



# BORSA ŞİRKETLEŞMELERİ VE İMKB ÖZELLEŞMESİ

Şubat 2006



**TSPAKB**

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

---

# **BORSA ŞİRKETLEŞMELERİ VE İMKB ÖZELLEŞMESİ**

**Şubat 2006**

Yayın Adı : Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi  
Editör : Alparslan Budak  
Hazırlayanlar : Alparslan Budak, Zeynep Emre  
Basıldığı Matbaa : Printcenter  
Tel.: (212) 282 41 90  
Faks: (212) 280 96 04  
Basım Yeri : İstanbul  
Basım Tarihi : Şubat 2006  
Yayın No. : 26

Bu kitap Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibariyle güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ISBN-975-6483-21-0

# Sunuş

---



Son yıllarda uluslararası piyasalardaki gelişmelere baktığımızda, borsaların giderek artan bir hızla kâr amaçlı şirketlere dönüştüğünü görüyoruz. Fakat bu dönüşümün, piyasa koşullarının zorlaması sonucunda, borsaların gelişiminin doğal bir evresi olarak gerçekleştiğini de söylememiz gerek. Diğer bir deyişle, dönüşüm ihtiyacı kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Temel amaç ise borsaların daha verimli işleyen ve sermaye piyasalarının gelişimini hızlandıracak yapılar haline getirilmesidir.

Atina Borsası örneğinde olduğu gibi çevresel koşullar henüz oluşmadan, farklı amaçlarla yapılan şirketleşme deneyimleri, öncelikle yatırımcıları, bunun doğal sonucu olarak da sermaye piyasasının genelini, olumsuz yönde etkilemektedir. Atina Borsası'nda kamu, ortaklık ve yönetimdeki varlığını sürdürmüş, yatırımcılar gelir amacı ile yapılan halka arz sonucunda önemli ölçüde mağdur olmuş, arzu edilen verimlilik ve büyüme sağlanamamıştır.

Ülkemize baktığımızda ise, borsaların kâr amaçlı şirketler haline

gelmesi yolunda önemli bir değişimin başladığını görmekteyiz. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ile Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. gibi, piyasamızdaki yeni borsalar, anonim şirket yapısında kurulmaktadır. Şimdi sırada İMKB'nin şirketleşmesi bulunmaktadır.

İMKB, sermaye piyasamızın gelişimine, reel sektörün düşük maliyetli ve uzun vadeli fon sağlmasına ve ülke ekonomisinin büyüme hızına çok önemli katkılarda bulunmaktadır.

İMKB'de işlem gören 304 şirketin toplam piyasa değeri 160 milyar \$ civarında olup günlük hisse senedi işlem hacmi 800 milyon \$ seviyesindedir. Halka açık şirketlere bugüne kadar İMKB üzerinden aktarılan kaynak 25 milyar \$'a ulaşmıştır.

İMKB bünyesindeki tahvil-bono ve repo-ters repo piyasaları, devlet iç borçlanma senetlerine çok önemli bir ikincil piyasa likiditesi sağladığından devlet borçlanmasına katkıda bulunmaktadır. Çünkü, likit bir ikincil piyasanın varlığı likidite riskini düşürerek devlet borçlanmasının daha düşük maliyetle gerçekleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Sermaye piyasasında, yaklaşık 6.000'i aracı kurumlarda olmak üzere, 25.000 civarında yüksek eğitimli ve nitelikli personel çalışmaktadır.

Portföy yatırımları yolu ile hem hisse senetlerinde hem de sabit getirili menkul kıymetlerde yabancı sermaye girişine imkân sağlamaktadır.

Bir milyonu aşkın yatırımcı, birikimlerini hisse senetlerinde, diğer ülke borsalarına kıyasla oldukça düşük maliyetlerle değerlendirmektedir.

Görüldüğü üzere İMKB, çok geniş kitlelere önemli hizmetler sunmaktadır. Bu çerçevede, İMKB'nin özelleşmesi konusunda

alınacak kararlar, ekonominin genelini etkileyecek derecede önemlidir ve atılacak adımlar çok dikkatli bir şekilde belirlenmelidir.

İMKB, kurulduğundan bugüne çok hızlı bir gelişim göstermiştir. Fakat son yıllarda, önce makroekonomik koşullardaki olumsuzlukların etkisi, ardından kamunun idari ve mali yapıya müdahaleleri ile İMKB'nin mali yapısı olumsuz yönde etkilenmiştir.

Bu noktada, İMKB'nin daha verimli işleyen, sermaye piyasasının gelişimine ve ülke ekonomisine daha büyük katkılarda bulunan bir yapıya ulaşması için gerekli olan iki koşul, idari ve mali özerkliğin sağlanmasıdır.

Borsalar, sermaye piyasasının yapısı gereği hızlı karar alma ve esnek hareket etme kabiliyetine sahip olmalıdır. Fakat, mevcut durumda İMKB'nin bütçesi de dahil olmak üzere, önemli yönetim kararları düzenleyici otoritenin onayına tabidir. Mali özerklik ise Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerle zedelenmiştir. İMKB, giderek ihtiyaç duyduğu yatırımları yapamayacak bir kurum hüviyetine bürünmektedir. Bu yapıdan bir an önce çıkmak gerekmektedir.

Dünya uygulamalarında görüldüğü üzere, borsalar şirketleşme çalışmalarını üyelerinin kararı ile, kendi bünyelerinde yürütmektedir. İMKB de şirketleşmesini kendi bünyesi içinde yürüteceği bir dizi faaliyet çerçevesinde ele almalıdır.

Bu doğrultuda yapılması gerekenler bize göre çok açıktır. Öncelikle, İMKB'nin yürütmesi gereken işlevler gözden geçirilip yeniden yapılanmaya gidilmelidir.

Bununla birlikte, İMKB'nin idari ve mali özerkliğe kavuşması gereklidir. Bu amaçla, idari özerkliği sağlamak için İMKB'nin Yönetim Kurulu Başkanı Genel Kurul'ca seçilmelidir. Düzenleyici

otoritenin onayına sunulması gereken kararların çerçevesi açık olarak belirlenmelidir.

