sağladığı sürece büyümelerini sürdürebilir. Üyelerin kurallara uyumunu denetlemek, olası sistematik zararların etkisini azaltmak için üyelerin mali yapılarının sağlamlığını takip etmek borsanın kendi menfaatinedir. Ayrıca, kurallara uymadığı tespit edilen üyelere kesilecek cezalar borsa için bir gelir kaynağı olacağından dolayı denetim etkinliği artabilecektir.

Öte yandan, üyelerin kurallara aykırı davranışları karşısında esnek davranılabileceği kaygısı, kooperatif benzeri yapılarda da geçerlidir. Çünkü bu yapıda borsanın sahibi, yöneticisi ve müşterisi üyelerdir. Üyelerin, kendileri üzerinde sıkı denetim uygulamaları yapılmasına karşı çıkma ihtimali, bu yapıda da mevcuttur. Oysa yönetimi çeşitli kesimlerin temsilcilerinden oluşan şirketleşmiş borsalarda bu tür çıkar çatışmalarının etkisi en aza indirgenmektedir.

Üyelerle olabilecek ikinci çatışma konusu ise borsa hizmetleri ile ilgilidir. Üyeler borsa hizmetlerinin fiyatlarının düşürülmesini isterken, bu durum borsanın kâr amacı ile çelişmektedir. Fakat, borsa yönetiminde aracı kuruluşlar dışındaki kesimlerin de temsilcilerinin bulunması bu çatışmayı engellemektedir. İkinci olarak; borsalar arasındaki rekabet, işlem maliyetlerinin çok artırılmasına zaten izin vermeyecektir. Aksi halde yatırımcılar ve üyeler işlemlerini başka borsalara kaydırabileceklerdir.

3.5.5.4 Dönüşüm Sonrasında Düzenleme Yetkileri

Dönüşüm süreci borsaların özdüzenleyici işlevlerinin anonim şirket yapısına uyup uymadığı tartışmasını da beraberinde getirmiştir. Zira, borsalar sadece işlem platformu değil aynı zamanda ön cephedeki düzenleyici konumundadır. Bu bağlamda çeşitli düzenleme modelleri geliştirilmiştir. Bunlar başlıca üç başlık altında toplanabilir:

1) Birinci görüşe göre borsaların, kendilerinin piyasayı işletme yetenek ve kapasitelerinin korunması, dolayısıyla da müşteri kaybetmemeleri için eskiden olduğu gibi dönüşüm sonrasında da düzenleme görevlerini sürdürmeleri gerektiği savunulmaktadır.

2. Dönüşüm sonrasında borsaların düzenleyici işlevlerini iştirakleri olan ayrı bir şirket ya da kurum bünyesinde yürütmeleri bir diğer alternatif yaklaşımdır. Toronto Borsası ve Nasdaq bu yaklaşımı benimsemiştir. Yine New York Borsası, SEC'in

dönüşüm öncesinde NYSE'nin bağımsız bir düzenleyici kuruluş kurması gerektiği yönündeki ısrarı karşısında dönüşüm planından geri adım atmıştır.

3. Diğer bir seçenek borsanın düzenleyici işlevlerini sektörün ortak bir özdüzenleyici kuruluşuna ya da kamu otoritesine devretmesidir. ABD'de türev ürünler sektöründe National Futures Association birçok vadeli işlem borsası için bu işlevi yerine getirmektedir.

Dünya uygulamalarına yukarıdaki alternatifler arasında çeşitli sentezler ve ara çözümlerin benimsendiği görülmektedir. Benimsenen yöntem ne olursa olsun, burada iki temel prensip üzerinde durulmaktadır. Birincisi, özdüzenleyici sorumluluklarının toplumsal çıkarlar gözetilerek kullanılması, ikincisi ise bunun için yeterince kaynak ayrılmasıdır.

Türkiye'de anonim şirket statüsünde kurularak faaliyete geçmiş bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'ye (VOB) ilişkin düzenlemelere bakıldığında bu borsanın da İMKB'dekine benzer özdüzenleme yetkileri olduğu görülmektedir. Var olan farklılıklar ise İMKB'nin özdüzenleme ihtiyacından ziyade kamu kurumu olmasından kaynaklanmaktadır.

Bu bağlamda İMKB'nin özelleştirilmesinin mevcut özdüzenleme yapısı bakımından önemli bir değişiklik yaratmayacağı ve başlangıçtaki değişikliklerin oldukça sınırlı kalacağı düşünülmektedir. Daha sonra uygulama ve piyasadaki gelişmelere göre bu husus yeniden değerlendirilebilecektir.

Borsaların gözetim ve denetim yetkilerini özdüzenleyici fonksiyonlarının bir unsuru olarak değerlendirilmek gerekir.

Borsaların dönüşümü ile birlikte gözetim fonksiyonunun durumu da gündeme gelebilir. Burada da temel endişe kaynağı ortaya çıkabilecek çıkar çatışmaları ya da bu görevlerin gereği gibi yerine getirilmemesidir. Ancak, bir borsa anonim şirkete dönüştükten sonra iyi bir marka olarak piyasada tutunması daha önemli hale

gelmektedir. Bu anlamda borsaların pazarı kötü işletmeleri, çeşitli suiistimalleri önleyecek yapıyı kurmamaları ya da bunlara göz yummaları güvenilirliklerine zarar verecek ve müşteri kaybına yol açacaktır. Bu nedenle dönüşüm sonrasında borsaların bu konularda daha da hassas olmaları beklenebilir.

3.6 GELECEĞE İLİŞKİN BEKLENTİLER

Yaşanan süreç, dönüşümü belirleyen faktörlerin geçmişle olduğu kadar gelecekle de ilgili olduğunu ortaya koymaktadır. Tüm büyük borsalar diğer borsalardan veya alternatif işlem sistemlerinden gelen rekabet ile karşı karşıya bulunmaktadır.³¹

Mevcut yapılar çok kısıtlayıcı karar alma sürecini yavaşlatıcı mahiyet taşımaktadır. Bu nedenle borsalar büyük değişimler yaşamaktalar, bu değişim ulusal sınırların hızla anlamsızlaştığı ve rekabetin uluslararası ya da siber ortamda işlem yapan organizasyonlar tarafından yaratıldığı bir ortamda gerçekleşmektedir.

Bu gelişmeler farklı sonuçlara neden olabilir.

Borsalar ekonomik bir değer ürettikleri ölçüde varlıklarını sürdürecektir. Ancak borsaları by-pass imkanı sağlayan teknolojiler mevcut olduğundan, sorun borsaların bu katma değeri nasıl yaratacaklarıdır. Borsaların en önemli avantajları maksimum likidite sağlama yetenekleri ve güvenli, etkin bir şekilde işlem yapılması ile takası temin etmeleridir. Bu işlevler birbirleri ile ilişkilidir, ancak ayrılabilir de mümkündür. Mesela kotasyona ilişkin düzenleme fonksiyonu böyledir. Sonuçta borsaların varoldukları ölçeğin büyüklüğü yürüttükleri işlemlerin etkinliğine bağlıdır. İşlemlerin etkinliği giderek işlem ve takas teknolojilerine yapılan yatırımın başarısına bağlı olacaktır. Sadece büyük kuruluşlar böyle bir yatırımın getireceği risklere katlanabileceklerinden, bu durum menkul kıymet ve türev araç borsaları arasındaki birleşme sürecinin devamını sağlayan bir etken olacaktır.

³¹ Reena Aggarwal, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges", 2005 (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id= 877806, Ağustos 2006

İleriye bakıldığında borsalar için farklı senaryolar düşünülebilir.

Bir senaryo, farklı zaman dilimlerinde yer alan ulusal borsaların birleşmesi ile ortaya çıkan bölgesel süper borsaların birleşmesidir. Yakın zamanda bölgesel süper borsaların ortaya çıkması kaçınılmazdır.

Diğer bir senaryoya göre, borsaların mevcut fonksiyonları birbirinden ayrılacak ve emir iletimi, gerçekleştirilmesi, takası vb. işlevlerden birinde uzmanlaşmış organizasyonlar ortaya çıkacaktır. Bu organizasyonların hala borsa olup olmayacakları ise cevabı belirsiz bir sorudur.

Üçüncü bir senaryo ise, farklı zaman dilimlerinde yer alan borsalar ve işlem sistemleri arasında ittifaklar ve sınırötesi ortaklıklar oluşmasıdır. Bu durum, her biri entegre global düzeyde hizmet sunan rakip ağlar ortaya çıkmasına neden olacaktır. Yatırımcıların, erişimi daha kolay bir borsanın ağ sistemini kullanarak başka bir borsaya erişimleri mümkün olacaktır.

3.7 ÖZELLEŞTİRME VE DÖNÜŞÜM İLİŞKİSİ

Yukarıda bir işletmenin mülkiyetinin, işletmenin faaliyetleri ve işleyişi üzerindeki etkileri incelenmiş olup, özelleştirme ile ulaşılmak istenen hedefler belirlenmeye çalışılmıştır. Bütün bu çabaların temelinin, sınırlı kaynaklar dünyasındaki her birim kaynaktan olabildiğince çok yararlanma amacı olduğu söylenebilir. Yeniden yapılanma sürecinde mevcut kaynaklarla kurduğumuz ilişkilerin yapısı değiştirilerek aynı kaynaklardan daha çok fayda sağlanması amaçlanmaktadır. Bu sadece işletme bazında değil toplumsal düzeyde de önemli bir hedeftir.

Vekalet ilişkisi hayatın diğer alanlarında olduğu gibi, bir işletmede de belirli zorunluluklar nedeniyle ortaya çıkmıştır. Vekalet ilişkisinin kapsamı işletme yönetimi üzerinde doğrudan etki edecektir. Yukarıda mülkiyet yapısının, vekalet

ilişkinin kapsamı üzerindeki etkileri ve buna bağlı olarak özelleştirmenin yönetim yapısında yaratacağı değişikliğin işletmenin etkinliğine katkıları incelenmiştir.

Bu çerçevede, hisse senetlerinin piyasa fiyatını belirleyen işletme performansının ölçülmesi sağlanmıştır. Aynı zamanda maliklerin belirli ve somut olması, işletme ile işletme sahipleri arasında doğrudan bir ilişki oluşturmuş, dolayısıyla paylarının değeri ile yakından ilgilenen pay sahipleri işletme performansı ve yönetimi konusunda daha duyarlı davranmaya başlamışlardır. Bu duyarlılık farklılığıdır ki özelleştirme sonrası süreçte yönetimi, işletmenin daha etkin çalışması yönünde baskıya maruz bırakmaktadır. Nihayetinde işletme yönetiminin yöneticilik becerisinin de işletmenin performansı ve fiyatına bağlı bir piyasa fiyatı olacaktır. Dolayısıyla özelleştirme ile sadece işletme ve işletme sahipleri arasında değil işletme performansı ve yöneticiler arasında da doğrudan bir menfaat birliği oluşturulmaktadır.

Özelleştirme de tıpkı “demutualization” gibi işletmenin amaçları ile hedeflerinin açıklığa kavuşturulması sürecidir. Aynı şekilde işletmenin kötü performansının sınırları konusunda da iflas gibi net sonuçlara ulaşılmaktadır. Özelleştirme sonucunda işletme, işletme gerekleri ile ilgili olmayan dışsal müdahalelerden uzaklaştırılmış olacak ve daha düzenli ve etkili bir kontrol mekanizması oluşturulacaktır. İşletme ile ilgili kararlar pay sahiplerinin de katılımı ile işletme yönetimi tarafından verilecektir. İşletmeler değişen piyasa koşullarına uyum ve rekabet güçlerinin korunması için gerekli strateji ve plan değişikliklerini daha kolay yapabileceklerdir.

Menkul kıymet borsalarının, küresel finans piyasasında teknolojik yeniliklerle ivme kazanan rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri için ilave sermaye kaynaklarına, hızlı ve etkili bir karar mekanizması ile işbirliği ve ortaklıklara ihtiyacı vardır. Bu ihtiyacın karşılanması borsaların kar amaçlı ve müşteri odaklı olarak yeniden yapılandırılmasını gerektirmektedir. Bu tespitler karşılıklı ortaklık niteliğindeki borsalar için olduğu kadar kamu mülkiyetindeki borsalar için de geçerlidir, çünkü her

iki borsa tipinde de gevşek ve belirsiz bir mülkiyet yapısı, çelişkili ve muğlak hedefler ortaktır. Karşılıklı ortaklık niteliğindeki borsalarda üyelerin karşılıklı mülkiyeti varolmakla birlikte bu mülkiyet ilişkisi üyeliklerin satılması ve kiralanması sonucunda ilk ortaya çıktığındaki netliğini kaybetmiştir. Yine bu borsalar başlangıçta üyelerinin çıkarlarını gözetmek üzere örgütlendikleri halde, daha sonra kamu müdahalesi ile kamu hizmeti niteliğinde görevler üstlendiklerinden hedef ve amaç yapısı karmaşıklaşmıştır. Dolayısıyla özel borsalar ile devlet borsaları arasında, ortaya çıkan etki ve sonuçlar bakımından gerçek anlamda bir mülkiyet ayrımı kalmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Devlet borsalarının özerk olması çabaları ve üye katılımını sağlamaya dönük mekanizmalar da dikkate alındığında her iki borsa tipinin birbirine oldukça yaklaştığı söylenebilir. Bu açıdan bakıldığında aynı tehditlere maruz kalan benzer yapıların, aynı tepkileri göstermeleri beklenebilir. Şüphesiz hukuki süreçlerde farklılıklar ortaya çıkabilecektir, ancak oluşturulacak nihai yapıların benzer olması beklenebilir.

Sonuç olarak, devlet borsalarının dönüşümünün klasik anlamda özelleştirmeyi de içermektedir. Çünkü bir devlet borsasının (kamu kurumu) kurumsal anlamda dönüşümü ancak, onun sahibi olan devlet tarafından alınacak bir kararla, genellikle de yasal düzenleme ile mümkün olabilecektir. Borsanın öncelikle sermayesi olan bir şirkete dönüştürülmesi ve bu şirketin sahibi olan devletin paylarını çeşitli şekillerde elinden çıkarması özelleştirme uygulamasına uygun bir süreç ortaya koyacaktır.

Ayrıca, dönüşüm sürecinden beklenen sonuçlar, gerek devlet borsaları, gerek kooperatif benzeri, üyelerin sahip olduğu borsalar ve gerekse kar amacı gütmeyen şirket yapısındaki borsalar için pek fazla değişmemektedir. Kar elde etme amacı, rekabetçi piyasa koşullarının olmazsa olmaz koşullarından birisi olarak karşımıza çıkmaktadır.

4. BÖLÜM

YURT DIŞI BORSALARDA DÖNÜŞÜM UYGULAMALARI

Dönüşüm ihtiyacını doğuran nedenlere, dönüşümün özelliklerine ve dönüşüm sürecine yukarıdaki bölümlerde değinilmiőtir.

Gerçekten menkul kıymet borsaları gittikçe daha fazla oranda kar amacı güden özel sektör kuruluşları olarak karşımıza çıkmakta ve geleneksel yapılarından (veya kamu kurumu kimliklerinden) sıyrılmaktadırlar. 1990'lı yıllarda ortaya çıkan bu yeni eğilim, gelişmiş ölkeleri olduğu kadar gelişmekte olan ölkeleri de etkisi altına almıştır.

Bu bölümde, incelenen yabancı ölk borsalarının dönüşüm uygulamalarında göze çarpan ortak özellikleri belirlenmiş ve örnek olarak 15 farklı borsanın dönüşüm sürecine ilişkin bilgiler verilmiştir.

4.1 DÖNÜŞÜM UYGULAMALARINA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER

Her borsanın yeniden yapılanma ve kar merkezli şirketleşme süreci birbirinden farklı ve benzer yönler taşımaktadır. Her borsa kendine özgü bir yapılanma süreci geçirmiştir. Yapılanmaların benzer yanı, süreçlerden çoğunun borsaların şirketleşmesi ile başlamasıdır. Şirketleşmeden sonra halka açılma sürecine kadar her borsa değışik yöntemler kullanabilmektedir. Bazı borsalarda şirketleşmeden sonra sermaye piyasası kurumlarını bir araya toplayan bir “holding” kurulmaktadır. Spot ve vadeli menkul kıymet piyasaları, takas işlemleri ve diğer sermaye piyasası faaliyetleri bu holdingin iştirakleri durumunda olan şirketler tarafından yürütölmekte ve holding daha sonra hisselerinin belirli bir bölümünü halka arz etmektedir.¹

Borsaların şirketleşmesinde yeni şirketin sermayesini temsil eden hisse senetlerinin dağıtımı borsanın şirketleşme öncesi yapısıyla yakından ilgilidir. Şirketleşme

¹ İMKB, “Borsaların Anonim Şirketlere Dönüşmelerinde Pay Dağıtım Yöntemleri”, İstanbul 2006, s.3

öncesinde üyelerin sahip olduğu bir ortaklık yapısında bulunan borsalarda eski üyelere yeni şirketin hisselerinin bir kısmının bedelsiz verildiği gözlenmektedir. Bunun dışındaki örneklerde ise bedelsiz hisse senedi verilmemiş ancak üyelere tahsisli satış yapılmıştır. Bazı uygulamalarda çalışanlara da iskontolu satış yapılmıştır.

Borsalar her ne kadar ilk olarak kamu yararını gözetmek durumunda olan kuruluşlar olsalar da şirketleştikten sonra kar amacı güden ticari bir kuruluş haline gelmektedirler. Bu durumdan kaynaklanabilecek ihtilaflar yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılmıştır. Bunun diğer bir yansıması ise borsanın belli bir grubun eline geçmesini engellemek amacıyla genelde hisselerin belli bir orandan fazlasına sahip olunmasının kanunen yasaklanmasıdır. Bazı örneklerde, daha sonra bu sınırlamanın kademeli olarak kaldırıldığı da gözlenmektedir.

Borsaların şirketleşme sürecinde en önemli konulardan bir diğeri ise, hisse değerinin belirlenmesidir.

Şirket değerlemesi farklı yöntemlerle yapılabilmektedir. Örneğin, “net aktif değerlemesi” yöntemine göre yapılacak değerlemede aktiflerin piyasa değerleri alınarak, bunlardan borç ve yükümlülükler düşülmektedir. Bu yöntemdeki temel problem, şirketin gelecekteki gelişme potansiyelini dikkate almamasıdır. Bu nedenle net aktif metodu, aktiflerin önemli bir bölümünün duran varlıklardan oluşması durumunda uygulanmaktadır. “İndirgenmiş nakit akımları” yönteminde, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımları tahmin edilerek değerlemenin yapıldığı zamana indirgenmektedir. Borsaların değerlemesinde söz konusu metodların yanısıra, “fiyat/kazanç oranı”, “piyasa değeri/defter değeri”, “benzer şirketlerle karşılaştırma” yöntemleri de kullanılmaktadır. Borsanın aktiflerine veya nakit akımlarına göre hesaplanacak mevcut değerinin yanısıra, itibar, tekel olmadan kaynaklan güç vb kriterlere göre değişen potansiyel değerinin tespiti de büyük önem taşımaktadır.

Gelişmiş ülke piyasalarında borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümü oldukça hızlı bir seyir izlemektedir. 1993 yılında gerçekleşen ilk dönüşümden sonraki 12 yıl

içerisinde gelişmiş ülkelerde bulunan 30'a yakın borsa kar amaçlı anonim şirketlere dönüşmüştür.

Gelişmekte olan ülkelerde ise bu süreç nispeten daha yavaş seyretmekle birlikte aynı trendin izlendiği görülmektedir. Yapılan çalışmalardan,² gelişmekte olan ülkelerde dönüşümü tetikleyen nedenlerin gelişmiş ülkelere benzer olduğu anlaşılmaktadır. Bu kapsamda dönüşüm sürecinin 4 gelişmekte olan ülkede (Malezya, Şili, Filipinler, Macaristan) tamamlanabildiği görülmektedir. Bu durum, kalanları kamu kurumu olarak kalmaya devam ettikleri şeklinde yorumlanmamalıdır. Zira ülkemizden farklı olarak pek çok ülkede borsalar, üyelerden oluşan bir kooperatife benzer şekilde örgütlenmektedir. Buna göre süreci tamamlamış olan 4 ülkenin yanı sıra 6 ülkede ise (Brezilya, Çin, Polonya, Hindistan, Pakistan, Endonezya) dönüşüm çalışmaları halen devam etmektedir.