Öte yandan, mali özerkliğin sağlanması için Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelere ilişkin yasa değiştirilmelidir. Bütçesinin oluşturulması ve harcamalarına ilişkin sınır ve yetkiler Genel Kurul'un tasarrufunda olmalıdır. İMKB'yi kamu kurumu olarak gören düzenlemeler gözden geçirilmelidir.

Şirketleşme süreci ise, özerkleşme ve verimlilik esaslarına uygun bu yeniden yapılanmanın ardından gelmelidir. Önce şirketleşme yönüne gidilip ardından belli sorunların çözüme kavuşturulmaya çalışılması verimli sonuçlar doğurmayacaktır.

İMKB, üyeleri olan aracı kuruluşların katkıları ile kurulmuş, Genel Kurul'u üyelerinden oluşan, Yönetim Kurulu'ndaki beş üyesinden dördünü aracı kuruluşların temsilcilerinin oluşturduğu bir kurumdur. Dolayısıyla, İMKB'nin özelleşmesi konusu öncelikle Birliğimizi ve üyelerimiz olan aracı kuruluşlarımızı yakından ilgilendirmektedir. Bu sebeple Birliğimiz, İMKB'nin özerkleşme ve şirketleşme sürecinde her türlü katkıyı sağlamaya hazırdır.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİR BİLEK  
BAŞKAN



# İçindekiler

---

<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>
<b>A. İMKB'NİN MEVCUT YAPISI</b>	<b>3</b>
1. Tarihçe	3
2. İMKB İle İlgili Yasal Çerçeve	4
3. Organizasyon Yapısı	8
4. Piyasa Verileri	11
5. Mali Yapı	14
<b>B. ULUSLARARASI UYGULAMALARDA BORSA ŞİRKETLEŞMELERİ</b>	<b>23</b>
1. Yurtdışı Borsalarda Mevcut Yapılar	23
2. Borsaların Oluşumu	25
3. Şirketleşmenin Sebepleri	26
4. Şirketleşme Süreci	29
5. Şirketleşmenin Sorunları	31
6. Yurtdışı Borsalarda Şirketleşme	36
7. Avustralya Borsası	37
8. Atina Borsası	38
9. Deutsche Börse	39
10. Londra Borsası	41
11. Hong Kong Borsası	42
12. Singapur Borsası	42
13. Stockholm Borsası	43
14. Toronto Borsası	44
15. Tokyo Borsası	44
16. Sonuç ve Değerlendirme	46
<b>C. İMKB İÇİN ÖNERİLER</b>	<b>47</b>
1. İMKB Özelleşmesi Komitesi	49
2. Yasal Çerçeve	50
3. Şirketleşme	50
4. Ortaklık Yapısı	51
5. Yönetim Yapısı	52
6. Olası Çıkar Çatışmaları	52
7. Üyelik	54
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME</b>	<b>55</b>



# GİRİŞ

---

Küresel sermaye piyasalarında özellikle 1990'ların ikinci yarısından itibaren belirginleşen trendler arasında en önemlisi borsaların geleneksel "kooperatif" benzeri yapılardan uzaklaşıp kâr amaçlı şirketler haline dönüşmeleridir. Bu dönüşümün çevresel faktörlerin bir sonucu, hatta neredeyse zorlaması, olarak ortaya çıktığı da yadsınamaz bir gerçektir.

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

Piyasalar ve ülkeler arası rekabet baskısı sadece yatırımcılardan, yani sadece talep tarafından kaynaklanmamaktadır. Arz tarafından gelen bir etki de görülmektedir.

Küreselleşme kavramı ve kültürünün benimsenmesi ile, şirketler bütün dünyada faaliyet göstermeye dönük bir vizyon kazanmaya başlamıştır. Bu vizyon, doğal olarak şirketlerin finansmanı için dünyanın çeşitli ülkelerindeki kaynakların değerlendirilmesini kapsamaktadır. Bu aşamada da şirketler, kendileri için düşük finansman ve ihraç maliyeti doğuracak ülkeleri ve piyasaları tercih etmektedirler.

Gelişen teknolojinin sağladığı olanaklara ek olarak piyasalar ve ülkeler arasında artan bu rekabet koşulları, işlem maliyetlerini

önemli ölçüde düşürmüştür. Bunun borsalar açısından anlamı ise, gelirlerinin azalmasıdır. Öte yandan, rekabet koşullarına ayak uydurabilmek için giderek artan boyutlarda teknoloji yatırımı yapma ihtiyaçları ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, borsaların da değişen bu çevresel faktörlere uyum sağlayabilmek için yapısal bir dönüşüm geçirmeleri kaçınılmaz hale gelmiştir. Önerilen çözüm ise, kâr amacı gütmeyen kooperatif benzeri yapıdan uzaklaşıp verimliliğin esas alındığı kâr amacı güden bir şirket yapısına geçilmesi olmuştur.

Benzer trendin ülkemize de yansımalarını görmek mümkündür. Örneğin, Şubat 2005'te faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., kâr amacı güden bir şirket olarak yapılanmıştır. 2006 yılı içinde faaliyete geçmesi planlanan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. de benzer yapıda kurulmaktadır. Öte yandan, İMKB'nin de şirketleşmesine dönük çalışmalar yapılması gündemdedir.

İMKB, ülke tasarruflarının değerlendirilmesi, sermaye akışlarının verimli alanlara yönlendirilmesi, reel sektör yatırımlarına fon sağlanması, yabancı sermaye girişine katkıda bulunması ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırması gibi işlevlerinden dolayı, ekonominin dengelerini etkileyebilecek bir konuma sahiptir. Bu nedenle, şirketleşmesinin son derece dikkatli adımlarla yürütülmesi gereği açıktır.

Bu rapor, İMKB'nin şirketleşmesi ve özelleşmesi konusunu geniş bir perspektiften ele almaktadır. İlk bölümde İMKB'nin mevcut yapısı ortaya konmakta, ardından uluslararası uygulamalarda borsa şirketleşmeleri konusu incelenmektedir. Son bölümde ise bu çalışmalar ışığında İMKB için geliştirilen alternatif öneriler tartışılmaktadır.

# A. İMKB'NİN MEVCUT YAPISI

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.

## 1. Tarihçe

İMKB'nin kuruluşundan itibaren yaşanan önemli gelişmeler aşağıda özetlenmektedir.

1981	Sermaye Piyasası Kanunu çıkarıldı
1982	Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu.
Ekim 1983	Menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören kararname çıktı.
Ekim 1984	Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Resmi Gazete'de yayınlandı.
Mart 1985	İlk İMKB Başkanı atandı.
Aralık 1985	İMKB resmen açıldı.
Ocak 1986	İşlemler Çağaloğlu'ndaki binada başladı.
Kasım 1987	Karaköy'deki binaya taşınıldı.
Temmuz 1989	Takas ve Saklama Merkezi kuruldu.
Ağustos 1989	Yabancı işlemlerini öngören 32 sayılı KHK yayınlandı.
Haziran 1991	Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı faaliyete geçti.
Ocak 1992	Takas ve Saklama Merkezi şirketleşti.
Şubat 1993	Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı faaliyete geçti.

Aralık 1993	50 hissede ELIT sistemine geçildi.
Temmuz 1994	Seans sayısı 2'ye, işlem saati 4'e, takas günü T+2'ye çıkarıldı.
Kasım 1994	Tüm hisseler ELIT sistemine geçti.
Ocak 1995	Bölgesel Pazarlar ve Toptan Satışlar Pazarı oluşturuldu.
Mart 1995	İMKB Kotasyon Yönetmeliği ilk kez düzenlendi.
Nisan 1995	Yeni Şirketler Pazarı faaliyete geçti.
Mayıs 1995	İstinye'deki binada faaliyete geçildi.
Temmuz 1995	İMKB Takas ve Saklama A.Ş. bankaya dönüştü.
Eylül 1996	Takasbank'ta Ödünç Menkul Kıymet ve Menkul Kıymet Kredi İşlemleri başladı. Borsa Para Piyasası kuruldu.
Aralık 1996	Gözaltı Pazarı kuruldu. Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası kuruldu.
Mayıs 1999	Müşteri ismine saklama sistemine geçildi.
Şubat 2000	Tahvil ve Bono Piyasası işlemlerinde uzaktan erişimin ilk adımı başladı.
Nisan 2000	Disketle emir iletimi başladı.
Temmuz 2000	Hisse Senedi Piyasasında uzaktan erişim yaygınlaştı.
Ağustos 2001	Seans saatleri 09:30-12:00 ve 14:00-16:30 olarak uzatıldı.
Ağustos 2002	İşlem sıraları kapatılan hisse senetleri borsa dışında işlem görmeye başladı.
Mart 2003	Hisse Senetleri Piyasası'nda Bölgesel Pazar İkinci Ulusal Pazar'a, Yeni Şirketler Pazarı Yeni Ekonomi Pazarı'na dönüştürüldü.
Kasım 2004	Borsa Yatırım Fonu Pazarı kuruldu.
Ocak 2005	Vadeli İşlemler Piyasası kapandı.

## 2. İMKB ile İlgili Yasal Çerçeve

---

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

İMKB mevcut durumda;

- i. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40. maddesi (Borsalar ve Teşkilatlanmış Piyasalar),

- ii. 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname,
  - iii. 4568 sayılı Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun'un 6/4'üncü Fıkrası (Tescil Ücretleri),
  - iv. 5398 sayılı Kanun'un Geçici 2. Maddesi (Maliye Bakanlığı Ödemeleri),
- çerçevesinde faaliyette bulunmaktadır.

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.

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

4568 sayılı Kanun'da yer alan bir hüküm İMKB'nin tescil ücretlerini belirlemeye yetkili olduğunu ve tescil işlemlerinin zorunlu olduğunu ifade etmektedir.

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

### **Sermaye Piyasası Kanunu Madde 40'ın Özeti**

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.

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 Kurul bütçesine gelir olarak kaydedilir.

### **91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'nin Özeti**

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 başlıklardan 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.

### **4568 sayılı Bazı Fonların Tasfiyesi Hakkında Kanun'un 6/4'üncü Fıkrasının Özeti**

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.

### **5398 sayılı Kanunun Geçici 2. Maddesinin Özeti**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nca 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.

### **3. Organizasyon Yapısı**

---

İMKB'nin idari yapısı ile ilgili organlar aşağıda özetlenmektedir.

#### **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.

#### **Yönetim Kurulu**

İMKB, genel kurulca seçilen beş 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.

### **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.

### **Başkan Yardımcıları**

İMKB'de toplam 6 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 genel yönetimini ve temsilini yürütürler.

### **Hukuk Başmüşaviri**

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

### **Teftiş Kurulu**

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

### **Danışmanlar**

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

### **Müdürlükler**

İMKB'nin günlük iş ve işlemleri çeşitli müdürlükler aracılığıyla yürütülür.

1. Özel Kalem Müdürlüğü

2. Koruma ve Güvenlik Müdürlüğü
3. Araştırma Müdürlüğü
4. Bilgi Sistemleri Merkezi
5. Eğitim ve Yayın Müdürlüğü
6. İdari İşler Müdürlüğü
7. Personel Müdürlüğü
8. Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü
9. Kotasyon Müdürlüğü
10. Mali İşler Müdürlüğü
11. Dış İlişkiler Müdürlüğü
12. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası Müdürlüğü
13. Yapı ve İşletme Müdürlüğü
14. Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü
15. Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğü
16. Risk Yönetim Müdürlüğü
17. Üye İşleri Müdürlüğü
18. Hukuk İşleri Müdürlüğü
19. Teftiş ve Gözetim Kurulu Başkanlığı

### **Komiteler**

İMKB 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 alarak Yönetim Kurulu'nun onayına sunulmasından sorumludur.