Borsaların kar amaçlı anonim şirketlere dönüşmeleri hususunun gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı algılandığı görülmektedir. Zira gelişmekte olan ülkelerde borsalara sermaye piyasalarının geliştirilmesi rolü de yüklenmekte ve borsalar genellikle sağlanan kamusal korumalar ile desteklenmektedir. Böyle olunca borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşmeleri bir yandan kaçınılmaz görülürken bir yandan da izlenecek strateji konusunda belirsizlikler yaşandığı gözlenmektedir.

Örneğin Malezya borsasında hem yönetim hem de sahiplik olarak kamu dolaylı da olsa hala salt çoğunluğu elinde bulundurduğu halde, kar amaçlı bir şirket haline geldiğinden, bu borsanın dönüştüğü söylenebilmektedir. Diğer borsalar ve otoritelerde de dönüşümün yönetilmesi ve getirecekleri konusunda belirsizlikler olduğu görülmektedir. Bunun temel nedeni borsaların kamudan ayrı özel bir şirket olarak algılanmasındaki güçlüklerdir. Burada düşünülen en büyük yanılgı borsaların şirkete dönüşmeleri halinde “başı boş” kalacakları şeklinde bir düşüncenin ortaya çıkmasıdır. Oysa kamu yararını sağlamak bakımından önem taşıyan pek çok sektörde özel şirket olsa bile faaliyet konusu, ortaklık ve yönetim yapısı gibi konularda kamu

² Emerging Markets Committee of the IOSCO, “Exchange Demutualization in Emerging Markets” (çevrimiçi) <http://www.iosco.org/>, 15 Mayıs 2006

kurumlarının özel şirketlerin işleyişine müdahale ettikleri görülmektedir. Bu kapsamda enerji şirketleri, radyo ve televizyonlar, bankalar, sermaye piyasalarında ise aracı kurumlar örnek gösterilebilir.

Sonuç olarak, dönüşüm uygulamalarının başarısını değerlendirmek için çok erken olduğunu söyleyebiliriz. Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümü için en sağlıklı düzenlemenin nasıl olacağı önemli sorulardan birisidir.³ Dönüşüm sonrası dönemlerde, borsaların finansal sıkıntılarla karşılaşmaları durumunda, diğer halka açık şirketler gibi iflasa tabi olup olmayacakları, ticari kurallara aykırı fiiller karşısında borsalara nasıl muameme edileceği gibi konular ilgili çevrelerde henüz yeterince tartışılmış değildir.

Aşağıdaki tabloda, seçilmiş borsaların dönüşümüne ilişkin bilgiler yer almaktadır:

Tablo 5: Borsaların Dönüşümüne İlişkin Özet Bilgiler

Borsa Adı	Dönüşüm Yılı	Halka Açılma Tarihi
London SE	2000	20.07.2001
Euronext	2000	10.07.2001
Deutsche Boerse	2000	05.02.2001
Borsa Italiana	1997	Halka açılmadı
Stockholm (OMX)	1993	01.01.1993
Hellenic SE	1999	28.07.2000
Nasdaq-AMEX	2001	01.07.2002
Toronto SE	2000	12.11.2002
Tokyo SE	2001	Halka açılmadı
Hong Kong SE	2000	27.06.2000
Australia SE	1998	14.10.1998
Singapore SE	1999	16.11.2000
Bursa Malaysia	2004	18.03.2005
New York SE	2006	Halka açılmadı

Kaynak: www. world-exchanges.org

Dünya örnekleri incelendiğinde dönüşümü ilk tamamlayan borsanın Stockholm Borsası, onun ardından hisse senetleri kendisinde kote olan ilk borsanın ise Avustralya Borsası olduğu görülmektedir.⁴

³ Reena Aggarwal, “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges”, (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id= 877806 a.g.e., Temmuz 2007

⁴ A.e.

4.2 BORSALARLA İLGİLİ GÜNCEL GELİŞMELER

Son dönemlerde basın haberlerinde de yer aldığı üzere⁵, küreselleşmenin hızlanması ve teknolojinin ilerlemesinin de etkisiyle finansal enstrümanların işlem gördüğü borsalar da artık şirketleşerek, artan rekabetle mücadele etmenin yollarını aramaya başlamışlardır. Satışı gündemde olan Londra Borsası için kızışan rekabet ortamı da bunun en açık göstergesidir. Avrupa'nın en büyük endeksine sahip olan Londra Borsası'nın (LSE) satışıyla ilgili rekabette, ABD'nin teknoloji tabanlı borsası olan Nasdaq, LSE'nin hisselerini toplamaya devam ederken New York Borsası (NYSE) yönetiminin de satış için görüşmelerini sürdürdüğü ifade edilmektedir. NYSE'nin rakibi olan Nasdaq'ın kurumsal yatırımcılardan aldığı hisselerle LSE'nin yaklaşık yüzde 15'ine sahip olduğu açıklanmıştır.

Wall Street Journal gazetesinde yer alan haberlere göre, NYSE'nin de borsalar arası işbirliği ve alım işlemlerinin yoğunlaşmasının farkında olduğu ifade edilmektedir. Nitekim bu sürecin bir sonucu olarak NYSE de 2006 yılında, daha önce Pasific Exchange ile birleşen Archipelago'yu devralarak kar amaçlı bir yapıya kavuşmuş, 2007 yılı Nisan ayında ise Euronext ile birleşmiştir.

Yine basında yer alan haberlere göre, IBM İş Değerleri Enstitüsü Avrupa sermaye piyasalarının 2015 yılı görünümüyle ilgili hazırladığı yaklaşık 300 borsa, aracı kurum, düzenleyici kurum ve hedge fonunun katılımıyla gerçekleştirilen raporda, kıtada daha az sayıda ancak daha büyük çapta borsaların finansal merkezler haline gelmesini beklediğini bildirmiştir. Raporda, LSE, Nasdaq, NYSE ve Euronext gibi alanının en büyük borsalarından hangisinin ilerleyen dönemlerde öne çıkacağı değil bu borsaların 10 yıl içerisinde nasıl bir durumda olacakları sorusu tartışılmış, dünya finans piyasalarının "1970'lerden bu yana görülmemiş bir değişim hızıyla" dönüşüm aşamasına girmek üzere olduğu ifade edilmiştir.

Raporda ayrıca, AB üyelerindeki korumacı yaklaşımların konsolidasyon sürecini olumsuz etkileyebileceği ancak likiditenin baskın sermaye piyasalarına yönelmesiyle

birlikte bu olumsuzluğun aşılabacağı, Avrupa borsalarının artan rekabet karşısında hızla buna uyum sağlamak ve konsolide olmak zorunda olacakları görüşlerine yer verilmiştir.

Dünya borsaları hakkında karşılaştırmalı veriler sağlayan Uluslararası Borsalar Federasyonu'nun Mayıs 2005 yılında yayımlanan raporunda⁶, 1998 yılında kâr amacı güden borsaların oranı % 37 iken 2004 yılında bunun % 69'a yükseldiği belirtilmektedir.

Paris ve Amsterdam borsalarını da işleten Euronext NV ile LSE, Aralık 2004'te birleşme görüşmelerine başlamış ancak süreç askıya alınmıştır. Euronext 2007 yılında NYSE ile birleşmiştir.

Diğer taraftan, uluslararası basında, Nasdaq'ın Singapur Borsası ile birleşeceği, İskandinav ülkelerin birleşik borsası olan OMX'in de Bulgaristan Borsası'nı satın alma konusunda girişimlerde bulunduğu ilişkin haberler çıkmaktadır.

Yukarıdaki gelişmelerden görüldüğü üzere, günümüzde Borsalararası işbirliği ve ortaklık arayışları gittikçe önem kazanmaktadır.

⁵ Referans Gazetesi, 18.04.2006

⁶ Rapor için bkz. (çevrimiçi) <http://www.world-exchanges.org>

Aşağıdaki tabloda, seçilmiş gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların dönüşüm sürecine ilişkin bilgiler yer almaktadır.⁷

Tablo 6: Gelişmekte Olan Borsalarda Dönüşüm

Ülke Adı	Dönüşüm Planı	Son Durum
Brezilya	Yok	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Çin	Yok	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Polonya	Yok	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Güney Afrika	Var	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Sri Lanka	Var	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Tayland	Var	Dönüşüm Gerçekleşmedi
Hindistan	Var	Süreç Devam Ediyor
Endonezya	Var	Süreç Devam Ediyor
Pakistan	Var	Süreç Devam Ediyor
Türkiye	Var	Süreç Devam Ediyor
Şili	Var	Dönüşüm Tamamlandı
Macaristan	Var	Dönüşüm Tamamlandı
Malezya	Var	Dönüşüm Tamamlandı
Filipinler	Var	Dönüşüm Tamamlandı
Taipei	Var	Dönüşüm Tamamlandı

Kaynak: www.world-exchanges.org

Tablodan görüldüğü üzere, İMKB'nin 2003 yılında özelleştirme kapsamına alınması nedeniyle, ülkemizde de dönüşüm sürecinin devam ettiği kabul edilmektedir. Halbuki, İMKB'nin özelleştirme çalışmaları pratikte devam etmemektedir.

4.3 DÖNÜŞÜM UYGULAMALARINDAN ÖRNEKLER

Çalışmanın bu bölümünde, örnek olarak seçilen 15 farklı borsanın son yıllarda geçirdiği dönüşüm sürecine ve sonuçlarına ilişkin değerlendirmeler bulunmaktadır. Borsaların dönüşümüne ilişkin bu bölüm, her borsanın resmi internet sitesinde yer alan bilgi ve değerlendirmelerin yanısıra elektronik posta yoluyla borsalardan temin edilen bilgilerden yararlanılarak hazırlanmıştır. Örnek borsalar inceleniş sıralarına göre aşağıda yer almaktadır.

⁷ Emerging Markets Committee of the IOSCO, **a.g.e.**

4.3.1 Atina Borsası (Yunanistan)

4.3.1.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

1876 yılında özerk bir kamu kurumu olarak kurulan Atina Borsası 1995 yılında çıkarılan 2324 sayılı kanun ile şirketleşmiştir. 1997 öncesinde Atina Borsası'nın hisselerinin tamamı devlete aittir.

4.3.1.2 Halka arz öncesi ve sonrası sermaye yapısı

2000 yılında borsanın iştiraki olduğu bir holding oluşturulmuştur (HELEX). HELEX'in özelleştirilmesi 4 aşamada (3 kısmi özelleştirmeye) gerçekleşmiştir. Atina Borsası tüm aktif ve pasifiyle birlikte yeni kurulan anonim şirkete devredilmiştir. İlk özelleştirmede kamunun payı %60,3'e, ikincide %48,3'e üçüncü özelleştirmeden sonra ise %47,7'ye düşmüştür. Son aşamada finansal sektör kurumlarının payı %51,7, ASE Borsası çalışanlarının payı ise %0,6'dır. Halka arzda çalışanlara %15 iskontolu satış yapılmıştır.

2003 Ağustos ayındaki, özelleştirmenin son aşamasından sonra HELEX'te kamu payı kalmamıştır. 21.11.2005 tarihi itibarıyla yerel bankalar %36'ı, yerli bireysel yatırımcılar %16, yerli kurumsal yatırımcılar %19, yabancı yatırımcılar %23, ATHEX üyeleri %3, diğer ise %3 paya sahiptir.

Şirketleşme sürecinde, borsanın bir kamu kuruluşu olması nedeniyle üyelere bedelsiz dağıtılan hisse senedi bulunmamaktadır.

Tablo 7 Atina Borsası Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı:

ASE çalışanları:	1%
ASE'de kote şirketler:	6%
Aracı kurumlar:	5%
Kurumsal yatırımcılar :	12%
Kredi kuruluşları:	29%
Yunan hükümeti:	47%

Tablo 8: Atina Borsası Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı

Kredi kuruluşları	%23
Diğer	%10
Yabancı yatırımcılar	%5
Yunan hükümeti	%40
Özel yatırımcılar	%6
Aracı kurumlar	%6
Kurumsal yatırımcılar	%10

4.3.1.3 Şirketleşme sonrası yönetim yapısı

Atina Borsası A.Ş. ve Hellenic Exchanges SA. Atina Borsası A.Ş.’nin, 2000 yılında yapılan ve devletin payının %33’e indiği halka arz esnasındaki Yönetim Kurulu 11 üyeden oluşmaktadır. 5 üye Ekonomi Bakanlığı’ndan, 1 üye Merkez Bankası’ndan, 2 üye aracı kuruluşlardan, 1 üye Atina Sanayi ve Ticaret Odası’ndan, 1 üye kurumsal yatırımcılardan, 1 üye ise Atina Borsası çalışanlarından seçilmektedir. Yönetim Kurulu Başkanı Ekonomi Bakanlığı tarafından atanmaktadır. Gene aynı dönemde Hellenic Exchanges SA’nın Yönetim Kurulu 9 üyeden oluşmaktadır. Ekonomi Bakanlığı Yönetim Kurulu Başkanı’nı belirlemekte, diğer üyeler Genel Kurul’da seçilmektedir.

2003 yılında devletin payının mevcut ortaklara halka arzının yapılmasının ardından yönetim yapıları da değişmiştir. Yeni yapıda Atina Borsası A.Ş.’nin Yönetim Kurulu, Genel Kurul tarafından seçilen 7 üyeden oluşmaktadır. Hellenic Exchanges SA’nın Yönetim Kurulu da Genel Kurul tarafından seçilmekte olup ikisi bağımsız 13 üyeden oluşmaktadır.

Dönüşüm sonrasında denetim ve düzenleme yetkileri borsa bünyesinde bırakılmıştır.

4.3.1.4 Dönüşüm Süreci

Atina borsasının kamu kuruluşu niteliğinden ticari bir şirket haline gelmesi süreci 2 yılda (1995-1997), hisselerinin halka açılarak borsada işlem görmeye başlaması süreci ise 5 yılda (1995-2000) tamamlanmıştır. Birinci aşamada borsanın hukuki niteliği kamu kuruluşundan bir anonim şirkete dönüştürülmüştür. İkinci aşamada

kamu hisselerinin bir bölümü iki defada olmak üzere tahsisli satış yöntemiyle seçilmiş yatırımcılara (bankalar, kredi kuruluşları ve aracı kuruluşlar) satılmıştır. Üçüncü aşamada bir holding kurulmuş ve Atina borsasının mevcut ortakları hisselerini aynen muhafaza ederek bu holdingin ortakları haline gelmişler ve aynı zamanda holdinge ilave sermaye koymuşlardır. Atina borsası kurulan holdingin % 100 iştiraki durumuna gelmiştir. Dördüncü aşamada kurulan Holding şirketi sermaye artırımına giderek artırılan kısmı halka arz etmiştir. Sermaye artırımına ilave olarak Yunan hükümeti sahip olduğu hisselerin bir kısmını da halka arz etmiştir. Halka arz edilen hisse senetlerinden bir kısmı çalışanlara tahsis edilmiştir. Beşinci ve son aşamada ise halka arz edilen holding hisse senetleri borsada işlem görmeye başlamıştır.

Atina Borsası örneğindeki yeni yapılanma, oluşturulan bir Holding çevresinde gerçekleşmiştir. Holding ve iştiraki durumundaki Atina borsası gerek ortaklık yapısında ve gerekse yönetiminde kamunun payı azalmakla birlikte varlığını önemli ölçüde muhafaza etmeye devam etmektedir. Yunan Hükümetinin Holding'teki payı halen % 40 olup, en büyük ortak durumundadır. Holdingin yönetim kurulu başkanını Ulusal Ekonomi Bakanı atamaktadır. Geri kalan üyeleri genel kurul seçmektedir. Sözkonusu holding Atina Borsası'nın tamamına sahiptir. Holdingin Yunan hükümeti dışında geri kalan ortaklar içinde ikinci büyük grup % 23 pay ile bankalardır. Üçüncü büyük grup % 16 pay ile kurumsal yatırımcılardır.

4.3.1.5 Dönüşüm Sonrası Performans

Hellenic Exchanges SA'nın 21 Ağustos 2000 tarihindeki halka arz esnasındaki şirket değeri 735 milyon € olarak belirlenmiştir. 21 Aralık 2005 tarihinde ise, hisse başına 8,84 € işlem fiyatı ile şirket değeri 628 milyon €'ya düşmüştür. Halka arzdan sonraki yaklaşık beş yıllık süre içinde kayıp %15 olarak gerçekleşmiştir. Atina Bileşik Endeksi ise aynı dönemde %4 değer kaybetmiştir.

4.3.2 Avustralya Borsası(ASX)

4.3.2.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

Avustralya Borsası (ASX) 1987 yılında 6 eyalet borsasının birleşmesiyle oluşmuştur. Aracı kurumların sahibi olduğu kolektif bir yapıdadır. ASX'in sahibi üyelerdir. Bu nedenle ASX'in ilk hissedarları yine üyelerdir. Bu üyelerin sayısı, 520 tanesi gerçek kişi, 86 tanesi tüzel kişi olmak üzere toplam 606'dır. ASX'in ilk sermayesi 100.596 Avustralya Doları'dır.

4.3.2.2 Şirketleşme sonrası sermaye yapısı

Şirketleşme ve kote olma süreci 1995 yılında başlamıştır. ASX'in 100.596 Avustralya Dolarlık sermayesi 100.596.000 hisseye bölünmüş ve bu hisseler 606 üyeye eşit olarak dağıtılmıştır. Söz konusu hisselerde grup farklılığı olmayıp, tüm hisseler aynı haklara sahiptir.

Avustralya Borsası'nın sahibi üyeler olduğu için şirketleşme aşamasında da ASX'in hisseleri üyelere bedelsiz olarak verilmiştir.

4.3.2.3 Şirketleşme Sürecinde Yaşanan Tartışmalar

ASX'in şirketleşecek ve borsaya kote olacak ilk borsa olması nedeniyle bu süreç için, Federal Hükümet, Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu, aracı kurumlar, kote şirketler ve yatırımcılar önemli bir zaman harcamışlardır. Aracı kurumların temel kaygıları, borsanın kontrolünü devredip devretmeyecekleri olmuştur. Diğer kesimler için temel kaygı noktası, kar amacı güden bir kuruluşun, bu amacıyla denetleyici rolü arasında oluşacak potansiyel menfaat çatışmaları olmuştur.

ASX'i şirketleşme sürecine sokan nedenlerden biri üyelerin gerek kendi aralarındaki gerekse de Borsa ile olan menfaat uyumsuzluklarının giderilmesi ve borsa gelişim hızını yavaşlatan bu tür uyumsuzlukların ortadan kaldırılmasıdır. ASX'i şirketleşme sürecine sokan menfaat uyumsuzluklarının engellenebilmesi amacıyla hükümet yeni düzenlemelere gitmiş ve ASIC'ye bu konuda önemli yetkiler vermiştir. Zira daha önce üyeler arasında olan menfaat uyumsuzluklarının, ASX'in şirket çıkarları ile

ASX'e kote edilmiş bir şirketin menfaatlerinin zaman zaman uyuşmaması sözkonusu olabilecektir. Avustralya'nın ayrı bir kıta olması nedeniyle her ne kadar deniz aşırı ülke borsalarıyla olan rekabetin ASX'i çok fazla etkilemeyeceği düşünülse de teknolojik ilerlemeler bu durumu tersine çevirmiştir. Her borsa gibi ASX de globalleşen piyasalar nedeniyle önemli bir rekabetle karşı karşıya kalmıştır.

4.3.2.4 Dönüşüm Süreci

Sermayenin dağıtımında bir kişi veya kurumun ortaklıktaki payı %5 ile sınırlandırılmıştır. Limit daha sonra %15'e çıkarılmıştır. Yönetim Kurulu'ndaki 9 üyeden, Yönetim Kurulu Başkanı da dahil olmak üzere 4'ü aracı kuruluşların temsilcileri arasından seçilmektedir. 4 bağımsız üye iş dünyasının önde gelen isimlerinden seçilmekte, Genel Müdür Yönetim Kurulu'nun doğal üyesi olmaktadır.

Şirketleşme aşamasında denetim ve düzenleme yetkileri Borsada kalmıştır, fakat Borsanın halka arz prosedürü Avustralya Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından düzenlenmiş ve denetlenmiştir.