Uyuşmazlık Komitesi, Borsa işlemlerine ilişkin olarak, üyeler ve üyelerle müşteriler arasında çıkan uyuşmazlıkların idari yoldan

çözümü ile ilgili olarak Yönetim Kurulu'na yardımcı olur.

İMKB'de ayrıca, alım-satım teknolojilerinin geliştirilmesi, vadeli işlemler de dahil olmak üzere yatırım araçlarının tanıtımı ve İMKB'nin geliştirilmesi gibi çeşitli komiteler kurulmuştur.

### **Piyasalar**

İMKB bünyesinde dört piyasa faaliyet göstermektedir;

1. Hisse Senedi Piyasası
  - a) Ulusal Pazar
  - b) II. Ulusal Pazar
  - c) Yeni Ekonomi Pazarı
  - d) Fon Pazarı
  - e) Gözaltı Pazarı
  - f) Birincil Piyasa
  - g) Toptan Satışlar Pazarı
2. Tahvil-Bono Piyasası
  - a) Kesin Alım-Satım Pazarı
  - b) Repo-Ters Repo Pazarı
  - c) Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı
3. Uluslararası Pazar
  - a) Depo Sertifikaları Piyasası
  - b) Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçmesi sebebi ile İMKB bünyesindeki Vadeli İşlemler Piyasası 2005 yılının Ocak ayında kapatılmıştır.

## **4. Piyasa Verileri**

---

İMKB'nin hisse senetleri piyasası ve tahvil-bono piyasası ile ilgili veriler arka sayfadaki tablolarda sunulmaktadır.

Veriler incelendiğinde 2000 yılına kadar hızlı ve düzenli sayılabilecek bir artış görülmektedir. Bununla beraber, 2000 yılı sonundaki ve 2001 yılındaki ekonomik krizlerin ardından tüm

göstergelerde gerileme gözlenmektedir. 2003 ve 2004 yılındaki toparlanmaya rağmen, büyüklükler halen daha 1999 ve 2000 yılında erişilen seviyelere ulaşamamıştır.

<b>Hisse Senedi Piyasası Verileri</b>			
	<b>Kote Şirket Sayısı</b>	<b>Piyasa Değeri (mn. \$)</b>	<b>İşlem Hacmi (mn. \$)</b>
1986	80	938	13
1987	82	3,125	118
1988	79	1,128	115
1989	76	6,756	773
1990	110	18,737	5,854
1991	134	15,564	8,502
1992	145	9,922	8,567
1993	160	37,824	21,770
1994	176	21,785	23,203
1995	205	20,782	52,357
1996	228	30,797	37,737
1997	258	61,879	58,104
1998	277	33,975	70,396
1999	285	114,271	84,034
2000	315	69,507	181,934
2001	310	47,689	80,400
2002	288	34,402	70,756
2003	285	69,003	100,165
2004	297	98,073	147,755
2005	304	162,814	201,763

Kaynak: İMKB

İşlem gören şirket sayısının artmaması, tam tersine son 5 yıllık süreç içinde azalması, kotasyon gelirlerini olumsuz yönde etkilemiştir.

İMKB Tahvil-Bono piyasasındaki işlemler yeniden 2000 yılındaki seviyelere ulaşırsa da tescil işlemlerindeki düşüş dikkat çekmektedir.

<b>Tahvil-Bono Piyasası İşlem Hacimleri (mn. \$)</b>				
	<b>İMKB</b>		<b>Tescil</b>	
	<b>Kesin Alım-Satım</b>	<b>Repo-Ters Repo</b>	<b>Kesin Alım-Satım</b>	<b>Repo-Ters Repo</b>
1986			1,578	
1987			5,468	
1988			8,052	
1989			15,900	
1990			37,664	
1991	312		67,205	
1992	2,406		88,632	
1993	10,728	4,794	167,119	
1994	8,832	23,704	262,083	
1995	16,509	123,254	443,867	
1996	32,737	221,405	58,371	741,586
1997	35,472	374,384	82,335	1,047,214
1998	68,399	372,201	235,294	1,141,506
1999	83,842	589,267	404,278	1,264,336
2000	262,941	886,732	502,253	1,621,603
2001	37,297	627,244	89,660	775,388
2002	67,256	480,725	89,487	277,282
2003	144,422	701,545	100,443	253,972
2004	262,596	1,090,476	157,678	281,312
2005	359,371	1,387,221	174,435	251,326

Kaynak: İMKB

Tescil işlemleri aracı kuruluşların Borsa dışında yaptıkları işlemlerden kaynaklanmaktadır. 2001 yılında, özellikle repo işlemleri üzerine getirilen yüksek oranlı stopaj, yatırımcıların repo yerine alternatif yatırım araçlarına yönelmelerine sebep olmuştur. Son yıllarda B tipi fonlarda, özellikle de likit fonlarda görülen artışın repo yatırımcılarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Özetle, vergiden dolayı bireysel yatırımcılarla yapılan repo işlemleri daralmış, yatırımcılar daha düşük stopaj oranına tabi olan yatırım fonlarına yönelmiştir.

Yatırım fonları ise repo işlemlerini Borsa'da yapmaktadırlar. Diğer bir deyişle, tescil işlemlerinin bir kısmı Borsa içine kaymıştır. Tablodan izleneceği üzere, 2000 yılından itibaren Borsa dışında yapılan repo işlemleri önemli ölçüde gerilemiştir. Bununla beraber, Borsa'da yapılan repo işlemleri 2004 yılından itibaren, 2000 yılındaki seviyelerin de üzerine çıkmıştır. Bu durum da yatırımcıların bireysel repodan yatırım fonlarına geçtiğine işaret etmektedir. Benzer yapının devamı halinde, İMKB'nin tescil gelirlerinin geçmiş yıllardaki kadar önemli olmayacağı öngörülmektedir.