ASX'in tüm hisseleri üyelere dağıtılmış ve sözkonusu hisseler kote edildikten sonra ASX'de işlem görmeye başlayınca halk tarafından satın alınabilmektedir. Şirketleşme süreci yaklaşık olarak 2 yıl sürmüştür.

4.3.2.5 Dönüşüm Sonrası Performans

Avustralya Borsası, 1998 yılında halka açılmış ve kendinde kote olmuştur. 14 Ekim 1998'deki halka arz gününde 4,25 AU\$'ndan işlem gören hisseler (şirket değeri 428 milyon AU\$) 21 Aralık 2005 günü 31,59 AU\$'dan (şirket değeri 3.178 milyon AU\$) kapanmıştır. Halka arzdan sonraki 7 yıllık dönemde, Avustralya Borsası'nın getirisi %753 iken, aynı dönemde ASX All Ordinaries Endeksinin getirisi %152 olmuştur.

4.3.3 Kopenhag Borsası (Danimarka)

4.3.3.1 Borsanın dönüşüm öncesi yönetim ve sermaye yapısı

Kopenhag Borsası şirketleşme öncesinde, kanuna dayalı olarak kurulmuş özerk bir kuruluştur. Yıllarca monopol olarak faaliyet göstermiştir. Yönetim kurulu üyeleri bazı kuruluşların tavsiyeleri dikkate alınarak İş ve Ekonomi Bakanı tarafından atanmaktaydı. Başkan ise yine Bakan tarafından atanmaktaydı. Şirketleşme öncesinde mevcut bir sermaye yoktur. Şirketleşme öncesinde sermaye olmadığı için hisse senedi de bulunmamaktadır.

4.3.3.2 Dönüşüm süreci:

Şirketleşme sonrasında Borsanın hisse senetleri üyeler, hisse senedi ihraççıları ve tahvil ihraççılarına nominal değerın %5 fazlası bir fiyatla satılmıştır. Şirket hisselerinin %60'ı üyelere, %20'si hisse senedi ihraççılarına, %20'si ise tahvil ihraççılarına aynı birim fiyattan (nominal değerin %105'i) satılmıştır. Bu tutar, Danimarka kanunlarına göre, yeni kurulan bir şirketin sermaye artırımdaki mümkün olan en düşük pay bedelidir.

Şirketleşme sürecinde herhangi bir gruba bedelsiz hisse senedi verilmemiştir. Hisseleri alan tüm gruplar aynı fiyatı ödemiştir.

4.3.3.3 Dönüşüm sürecinde yaşanan tartışmalar

Hangi tür hisse sahiplerinin olacağı konusunda anlaşmaya varılması zor olmuştur. Önceki yapıda kurumsal yatırımcıların da temsilcileri bulunmaktaydı. Bu grup, yeni kurulan şirketin (borsanın) sermayesinde pay sahibi olmak istemiş ancak buna izin verilmemiştir. Bu kriz ancak, piyasaları izlemekle görevli, kurumsal yatırımcıların temsilcilerinin de yer aldığı Menkul Kıymetler Kurulu oluşturulunca çözülebilmiştir. Hisse senedi sahibi olan gruplar çok sıkı şartları bulunan hisse devir anlaşmaları yapmışlardır. Hisse satışı yapmak isteyen bir ortak bunu ancak diğer hissedarlara satabilmektedir. Yeni hissedar gruplarının oluşması önlenmektedir.

4.3.4 Singapur Borsası (SGX)

4.3.4.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

SGX, 1999 yılında, menkul kıymet borsası konumundaki Singapur Borsası (SES) ile vadeli işlem borsası konumundaki Singapore International Monetary Exchange Ltd (SIMEX)'in birleşmesiyle oluşturulmuştur. Bu birleşme öncesinde SES, Singapur Para Otoritesi (Monetary Authority of Singapore, MAS) tarafından yönetilen bir anonim şirket yapısına; SIMEX ise üyelerin sahip olduğu bir yapıya sahiptir. SES'te işlem yapma yetkisi 33 üye ile sınırlandırılmıştır. SIMEX'e ise 35 üye sahiptir.

4.3.4.2 Dönüşüm Süreci

Singapur Borsası Şirketi (SGX), 1 Aralık 1999 tarihinde Singapur Menkul Kıymetler Borsası (SES) ile Singapur Vadeli İşlemler Borsası (SIMEX)'in birleşmesi ile kurulmuştur. Singapur'da menkul kıymetler ve türev ürünler işlemlerinin takasını yapan kuruluşlar da SGX çatısı altındadır. SGX şu anda üç ana bölümde örgütlenmiştir. Menkul Kıymetler Piyasası bölümünde, eskiden SES olarak bilinen Singapur Borsası Menkul Kıymetler Limited Şirketi (SGX-ST) ile takas ve saklama hizmeti veren Merkezi Saklama (CDP), SGX'in tümüyle sahibi olduğu iştirakleri olarak faaliyet göstermektedirler. Türev Ürünler Piyasası bölümünde, eskiden SIMEX olarak bilinen Singapur Borsası Türev Ürünler İşlem Limited Şirketi (SGX-DT) ile türev işlemlerine takas hizmeti veren Singapur Borsası Türev Ürünler Takas Limited Şirketi (SGX-DC), SGX'in tamamen sahibi olduğu iştirakleri olarak faaliyette bulunmaktadır. Bilgi Teknolojileri (IT) Çözümleri bölümünde, mali sektör katılımcılarına yardımcı menkul kıymetler işleme ve bilgi teknolojisi hizmetleri sunan Singapur Borsası IT Çözümleri Limited Şirketi, SGX'in tümüyle sahibi olduğu bir iştiraki olarak faaliyet göstermektedir.

Birleşmeye ilişkin kanunun kabul edilmesiyle her iki borsaya ve takas kuruluşlarına sahip olan SGX oluşturulmuştur. Bu oluşumda önceki sahipler ve hisse sahiplerine yeni şirkette yönetim hakkı ve hissedarlık verilmiştir. Önceki sahiplere yeni şirketin hisseleri bedelsiz olarak verilmiştir.

Yönetim Kurulu'ndaki 11 üyenin 2'si, Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür, hissedarlar tarafından seçilip Merkezi Düzenleyici Otorite'nin onayına sunulmaktadır. Kalan 9 üye bağımsız Yönetim Kurulu üyeleridir. Bu 9 üyenin 6'sı aracı kuruluş kökenlidir.

Borsa, 2000 yılında halka açılmış ve kendisinde kote olmuştur. Denetim ve düzenleme yetkileri borsada bırakılmış, kendisinin halka arzına ve kotasyonuna ilişkin düzenlemeler Merkezi Düzenleyici Otorite tarafından yapılmıştır.

SGX, kendi Menkul Kıymetler Piyasası'nda kote olmuştur. Ana hissedarlar, %29,2 pay ile Tamasek Holdings (Pte) Ltd., %1,2 pay ile yönetici ve çalışanlar, her birinde 25.150.000'er adet hisse bulunan iki ana yüklenici (Merrill Lynch ve DBS) ve toplam olarak 37.700.000 adet hisseye sahip 30 kuruluştan oluşan diğer yüklenicilerdir.

Singapur Borsalar (şirketleşme ve birleşme) Kanunu, SGX'in %5'i veya daha fazlasını almayı isteyen herkesin Singapur Para Otoritesi (MAS)'nden ön onay almasını zorunlu kılmaktadır. SGX kendi menkul değerler piyasasında (SGX-ST) kote edildiğinde, SGX senetlerinin kotasyon işlemleri MAS tarafından yapılmıştır. SGX'in kotasyonunda onay makamı olan MAS, SGX'in prospektüsünün incelenmesinden de doğrudan sorumludur. MAS ayrıca, SGX hisse senetlerinin işlemlerinin gözetimi ile SGX hakkındaki maddi bilginin kamuya düzenli açıklanmasını denetleme işlevini de üstlenmiştir.

4.3.5 Toronto Borsası (Kanada)

4.3.5.1 Dönüşüm uygulamaları

Öncesinde kar amaçlı olmayan, özsermayesi bulunmayan bir yapıdaki 2000 yılında kar amaçlı bir şirkete dönüşmüştür. TSE'deki üyelik hakkına sahip her kişi ya da kurum 20 hisse senedi almıştır. Üyelere yeni şirketteki hisse senetleri bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Her hisse bir oy sahipliği vermektedir.

İlk iki yıl hisse senetlerinin transferi yasaklanmıştır. Hisse senedi sahipliği %5 ile sınırlandırılmıştır. %5'in üzerindeki ortaklık payları için Menkul Kıymetler Komisyonu'nun onayı gerekmektedir.

Kanada hisse senetleri piyasaları 2001 yılında yeniden organize edilmiştir. Toronto Borsası'nın Canadian Venture Exchange'i almasıyla TSX oluşmuştur. Toronto Borsası'nın sahibi 90 aracı kurum bulunmaktaydı. Daha sonra bu aracı kurumlar ellerindeki hisselerin %64'ünü 12 Kasım 2002 tarihindeki IPO'da satmak konusunda anlaşmışlardır. Aynı tarihte TSX 33,8 milyon hisse ile işlem görmeye başlamıştır.

4.3.5.2 Şirketleşme sonrası yönetim yapısı

Yönetim Kurulu 18 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun en az yarısının bağımsız kişilerden veya kurum temsilcilerinden olması zorunludur. Toronto Borsası ve Yatırım Aracıları Birliği ortak olarak, kâr amacı gütmeyen ayrı bir şirket kurmuş, düzenleme ve denetim yetkileri bu şirkete devredilmiştir.

4.3.5.3 Dönüşüm Süreci

Toronto Borsası Nisan 1999'da anonim şirkete dönüştürülmüştür. Çalışmalar daha çok bir yeniden yapılandırma niteliği arz etse de nihai amaç; kar amacı güden, borsa üyelerinin yanısıra geniş bir kesimden oluşan bir hissedar yapısına sahip olan bir anonim şirket olmaktır. Çalışmaların temeli, Borsa'ya bir vizyon belirlenmesine dayanmaktadır. Söz konusu vizyonun minimum şartları da yasa ile belirlenmiştir. Daha sonraki tüm adımlar bu vizyon çerçevesinde belirlenen stratejik hedefleri gerçekleştirmeye yönelik olarak belirlenmiştir.

TSE'nin şirketleşmesini gündeme getiren en önemli nedenler: Kuzey Amerika'da ABD Borsaları ile yaşanan rekabet, piyasadaki likiditenin azalması, türev piyasalarının zayıflığı, Alternatif İşlem Sistemleri'dir.

Toronto Borsası rekabet gücünü artırmak, değişen şartlara hızla uyum sağlayabilmek ve tüm bunları gerçekleştirebilmek için gerekli olan finansmanı sağlamak amacıyla borsa üyelerinin yanısıra geniş bir kesimden oluşan bir hissedar yapısına sahip olan bir anonim şirket olmayı planlamaktadır. Şirketleştikten sonra da, TSE'nin piyasayı düzenleme rolü devam etmiştir. Bu amaçla TSE içinde kurulacak bölümün stratejisi maliyetleri iyileştirmek yolunda olacaktır. TSE'nin finansal durumu bir erken uyarı sistemi ile sürekli izlenecektir. Her ne kadar sermaye piyasaları düşük maliyetli işlem alanlarına yönelmek olsa da, orta ve uzun vadede bu alanda entegre hizmet veren kurumların daha kalıcı olacağı açıktır.

4.3.6 Stockholm Borsası (İsveç)

4.3.6.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

1863 yılında bir kamu kurumu niteliğinde kurulan Stockholm Borsası ilk özelleşen borsadır. Stokholm borsasının özelleşme süreci 1992 yılında başlamış ve hisseler borsa şirketlerine ve üyelerine satılmıştır. Bu satış her iki gruba %50 tahsisli yapılmıştır. Gruplar içindeki tahsis ise, son beş yılda ödedikleri aidatlarla orantılı olarak yapılmıştır. Eski Kanun'a göre, Borsa kar amacı güden bir kuruluş olmadığından, sermaye oluşturma hakkı bulunmamaktadır. Maliyetleri karşılamak için üyelerden ve ihraççılardan Borsa payı alınmıştır. Yeniden yapılanma ile birlikte borsanın yönetim yapısı da değişmiştir. Değişiklikten önce borsa yönetim kurulu 22 üyeden oluşmakta ve çeşitli çıkar gruplarının temsilcilerini ihtiva etmekteydi. Bunlar arasında siyasi partiler, işçi sendikaları, aracı kuruluşlar, ihraççı şirketler ve yatırımcılar yer almaktaydı. Yeni yönetim kurulu ise hissedarlar tarafından seçilen dokuz üyeden oluşmaktadır.

4.3.6.2 Dönüşüm Süreci

1992’de, yeni ihraç edilen hisse senetleri bütün üyelere ve ihraççılara arz edildi. 4 milyon ABD Doları tutarında bir sermaye beklenmekteydi. İhraç edilen hisse senetleri 150 kişiye satıldı, böylece yüzelli hissedar oldu. Aslında 400 kişiye çağrıda bulunulmuştu. İhraç edilen senetlerin bir yıl süreyle borsada işlem görmesi yasaklanmıştır. Hisseler üye ve ihraççılara satılmıştır. Herhangi bir iskonto yapılmadığı gibi bedelsiz hisse senedi de verilmemiştir.

1993 yılında çıkarılan bir kanunla Stockholm Borsası’nın hisse senedi borsası olarak tekel özelliği kaldırılmış ve özel borsalar kurulmasına izin verilmiştir. Bu arada, Stockholm Borsası’ndan bağımsız olarak, opsiyon borsası işletmek ve takas hizmeti vermek üzere 1985 yılında kurulan OM Gruppen AB isimli bir özel şirket, Stockholm Borsası’nın hisse senetlerini toplamaya başlamış ve 1998 yılında Stockholm Borsası’nın tamamına sahip olmuştur. 1998 yılında Stockholm Borsası ve OM Grubu’nun türev piyasaları, OM Stockholmsbörsen AB adında bir şirket altında birleştirilmiş, yeni şirketin sahibi ise OM Gruppen AB olmuştur. Holding yapısında olan ana şirket OM Gruppen AB, sahibi olduğu Stockholm Borsası’nda işlem görmektedir.

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

Borsa özelleşmelerinde ilk örneklerden biri olan Stokholm Borsası’nda özelleşmenin bir süreç içinde gerçekleştiği gözlenmektedir. Başlangıçta bir kamu kurumu olan borsa bir şirkete dönüştürülerek üyelere ve ihraççı şirketlere satılmış ve son aşamada borsa işlem ve sistemleri konusunda faaliyet gösteren OM şirketi tarafından hisselerin çoğunluğu edinilmek suretiyle OM Grubun bir iştiraki durumuna gelmiştir. Yöntem önce şirketleşme ve daha sonra özel bir şirketin hisselerde çoğunluğu elde

etmesi şeklindedir. Dikkati çeken bir diğer konu, özelleşme öncesi çok fazla sayıda ve çok çeşitli menfaat gruplarını temsil eden yönetim kurulu üye sayısı hızlı karar alabilmeyi sağlamak amacıyla yarıya indirilmiş ve sadece pay sahiplerinin temsilcilerinden oluşur hale gelmiştir. Borsanın kendi hisselerini kota almasına kısıtlama getirilmesine karşın borsa hisselerine sahip olan şirketlerin hisselerinin kota alınması serbest bırakılmıştır. Piyasa düzenleyici otoritesi durumunda bulunan SFI borsa hisselerini elinde tutan ortaklar üzerinde oy haklarını kullanmalarına gerekirse engel olmaya kadar varan önemli yetkilere sahip bulunmaktadır.

4.3.7 Malezya Borsası (Bursa Malaysia)

4.3.7.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

İlk kuruluşunda, Kuala Lumpur Borsası (KLSE) herhangi bir hissedarı ve sermayesi olmayan sadece üyeleri bulunan bir yapıdadır. Oy hakkı olan ve olmayan, iki grup üye bulunmaktaydı. Oy hakkı bulunan üyeler menkul kıymet işi (aracılık faaliyetleri) ile uğraşan şirketler, oy hakkı olmayanlar ise gerçek kişilerdir. Şirketleştikten sonra adı Bursa Malaysia olarak değiştirilmiştir.

4.3.7.2 Şirketleşme sonrası sermaye ve yönetim yapısı

2004 Ocak ayında şirketleşme sonrasında oluşan ve Bakanlık tarafından onaylanan sermaye yapısı şu şekildedir.

Tablo 9: Malezya Borsası Sermaye Yapısı

Hissedar	Yüzde (%)
Sermaye Piyasası Geliştirme Fonu	30
Maliye Bakanlığı	30
Lisanslı Üye Şirketler	30
Diğer	10

Yönetim Kurulu üyelerinin en az 1/3'ü Maliye Bakanlığı tarafından Menkul Kıymetler Komisyonu'nun görüşü de alınarak atanmaktadır. Yönetim Kurulu üyelerinin en az 1/3'ü bağımsız üyelerden oluşmakta ancak Menkul Kıymetler

Komisyonu tarafından atanmaktadırlar. Geri kalan üyeler Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından atanmaktadır. Yönetim Kurulu Başkanı, Maliye Bakanlığı tarafından atanan üyeler içinden seçilmektedir. Tüm yönetim kurulu üyeleri en fazla 3 sene için görev alabilmekte, fakat daha sonra tekrar bu göreve atanabilmektedirler.

4.3.7.3 Dönüşüm Süreci

Şirketleşmeyi takiben Nisan 2004'te Kuala Lumpur Stock Exchange Berhad adlı holding şirketinin ünvanı "Bursa Malaysia Berhad" olarak değişmiş ve Malezya'daki vadeli piyasalar, veri dağıtım, bilgi işlem, takas, saklama, netleştirme gibi diğer kuruluşları bünyesine katmıştır. Şirketleşme sürecinde her hissedar grubuna borsanın gelişmesine ve büyümesine yaptıkları katkı oranında bedelsiz hisse verilmiştir.

Şirketleşme sonrasında Malezya Maliye Bakanlığı'na ve Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu'na Bursa Malaysia Berhad üzerinde çok geniş denetim yetkileri tanınmıştır. Maliye Bakanlığı'nın yazılı izni olmaksızın hiç bir gerçek veya tüzel kişi Bursa Malaysia Berhad'in %5'inden fazlasına sahip olamamaktadır.

Bursa Malaysia Berhad'in uyguladığı kotasyon, kurtaj, veri yayını, takas-saklama ve diğer ücretler ancak Menkul Kıymetler Komisyonu'nun onayı ile değiştirilmektedir. Yeni ürünlerin geliştirilmesi veya yeni hizmetlerin sunulması da yine onaya tabidir.

Bunun yanında borsa üyelerinin gözetim ve denetimini yapan teftiş birimleri Menkul Kıymetler Komisyonu ile entegre çalışmaktadır. Bursa Malaysia Berhad'ın kurallarda yapacağı her türlü değişiklik Menkul Kıymetler Komisyonu'nun onayına tabidir. Bunun yanında dealer'lar ve onların temsilcileri de Menkul Kıymetler Komisyonu'nundan lisans almak durumundadırlar.

4.3.8 Hong Kong Borsası

4.3.8.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

Hong Kong Borsası 1988 yılında Hong Kong'daki dört borsanın birleşmesiyle oluşturulmuştur. Sermayesi 1200 HK\$'ı olup beher hissesi 1 HK\$ olan 1200 tane A grubu hisseden oluşmaktadır. Bu hisselerin sahibi üye aracı kurumlardır. HK borsasında işlem yapabilmek için en az bir adet A grubu hissenin olması zorunludur. Her A grubu hisse borsada sahibine bir üyelik vermektedir. Borsada toplam 929 ortak bulunmaktadır. Bu rakam borsaların birleşmesi öncesindeki dört borsadaki toplam temsilci sayısına eşittir.

4.3.8.2 Şirketleşme sonrası sermaye ve yönetim yapısı

Mart 1999'da Hong Kong Financial Secretary kurumu, menkul kıymet ve future piyasalarında reform niteliğinde bir değişiklik olan, Hong Kong'daki borsa ve takas kuruluşlarını Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) adlı bir holding çatısı altında birleştirerek şirketleştireceğini ilan etmiştir. Mart 2000'de, hissedarların ve mahkemenin onayından sonra gerekli yasal değişiklikler yapılarak birleşme ve şirketleşme gerçekleşmiştir. Yeni kurulan holdingin ortakları Hong Kong Borsası'nın 929 ortağı ile Hong Kong Futures Borsası'nın 230 ortağıdır. Bu holding Hong Kong Borsası'nın ve Hong Kong Futures Borsası'nın %100'üne sahiptir. Haziran 2000'de HKEx kendisinin sahip olduğu ve işlettiği The Stock Exchange of Hong Kong'a kote edilmiştir.

2004 yıllık raporunda yer aldığı şekliyle HKEx'in en büyük iki hissedar grubu %49 ile uluslararası kurumsal yatırımcılar ve %24,5 ile borsa üyeleridir. 2000 yılında ilk kote olduğunda borsa üyelerinin %100 olan payı 2004'te %25'in altına düşmüştür. Buna karşın 13 yönetim kurulu üyesinin 5'i borsa üyelerinden oluşmaktadır. Herhangi bir gerçek veya tüzel kişi %5'den fazla paya sahip olamamaktadır.

Şirketleşme sürecinde, Hong Kong Borsası'nın ve Hong Kong Futures Borsası'nın eski ortaklarına her iki borsada işlem yapma hakkı ve yeni kurulan holdingin hisseleri bedelsiz olarak verilmiştir.

Yönetim Kurulu, biri Genel Müdür (CEO) olmak üzere 15 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun 7 üyesi ortaklar tarafından, 8 üyesi ise Maliye Bakanlığı tarafından belirlenmektedir. Denetleme yetkilerinin bir kısmı Merkezi Düzenleyici ile paylaşılmıştır. Borsa üyelerinin sermaye yeterliliği ve altyapı yeterliliği kontrolleri Merkezi Düzenleyici tarafından yapılırken, borsa, üyelerinin işlem kurallarına uygunluğunu denetlemektedir. Merkezi Düzenleyici, halka açık bir şirket olarak Hong Kong Borsası'nı denetlemenin yanı sıra, borsanın bazı hizmetlerinin fiyatlarının belirlenmesinde de onay yetkisine sahiptir.

4.3.8.3 Dönüşüm Süreci

Bilişim teknolojisindeki gelişmeler ve globalleşmenin yarattığı rekabet HKEx'in şirketleşme sürecinin başlangıcı olmakla birlikte, şirketleşmedeki asıl amaç Hong Kong'daki 5 piyasayı ve 3 takas kuruluşunu bir holding çatısı altında toplayarak, tek ve güçlü bir şirket ile uluslararası yatırımcılardan Çinli şirketlere HKEx aracılığıyla kaynak yaratılması ve Çinli şirketler için lider bir piyasa olmaktır. Şirketleşen diğer borsalarda da görüldüğü üzere Hong Kong'da da HKEx kamu yararını gözetmek, şeffaf olmak durumundadır. Aynı zamanda HKEx, bir kamu otoritesi olan SFC tarafından da sürekli olarak izlenmektedir.

Birleşme ve şirketleşmeyi takiben, piyasanın düzenlenmesinde HKEx borsa katılımcılarının borsa işlemlerinden doğan risklerini ve borsa kurallarına uyup uymadıklarını denetlerken, SFC ise borsa katılımcıları ile ilgili tüm düzenlemeleri yapmaya yetkili kılınmıştır. HKEx veya bir bağlı ortaklığının diğer kote olmuş/olacak şirketlerle çıkar çatışması olması durumunda SFC, HKEx'e kote olmuş normal bir şirket gibi yaptırım uygulamaktadır. HKEx'in ticari hedefleri ile kamu yararı arasındaki denge yasal düzenlemelerle korunmuştur. HKEx'in kote edilmesini takiben hisse senetlerinin el değiştirmesi hissedarların görüşlerinin yönetim kuruluna yansımaları kolaylaştıracaktır. Böylece yönetim kurulunda hissedarlar ile kamu temsilcilerinin dengeli bir şekilde temsil edilmesi amacı gerçekleştirilmiş olacaktır.

Şirketleşme ile uluslararası sermaye kaynaklarından daha fazla pay alınabilmesi için piyasalara olan erişim genişletilerek daha fazla yatırımcının çekilmesi hedeflenmektedir.

4.3.9 Deutsche Börse (Almanya)

4.3.9.1 Borsanın dönüşüm öncesi yapısı

Frankfurt Borsası öz düzenleyici niteliğindeki kamu kurumudur. Deutsche Börse AG Frankfurt Borsası'nın kadrosuyla ve finansal imkanlarıyla borsanın işletilmesinden sorumlu özel hukuka tabi bir şirket konumundadır. Bu şirket 1993 yılında Alman bankalarının ortaklığında kurulmuştur.

Halka arz öncesi, borsanın mevcut 323 ortağı bulunmaktadır ve bunlardan 56'sı hisselerini satma kararı almışlardır. Geri kalan ve sermayedeki payları %80.20 olan ortaklar sermaye artırımında rüçhan haklarını kullanmayacakları konusunda teminat vermişlerdir.

4.3.9.2 Halka arz süreci

Deutsche Börse AG 2001 Şubat ayından itibaren halka açılıp borsada kote olarak işlem görmeye başlamıştır. Halka açılma ile birlikte pay sahipleri arasında 300'ü aşkın Alman bankaları ve aracı kuruluşlarının yanı sıra başta Almanya, İngiltere, ABD, İsviçre, İtalya ve İspanya'dan olmak üzere çeşitli ülkelerden kurumsal ve bireysel yatırımcılar yer almıştır.

Hisse senetlerinin arzına Deutsche Bank, Goldman,Sachs & Co. HG global koordinatörlüğünde bir konsorsiyum aracılık etmiştir. Arz fiyatı hisse başına 33,5 Euro'dur. Arz edilen hisse miktarı 2.810.151'dir. Bunun 2.546.000 adedi Deutsche Börse AG'nin sermaye artırımı, 264.151 adedi ise ortak satışı şeklindedir. Yaklaşık 22.5 milyon Euro tutarında hisse senetleri Deutsche Börse ve iştiraklerinin yönetim kurulu üyeleri ile çalışanlarına tahsis edilmiştir. Alım talebinde sınır yönetim kurulu üyeleri için bir önceki yıllık brüt ücret, yönetici personel için 60.000 Euro'ya kadar,

diğer çalışanlar için 15.000 Euro'ya kadardır. Bu hisselerden yönetici kadrosunun sahip oldukları için en az 3 ay, yönetim kurulu üyeleri için ise en az 6 ay süre ile satış yasağı getirilmiştir. Satıştan sonra mevcut ortakların payı sermayenin % 77.46'ya (ilave satışla birlikte % 74.52) düşmüştür.

Mevcut ortaklar ve Deutsche Börse, yüklenici durumundaki aracı kuruluşların onayını almadan borsada işlem görme tarihinden başlayarak altı aylık süre boyunca ilave hisse satışı yapmayacaklarını taahhüt etmişlerdir. Her hisse bir oy hakkı vermekte ve oy hakları üzerinde herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır.

4.3.9.3 Borsanın dönüşüm sonrası yapısı

Almanya'da borsaların yeniden yapılanması incelendiğinde, ikili bir yapı gözlenmektedir. Frankfurt Borsası'nın öz düzenleme yetkilerine sahip bir kamu kurumu olarak varlığını devam ettirdiği, buna karşın Deutsche Börse AG'nin ise yaklaşık % 30'u halka açık bir özel sektör şirketi konumunda ve Frankfurt Borsası'nın işleticisi durumunda olduğu gözlenmektedir.

Deutsche Börse AG'nin hukuki vasfı irdelendiğinde, bu tür şirketlerin borsaların destekleyici organizasyonları olarak tanımlandığı görülmektedir. 1993 yılında Alman bankalarının ortaklığında kurulan bu şirket kadrosuyla ve finansal imkanlarıyla borsanın işletilmesinden sorumlu özel hukuka tabi bir şirket görünümündedir.

Frankfurt Borsası Almanya'nın en büyük borsası durumunda olup, kendi yönetim organları ve yetkilerini devam ettirmektedir. En üst organ durumunda olan borsa konseyi ile borsa yönetiminden sorumlu yönetim kurulu gibi organlar varlıklarını aynen sürdürmektedirler. Borsanın işletilmesinden doğacak gelirler ve ücretlendirmeler dahi bu idari otoriteler tarafından belirlenmektedir.

Almanya örneğinde Frankfurt borsasının yapılanmasındaki değişiklik incelendiğinde birinci aşama borsadaki piyasaların daha etkin ve daha rekabetçi işletilmesi amacıyla bankalar başta olmak üzere çeşitli finansal kuruluşların ortaklığında bir özel şirketin kurulması ve piyasaların işletilmesiyle yetkilendirilmesidir.

İkinci aşama kurulan şirketin özellikle bilgi teknolojisine yoğun bir yatırım yaparak sermaye piyasalarında ihraç edilebilir yetenekte spot, vadeli ve takas sistemlerini entegre çalıştırabilen sistemler üretebilmesi ve geliştirebilmesidir.

Üçüncü aşama işletici durumundaki şirket hisselerin yaklaşık %25-30'luk bölümünün ulusal ve uluslararası piyasalarda arz edilerek borsada kote edilmesi ve işlem görmeye başlamasıdır.

Frankfurt borsası yönetim organları incelendiğinde, üyelerinin sektördeki çeşitli grupların temsilcilerinden oluştuğu, banka ve kredi kuruluşlarının üye sayısında ağırlıkta olduğu görülmektedir. Örnek olarak 24 üyeli borsa konseyinin 11 üyesi kamu, özel, yabancı ve diğer banka ve kredi kuruluşlarının temsilcilerinden oluşmaktadır.

Deutsche Börse AG, Frankfurt Borsası'nın spot ve vadeli piyasalarını takas işlemleriyle elektronik şekilde bağlantılı olarak işletmekle sorumlu olan bir şirket statüsünde olduğundan Borsa yönetiminin talebi üzerine gerekli personel ve finansal kaynağı sağlamakla yükümlüdür. Ancak şirketin bu yükümlükten feragat etme ve vazgeçme hakkı bulunmamaktadır.

Deutsche Börse AG'nin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı incelendiğinde, Alman bankalarının paylarının ağırlıkta olduğu görülmektedir. Zira sermayesinin yaklaşık % 30'u halka açık durumunda olan şirketin geri kalan % 70 hissesi çoğunluğu bankalardan oluşan arz öncesi eski ortaklara aittir.

Deutsche Börse AG'nin en güçlü yönlerinden biri sermaye piyasaları alanında teknoloji üretebilmesi ve bunu pazarlayabilmesidir. Frankfurt Borsası'nın yanında İrlanda, Viyana borsaları, yedi bölgesel alman borsası bu teknolojileri kullanmaktadır. Teknoloji bölümü şirketin iştiraki durumundaki Deutsche Börse Systems AG tarafından yönetilmektedir.

4.3.9.4 Halka Arz Sonrası Performans

Deutsche Börse AG, 2001 yılında ortaklarının kararı ile halka açılmış ve kendi bünyesindeki Frankfurt Hisse Senedi Borsasına kote olmuştur. 25 Haziran 2001’de 33,5 €’dan halka arz edilen hisseler (şirket değeri 3,44 milyar €) 21 Aralık 2005 günü 87,92 €’dan (şirket değeri 9,31 milyar €) kapanmıştır. Halka arzdaki sonraki 4 yıllık dönemde, Deutsche Börse’nin getirisi %150 olmuştur. Aynı dönemde Frankfurt Borsası’ndaki DAX Endeksi ise %13,5 değer kaybetmiştir.

4.3.10 İtalya Borsası

4.3.10.1 Dönüşüm Süreci

7 Şubat 1997 tarihinde İtalyan Borsası şirketleşmiştir. Şirketleşme o zaman borsanın sahibi durumundaki İtalyan Borsası Konseyi’nin tek taraflı bir kararıyla gerçekleşmiştir.

Şirketleşmeden sonra hisselerinin tamamı Hazine Bakanlığı’nın elinde olan İtalyan Borsası hisseleri açık artırmaya benzer bir ihale yoluyla satışa sunulmuştur. Ancak hisselerin en az % 51’i AB organize piyasalarında işlem yapma yetkisine sahip yerli ve yabancı aracı kuruluşlara tahsis edilmiştir. Teklif verme süresi yaklaşık bir hafta olarak belirlenmiştir. 1997 yılında şirketin organları oluşturulmuş, başkan ve CEO’nun atanması yapılmıştır. Aynı yılın Aralık ayında borsa genel kurulu tarafından piyasalarla ilgili kuralların onaylanması ve düzenleyici kamu otoritesi durumundaki CONSOB’un izni ile özelleşme süreci büyük ölçüde tamamlanmıştır. İlk şirketleşme sonrası ortakların çoğunluğu başlıca İtalyan bankalarıdır. İtalya’nın en büyük bankası IntesaBCI büyük ortaklar arasındadır. Diğer bankalardan San Paolo IMI, Unicredito Italiano, Banca di roma, Banca Monte di Siena, Banca Nazionale del Lavoro bankalarının herbirinin payı % 7,5 seviyesindedir. Ortaklık yapısında oy hakları açısından sınır % 7,5’dir. Bedelsiz hisse verilmemiştir, tahsisli satış yapılmıştır.

İtalyan Borsası'nın şirketleşme ve özelleşme süreci 2 yıl olup, bir süreç sonunda 1997'de tamamlanmıştır. Birinci aşama borsanın bir şirket haline gelmesidir. İkinci aşama şirket hisselerinin tahsisli satışlarıdır. Bu satış ihale yöntemine benzer şekilde yapılmıştır. Özelleşme sonrası yönetim kurulu başkanı ve icradan sorumlu yönetici (CEO) ayırımına gidilmiştir. Pay sahiplerinin çoğunluğu İtalyan bankalarıdır

4.3.11 Euronext

4.3.11.1 Birleşme Süreci

Euronext, Paris (Fransa), Amsterdam (Hollanda) ve Brüksel (Belçika) borsalarının birleşmesiyle oluşmuştur. Bu birleşme öncesinde her üç borsa şirketleşme sürecini farklı dönemlerde tamamlamıştır. Şirketleşme açısından her üç borsada da benzer gelişmeler görülmüştür. İlk safhada borsa şirketleştirilmekte, ikinci aşamada spot ve vadeli işlem piyasa ve borsaları birleştirilmekte, üçüncü aşama sınır ötesi borsaların birleşerek yeni bir şirket kurması ve son aşamada hisse senetlerinin halka arz edilerek borsalarda işlem görmeye başlamasıdır.

Her üç borsada da gözlenen bir husus ise, borsaların yeniden yapılanma süreçlerinin her ülkenin sermaye piyasalarını AB direktiflerine uyumlu hale getirmek amacıyla yaptığı düzenlemeler ile başlamasıdır.

Birleşmeyi, oluşturulan bir yönetim kurulu gerçekleştirmiş olup; belirlenen hisse değişim pariteleri ile üç borsadaki hisse sahipleri ellerindeki hisse senetlerini Euronext hisseleriyle değiştirmişlerdir. Bununla birlikte Euronext'in oluşmasında her üç borsa şirketleşme aşamasını tamamlamış bulunmaktadır. Amsterdam'da tahsisli satış yapılmıştır. Emeklilik fonları ve işlem gören şirketler ortaklar arasına girmiştir. Brüksel Borsası ise pek çok ulusal ve uluslararası banka, finansal kurum ve aracı kurumun sahip olduğu bir borsadır.

İşlem hacmi açısından Paris Borsası üç borsa arasında en büyüğüdür. Euronext'in diğer üyeleri olan Amsterdam ve Brüksel borsaları ise tarihsel açıdan oldukça eski

borsalardır. Amsterdam borsası özellikle vadeli işlemler alanında dünyanın önemli piyasalarından biridir. 1997 yılında Amsterdam Borsası yapılanma şeklini (üyelik bazlı) değiştirip Paris borsasına benzer şekilde değiştirerek şirketleşmiş ve daha sonra Opsiyon Borsasıyla birleşmiştir. Brüksel Borsası'ndaki süreç incelendiğinde benzer gelişmeler göze çarpmaktadır. 1991 yılında borsaların yapılanmasında aracı kuruluşların monopolistik yetkileri sona ermiştir. Aracı kuruluşların bankalar veya sigorta şirketlerinin sahip olabilecekleri bir anonim şirket şeklinde yapılanmaları zorunluğu getirilmiştir.

Euronext üyelerinden özellikle Paris Borsası'nın teknoloji üretme açısından diğerlerine göre ileri konuma sahiptir.

4.3.11.2 Halka Arz Süreci

İlk sınır ötesi Avrupa borsası niteliğindeki Euronext NV hisse senetlerinin Paris Borsası'nın Ulusal Pazarında (the Premier Marche) işlem görmesi kararlaştırılmıştır. Bir hissenin birim fiyatı 24 Euro ile 27.5 Euro arasında belirlenmiştir. Şirketin değeri yaklaşık olarak sermaye artışından sonra (çalışanlara yapılan tahsis ve ilave arzdan önce) 2.8 milyar Euro ile 3.1 milyar Euro arasında tespit edilmiştir. Fiyat aralığı baz alınmak suretiyle, arz edilecek tutar 693 milyon Euro ile 780 milyon Euro arasındadır. Sermaye artışı yapılan kısmı 400 milyon Euro'dur. Geri kalan tutar mevcut hisselerin satışından kaynaklanmıştır. Halka arz oranı % 25 seviyesindedir. İlave satışı planmış miktar ise arz edilen hisselerin % 15'i kadardır. Ayrıca Euronext çalışanlarına hisse senedi nihai satış fiyatının % 80'i fiyatından ilave yeni hisse satışı imkanı getirilmiştir. Hisse senetleri Euronext Paris'de işlem görmekle birlikte Belçika ve Hollanda üzerinden de işlem yapılabilir. Euronext hisseleri eş zamanlı olarak Fransa, Belçika ve Hollanda'da halka arz edilmiş ve uluslararası kurumsal yatırımcılara tahsis yolu ile satılmıştır. Bireysel yatırımcılara satılan kısmın arz edilen miktarın en az % 10'u oranında olması kararlaştırılmıştır.

Euronext hisseleri 21 Haziran – 4 Temmuz 2001 tarihleri arasında halka arz edilmiştir. İlk işlem günü ise 6 Temmuz 2001’dir. Halka arzın global koordinatörleri ABN Amro Rothschild, BNP Paribas’dır.

Euronext 2000 yılı içinde merkezi emir sistemlerinde spot piyasalardaki işlem hacmi açısından Avrupa’nın en büyük borsasını oluştururken, kottaki şirket sayısı ve piyasa değeri açısından Avrupa’nın ikinci en büyük borsası durumundadır.

4.3.11.3 Dönüşüm sonrası yönetim yapısı

Euronext örneği diğer borsa örneklerinden farklı bir özellik taşımaktadır. Zira bu borsa üç ayrı borsanın birleşmesinden oluştuğu için değerlendirilirken bu niteliği gözönünde tutulmalıdır. Üç borsanın birleşiminden oluştuğu için yönetimde üç borsaya söz hakkı verilmesi amacı güdülmüştür. Yönetimde ikili bir yapı gözlenmektedir: Denetim Kurulu ve Yönetim Kurulu. Denetim Kurulu 12 üyeden oluşmakta olup, yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm piyasa taraflarının temsilcilerinin yer aldığı bir organdır. İkinci organ ise Yönetim Kuruludur ve borsa başkanlarının oluşturduğu üç üyeden meydana gelir. Görev süreleri dört yıldır.

4.3.11.4 New York Borsası ile Birleşme

NYSE Group Inc. ile Euronext N.V. kombinasyonu tarafından yaratılan bir holding şirketi kimliğine sahip NYSE Euronext 4 Nisan 2007 tarihinde ilan edilmiştir. Söz konusu birleşmenin ortaya çıkardığı güçlü yapı, dünyanın en geniş ve en likit sermaye piyasasını oluşturma çok çeşitli yatırım araçlarını aynı anda yatırımcılara sunma iddiasına sahiptir. Nitekim NYSE Euronext, kote edilen şirketlerin yaklaşık 28,5 trilyon Dolarlık toplam piyasa değeri ve günlük 102 milyar Dolarlık işlem hacmi ile bu iddiasını ıspatlayacak güçte olduğunu göstermektedir

4.3.12 Nasdaq (ABD)

Yeni yapılanma öncesinde NASD üyeliği 5000 küçük aracının hakimiyetindeydi. NASD (The National Association of Securities Dealers, Inc) öz düzenleme yetkisine sahiptir ve Nasdaq'ın ana şirketidir. 2000 yılı içinde Nasdaq üyeleri organizasyonun yeniden yapılanmasını kabul etmiştir. Bu yapılanma pay sahipliğine dayalı ve kâr odaklı şirketleşme şeklindedir.