## **5. Mali Yapı**

---

İMKB'nin temel mali büyüklükleri yan sayfadaki tablolarda sunulmaktadır. Piyasa koşullarındaki olumsuzluklar ve Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemeler İMKB'nin mali yapısını önemli ölçüde etkilemiştir.

### **Bilanço**

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.

Hazır Değerler, İMKB'nin vadeli mevduat hesaplarını ve yatırım fonlarını ifade etmektedir. Küçülen bir bilanço büyüklüğü içindeki payın gerilemesi, dolar bazında daha çarpıcı olarak görülmektedir. Hazır değerler, 2000 yılında 394 milyon \$ iken 2004 yılında 14 milyon \$'a inmiştir.

Hazır Değerlerdeki gerileme Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerden kaynaklanmaktadır. 2000 yılından itibaren yapılan ödemeler yan sayfadaki tabloda sunulmuştur. Son 5 yılda yapılan ödemeler toplamı 769 milyon \$'a ulaşmıştır.



000 \$	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Maliye Bakanlığı Ödemeleri</b>	389,148	129,012	175,874	31,660	42,986

<b>İMKB BİLANÇO</b>					
000 \$	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>418,572</b>	<b>190,954</b>	<b>62,970</b>	<b>47,872</b>	<b>28,367</b>
Hazır Değerler	394,261	180,634	46,308	26,193	13,658
Alacaklar	6,958	3,405	13,619	19,845	12,474
Diğer Dönen Varlıklar	17,353	6,915	3,042	1,834	2,235
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>31,293</b>	<b>46,750</b>	<b>89,182</b>	<b>142,712</b>	<b>178,468</b>
Alacaklar	3,655	3,272	28,270	45,331	57,304
Mali Duran Varlıklar	5,908	5,650	8,830	13,497	18,720
Maddi Duran Varlıklar	20,484	37,338	51,652	83,336	102,212
Maddi Olm. Duran Varlık	1,247	489	431	549	231
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>449,866</b>	<b>237,704</b>	<b>152,152</b>	<b>190,584</b>	<b>206,835</b>
<b>KV Yabancı Kaynaklar</b>	<b>54,220</b>	<b>8,049</b>	<b>34,727</b>	<b>5,434</b>	<b>6,273</b>
Borçlar	1,784	983	1,444	1,291	677
Ödenecek Vergi/Diğ.Yük.	7,662	3,052	33,134	4,139	5,592
Borç/Gider Karşılıkları	44,773	4,015	149	4	5
<b>UV Yabancı Kaynaklar</b>	<b>20,277</b>	<b>13,613</b>	<b>14,386</b>	<b>17,337</b>	<b>20,338</b>
Borçlar	74	27	25	25	26
Borç/Gider Karşılıkları	20,202	13,586	14,361	17,313	20,312
<b>Özkaynaklar</b>	<b>375,369</b>	<b>216,042</b>	<b>103,039</b>	<b>167,813</b>	<b>180,223</b>
Sermaye Yedekleri	18,565	13,399	30,781	52,620	63,212
Geçmiş Gelir-Gider Farkı	163,363	110,651	-15,207	85,040	74,455
Cari Yıl Gelir-Gider Farkı	193,442	91,991	87,465	30,152	42,556
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>449,866</b>	<b>237,704</b>	<b>152,152</b>	<b>190,584</b>	<b>206,835</b>

Kaynak: İMKB

Dönen Varlıklar altındaki Alacaklar hesabı, Resmi Dairelerden Alacakları ifade etmektedir. Resmi Daireler içinde ise en önemli kalemi Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alacaklar oluşturmaktadır.

<b>İMKB BİLANÇO YAPISI</b>					
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>93%</b>	<b>80%</b>	<b>41%</b>	<b>25%</b>	<b>14%</b>
Hazır Değerler	88%	76%	30%	14%	7%
Alacaklar	2%	1%	9%	10%	6%
Diğer Dönen Varlıklar	4%	3%	2%	1%	1%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>7%</b>	<b>20%</b>	<b>59%</b>	<b>75%</b>	<b>86%</b>
Alacaklar	1%	1%	19%	24%	28%
Mali Duran Varlıklar	1%	2%	6%	7%	9%
Maddi Duran Varlıklar	5%	16%	34%	44%	49%
Maddi Olm. Duran Varlık	0%	0%	0%	0%	0%
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>KV Yabancı Kaynaklar</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	<b>23%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
Borçlar	0%	0%	1%	1%	0%
Ödenecek Vergi/Diğ.Yük.	2%	1%	22%	2%	3%
Borç/Gider Karşılıkları	10%	2%	0%	0%	0%
<b>UV Yabancı Kaynaklar</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
Borçlar	0%	0%	0%	0%	0%
Borç/Gider Karşılıkları	4%	6%	9%	9%	10%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>83%</b>	<b>91%</b>	<b>68%</b>	<b>88%</b>	<b>87%</b>
Sermaye Yedekleri	4%	6%	20%	28%	31%
Geçmiş Gelir-Gider Farkı	36%	47%	-10%	45%	36%
Cari Yıl Gelir-Gider Farkı	43%	39%	57%	16%	21%
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Kaynak: İMKB

Diğer Dönen Varlıklar hesabı, Mevduat Faiz Tahakkukları ve Ödenen Avansları göstermektedir. İMKB'nin bankalardaki mevduatı, dolayısıyla faiz tahakkukları, önemli ölçüde azaldığından Diğer Dönen Varlıklar hesabı 17 milyon \$'dan 2 milyon \$'a gerilemiştir.

Duran Varlıklar grubu altındaki Alacaklar hesabı, çeşitli kurumlara verilen Depozito ve Teminatların yanı sıra Takasbank'ta takip edilen Garanti Fonu hesabını içermektedir.

Mali Duran Varlıklar, İMKB'nin Takasbank ve çeşitli borsalardaki iştirak paylarını göstermektedir.