Yeniden yapılandırma 2 aşamalı olarak 2000 Haziran ve 2001 Ocak aylarında tamamlanmıştır. Her iki aşamadaki satışlar NASD üyelerine tahsisli olarak yapılmıştır. İlk aşamada 23,7 milyon adet yeni hisse, ikinci aşamada ise 5 milyon adet hisse NASD üyelerine satılmıştır.

Bedelsiz hisse verilmemiş, bedelli olarak tahsisli satış yapılmıştır.

4.3.13 Tokyo Borsası (Japonya)

4.3.13.1 Dönüşüm Süreci

1870'lerde başlayan tahvil-bono işlemlerini organize bir piyasada yürütmek için 1878 yılında Tokyo Borsası A.Ş. bir kamu şirketi olarak kurulmuştur. 1943 yılında Japonya'daki 11 yerel borsanın birleşmesiyle, Japonya Borsası A.Ş. adında yarı kamusal nitelikli bir şirket olarak yeniden yapılanmıştır. Japonya Borsası A.Ş., II. Dünya Savaşı ile 1947 yılında kapanmıştır. 1949 yılında yeniden kurulan Tokyo Borsası ile beraber 7 ayrı yerel borsa daha faaliyete geçmiştir. Bu borsaların bir kısmı daha sonra Tokyo Borsası ile birleşmiştir. Şu an Japonya'da faaliyet gösteren 5 menkul kıymet borsası vardır. 2001 yılında Menkul Kıymetler Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle menkul kıymet borsalarının şirket halinde yapılanması serbest bırakılmış, Tokyo Borsası da Genel Kurul'unda 115 üyesinden 98'inin onayı ile şirketleşme kararı almıştır. Şirketleşme, 1 Kasım 2001'de gerçekleşmiştir. Bedelsiz hisse verilmemiş, bedelli olarak tahsisli satış yapılmıştır.

Tokyo Borsası'nın şirketleşmeden önceki sermayesi 11,500 milyon Yen iken şirketleşmeden sonraki sermayesi 22,874 milyon Yen'dir. Şirketleşmeden bir önceki gün üye konumunda olan her bir üyeye 20,000 adet Tokyo Borsası hisse senedi tahsis edilmiştir. Üyelere tahsis edilen toplam hisse senedi adedi 2,300,000'dir. Üyelere tahsis edilen hisse senetlerinin beher değeri 10,000 Yen'dir. Şirketleşmeden sonra piyasada toplam 9,200,000 adet hisse senedi olmuştur. O tarihte söz konusu hisse senetleri borsaya kote edilmediği gibi, bunların devredilmesi Tokyo Borsası Yönetim Kurulu'nun iznine bağlıdır.

4.3.13.2 Yönetim Yapısı

Tokyo Borsası A.Ş.'nin en fazla 12 kişilik bir Yönetim Kurulu bulunmaktadır. Genel Müdür aynı zamanda Yönetim Kurulu Başkanıdır. Yönetim Kurulu, Genel Kurul'da ortaklar tarafından seçilmektedir. Yönetim Kurulu'nun 6 üyesi İcracı Üye, 6 üyesi de Bağımsız Üye statüsündedir. İcracı Üyeler borsanın günlük işleri ile ilgilidirler. Bağımsız 6 üyenin 2'si aracı kurumlardan, 1'i yatırım bankalarından, 2'si halka açık şirketlerden, 1'i ise hukukçulardan seçilmektedir. Tokyo Borsası'nın birincil ve ikincil piyasalarda düzenleme ve denetleme yetkileri kendisinde kalmıştır.

4.3.14 Londra Borsası (İngiltere)

4.3.14.1 Dönüşüm Süreci

Londra Borsası, tamamı üyeler tarafından sahip olunan ve kâr amacı gütmeyen bir şirket iken, 2000 yılında Genel Kurul kararı ile kâr amacı güden bir şirket haline gelmiştir. Ortaklık yapısı değişmemiş, ancak ortakların payları %4,9 ile sınırlandırılmıştır.

2001 yılında halka açılan ve kendine kote olan Londra Borsası'nda halka arz öncesinde ortaklık sınırlamaları kaldırılmıştır. 20 Temmuz 2001'de 365 pence'ten halka arz edilen hisseler (şirket değeri 1,08 milyar £) 21 Aralık 2005 günü 619 pence'ten (şirket değeri 1,59 milyar £) kapanmıştır. Halka arzdan sonraki 4 yıllık dönemde, Londra Borsası %66 değer kazanmışken, aynı dönemde FTSE-100

Endeksi %17 artmıştır. 12 kişiden oluşan Yönetim Kurulu ortaklar tarafından seçilmektedir.

4.3.14.2 Yetki Devri

Halka açılma sürecinden önce Londra Borsası'nın iki düzenleyici fonksiyonu bulunmaktaydı. Bunlardan biri tanınmış bir borsa olarak borsadaki işlemlerin düzenli şekilde gerçekleşmesinden sorumluydu. İkinci olarak ise kota alma yetkisi ile birincil piyasaları düzenleyen bir role sahipti. 30 Haziran 1999 tarihindeki yeniden yapılanma kararı ile Londra Borsası ile İngiliz Hazinesi arasında birincil piyasalardaki düzenleyici otorite fonksiyonu üzerinde yapılan tartışmalar sonunda borsanın kota alma yetkisi (UK Listing Authority) ve birincil piyasayı düzenleme yetkisi Mayıs 2000 tarihi itibarıyla Financial Services Authority (FSA)'ye devredilmiştir. Bu transferin sonucu olarak kote olma ve işlem görme iki aşamalı bir süreç şeklini almıştır. Londra Borsası ikincil piyasaları düzenlemeye devam etmektedir. Bu kapsamda Londra Borsası menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketlerin uymaları gerekli kuralları ve fiyata etkisi olacak bilgileri kamuyu aydınlatma kuralları kapsamında açıklanması yöntemlerini belirleme yetkisine sahip bulunmaktadır. İkincil piyasaların düzenlenmesi kapsamında Londra borsası ayrıca piyasaların gözetimi ile içerden bilgi ticareti ve diğer aykırılıkların başlangıç soruşturmalarını yapmakla da yetkilidir.

4.3.15 New York Borsası

4.3.15.1 Dönüşüm Süreci

İkinci Dünya Savaşı'nı takiben Amerika Birleşik Devletleri'nin dünya siyasetinde artan ağırlığı ve süper güç olmasına paralel süreçte, New York Borsası (NYSE) da tartışmasız dünyanın en büyük ve en prestijli menkul kıymet piyasası olmuştur.

Son yıllarda gelişmiş ülke borsalarında gittikçe artan işbirliği ve birleşme çabaları NYSE’yi de dönüşüme zorlamış ve Borsanın geleneksel sahipleri sürekli bir arayış içerisinde bulunmuşlardır.

İşte bu arayış çabalarının bir sonucu olarak ilk önce NYSE ile daha önce Pacific Exchange (PCX) ile birleşmiş olan Archipelago Holdings Inc. birleşmesi 2006 yılı Mart ayında gerçekleşmiştir. Bu birleşmenin sonucunda NYSE, NYSE Group Inc. Adını almış ve borsanın sahibi olan NYSE LLC bu yapının içerisindeki konumunu muhafaza etmiştir.

Sözkonusu birleşme ile NYSE geleneksel kar amacı gütmeyen şirket yapısından sıyrılarak kar amacı güden bir şirket konumuna gelmiştir.

4.3.15.2 Euronext ile Birleşme

NYSE Group Inc. ile Euronext N.V. kombinasyonu tarafından yaratılan bir holding şirketi kimliğine sahip NYSE Euronext 4 Nisan 2007 tarihinde ilan edilmiştir. Sözkonusu birleşmenin ortaya çıkardığı güçlü yapı, dünyanın en geniş ve en likit sermaye piyasasını oluşturma çok çeşitli yatırım araçlarını aynı anda yatırımcılara sunma iddiasına sahiptir. Nitekim NYSE Euronext, kote edilen şirketlerin yaklaşık 28,5 trilyon Dolarlık toplam piyasa değeri ve günlük 102 milyar Dolarlık işlem hacmi ile bu iddiasını ıspatlayacak güçte olduğunu göstermektedir.

4.4 BORSALARIN DÖNÜŞÜM SONRASI PERFORMANSI

Borsaların dönüşüm süreci kısa bir geçmişe sahip olduğundan, yeniden yapılanmanın borsaların bünyesine katkılarını analiz edebilmek için yeterli veri ve ampirik çalışma bulunmadığını belirtmek gerekmektedir.

Ancak yine de, dönüşümü tamamlayarak halka açılan borsaların genel durumda, hem karlılık hem de operasyonel performans bakımından başarılı bir karneye sahip olduklarını söyleyebiliriz.⁸ Tabi burada Atina Borsasını bu yargının dışında tutmamız gerekmektedir.

Menkul kıymetler borsalarının dönüşüm sonrası performansını analiz amacıyla yapılan bir çalışmada⁹, kar amaçlı şirkete dönüşen borsalarda karşılıklı ortaklık şeklinde yapılmış olanlara göre daha yüksek teknik etkinlik tespit edilmiştir. Ancak dönüşüm sonrası halka açılan borsalarda ise dönüşüm yaşamakla birlikte halka açılmayanlara göre daha yüksek etkinlik ve üretkenlik tespit edilememiştir.

Aşağıdaki tabloda halka arz sonrası performansa ilişkin özet bilgiler yer almaktadır:

Tablo 10: Borsaların Halka Arz Sonrası Performansı

Borsa Adı	Halka Açılma Tarihi	Toplam Getiri (2005 sonu, %)	Borsa Endex Getirisi (%)	Fark (%)
London SE	20.07.2001	65,6	17	48,6
Euronext	10.07.2001	65,3	-14,9	80,2
Deutsche Boerse	05.02.2001	149,9	-13,5	163,4
Hellenic SE	28.07.2000	-31,2	4,2	-35,4
Nasdaq-AMEX	01.07.2002	69	53,3	15,7
Toronto SE	12.11.2002	385,9	83,6	302,3
Hong Kong SE	27.06.2000	343,9	38,4	305,5
Australia SE	14.10.1998	753,8	151,7	602,1
Singapore SE	16.11.2000	223,5	120,7	102,8
Bursa Malaysia	18.03.2005	26,7	0,3	26,4

Kaynak: www.world-exchanges.org

⁸ Reena Aggarwal, “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges”, (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=877806, 10 Ağustos 2007

⁹ Barış Şerifsoy, “Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance”, Working Paper, Frankfurt, Goethe University, 2005

Tablodan görüldüğü üzere, borsa hisse senetleri genelde yatırımcılarına piyasa endekslerinin üzerinde getiri sağlamışlardır. İncelenen borsalardan sadece Yunanistan Borsasının fiyatı aradan geçen 5 yıl içerisinde değer kaybetmiştir. Nominal bazda en yüksek değer artışı Avustralya Borsası hisse senetlerinde görülmektedir.

Borsaların dönüşümü üzerine gelişmiş ülkelerde yapılan akademik çalışmaların çoğu, kar amacı gütmeyen organizasyonların zayıflığı üzerine yoğunlaşmıştır. Buna göre, kar amacı gütmeyen borsaların karar alma süreci etkin değildir ve üyelerin çeşitli amaçları arasında bir konsensüs sağlanması gerekmektedir.

Dönüşüm daha sağlıklı biri yapı oluşturabilir, piyasa koşullarına göre karlılık esas olacağından daha hızlı karar alınabilir ve yeni teknolojilere daha hızlı adapte olunabilir.¹⁰

Dönüşüm ihtiyacının zamanlaması, ATS'lerin yarattığı yeni rekabet ortamının gelişimine denk gelmekle birlikte, uluslararası piyasaların işlem hacminin olağanüstü artması, sermaye piyasalarının globalleşmesi ve entegrasyonu, yatırım kararlarının alınma sürecinin profesyonelleşmesi de bu ihtiyacı belirleyen faktörler arasındadır.¹¹

Kar amacı gütmeyen yapının da avantajlarının olduğu iddia edilmiştir. Örneğin, bu tür borsalar kurallara (mevzuata) daha fazla bağlı kalarak faaliyet gösterirler. Bu borsalarda daha kesin kurallar, yüksek kotasyon kriterleri ve şirketler açısından daha zorlu kottan çıkarma kuralları uygulanabilir. Piyasa denetimi, şeffaflık ve güvenlik daha üst düzeyde olabilir.

¹⁰ Aggarwal, **a.g.e.**

¹¹ Roberta S. Karmel, "Turning Seats Into Shares: Implications of Demutualization For The Regulation of Stock And Futures Exchanges", 2000, (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=256867. 10 Ağustos 2007

5. BÖLÜM

İMKB'NİN KURUMSAL YAPISI VE ÖZELLEŞTİRİLMESİ

Mevzuatımıza göre borsalar, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının, güven ve istikrar içinde, serbest rekabet koşulları içinde kolayca alınıp satılabilesine olanak sağlayan, oluşan fiyatları saptamaya ve açıklamaya yetkili bulunan kamu tüzel kişileridir.¹

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla, 26 Aralık 1985'te kurulmuş olup, 3 Ocak 1986'da faaliyete başlamıştır. Özerk ve mesleki bir kamu kurumu olarak İMKB, yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi yasal düzenlemelerini yapabilmektedir.

İMKB'nin temel fonksiyonu halka arzedilmiş olan menkul kıymetlere güvenli ve istikrarlı bir ortamda likidite imkanı sağlamak olmakla birlikte, gerek işlem gören şirketlerin bedelli sermaye artırımları yoluyla; gerekse halka arzların İMKB Birincil Piyasa'da yapılmasına imkan sağlanmasıyla doğrudan, İMKB'de işlem görecekt olmanın Borsa dışı halka arzlara talep yaratması nedeniyle de dolaylı olarak, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan anlamıyla tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin bir şekilde katılmasının sağlanmasına yardımcı olmaktadır.²

İMKB'nin genel niteliklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:³

¹ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul, Garanti Yatırım Yayınları, 1999., s.390

² Kemaleddin Dilbaz, "Ekonomiye Kaynak Sağlamada İMKB", **Finans Dünyası Dergisi**, İstanbul, Ağustos 2004

³ Tanör, **a.g.e.**, s.391

- KHK tarafından belirlenmiş yetkilere sahiptir.
- Yetkilerini bağımsız olarak kullanabilecek durumdadır.
- SPK'nın izleme ve denetimine tabidir.
- Özerk bir kamu kurumudur. Anonim şirket değildir.
- Özel bütçe ile idare olunmaktadır.

5.1 İMKB'NİN KURUMSAL GELİŞİMİ

İMKB'nin kuruluşundan itibaren yaşanan önemli gelişmeler kronolojik olarak aşağıda özetlenmektedir.⁴

- 1) 1981, Sermaye Piyasası Kanunu çıkarıldı
- 2) 1982, Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu.
- 3) Ekim 1983, Menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören Kanun Hükmünde Kararname çıktı.
- 4) Ekim 1984, Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (Genel Yönetmelik) Resmi Gazete'de yayınlandı.
- 5) Mart 1985, İlk İMKB Başkanı atandı.
- 6) Aralık 1985, İMKB resmen açıldı.
- 7) Ocak 1986, İşlemler Cağaloğlu'ndaki binada başladı.
- 8) Kasım 1987, Karaköy'deki binaya taşındı.
- 9) Temmuz 1989, Takas ve Saklama Merkezi kuruldu.
- 10) Ağustos 1989, Yabancı işlemlerini öngören 32 sayılı KHK yayınlandı.
- 11) Haziran 1991, Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı faaliyete geçti.
- 12) Ocak 1992, Takas ve Saklama Merkezi şirketleşti.
- 13) Şubat 1993, Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı faaliyete geçti.
- 14) Aralık 1993, 50 adet hisse senedinin alım satımında ELIT sistemine geçildi.

⁴ İMKB internet sitesinde yer alan bilgilerden derlenmiştir. (çevrimiçi) www.imkb.gov.tr

- 15) Temmuz 1994, Seans sayısı 2'ye, işlem saati 4'e, takas günü T+2'ye çıkarıldı.
- 16) Kasım 1994, Tüm hisseler ELIT sistemine geçti.
- 17) Ocak 1995, Bölgesel Pazarlar ve Toptan Satışlar Pazarı oluşturuldu.
- 18) Mart 1995, İMKB Kotasyon Yönetmeliği ilk kez düzenlendi.
- 19) Nisan 1995, Yeni Şirketler Pazarı faaliyete geçti.
- 20) Mayıs 1995, İstinye'deki binada faaliyete geçildi.
- 21) Temmuz 1995, İMKB Takas ve Saklama A.Ş. bankaya dönüştü.
- 22) Eylül 1996, Takasbank'ta Ödünç Menkul Kıymet ve Menkul Kıymet Kredi İşlemleri başladı. Borsa Para Piyasası kuruldu.
- 23) Aralık 1996, Gözaltı Pazarı kuruldu. Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası kuruldu.
- 24) Mayıs 1999, Müşteri ismine saklama sistemine geçildi.
- 25) Şubat 2000, Tahvil ve Bono Piyasası işlemlerinde uzaktan erişimin ilk adımı başladı.
- 26) Nisan 2000, Disketle emir iletimi başladı.
- 27) Temmuz 2000, Hisse Senedi Piyasasında uzaktan erişim yaygınlaştı.
- 28) Ağustos 2001, Seans saatleri 09:30-12:00 ve 14:00-16:30 olarak uzatıldı.
- 29) Ağustos 2002, İşlem sıraları kapatılan hisse senetleri borsa dışında işlem görmeye başladı.
- 30) Şubat 2003, ÖYK kararı ile İMKB özelleştirme kapsamına alındı.
- 31) Mart 2003, Hisse Senetleri Piyasası'nda Bölgesel Pazar İkinci Ulusal Pazar'a, Yeni Şirketler Pazarı Yeni Ekonomi Pazarı'na dönüştürüldü.
- 32) Haziran 2004, yeni Kotasyon Yönetmeliği yürürlüğe girdi.
- 33) Kasım 2004, Borsa Yatırım Fonu Pazarı kuruldu.
- 34) Ocak 2005, Vadeli İşlemler Piyasası kapandı.

5.2 İMKB İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

İMKB'nin kuruluşunu ve faaliyetlerini düzenleyen mevzuat aşağıda kısaca özetlenmiştir.

- Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40. maddesi⁵ (Borsalar ve Teşkilatlanmış Piyasalar),
- 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname,⁶
- 4568 sayılı Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun'un 6/4'üncü Fıkrası (Tescil Ücretleri),
- 5398 sayılı Kanun'un Geçici 2. Maddesi (Maliye Bakanlığı Ödemeleri),
- Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (Genel Yönetmelik)⁷
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği⁸

a) **Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40. maddesi**, borsaların kuruluş esasları ile ilgili çerçeveyi çizmektedir. Bu maddeye göre İMKB kamu tüzel kişiliğini haiz bir kurum olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile Gelişen İşletmeler Piyasası'nın (GİP) anonim şirket şeklinde kurulabileceğine ilişkin hükümler bulunmaktadır.

Bu maddeye göre ,sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır.

⁵ 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, 3794 ve 4487 sayılı Kanunlarla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

⁶ 06.10.1983 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷ 06.10.1984 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁸ 19.02.1996 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçların işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulu'nun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık kârlarının % 20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Borsaların malı, devlet malı hükmündedir.

Kurul, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân sağlayacak teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya yetkilidir.

Bu Kanuna göre kurulan borsalar özel bütçe ile idare olunur. Bütçeleri ve personel kadroları yönetim kurullarının teklifi üzerine genel kurullarınca kesinleştirilir. Borsaların, kotasyon ücreti, tescil ücreti ve borsa payından oluşan gelirlerinin % 5'i SPK bütçesine gelir olarak kaydedilir.

b) **91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname** ise İMKB'nin işleyiş esaslarına ilişkin hükümler içermektedir. Bu kararname VOB ve GİP için geçerli değildir.

Kararname'ye göre, Menkul kıymetler borsaları bu Kanun Hükmünde Kararname'de yazılı esaslar dairesinde menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır. Menkul kıymetler borsalarının gerekli görülen yerlerde kurulması Sermaye Piyasası Kurulu'nun önerisi üzerine Maliye Bakanlığı'nın iznine tabidir.

Menkul kıymetler borsalarının, üyelerden oluşan bir genel kurulu bulunur. Genel kurul, borsanın üst karar merciidir. Menkul kıymetler borsalarında, bir başkan ve dört üyeden oluşan beş kişilik bir yönetim kurulu bulunur. Menkul kıymetler borsalarının, hesap ve işlemleri genel kurul tarafından seçilen iki denetçi tarafından denetlenir.

Menkul kıymet borsalarının bütçeleri Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile kesinleşir. Borsa binalarının satın alınması, kiralanması ve teçhizi için gereken yatırım harcamalarının finansmanına ait esaslar Maliye Bakanlığı'nca kararlaştırılır.

Menkul kıymetler borsalarının gelirleri,

1. Borsa üyelerinden tahsil olunacak giriş aidatı,
2. Borsa üyelerinden tahsil olunacak yıllık aidatlar,
3. Menkul kıymetlerin kotasyon ücretleri,
4. Borsa işlemlerinin tescil ücretleri,
5. Disiplin cezası nedeniyle tahsil olunan paralar,
6. Kurtaj ücretlerinden borsa yönetimine ödenecek paylar,
7. Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenecek sair aidat, ücret ve tarife payları,
8. Sair gelir ve bağışlardan oluşur.

Gelir kalemlerinin miktar ve oranları ile bunların tahsil zaman ve şekilleri Borsa Yönetim Kurulu'nca tespit olunur, Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile yürürlüğe girer.

c) **4568 sayılı Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun**'da yer alan bir hüküm İMKB'nin tescil ücretlerini belirlemeye yetkili olduğunu ve tescil işlemlerinin zorunlu olduğunu ifade etmektedir.

Kanun'un 6/4'üncü Fıkrası uyarınca, banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB'de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili olarak İMKB dışında yapılan alım satım işlemlerinin İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunludur. Bu Kanun 09.09.2000 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

d) **5398 sayılı Kanun**'da yer alan geçici 2. madde ise 2000 yılından itibaren Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerle ilgili olup her sene farklı bir kanun içinde düzenlenmektedir.

Buna göre, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na elde edilen her türlü gelirin 30.06.2005 tarihine kadar birikmiş tutarlarından, Maliye Bakanının teklifi ve Başbakanın onayı ile hesaplanacak kısmı; Maliye Bakanı tarafından belirlenecek süre içinde Maliye Bakanlığı hesabına yatırılır. Ayrıca, anılan kurum ve kuruluşların 31.12.2005 tarihine kadar kasalarında oluşacak nakit fazlaları, belirlenen esaslara göre ilgili hesaba aktarılır.

Bu maddede belirtilen kurum ve kuruluşlar 30.06.2005 tarihine kadar birikmiş gelir tutarları ile kasa ve banka mevcutlarını 15.07.2005 tarihine kadar; her ayın gelir ve giderleriyle kasa ve banka mevcutlarını gösterir mali bilgileri ise izleyen ayın yedinci günü sonuna kadar Maliye Bakanlığı'na bildirirler.

e) **Genel Yönetmelik** ve buna dayalı olarak çıkarılan **İMKB Yönetmeliği** de Borsanın çalışma esaslarını ve organlarını detaylı olarak belirlemektedir.

5.3 ORGANİZASYON YAPISI

İMKB'nin idari yapısı ile ilgili organlar aşağıda özetlenmektedir.

5.3.1 Genel Kurul

Genel Kurul, İMKB üyelerinden oluşan bir üst karar organıdır. Kararları, SPK'nın onayına tabidir. Genel Kurul ayrıca, İMKB'nin sevk ve idaresi ile ilgili önemli konuları karara bağlar. Olağan ve olağanüstü olmak üzere toplanabilen genel kurulda her üyenin bir oyu bulunmaktadır.

5.3.2 Yönetim Kurulu

İMKB, Borsa başkanı ve genel kurulca seçilen 4 üyeden oluşan bir yönetim kurulu tarafından yönetilir. İMKB Başkanı üçlü kararname ile beş yıl süre için atanmaktadır. Yönetim Kurulu'nun diğer dört üyesi, Genel Kurul tarafından dört yıl için seçilmektedir. Yönetim Kurulu üyeleri, yatırım bankalarından bir, ticari bankalardan

bir ve aracı kurumlardan iki üye olmak üzere, Borsa üyelerini oluşturan üç ayrı kategorideki aracı kuruluşları temsil etmektedir.

5.3.3 Denetim Kurulu

İMKB'nin mali hesap ve kayıtlarını denetlemek üzere, Genel Kurul tarafından iki denetçi seçilir. İMKB'nin hesapları ayrıca bağımsız denetim kuruluşları tarafından da denetlenmektedir.

5.3.4 Başkanlık Teşkilatı

İMKB hizmetlerini Başkana bağlı birimleri vasıtasıyla yerine getirmektedir.

5.3.4.1 Başkan Yardımcıları

İMKB'de halihazırda Başkan'a bağlı çalışan 4 Başkan Yardımcısı bulunmaktadır. Başkan Yardımcılarından biri, Birinci Başkan Yardımcısı olarak atanmaktadır. Başkan Yardımcıları, Başkan ve Yönetim Kurulu ile müdürlükler ve diğer birimler arasındaki iletişimi sağlarlar. Ayrıca, kendilerine bağlı bulunan Borsa hizmet birimlerinin (müdürlükler) genel yönetimini ve temsilini yürütürler.

5.3.4.2 Hukuk Başmüşaviri

Hukuk Başmüşaviri, yönetim ve özlük işleri bakımından Başkan Yardımcısı statüsünde olup doğrudan doğruya Borsa Başkanı'na karşı sorumludur.

5.3.4.3 Teftiş Kurulu

Teftiş Kurulu Başkanı, yönetim ve özlük işleri bakımından Başkan Yardımcısı statüsünde olup doğrudan doğruya Borsa Başkanı'na karşı sorumludur.

5.3.4.4 Danışmanlar

Hukuk, sanat, basın ve halkla ilişkiler, hisse senetleri piyasası gibi çeşitli konularda İMKB Başkanı'na danışmanlık yapmak üzere atanmışlardır.

5.3.4.5 Müdürlükler

MKB'nin faaliyetleri ile ilgili iş ve işlemleri müdürlükler aracılığıyla yürütülmektedir. Mevcut durumda 18 farklı müdürlük bulunmaktadır.

5.3.4.6 Komiteler

MKB Yönetim Kurulu'na yardımcı olmak üzere Kotasyon, Disiplin ve Uyuşmazlık Komiteleri bulunmaktadır. Kotasyon Komitesi, menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması, çıkarılması, yeniden alınması, başvuruların değerlendirilerek Yönetim Kurulu'na rapor sunulması ile görevlendirilmiştir. Disiplin Komitesi, Borsa'da düzeni ve dürüstlüğü bozan ve Borsa işlerine hile karıştıran, Borsa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesi için yapılan düzenlemelere uymayanlarla ilgili kararlar olarak Yönetim Kurulu'nun onayına sunulmasından sorumludur. Uyuşmazlık Komitesi, Borsa işlemlerine ilişkin olarak, üyeler ve üyelerle müşteriler arasında çıkan uyuşmazlıkların idari yoldan zm ile ilgili olarak Yönetim Kurulu'na yardımcı olur. MKB'de ayrıca, alım-satım teknolojilerinin geliştirilmesi, vadeli işlemler de dahil olmak üzere yatırım araçlarının tanıtımı ve MKB'nin geliştirilmesi gibi çeşitli komiteler kurulmuştur.

5.4 PERSONEL POLİTİKASI

MKB zerk bir kamu kurumu olmasına karşın, İş Kanunu hükümlerine göre personel istihdam etmektedir. Çalışanları 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu ile hiçbir şekilde ilişkilendirilmemiş olup, sosyal güvenlik açısından SSK'ya bağlıdır. Bu çerçevede, personelin sözleşmeli kamu işçisi statüsünde çalıştığı düşünülebilir.

MKB alışanları İş Kanunu kapsamının yanısıra, kurumiçi bir düzenleme olan MKB Personel Yönetmeliği ile kendilerine sağlanan hakları da kullanmaktadırlar. Ancak, anılan Yönetmeliğin Resmi Gazete'de yayımlanmamış olması, hukuki geçerliliği açısından bir tereddüt doğurmaktadır.

Personelin kamu çalışanı olarak kabul edilmesine ve uzmanlık gerektiren işlerde çalışmasına karşılık, devlet memurlarından ayrı bir iş ilişkisi ile istihdam edilmesi, uygulanacak hükümler ve özlük hakları bakımından zaman zaman tereddütlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Nitekim, son dönemlerde basın yayın organlarına da yansıdığı üzere, işçi kabul edilen İMKB personelinin devlet memurları ile aynı kısıntılara tabi tutulması ve daha önceden sahip olunan bir takım özlük haklarının geri alınması İMKB personeli nezdinde farklı tepkilere neden olmakta ve çalışma motivasyonunu olumsuz yönde etkilemektedir.

İMKB personelinin son yıllarda özlük haklarını korumaya yönelik arayışlara girdikleri gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak kuruluşundan bu yana ilk defa İMKB çalışanları bir işçi sendikası bünyesinde örgütlenmiş ve yapılan görüşmeler ile yargı sürecinin sonunda İMKB işvereni ile İMKB çalışanları arasında imzalanan “Toplu İş Sözleşmesi” 2007 yılı başından itibaren yürürlüğe girmiştir.

Modern demokrasilerde sendika hakkı her ne kadar doğal bir hak ve gereklilik olsa da, bir kamu kurumu olan ve dinamik yapısı itibariyle nitelikli ve iyi yetişmiş bir personel ağına sahip olan İMKB’nin özelleştirilmesi çabalarında, artık, personelinin temsilen işçi sendikasının da bir taraf olarak ortaya çıkması kaçınılmaz görünmektedir. Yabancı borsalarla karşılaştırıldığında personel sayısının fazlalığı dikkat çeken İMKB için bu durum piyasa değeri bakımından olumsuz etkilere neden olabilecektir.

5.5 İMKB'DE BULUNAN PİYASALAR

İMKB bünyesinde 3 piyasa faaliyet göstermektedir.⁹

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçmesi sebebiyle, daha önce İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Vadeli İşlemler Piyasası 2005 yılının Ocak ayında kapatılmıştır.

5.5.1 Hisse Senedi Piyasası

Hisse Senetleri Piyasası'nda faaliyet gösteren pazarlar aşağıda belirtilmektedir.

a) Ulusal Pazar

İMKB'nin temel pazarı olan Ulusal Pazar, Borsa kotunda bulunan ve asgari tedavül kriterlerine haiz şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardır. Borsa Ulusal Pazarı'nda, 28.02.2007 tarihi itibarıyla 289 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

b) İkinci Ulusal Pazar

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir. Halihazırda bu pazarda 15 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

⁹ Piyasalara ilişkin bilgiler İMKB tarafından çıkarılan Genelgelerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

c) Yeni Ekonomi Pazarı

İMKB'nda "Yeni Ekonomi Pazarı"nın oluşturulmasındaki amaç telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve sözkonusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir. Pazarda 3 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir.

d) Fon Pazarı

Fon Pazarı'nda Borsa Yatırım Fonları'nın işlem görmesi esastır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin (Seri: VII, No:10) 37. maddesine dayanarak Borsa Yönetim Kurulu'nca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılma belgeleri için de Fon Pazarı bünyesinde pazar açılmaktadır. Pazarda halen 7 adet fon katılma belgesi işlem görmektedir.

e) Gözaltı Pazarı

Gözaltı Pazarı'nın (GP) kuruluş amacı, hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi; yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır. Halihazırda bu pazarda 9 adet şirket hisse senedi işlem görmektedir.

f) Birincil Piyasa

Hisse senetlerini halka arz eden şirketler ile alıcıların, yani tasarruf sahiplerinin, doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasadır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların, tasarruf sahibinden ihraççı şirkete akışı söz konusudur ve birincil piyasada yapılan hisse senedi satışları sonucunda şirkete nakit sermaye girer.

Halka arz işleminin Borsa'da yapıldığı piyasa “Birincil Piyasa” olarak adlandırılmıştır. Yapılan işlemlerin Borsa birincil piyasası işlemi niteliğinde sayılması için, satışın halka arz şeklinde olması zorunludur.

Borsada halka arz yoluyla satış yapmak isteyen hisse senedi ihraççısı veya ilgili aracı kuruluş SPK’nın kayda alma belgesinin yanı sıra, Borsa Yönetimi tarafından istenen belge ve bilgiler ile birlikte Borsaya başvurmakta, ihracın uygun görülmesi halinde, işlemin başlayacağı tarihten en az bir hafta önce Borsa Bülteninde ihraca ilişkin gerekli bilgiler ilan edilmektedir.

g) Toptan Satışlar Pazarı

İMKB’nda Toptan Satışlar Pazarı’nın (TSP) oluşturulmasındaki amaç, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin, Borsa’da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

Blok satış şeklinde gerçekleşen birincil piyasa işlemleri Toptan Satışlar Pazarı’nda yapılmaktadır.

5.5.2 Tahvil-Bono Piyasası

Tahvil ve Bono Piyasası’nda bulunan pazarlar aşağıda belirtilmektedir.

a) Kesin Alım-Satım Pazarı

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

b) Repo-Ters Repo Pazarı

Repo Ters Repo Pazarı'nda devlet tahvilleri ile hazine bonolarının geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri yapılmaktadır.

c) Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı

Gayrimenkul sertifikalarının işlem görmesi için açılmış bir pazardır.

5.5.3 Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası

Bu piyasa döviz cinsinden ihraç edilen ve yurtdışında satılan Hazine borçlanma araçlarının işlem görmesi için oluşturulmuştur. Bu piyasa bünyesinde “Uluslararası Tahvil Pazarı” bulunmaktadır.

5.6 İMKB’NİN MALİ YAPISI

İMKB’nin geçmiş yıllarda gidelerinden daha fazla gelir elde etmesi nedeniyle büyüyen mali tablo kalemleri, 2001 krizi sonrasında piyasa koşullarındaki olumsuzluklar ve Maliye Bakanlığı’na yapılan ödemeler nedeniyle önemli ölçüde küçülmüştür.

5.6.1 Bilanço

İMKB'nin USD bazında temel bilanço büyüklükleri aşağıda yer almaktadır.¹⁰

Tablo 11: İMKB'nin Karşılaştırmalı Özet Bilanço Bilgileri

Bin \$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dönen Varlıklar	418,572	190,954	62,970	47,872	28,367	34,38628	66,56269
Duran Varlıklar	31,293	46,750	89,182	142,712	178,468	192,4236	182,9939
KV Yabancı Kaynaklar	54,220	8,049	34,727	5,434	6,273	41,99616	33,39367
UV Yabancı Kaynaklar	20,277	13,613	14,386	17,337	20,338	21,85185	21,97431
Özkaynaklar	375,369	216,042	103,039	167,813	180,223	162,9624	194,1882
Aktif-Pasif Toplamı	449,866	237,704	152,152	190,584	206,835	226,8104	249,5561

2000-2004 yılları arasında İMKB'nin aktif büyüklüğü 450 milyon \$'dan 207 milyon \$'a gerilemiştir. Önceki yıllarda oldukça likit olan bilanço yapısı önemli ölçüde değişmiştir. 2000 yılında bilançonun % 88'ini Hazır Değerler oluşturmaktayken, 2004 yılında bu oran % 7'ye gerilemiştir. Dönen varlıklar içindeki hazır değerler, 2000 yılında 394 milyon \$ iken 2004 yılında 14 milyon \$'a inmiştir. Hazır Değerlerdeki gerileme Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerden kaynaklanmaktadır. 2000-2005 yılları arasında yapılan ödemeler toplamı 769 milyon \$'a ulaşmıştır.

Diğer taraftan, İMKB'nin bilanço büyüklüklerinin 2004 yılından itibaren dengeli bir büyüme sergilediği göze çarpmaktadır.

¹⁰ Tabloda yer alan veriler, İMKB'nin genel kurul onayından geçen mali tablolarında yer alan rakamların yazar tarafından Dolara çevrilmesi ile elde edilmiş rakamlardır.

5.6.2 Gelir Tablosu

İMKB'nin USD bazında gelir gider rakamları aşağıda yer almaktadır¹¹

Tablo 12: İMKB'nin Karşılaştırmalı Özet Gelir Tablosu Bilgileri

Bin \$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Toplam Gelirler	334,663	229,688	140,624	72,095	86,044	95,286	133,175
Faaliyet Gelirleri	142,250	51,778	34,416	35,354	54,125	63,010	59,876
Diğer Faaliyet Gel.	35,224	19,899	17,994	9,189	12,006	14,178	15,586
Faaliyet Dışı Gel.	157,189	158,001	88,215	27,552	19,913	18,099	50,671
Toplam Giderler	126,661	121,360	45,458	43,931	46,056	75,538	85,536
Genel Yönetim Gid.	100,508	108,024	37,948	35,408	38,668	39,045	33,058
Gelir-Gider Farkları	208,002	108,328	95,166	28,164	39,988	19,748	47,639

Olumsuz piyasa koşulları ve Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemeler, 2000-2004 yılları arasında İMKB'nin gelir-gider dengesini de önemli ölçüde etkilemiştir. İMKB'nin toplam gelirleri 2000 yılında 335 milyon \$ iken 2004 yılında 86 milyon \$'a gerilemiştir. Toplam giderler de benzer bir düşüşle 127 milyon \$'dan 46 milyon \$'a inmiştir. İMKB'nin kârı olarak nitelendirilebilecek Gelir-Gider Farkı da 208 milyon \$'dan 40 milyon \$'a düşmüştür.

Gelirlerdeki düşüş temel olarak, tescil ücretleri ve faiz gelirlerindeki azalışlardan kaynaklanmıştır.

2000 yılında 103 milyon \$'a ulaşan değeri ile Tescil Ücretleri, İMKB'nin en önemli faaliyet geliri kalemi olmuştur. 2004 yılına gelindiğinde ise Tescil Ücretleri'nin 13 milyon \$'a gerilediği görülmektedir.

Bu düşüşün en önemli sebebi, önceki bölümde de değinildiği üzere, tescile konu işlem hacminin hızla gerilemiş olmasıdır. Buna ek olarak, ilgili dönemde tescil ücretlerinde % 35'e varan indirimler yapılmıştır. Bu durum aracılık maliyetlerinin düşürülmesi anlamında olumlu olsa da İMKB'nin gelirlerini önemli ölçüde etkilemiştir.

Gelirlerdeki azalışın ikinci önemli sebebi ise faiz gelirlerindeki düşüştür. 2000 yılında 154 milyon \$ olan faiz gelirleri, 2004 yılında 17 milyon \$'a gerilemiştir. Faiz gelirlerindeki düşüşün de iki sebebi vardır. Birincisi, Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerden dolayı, İMKB'nin faiz geliri elde edebileceği net nakit varlıkları iyice azalmıştır. İkinci olarak, 2000 yılından itibaren faiz oranları önemli ölçüde gerilemiştir. İMKB'nin net nakit varlıkları azalmasaydı dahi, faiz gelirlerinde bir gerileme görülecekti. Fakat bu iki etkinin birleşimi ile faiz gelirleri, 5 yıl içinde dolar bazında % 90 azalmıştır.

Alım satım işlemlerinden alınan Borsa payları, İMKB'nin en önemli gelir kalemi haline gelmeye başlamıştır. Borsa payları, 2000 yılında 33 milyon \$ iken 2002 yılında 16 milyon \$'a gerilemiş, 2004 yılında ise tekrar 33 milyon \$ seviyesine çıkmıştır. Dolar bazında gelir beş yıl öncesi ile aynı olmasına rağmen, diğer gelirlerdeki hızlı düşüşten dolayı, borsa paylarının toplam gelirler içindeki ağırlığı % 10'dan % 38'e çıkmıştır.

Kotasyon ücretleri, ağırlıklı olarak kotta kalma ücretlerinden ve sermaye artırımlarından kaynaklanan yeni hisse senetlerinin kota alınmasından oluşmaktadır. Bununla beraber, 2001-2003 yılları arasındaki durgunluğun ardından, birincil halka arzların da 2004 yılında canlanması kotasyon ücretlerinin artışına katkıda bulunmuştur.