Maddi Duran Varlıklar, İMKB'nin gayrimenkullerinden oluşmaktadır.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar, çeşitli bilgisayar yazılımlarının lisanslarından kaynaklanmaktadır.

Pasif tarafında Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler hesabında 2002 yılında görülen artış, Maliye Bakanlığı'na yapılacak olan ödemelere ayrılan karşılıktan kaynaklanmaktadır. Diğer yıllarda benzer bir karşılık ayrılmamıştır.

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar altındaki Borç ve Gider Karşılıkları İMKB personelinin Kıdem Tazminatı ve Hizmet İkramiyeleri için ayrılan karşılıklardır.

Özkaynaklar altındaki Sermaye Yedekleri, yeniden değerlendirme hesaplarından oluşmaktadır.

Geçmiş Yıllar Gelir-Gider Farkı hesabında 2002 yılında görülen -15 milyon \$ tutarındaki rakam, Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemelerden kaynaklanmaktadır.

**Gelir Tablosu**

Daha önceki bölümlerde değinilen olumsuz piyasa koşulları ve Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemeler, İMKB'nin gelir-gider dengesini de önemli ölçüde etkilemiştir.

<b>İMKB GELİR TABLOSU</b>					
<b>000 \$</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>334,663</b>	<b>229,688</b>	<b>140,624</b>	<b>72,095</b>	<b>86,044</b>
<b>Faaliyet Gelirleri</b>	<b>142,250</b>	<b>51,788</b>	<b>34,416</b>	<b>35,354</b>	<b>54,125</b>
Tescil Ücretleri	102,753	30,795	14,454	9,993	12,979
Borsa Payları	33,378	16,488	16,271	20,343	32,471
Kotasyon Ücretleri	6,087	4,457	3,639	4,941	8,574
Yıllık Üye Aidatları	33	49	52	77	101
<b>Diğer Faaliyet Gelir.</b>	<b>35,224</b>	<b>19,899</b>	<b>17,994</b>	<b>9,189</b>	<b>12,006</b>
Ofis ve Terminal	25,758	7,398	4,553	2,956	3,063
Veri Yayın	5,405	6,632	5,615	5,563	6,539
Diğer	4,060	5,869	7,827	670	2,405
<b>Faaliyet Dışı Gelirler</b>	<b>157,189</b>	<b>158,001</b>	<b>88,215</b>	<b>27,552</b>	<b>19,913</b>
Faiz Gelirleri	153,714	148,159	78,563	27,252	16,939
Diğer	3,475	9,842	9,652	301	2,974
<b>Toplam Giderler</b>	<b>126,661</b>	<b>121,360</b>	<b>45,458</b>	<b>43,931</b>	<b>46,056</b>
<b>Genel Yönetim Gider.</b>	<b>100,508</b>	<b>108,024</b>	<b>37,948</b>	<b>35,408</b>	<b>38,668</b>
Personel Giderleri	34,477	23,741	22,244	21,567	25,958
Maliye Bakanlığı Ödeme.	42,422	69,408	476	1,680	522
Diğer	23,609	14,875	15,228	12,162	12,188
<b>SPK Ödemeleri</b>	<b>24,021</b>	<b>11,717</b>	<b>4,238</b>	<b>3,472</b>	<b>2,954</b>
Diğer	2,132	1,619	3,272	5,051	4,434
<b>Gelir-Gider Farkları</b>	<b>208,002</b>	<b>108,328</b>	<b>95,166</b>	<b>28,164</b>	<b>39,988</b>

Kaynak: İMKB

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.

<b>İMKB GELİR TABLOSU YAPISI</b>					
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Faaliyet Gelirleri</b>	<b>43%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>49%</b>	<b>63%</b>
Tescil Ücretleri	31%	13%	10%	14%	15%
Borsa Payları	10%	7%	12%	28%	38%
Kotasyon Ücretleri	2%	2%	3%	7%	10%
Yıllık Üye Aidatları	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Diğer Faaliyet Gelir.</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>
Ofis ve Terminal	8%	3%	3%	4%	4%
Veri Yayın	2%	3%	4%	8%	8%
Diğer	1%	3%	6%	1%	3%
<b>Faaliyet Dışı Gelirler</b>	<b>47%</b>	<b>69%</b>	<b>63%</b>	<b>38%</b>	<b>23%</b>
Faiz Gelirleri	46%	65%	56%	38%	20%
Diğer	1%	4%	7%	0%	3%
<b>Toplam Giderler</b>	<b>38%</b>	<b>53%</b>	<b>32%</b>	<b>61%</b>	<b>54%</b>
<b>Genel Yönetim Gider.</b>	<b>30%</b>	<b>47%</b>	<b>27%</b>	<b>49%</b>	<b>45%</b>
Personel Giderleri	10%	10%	16%	30%	30%
Maliye Bakanlığı Ödeme.	13%	30%	0%	2%	1%
Diğer	7%	6%	11%	17%	14%
<b>SPK Ödemeleri</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>
Diğer	1%	1%	2%	7%	5%
<b>Gelir-Gider Farkları</b>	<b>62%</b>	<b>47%</b>	<b>68%</b>	<b>39%</b>	<b>46%</b>

Kaynak: İMKB

Gelirlerdeki düşüşün iki ana sebebi vardır; tescil ücretleri ve faiz gelirlerindeki azalış.

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.

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.

Ofis ve Terminal kiralalarında 2000 yılında görülen yüksek rakam, o yılın işlem hacminin yüksekliğinden dolayı yetersiz kalan terminallerin ihale ile aracı kurumlara kiralanması sonucu elde edilen gelirlerden kaynaklanmaktadır. 2000 yılının ardından terminal talebi ve kiralaları düşmüştür. Buna ek olarak, ofis kiralalarının da düşürülmesi, Ofis ve Terminal kirası gelirlerinin azalarak yılda 3 milyon \$ seviyesinde kalmasına yol açmıştır.

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

Diğer Faaliyet Gelirleri, basılı yayın satışları, sosyal tesis gelirleri, eğitim gelirleri gibi kalemlerden oluşmaktadır.