İMKB'nin veri yayınından elde ettiği gelirler, yılda ortalama 6 milyon \$ civarında seyretmektedir.

Sonuç olarak, gelir tarafına bakıldığında son beş yıl içinde İMKB'nin toplam gelirlerinin dolar bazında % 75 gerilediği görülmektedir. Düşüşün en önemli sebepleri tescil ücretleri ve faiz gelirlerindeki gerilemedir. Bununla beraber, yapısal olarak bakıldığında, İMKB'nin faaliyet gelirlerinin toplam gelirler içindeki payının % 43'ten % 63'e çıktığı görülmektedir. Bu durum, faaliyet dışı gelirlerdeki azalma

¹¹ Tabloda yer alan veriler, İMKB'nin genel kurul onayından geçen mali tablolarında yer alan rakamların yazar tarafından Dolara çevrilmesi ile elde edilmiş rakamlardır.

ile esas faaliyet gelirlerinin önem kazanmaya başladığını göstermektedir. Dolayısıyla, daha dengeli bir gelir yapısına işaret etmektedir. Giderler tarafına bakıldığında, toplam giderlerin yaklaşık yarısını personel giderlerinin oluşturduğu görülmektedir.

Maliye Bakanlığı ödemeleri ve Personel Giderlerinin ardından üçüncü önemli gider kalemi Diğer Giderler hesabıdır. Bu hesabın % 30'una yakını Sosyal Giderler oluşturmaktadır. Kalan kısım ise elektrik, su, bakım-onarım gibi giderlerden oluşmaktadır.

Dördüncü önemli gider kalemi, SPK'ya yapılan ödemelerdir. 2000 yılında SPK'ya yapılan ödemeler 24 milyon \$'a ulaşmış iken, İMKB'nin gelirlerindeki azalışa paralel olarak, 2004 yılına gelindiğinde 3 milyon \$ seviyesine inmiştir.

Bu giderlerin ardından, 2004 yılında İMKB'nin Gelir-Gider Farklarının 2000 yılına göre % 80 oranında azaldığı görülmektedir. 2000 yılında 208 milyon \$ olan Gelir-Gider Farkları 2004 yılına gelindiğinde 40 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

2005 ve 2006 yıllarında İMKB gelir gider yapısının önceki yıllara oranla dengeli bir büyüme sergilediği göze çarpmaktadır.

5.7 MERKEZİ İDARE İLE İLİŞKİLER

İMKB, kuruluşundan itibaren kendi görevlerini kendi yetki ve sorumluluğu altında yerine getiren, SPK'nın gözetim ve denetimi altında faaliyet gösteren, idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu kurumu olarak tanımlanmaktadır. Görevleri ile ilgili düzenleme yapma yetkisi bulunan İMKB, son yıllarda ortaya çıkan tanımı ile “özdüzenleyici kuruluş” şeklinde nitelendirilmektedir.

İMKB'nin piyasalarla ilgili yaptığı düzenlemeler Genelgeler şeklindedir ve çıkarılan Genelgeler SPK'nın onayından geçmektedir. İMKB'nin faaliyetleri için önemli

düzenlemeler olan Yönetmelikler (Piyasalara ilişkin Yönetmelikler, Kotasyon Yönetmeliği gibi) ise SPK tarafından çıkarılmaktadır.

İMKB'nin kamu kurumu olma niteliği pratikte, esasen başkanının SPK'nın önerisi üzerine üçlü kararname yoluyla atanması şeklinde kendisini göstermektedir. Borsa özerk bir kamu kurumu olarak tanımlanmakla birlikte, üyelerinden oluşan bir genel kurulu bulunması yönüyle kamu meslek kuruluşlarına benzemektedir. Diğer taraftan İMKB'nin personeli de 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu ile ilişkilendirilmemiş ve İş Kanunu hükümleri çerçevesinde, Sosyal Sigortalar Kurumu'na bağlı olarak istihdam edilmiştir.

İMKB geçmişinde özerkliğinin verdiği rahatlıkla gerekli altyapı yatırımlarını sorunsuz olarak gerçekleştirerek, ihtiyaç duyduğu uzman nitelikli personelini cari piyasa koşullarında istihdam ederek kurumsal kimliğini güçlendirmiş ve dünyanın önde gelen, gelişen ülke borsalarından birisi olmayı başarmıştır.

Ancak, son yıllarda gerek mali gerekse idari açıdan İMKB'nin merkezi idare otoritesine daha fazla maruz kaldığı göze çarpmaktadır. Basına da yansıdığı üzere, SPK'nın son dönemlerde İMKB nezdinde yaptığı denetimlerin mahiyeti ve sonuçları, gözetim ve denetim yetkisinin ötesinde bu iki kurumu karşı karşıya getirebilmektedir.

İMKB'nin daha önceki uygulamalardan farklı olarak merkezi idarenin tüm düzenlemelerine (tasarruf genelgeleri, yurtdışı görevlendirme düzenlemeleri, yatırım kararlarının alınması, personel istihdamı, ihale düzenlemeleri vb.) tabi tutulduğu basına çıkan haberler arasındadır.

Diğer yandan, yaşanan bu süreçte İMKB'nin gelir gider yapısına yapılan müdahaleler, yukarıdaki bölümlerde değinildiği üzere bu kurumun ileriki dönemlerde mali açıdan da sıkıntıya düşebileceğini göstermektedir.

Özerklik müessesesi hiçbir zaman tam bağımsızlık ve hesap vermeme olarak algılanamayacağı gibi, özerk kurumların yetki ve sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için kendilerine yeterli serbestliğin sağlanması da önem taşımaktadır.

Bu itibarla, halen bir kamu kurumu olan İMKB'nin, devlet dairesi olarak algılanmak yerine, faaliyette bulunduğu sektörün özellikleri de dikkate alınarak, idari ve mali özerkliği çerçevesinde, bir kısım merkezi idare düzenlemelerinin dışında tutulması, kurumun geleceği açısından önem taşımaktadır.

5.8 İMKB'NİN ÖZELLEŞTİRİLMESİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

Çalışmanın bu bölümünde, genel bir bakış açısı ile, özelleştirme ve dönüşümün kurum ve sermaye piyasası açısından ne anlama geleceği tartışılmaktadır.

5.8.1 Özelleştirilmenin İMKB'ye Etkileri

İMKB halihazırda ülkemizdeki tek menkul kıymet borsası olduğundan ülke içinde bir rekabetle karşılaşmamaktadır. Aynı şekilde, ülkemizde elektronik iletişimin gelişmiş ülkelere oranla düşük düzeyde olması ve uluslararası piyasalarda işlem yapma kültürünün yeterince yerleşmemiş olması yurtdışından kaynaklanabilecek bir rekabeti de sınırlandırmaktadır. Ancak gelişen teknoloji ile birlikte işlem maliyetlerinin azalması ve yatırımcı bilgilendirme sistemlerinin gelişmesi bu durumun uzun sürmesini engelleyecektir.

Teknolojik alanda sağlanan ilerlemeler (işlem sistemlerindeki teknolojik gelişme), sınır ötesi menkul ticaretin artması, borsalar arası rekabetin yoğunlaşması, borsaların birer sermaye şirketine dönüşmesinin temel sebepleri arasında yer almaktadır.

İMKB'nin şirketleşmesi, gelir kaynaklarını sürekli hale getirebilmesi açısından önem taşımaktadır. İMKB'nin şirketleşmesi, kurumsal yönetim ilkeleri, daha rekabetçi bir

piyasa yapısı ve sermaye piyasalarının gelişimine daha fazla katkı sağlayan bir kurum yapısının oluşturulması bakımından önemli görülebilir.

Teknolojik olarak ileri sayılabilecek bir altyapıya ve deneyimli personele sahip olan İMKB, Ortadoğu ülkelerinin ve Türk Cumhuriyetleri'nin piyasalarına örnek olabilecek ve çeşitli birleşmelerle veya hisse senetlerinin karşılıklı kotasyonu, daha likit bir piyasa ve yüksek katılımcı sayısı yaratabilecek niteliktedir.

Öte yandan borsa tarafından sürdürülen hizmetin bir kamu hizmeti olduğu dikkate alındığında, bu hizmetin daha kaliteli ve ucuz sunulması kamu yararının gereğidir..

İMKB'nin KHK'nın verdiği yetkiye dayanarak kurulan bir devlet borsası olması nedeniyle borsa üyelerinden oluşan genel kurulun borsanın dönüşümü konusunda bir karar vermesi yeterli değildir. Bu konuda kanun koyucunun iradesine ihtiyaç vardır. Dolayısıyla ülkemizde dönüşüm süreci, örnekleri verilen yurtdışı uygulamaların çoğundan farklı olarak yasal düzenleme ile başlamak zorundadır.

Önceki bölümlerde yer alan dönüşüm uygulamaları incelendiğinde, süreci karakterize eden belli başlı özellikler şu şekilde sayılabilir:

- Yeni mülkiyet yapısında sahip olunabilecek payların sınırlandırılması,
- Payların belli bir süre devredilememesi,
- Borsa hisse senetlerinin kota alınma prosedürünün belirlenmesi,
- Yönetim yapısının değiştirilmesi ve yönetimde söz sahibi olacak grupların belirlenmesi,
- İşlem haklarının pay sahipliğinden ayrılması,

- Borsanın denetim ve düzenleme görevlerinin piyasa işletme fonksiyonundan ayrılması.

Dünya uygulamalarında dönüşüm sonrasında yönetim kontrolünün ele geçirilerek kötüye kullanılmasını önlemek amacıyla pay sahipliği sınırı öngörülmüştür. Ülkemizde de olası bir özelleştirmede bu uygulamalara paralel olarak, pay sahipliğinde bir üst sınır öngörülmesi faydalı olabilir. Bundan başka, yabancı kişi ve kuruluşların satın alabileceği borsa hisseleri için de bir üst sınır getirilmesi, borsanın kamu hizmeti fonksiyonu açısından değerlendirilmesi gereken bir konudur.

Borsa hisse senetlerinin halka arz edilmesi dönüşüm sürecinin son aşaması olup, kotasyon işlemlerinin kim tarafından yapılacağı, çıkar çatışmaları açısından önemli bir tartışma konusudur. Londra, Avustralya ve Hong Kong borsalarında kotasyon işlemlerinin düzenleyici otorite tarafından yürütülmesi yöntemi benimsenmiştir. Benzer bir yöntemin ülkemizde de uygulanması düşünülebilir.

Halihazırda İMKB yönetim kurulu başkanı (Borsa başkanı) kamu temsilcisi niteliğindedir. Şüphesiz borsa başkanının kamu temsilcisi olması, borsanın denetim ve düzenleme fonksiyonuyla yakından ilgilidir. Bu konuda, benimsenecek modele göre, kamu temsilcisinin işlevi gözden geçirilmelidir. Ancak gerek dönüşüm sürecinin iç tutarlılığı, gerekse dönüşümün ülkemizde özelleştirilme ile birlikte gerçekleşeceği dikkate alındığında, yönetim kurulunda kamu temsilcisi bulunmaması daha uygun olabilir. Aksi takdirde, kamu temsilcisinin muhalif kalacağı konularda diğer yönetim kurulu üyelerinin bağımsız düşünebilmesi zorlaşacak ve pratikte bu günkü yapıdan pek farklı olmayan bir durum ortaya çıkacaktır.

Dönüşüm sürecinin faydalarından bir diğeri işlem yapma haklarının mülkiyetten ayrılmasıdır. Ülkemizde borsa kamu mülkiyetinde olduğu için halihazırda işlem hakları ile mülkiyet arasında bir bağ bulunmamaktadır. Dolayısıyla dönüşüm sonrasında bu açıdan büyük bir değişim olmayacaktır. Ancak mevcut durum itibarıyla idari bir işlem niteliğindeki üyeliğe kabul, özel hukuk sözleşmesi ile yer değiştirecektir.

Borsaya ilişkin dönüşüm sürecinin bütün dünyada olduğu gibi bizim ülkemizde de ortaya çıkaracağı önemli sorunlardan birisi, borsanın denetim ve düzenleme görevlerinin ne olacağıdır.

İMKB'nin gelecekte nasıl bir yapı içinde faaliyet göstereceğine bağlı olarak, özelleştirme olmasa bile, hukuki yapısının yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, gelecek yıllarda mali piyasalarda faaliyet gösteren bir kurum olarak İMKB'nin üstleneceği misyon ve sahip olacağı vizyonun ne olacağının belirlenmesi, yeniden yapılandırılma çalışmalarında büyük önem taşımaktadır. Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 3 Ocak 2003 tarih ve 2003/1 sayılı Kararı'nda, İMKB'nin yasal düzenlemeler yapılarak, hızla özelleştirilmesi öngörülmüş ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca İMKB'nin özelleştirilmesine ilişkin çalışmalar yapılmıştır. Ancak, İMKB ile ilgili halen yürürlükte bulunan mevzuat, söz konusu kuruluşun özelleştirilmesine imkan vermemekte ve yasa değişikliği gerekmektedir.

Diğer taraftan, bir kamu kurumu olan İMKB'nin personeli de kamu çalışanı olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede, İMKB'nin özelleştirilmesi durumunda kurum personelinin özlük hakları bakımından durumlarının yapılacak yasal düzenlemede netleştirilmesi, daha önceki uygulamalara paralel olarak diğer kamu kuruluşlarına nakil imkanı sağlanıp sağlanmayacağının belirlenmesi, şirketleşme esnasında veya halka arz sürecinde personel lehine imkanlar oluşturulup oluşturulmayacağının açıklanması da önem taşımaktadır.

Ülkemiz koşullarında, karar verme mekanizmalarındaki gecikmeler ve uygulama güçlükleri nedeniyle özelleştirme sürecinin zaman alacağı dikkate alındığında, İMKB'nin çağdaş dünya borsaları ile rekabet gücünü muhafaza edebilmesi açısından, öncelikle idari ve mali özerkliğinin korunması ve genişletilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, son dönemlerde görüldüğü gibi, faaliyetlerinin devamı için zorunlu olan en basit yatırımlarını bile yapamayan, klasik bir devlet dairesi anlayışı ile yönetilen hantal bir kurum yapısı ortaya çıkabilmektedir.

5.8.2 İMKB'nin Özelleştirilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri

İMKB, “kamu tüzel kişiliğini haiz özerk kuruluş” kimliğiyle, kendi görevlerini kendi yetkilerini kullanarak yerine getirmekte, diğer taraftan, SPK'nın gözetim ve denetimi altında faaliyet göstermektedir.

İMKB'nin özerkliğinin amacı, sermaye piyasasının dinamik yapısına paralel olarak alması gereken kararları merkezi idareden bağımsız ve hızlı bir şekilde alabilmesini, faaliyetleri gereği yapması gereken harcamaları kendi bütçesinden karşılayabilmesini sağlamaktır.

İMKB'nin özerkliği korunduğu sürece, “kamu kurumu” kimliğinin sermaye piyasalarının gelişimi açısından herhangi olumsuz bir etkisi olduğu söylenemez. Aksine, mevzuatla kendisine verilen görevleri yerine getirirken, kamu kurumu olması nedeniyle sermaye piyasası kurumları nezdinde sahip olduğu düzenleme, denetim ve yaptırım uygulama yetkilerinin, sermaye piyasasının sağlıklı gelişimi bakımından yararlı olduğu da söylenebilir.

Ancak, merkezi idarenin, kurumun temelini oluşturan özerklik kavramını zedeleyecek uygulamaları ve İMKB'nin faaliyetlerine doğrudan müdahaleleri, bu kurumun mevzuatla belirlenen görevlerin etkin bir şekilde yerine getirilmesini zorlaştırmaktadır. Özellikle mali bürokrasinin İMKB'nin gelir kaynaklarını azaltıcı kararları ve İMKB'nin merkezi idarenin genel tasarruf kararlarına tabi tutulması, zaman zaman bu kurumun faaliyetlerinin gereği olan yatırımları yapmasını bile engellemektedir.

İMKB'nin özerkliğinin pratikte korunamaması veya kapsamının daraltılması, sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Özerklik müessesesinin çok fazla bir anlam ifade etmediği durumda, İMKB'nin özelleştirilmesi yönündeki düşünce ve beklentiler daha anlamlı hale gelmektedir.

İMKB'nin özelleştirilmesinin sermaye piyasasına beklenen etkileri aşağıda yer almaktadır.

- Özelleştirme sonrasında aracı kuruluşların İMKB'de pay sahibi olması durumunda, kurumun yönetim etkinliğinin artması beklenebilir. İMKB'nin kar amacı güden bir şirket olması ve ortaklarına karşı doğrudan sorumluluğu, yine büyük oranda ortakları tarafından belirlenen yönetim kurulu üyelerinin ve çalışanlarının gayretlerini artıracaktır. Yönetim etkinliğinin ve çalışma şevkinin artması, sunulan hizmetin kalitesini yükseltecek ve sermaye piyasasına duyulan güveni artıracaktır
- İMKB'nin özel sektör mantığı ile yönetilmesi, ilave sermaye kaynaklarına ulaşma imkanlarını artıracak, gerektiğinde halka arz veya borçlanma yoluyla kaynak teminini mümkün kılacaktır. İlave kaynak imkanlarının artması kurumun yatırımlarını finanse etmesini kolaylaştıracaktır. Gelişen teknolojinin yakından takip edilebilmesi sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlayacaktır.
- Özel şirket yapısının, daha hızlı karar alma ve alternatif kaynak imkanı yoluyla İMKB'nin uluslararası rekabet gücünü olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.
- Özel bir şirket haline gelen İMKB'nin yabancı ülke borsaları ile işbirliği imkanları daha fazla olacaktır. Yabancı ülke borsaları ile ortak işlem platformu oluşturmak, karşılıklı kotasyon ve birleşme fırsatları gündeme gelebilecektir. Yabancı borsalarla birleşme ihtimali, halen piyasa değerinin yaklaşık %71'inin yabancı yatırımcıların elinde bulunduğu İMKB'nin kurum kimliği olarak da yabancılaşması sonucunu da ortaya çıkarabilir.
- İMKB'nin özelleştirilmesi ile birlikte, kamu kurumu olması nedeniyle kullanmakta olduğu yetkilerinin ve yaptırım gücünün en azından bir kısmı ortadan kalkacaktır. Bu durum, İMKB'nin piyasa gözetimi ve denetim açısından bu günkü durumundan daha zayıf bir yapının ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Ancak SPK'nın yetkileri ve etkinliği dikkate alındığında, piyasa güveninin sağlanamaması riskinin çok büyük olduğu söylenemez.

- İMKB özelleştirilmekle birlikte, kamu hizmeti sunması nedeniyle, faaliyetleri bakımından kamu denetimine sıkı sıkıya bağlı olmaya devam edecektir.

5.9 İMKB'NİN ÖZELLEŞTİRİLMESİNE YÖNELİK ÖNERİLER

Yukarıdaki bölümlerde, borsaların yeniden yapılanması konusuna ışık tutmak amacıyla özelleştirme konusu ele alınmış ve küresel bazda borsaların ne şekilde yapılandıkları ve ne tür değişikliğe uğradıkları açıklanmaya çalışılmıştır. İnceleme ve değerlendirmelerin sonucunda İMKB'nin kurumsal yapısının yeniden dizayn edilmesi sürecine ışık tutacak öneriler üretilmesi çalışmanın amacı bakımından önem taşımaktadır.

Bir kamu kurumu olarak örgütlenen ve her platformda özerkliği vurgulanan İMKB, daha etkin bir piyasa oluşturmak, daha şeffaf ve etkili bir yönetim yapısına sahip olmak için dönüşüm sürecine girmek durumundadır.

Kuruluşundan bugüne, gerek kurumsal altyapı, gerek teknik altyapı ve gerekse piyasa dinamizmi bakımından belli dönemlerde büyük atılımlar gerçekleştiren İMKB, olumlu özelliklerinin yanısıra, Borsa dışı gelişmelere karşı kırılgan yapısı ve piyasalarının sıklığı ile dikkati çekmektedir.

İMKB'nin özelleştirmesi durumunda aşağıdaki hususlar dikkate alınmalıdır:

- İMKB bir kamu kurumu olarak örgütlenmesine rağmen, ne kuruluşunda ne de sonraki dönemlerde devletten herhangi bir mali destek almamış, üyelerinin mali katkıları ve kendi gelirleri (kamu gücüne dayanan gelirler) ile faaliyetlerini ve yatırımlarını finanse etmiştir. Bu bakımdan, borsa özelleştirmesine salt kamuya

gelir elde etme amacıyla yaklaşılmamalı, öncelikli olarak daha iyi yönetilen ve rekabet gücü yüksek bir borsa yapısı hedeflenmelidir.

- Olası bir şirketleşme sürecinde, kuruluşundan bu güne Borsaya finansal olarak kaynak sağlayan borsa üyelerine belli bir oranda bedelsiz hisse verilmesi piyasa güveni açısından önem taşımaktadır. İMKB hisselerinin halka arzında sermaye artırımını yapılarak Borsaya gelir sağlanması, altyapı yatırımları ve işletme finansmanı açısından gerekli görünmektedir.
- Uluslararası alanda borsalar arası birleşme ve işbirliği çabaları gittikçe artmaktadır. Bu çerçevede, aynı ülke içerisinde faaliyet gösteren spot ve vadeli işlem borsaları birleştirilmekte, farklı ülke borsaları da sıklıkla işbirliğine gitmektedir. Ülkemizde ise, VOB ve halen kurulma çalışmaları devam eden Gelişen İşletmeler Piyasası (KOBİ Borsaları) örneklerinde olduğu gibi, İMKB'nin gelişme potansiyelini olumsuz etkileyebilecek adımlar atılmaktadır. İMKB'nin etkinliğini artırmak için, yeni borsalar kurma çabaları yerine, mevcut borsanın işlem hacmi ve piyasa kapitalizasyonu bakımından büyütülmesinin daha yararlı olduğu düşünülmektedir.
- Günümüzde artık devlet borsası olgusu dünya genelinde terkedilmektedir. Bu bakımdan İMKB'nin kamu kurumu niteliğinden sıyrılması için ivedilikle yasal düzenleme yapılması yerinde olacaktır. Ancak, İMKB'nin şirketleştirilmesinin amacı, bütün payların yine kamuda olacağı yeni bir KİT oluşturmak olmamalıdır. Sermayesinin en azından bir kısmının halka arz yoluyla yatırımcılara sunulacağı, uluslararası örneklerle uygun bir dönüşüm gerçekleştirilmelidir
- Her ülkenin yapısal özelliklerinin ve ekonomik konjonktürünün farklı olduğu dikkate alınarak, İMKB özelleşmesi için ülkemize uygun bir model belirlenmesi amacıyla, konu ile ilgili tarafların katılımı ile ortak bir çalışma yapılması önem taşımaktadır. Bu çerçevede, İMKB'nin daha etkin, daha verimli ve ülke ekonomisi için daha faydalı bir örgüt yapısına kavuşturulması hedeflenmelidir.

- İMKB'nin kurumsal yapısının yeniden dizayn edilmesi için tek alternatif özelleştirme değildir. Ülkemizde daha önce uygulanan özelleştirmelerde ortaya çıkan sorunlar dikkate alınarak, özelleştirmenin sosyal maliyetleri hesaba katılarak karar alınmalıdır. İMKB açısından, kamu kurumu yapılanması içerisinde de, daha özerk, teknolojiyi daha hızlı takip eden, piyasa katılımcılarının daha fazla söz sahibi olduğu bir yapının oluşturulması (İMKB'nin kuruluş ve gelişim sürecinde olduğu gibi) mümkün bulunmaktadır. Burada öncelikli sorun, İMKB'nin merkezi idareyle ve özellikle SPK ile olan ilişkilerinin yeniden düzenlenmesi gereğinden kaynaklanmaktadır.
- İMKB bu günkü yapısında değişmesi gereken özelliklerinin başında, başkanının ortak kararname ile kamu tarafından atanması olgusu gelmektedir. İMKB bir özel sektör piyasası olduğuna, üyelerinin oluşturduğu karar organları bulunduğuna göre, benzer kurumlardaki gibi kendi başkanını kendisi seçebilmelidir. Kamu tarafından atanan ve kamu geleneklerine sıkı sıkıya bağlı çalışan borsa başkanlarının kurumun dinamik yapısına ayak uyduramadığı durumlarda yönetim zaafiyeti ortaya çıkabilmektedir.
- İMKB'nin özelleştirilerek paylarının bedelli veya bedelsiz dağıtılması durumunda pay sahipliği konusunda, örneğin %5 gibi azami bir oran belirlenmesi faydalı olacaktır. Aksi takdirde borsanın belirli sermaye çevrelerinin hakimiyetine geçmesi sözkonusu olacak ve bu da kamu hizmeti anlayışı ile bağdaşmayacaktır.
- Özelleştirme sonrasında oluşacak sermaye yapısını temsil edecek hisse senetlerinin –banka ve diğer bazı finansal kurumlarda olduğu gibi- nama yazılı olması, verilecek güven açısından önemlidir.
- Özelleştirme sonrası yönetimin yeniden yapılandırılması çerçevesinde, gerçek anlamda piyasa katılımını sağlayabilmek için İMKB yönetim kurulunda sadece

üyelerin temsilci bulundurma sınırlaması kaldırılmalıdır. Bununla birlikte yönetim kuruluna dışarıdan aday belirlenmesi süreci de bir standarda bağlanmalıdır. Ayrıca ihraç ettiği menkul kıymetleri borsada işlem gören kuruluşların da borsa yönetiminde söz sahibi olmalarına imkan sağlanmalıdır.

- Ülkemizde İMKB zorunlu tekel olmadığından, başka bir deyişle birden fazla borsa kurulması mümkün bulunduğundan, özelleştirme sonrası piyasa işleyişi ve kotasyon alanlarındaki yetkilerinin kendi bünyesinde kalması önemli bir sorun teşkil etmeyecek; aksine kurumsal etkinliğin artmasına katkıda bulunacaktır.
- Halen kamu çalışanı statüsünde olan İMKB personelinin özelleştirme sonrası statüsünün, ilgili yasal düzenlemede netleştirilmesi, özelleştirme sonrası kurum-personel arası ihtilafların önlenmesi açısından önem taşımaktadır. 2007 yılı başında İMKB’de örgütlenen işçi sendikasının İMKB ile “Toplu İş Sözleşmesi” imzaladığı dikkate alındığında, önümüzdeki günlerde gündeme gelebilecek özelleştirme çalışmalarında işçi sendikası da söz sahibi olabilecektir.

SONUÇ

Menkul kıymet işlemleri anonim şirketlerin ortaya çıkışıyla, dolayısıyla da sanayi devrimi ile yakından ilgilidir. Bu anlamda 16 ve 17'nci yüzyıllara kadar uzanan bir süreçten söz etmek mümkündür. Bu dönemlerde modern borsaların ataları sayılabilecek ilk örnekler de ortaya çıkmaya başlamıştır. Devletler menkul kıymet borsalarının işleyişine 1929 ekonomik çöküşüne kadar önemli ölçüde müdahale etmemişlerdir. Ancak bundan sonra üyelerin kontrolünde olan borsalar kamu yararı gözetilerek düzenlenmeye başlamıştır. Bu gelişmeleri müteakip 20'nci yüzyıl boyunca devlet müdahalesi giderek artmış ve borsalar, kamu yararına çalışan kamu kurumu benzeri kuruluşlar haline gelmişlerdir.

1990'lı yıllarda genel anlamda finans piyasalarını, özel olarak ise borsaları etkileyen önemli değişimler yaşanmaya başlamıştır. Bilgisayar teknolojilerinin gelişmesi ve düzenlemelerin serbestleşmesi sonucunda ulusal borsalar global bir rekabetle karşı karşıya kalmıştır.

Borsalar müşteri odaklı bir hale gelmekte, düşük işlem maliyetleri, ürün çeşitliliği isteyen yatırımcılar ile ihraççıların isteklerine daha duyarlı hale gelmektedir. Bunun dışında borsa yönetiminin sektör ve piyasa koşullarına uyum gösterme yeteneğinin artması ve karar verme mekanizmasında esneklik, büyük piyasa katılımcılarının borsaya çekilmesi ve yeni pazarlama stratejileri için katalizör olma, sermayeye ulaşım imkanının artması, finansal karar alma mekanizmasının iyileştirilmesi, teknolojik altyapının modernizasyonu, stratejik işbirliklerinin kolaylaşması borsaları kurumsal yapı itibarıyla değişme (demutualization) zorlamaktadır.

Bu gelişmelerin etkisiyle pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsası geleneksel kooperatif benzeri ya da kamu kurumu yapılarından kurtularak kar amacı güden şirketlere dönüşmektedirler 1990'lı yılların başından itibaren ortaya çıkan bu süreçte 30'dan fazla borsa dönüşüm süreci geçirmiştir.

Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümü kadar önemli diğer bir gelişme de son yıllarda farklı borsalar arasında yaşanan devralma ve birleşme çabalarının artmasıdır. Artık günümüzde borsalar daha büyük piyasa değerine, daha yüksek likiditeye ve daha fazla müşteriye sahip olabilmek için kıyasıya rekabet etmekte ve diğer borsalarla işbirliği imkanları aramaktadırlar.

Ülkemizde menkul kıymet borsalarının ilk örneği 1800'lü yılların ortalarında karşımıza çıkmaktadır. Alım satım yapan aracılardan inisiyatifi ile ortaya çıkan bu ilk örnekte devlet tahvili işlemleri yapılmıştır (Galata Bankerleri). Ancak, ortaya çıkan sorunlar ve suiistimal iddiaları bir süre sonra devletin müdahalesi ile sonuçlanmış ve bu yaklaşım günümüze kadar devam etmiştir. Bu nedenle ülkemizde borsalar daha kurulurken kamu kurumudur. Bu geleneğin bir devamı olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da 1985 yılında bir kamu kurumu olarak kurulmuştur.

İMKB gelir gider yapısına bakıldığında faaliyet gelirleri ile giderlerinin başa baş noktasına yakın olduğu, bu anlamda faaliyet dışı gelirlerini oluşturan faiz gelirlerinin Maliye Bakanlığına yapılan ödemeler nedeniyle önemli oranda azaldığı görülmektedir. Bu anlamda dönüşüm sonrasında kısa vadede işlem maliyetlerinde bir azalma beklenmemekle birlikte, dönüşüm sonrasında İMKB'nin organizasyon ve işleyişinde yapılacak değişikliklerin tamamlanması ile birlikte işlem maliyetlerinin azaltılabileceği düşünülmektedir.

Diğer taraftan, İMKB'nin özelleştirilmesine salt kamu maliyesine gelir elde etmek amacıyla yaklaşmak gerçekçilikten uzaktır. Yukarıda değinildiği gibi, İMKB'nin gelir gider yapısında başabaş bir noktaya geldiğinden, artan rekabet koşullarının kurtaj ve kotasyon gelirlerini azaltma yönünde baskı yapması ve İMKB'nin kamu gücüne dayanarak elde ettiği tescil ücretlerinin özelleştirme sonrasında İMKB bünyesinde kalıp kalmayacağının belirsizliği gibi nedenlerle borsa gelirlerinin önümüzdeki dönemlerde daha da azalması sözkonusu olacağından, İMKB'nin anonim şirket haline dönüştürülerek hisse senetlerinin satışından kamu maliyesine büyük miktarda gelir elde edilmesi mümkün görülmemektedir.

Ayrıca, İMKB'nin kuruluşunda ve mevcut durumda faaliyetleri için gerekli finansmanı büyük ölçüde sağlayan aracı kuruluşların ve bizzat İMKB çalışanlarının, devlete gelir elde etme amacına odaklanmış bir özelleştirme uygulamasına sıcak bakmadıkları bilinen bir gerçektir.

Yukarıda ifade edilen hususlar çerçevesinde, İMKB özelleşmesi konusunun, İMKB'nin etkinliğini artıracak adımların atılması olarak yorumlanması, bu kurumun daha özerk bir yapıya kavuşturulması amacıyla anonim şirket olarak yeniden düzenlenmesinin önem taşıdığı düşünülmektedir.

Diğer taraftan, İMKB'nin ülkemizin tek menkul kıymet borsası olduğu, yurtdışında önemli bir itibara sahip bulunduğu ve mevcut halka açık hisselerin piyasa değeri itibarıyla yaklaşık % 70'inin yabancı yatırımcılar tarafından kontrol edildiği dikkate alındığında, uluslararası rekabet gücünü artıracak işbirliklerinin araştırılmasının da önemli olduğu ortadadır. İMKB global gelişmelerden nasibini almalıdır. Bu yolda kamu kurumu kimliği önemli bir engel yaratabilir.

Borsalararası işbirliğinin, birleşme ve devralmaların yoğun olarak yaşandığı günümüzde, ülke içinde İMKB'nin piyasadaki değerini ve gücünü azaltacak yeni oluşumlardan kaçınılmalıdır. İMKB'ye rakip yeni piyasaların açılması yerine, mevcut borsanın büyümesine ve güçlenmesine yönelik uygulamalar kamu otoritesi tarafından benimsenmelidir.

Sonuç olarak, İMKB'nin önünde aşılması gereken ciddi bir değişim süreci bulunmaktadır. Bu sürecin İMKB'yi uluslararası piyasalarda daha etkin hale getirmesi için atılacak adımların dikkatle seçilmesi önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

- Altıntaş, M. Berra: **KİT’lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları, 1987
- Aggarwal, Reena : “Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges”, (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=327360, 13 Temmuz 2007
- Aggarwal, Reena: “Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges”, (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=877806, 10 Ağustos 2007
- Aggarwal, Reena; Ferrel, Allen; Katz, Jonathan: “U.S. Securities Regulation in a World of Global Exchanges”, (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=950530
13 Temmuz 2007
- Aktan, Coşkun Can: “Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları”, İstanbul, TÜSİAD Yayınları, 1992
- Ayyıldız, Musa : “Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler”, Ankara, SPK Uzman Yeterlik Etüdü, 2000
- Boratav, Korkut: **Türkiye İktisat Tarihi**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1989
- Bradley, Caroline M.: “Technology, Demutualisation and Stock Exchanges: The Case for Co-Regulation (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=312157
21 Ağustos 2007

- Budak, Alparslan
Emre, Zeynep: **Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, 2006
- Çapanoğlu, M. Birol: **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1993
- Carson, John W.: “Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?” (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636602 14 Mayıs 2007
- Çelebi, Işın: **Yeni Bir Düzen Anlayışı: Özelleştirme**, İstanbul, Milliyet Yayınları, 1995,
- Di Noia, Carmine: “Customer Controlled Firms: The Case of Stock Exchanges” **European Financial Management Journal**, Athens, June 2000
- Doğan, Yahya: **Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme**, İzmir, Fakülteler Kitabevi, 1993
- Elliot, Jennifer: “Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective”, IMF Working Paper, 2002 (çevrimiçi) www.imf.org, 16 Mayıs 2006
- Emerging Markets
Committee of IOSCO: “Exchange Demutualization in Emerging Markets”, (çevrimiçi) <http://www.iosco.org/>, Ağustos 2006
- Eriş, Gönen: **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara, Seçkin Yayınevi, 1995
- Fertekliçil, Azmi,: **Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2000

- Fleckner, Andreas M.: “Stock Exchanges at the Crossroads” Harvard University Law School, 2006 (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=836464
Nisan 2007
- Gupta, Asha: **Beyond Privatization**, London, St. Martin’s Press, 2000
- İMKB: **Sermaye Piyasası ve Borsa** , İstanbul, İMKB Yayınları, 2002
- İMKB: “Borsaların Anonim Şirketlere Dönüşmelerinde Pay Dağıtım Yöntemleri”, İstanbul, 2005
- İMKB: “Atina Borsası Şirketleşme ve Özelleşme Deneyimi”, İstanbul, 2002
- İMKB: “Borsaların Özel Hukuk Tüzel Kişiliğine Geçışı”, İstanbul, 2006
- Kagami, Mitsuhiro; Tsuji, Masatsugu: **Privatization, Deregulation and Economic Efficiency**, Cheltenham-UK, Edward Elgar Publishing Inc., 2000
- Karacan, Ali İhsan : “Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları”, İstanbul, TSPAKB Yayınları, 2003
- Karataş, Cevat; Öniş, Ziya : **Dünyada Özelleştirme ve Türkiye**, Tüses Vakfı Yayınları, İstanbul, 1994
- Karluk Rıdvan: **Türkiye’de Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme**, İstanbul, Esbank Yayınları, 1994

- Karmel, Roberta S. : “Turning Seats Into Shares: Implications of Demutualization For The Regulation of Stock And Futures Exchanges”, (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=256867,
10 Ağustos 2007
- Karlı, Muharrem: **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2004
- Kazgan, Haydar: **Galata Bankerleri**, İstanbul, TEB Yayınları, 1991
- Kepenek, Yakup: **Türkiye’de Kamu İktisadi Teşebbüsleri** İstanbul Gerçek Yayınevi, 1993
- Kuan, Jennifer W.;
Diamond, Stephen F.: “On Restructuring the NYSE: Might a Nonprofit Stock Exchange Have Been Efficient?” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891268
Nisan 2007
- McBeth, Brian: “Privatisation, A Strategic Report”, Oxford, Euromoney Publications, 1996
- O’hara, Maureen;
Mendiola, Alfredo M.: “Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431580
Temmuz 2007
- Poroy-Tekinalp-Çamoğlu: **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2000
- Ramos, Sofia Brito: “Competition Between Stock Exchanges: A Survey” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410727
Mayıs 2007

- Ramos, Sofia Brito: “Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890268
, Ağustos 2007
- Reiffen, David; Robe, Michel A.: “Ownership Structure and Enforcement Incentives at Self-Regulatory Financial Exchanges” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967396
Temmuz 2007
- Ryden, Bent : “Borsaların Özelleştirilmesi: Stockholm Borsası Deneyimleri”, İstanbul, **İMKB Dergisi**, Eylül 1997
- Saha, Subhashish: “Stock Exchange Demutualization and Self Regulation”, Mumbai-India, Securities and Exchange Board of India, (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=877806
10 Mayıs 2007
- Şerifsoy, Barış: “Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance” Frankfurt, Goethe University, 2005
- Şerifsoy, Barış; Tyrell Marcel : “Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization - Theory and Empirical Evidence” (çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928610
Ağustos 2007
- Tanör, Reha: **Türk Sermaye Piyasası**, İstanbul, Garanti Yatırım Yayınları, C.I, 1999

- Topçu, Bilal : “Dünyada Menkul Kıymet Borsalarının Şirketleşme Süreçleri”, İstanbul, İMKB Uzman Yeterlik Etüdü (Basılmamış eser), 2002
- TSPAKB: “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği’nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın Özelleştirilmesine İlişkin Görüşleri”, Aylık Bülten, İstanbul, Şubat 2003
- Türel, Oktar: “Özelleştirme Üzerine Notlar”, (Çevrimiçi)
http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum11Agu-Turel.doc, 14 Haziran 2006
- Ünal, Targan: **Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, İTO Yayınları, 1990
- Veljonovski, Cento: **Privatisation & Competition, A Market Prospectus**, London, Institute of Economic Affairs, 1992
- Yalçiner, Barbaros: **Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları: ABD ile Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi**, Ankara, SPK Yayınları, 1996

▪ **Çevrimiçi Kaynaklar**

Sermaye Piyasası Kurulu:	http://www.spk.gov.tr
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası:	http://www.imkb.gov.tr
Özelleştirme İdaresi Başkanlığı:	http://www.oib.gov.tr
T. Sermaye Piy. Aracı Kur. Birliği:	http://www.tspakb.org.tr
Uluslararası Borsalar Federasyonu:	http://www.world-exchanges.org/
Atina Borsası:	http://www.ase.gr
Danimarka Borsası:	http://www.cse.dk/
Avustralya Borsası:	http://www.asx.com.au/
Singapur Borsası:	http://www.ses.com.sg/
Toronto Borsası:	http://www.tsx.com/
Stokholm Borsası:	http://www.se.omxgroup.com/index.aspx
Malezya Borsası:	http://www.klse.com.my/
Hong Kong Borsası:	http://www.hkex.com.hk/index.htm
Frankfurt Borsası:	http://deutsche-boerse.com
İtalya Borsası:	http://www.borsaitalia.it/
Euronext:	http://www.euronext.com/
Nasdaq:	http://www.nasdaq.com/
Tokyo Borsası:	http://www.tse.or.jp/
Londra Borsası:	http://www.londonstockexchange.com/en-gb/
New York Borsası:	http://www.nyse.com/