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 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. Personel Giderleri beş yıl öncesine kıyasla %25 oranında daha düşüktür.

2000 ve 2001 yıllarındaki en önemli gider hesabı, Maliye Bakanlığı'na yapılan ödemeler iken, 2002 yılında yapılan bir muhasebe değişikliğiyle, yapılan ödemeler Geçmiş Yıllar Gelir-Gider Farkı hesabında gösterilmeye başlanmıştır.

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



## B. ULUSLARARASI UYGULAMALARDA BORSA ŞİRKETLEŞMELERİ

Borsaların geleneksel yapısı, kâr amacı gütmeyen, üyeler tarafından kurulan ve yönetilen “kooperatif” benzeri kurumlardır. Bu yapı 1990’ların başından itibaren değişmeye başlamış ve borsalar kâr amacı güden şirketler haline dönüşmeye başlamıştır.

### 1. Yurtdışı Borsalarda Mevcut Yapılar

Uluslararası Borsalar Federasyonu (WFE-World Federation of Exchanges) dünya borsaları hakkında karşılaştırmalı veriler sağlamaktadır. WFE’nin üyesi olan borsa sayısı 2004 yılında 54 iken, 2005 yılında bu sayı 57’ye çıkmıştır.

WFE’nin üyeleri arasında yaptığı bir araştırmanın özet sonuçları aşağıda sunulmaktadır. 2004 yılında WFE’nin 54 üyesi olmasına rağmen tabloda 49 borsanın verileri sunulmaktadır. Bunun en önemli sebebi, dört borsanın birleşmesiyle oluşmuş olan Euronext’in aşağıdaki tabloda tek borsa olarak görülmesidir.

WFE Üyesi Borsaların Kâr Motivasyonu	1998	2001	2004
Kâr Amacı Güden	18	35	34
Kâr Amacı Gütmeyen	30	16	15
Kâr Amacı Güden	37%	69%	69%
Kâr Amacı Gütmeyen	63%	31%	31%

Kaynak: World Federation of Exchanges

Tablodan borsaların giderek kâr amaçlı kurumlar haline geldiği görülmektedir. 1998 yılında WFE üyelerinin %37'si kâr amacı güden borsa iken, 2004 yılında bu oran %69'a çıkmıştır.

Borsaların tüzel kişilik yapıları ise aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

<b>WFE Üyesi Borsaların Ortaklık Yapısı</b>						
	<b>1991</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>1991</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
<b>Şirket</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>34</b>	<b>71%</b>	<b>80%</b>	<b>69%</b>
Tamamı Üyelere Ait	34	18	8	71%	35%	16%
Üyeler Dışında						
Ortakları Olan	0	14	13	0%	27%	27%
Halka Açık	0	9	13	0%	18%	27%
<b>Birlik/Kooperatif</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>
<b>Diğer*</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>10%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>
<b>Toplam</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\* Bu kategoride, aşağıda açıklanan sınıflama değişikliği vardır.

Kaynak: World Federation of Exchanges

1991 ve 2004 yılları arasında şirket yapısındaki borsaların sayısının değişmediği görülmektedir. Fakat bu durum biraz yanıltıcı olabilmektedir. Çünkü, 2004 yılı için "Halka Açık" satırında Euronext tek borsa olarak görülmektedir. Öte yandan, "Diğer" kategorisinde de bir tanım değişikliği yapılmıştır. 2001 yılında sadece İMKB ve Tahran Diğer kategorisi altında iken, 2004 yılında bunlara ek olarak Malta, Buenos Aires, Tayland ve Varşova borsaları gelmiştir.

Bu detayların haricinde, gene de genel eğilimleri belirlemek mümkündür.

Tamamı Üyelere Ait diye nitelenen yapıda, borsa bir anonim şirket haline dönüşmüştür ve ortakları tamamen üyelere olmaktadır. %100'ü üyelere ait olan borsa sayısı giderek azalmaktadır.

Üyeler Dışında Ortakları Olan sınıflandırmasında da borsalar halka kapalı şirketler şeklinde yapılanmıştır. Fakat, ortakları tamamen aracı kuruluşlardan oluşmamaktadır. Ortaklar arasında borsa üyeleri dışında, halka açık şirketler, kurumsal yatırımcılar vb. kurumlar bulunmaktadır. Üyeleri dışında ortakları olan borsaların sayısı artmaktadır.

Halka Açık borsalarda ise borsa bir anonim şirket halindedir ve hisseleri halka arz edilmiştir. Ortaklık yapısı çok geniştir. Bu sınıflamada da hızlı bir artış görülmektedir. 1991 yılında kendinde kote olmuş borsa kavramı düşünülmesi zor bir yapı iken, 2004 yılına gelindiğinde WFE üyesi borsalar arasında halka açık 13 borsa bulunmaktadır.

Birlik/Kooperatif şeklinde örgütlenen borsaların sayısı aynı kalmış görünse de bu artış WFE'ye katılan yeni üyelerin kooperatif yapıda olmasından kaynaklanmaktadır. Birlik/Kooperatif sınıflandırmasında borsa üyeleri tarafından sahip olunan yapılar göz önüne alınmaktadır.

Bu özet gelişimden görüldüğü kadarı ile küresel trend, borsaların kâr amaçlı şirketlere dönüşmesi ve halka açılması yönündedir.

Bu tespitin ardından, borsaların yapılarının nasıl oluştuğu, yapısal değişimin hangi faktörlerden kaynaklandığı, kâr amacı güden şirkete dönüşmenin beraberinde getireceği sorunlar ve dünyada uygulama bulan örnekler incelenmektedir.

## **2. Borsaların Oluşumu**

---

Kısa bir tarihçe, borsaların kurumsal yapılarının oluşumu hakkında fikir verecektir.

1500'lü yıllarda Hollanda'da ve 1700'lü yıllarda Amerika'da tüccarlar, genellikle ticari hareketliliğin en yoğun olduğu

limanlarda toplanarak kendi aralarında belli ürünlerin ve sözleşmelerin alım-satımını yapmaya başlamışlardır.

Bu tür ticari anlaşmalar giderek belli bir mekana taşınmış, alım-satım için ilgililer o merkezde toplanmaya başlamışlardır. Zamanla ve artan ilgi ile alım-satımın yapıldığı mekânlar kalabalıklaşmaya başlamış, çözüm olarak salonlara giriş üyeliğe bağlanmıştır. Dışarıda kalan ve alım-satım yapmak isteyenler bu salonlara üye olan kişilerle anlaşıp emirlerini gerçekleştirmeye başlamışlardır. Böylece, borsalar ve borsa komisyonculuğu doğmuştur.

Tarihsel gelişimin doğal bir sonucu olarak borsalar, üyeler tarafından kurulan ve yönetilen, kâr amacı olmayan kurumlar olarak yapılmışlardır. Bu model yüzyıllardır değişmeden günümüze kadar gelmiştir. Değişime gerek duyulmamasının en önemli sebebi ise, üyelik sisteminin yakın geçmişe kadar ihtiyaçlara cevap verebilmesi olmuştur. Fakat, 1990'lardan itibaren hızlanan teknolojik gelişim ve küreselleşme süreci, borsaların kurumsal yapılarının sorgulanmasına yol açmış ve değişimi zorunlu kılmıştır.

### **3. Şirketleşmenin Sebepleri**

---

Küreselleşme ve teknolojik gelişim, bir yandan borsalara dünyanın her yerinden hızlı erişim imkânı tanıyarak yatırımcıların farklı ülkelerin borsalarında oldukça düşük işlem maliyetleriyle yatırım yapabilmesine olanak tanımış, diğer yandan da şirketlerin dünyanın çeşitli yerlerindeki borsalara kote olabilmelerini sağlamıştır.

Dolayısıyla, borsalar arasında global rekabet ortamı doğmuştur. Bazı ülkelerde ise birden fazla borsa bulunduğu için rekabet, ülke içindeki yerel borsalar arasında da yoğunlaşmaya başlamıştır.

Borsaların gelir kaynakları üç ana kalem altında toplanabilmektedir; kotasyon ve üyelik ücretleri, işlemlerden alınan borsa payları ve veri dağıtım gelirleri. Borsalar arasında artan rekabet, diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, borsaların gelirlerinin azalması riskini doğurmaktadır.

Şirketlerin kendi ülkeleri dışındaki borsalarda kote olabilmeleri nedeniyle, borsalar kotasyon ve kotta kalma ücretlerinde indirimle gidip işlem gören menkul kıymet sayısını artırma zorunluluğu duymaktadırlar. Dolayısıyla, rekabet ortamında borsaların kotasyon ücretlerinde indirimle gitmeleri kaçınılmaz hale gelmektedir.

İşlem komisyonları için de benzer durum söz konusudur. Eğer aynı menkul kıymet iki ayrı borsada işlem görüyorsa, yatırımcı işlem maliyetleri düşük olan borsada işlem yapmayı tercih edebilmektedir. Bu durum kuşkusuz aracı kuruluşlar için de geçerlidir. Eğer bir borsanın üyelik maliyetleri çok ağırlaşırsa aracı kuruluşlar, yasal engel bulunmamak koşuluyla, başka borsalara üye olmayı tercih edebileceklerdir. Dolayısıyla, rekabet koşullarına ayak uyduramayan borsaların gelirlerinde azalma olması kaçınılmazdır.

Borsaların üçüncü önemli gelir kaynağı olan veri dağıtımını ise teknolojik gelişmelere paralel olarak önemini yitirmektedir. Zira, veri iletimi ve yayını çok farklı kanallardan ve düşük maliyetlerle gerçekleştirilebilmektedir.

Görüldüğü üzere, borsalar genel anlamda gelirlerinde gerileme riski ile karşı karşıyadırlar. Öte yandan, elektronik alım-satım sistemlerinin gelişmesi ile beraber borsalar, sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmak ve sistemlerinin hızını ve güvenliğini artırıcı önlemler almak durumundadırlar. Dolayısıyla, sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmayı sağlayacak bir finansman kaynağı gerekmektedir. Mevcut yapıda bu kaynak genelde

üyelerden sağlanmaktadır. Finansman kaynağının çeşitlendirilmesi, gerekli teknoloji yatırımlarının daha kolay yapılabilmesini ve borsanın rekabet gücünü korumasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak, borsa yapılarındaki değişimin temel amacı, alternatif finansman kaynaklarına erişim ve mali yönetimde esneklik ihtiyacıdır. Bu ihtiyacı en iyi karşılayacak mekanizmanın ise kâr amaçlı bir anonim şirket yapısı olduğu öngörülmektedir.

Anonim şirketler; halka arz, sermaye artırımı, borçlanma ve diğer menkul kıymet ihraçları yolu ile finansman sağlayabilmektedir. Kâr amacı gütmeyen kooperatif bir yapıda ise, gelir artırıcı ilk önlem olarak hizmet fiyatlarının, dolayısıyla işlem maliyetlerinin, artırılması düşünülmektedir.

Anonim şirket yapısının getirdiği başka avantajlar da vardır. Üyelik ve ortaklık haklarının ayrıştırılmadığı kooperatif sistemde borsanın yönetiminde söz sahibi olan aracı kuruluşlar aynı zamanda borsa hizmetlerinden de faydalanmaktadır. Diğer bir deyişle borsanın sahibi, yöneticisi ve müşterisi aynı kesimdir.

Bu yapıdan kaynaklanan çıkar çatışmalarının olması da doğaldır. Örneğin Hong Kong Borsası elektronik uzaktan erişim sistemine geçmek istediğinde bazı borsa üyeleri mali durumlarının olumsuz yönde etkileneceği gerekçesi ile bu öneriye karşı çıkmışlardır. Elektronik işlem sistemine geçme konusunda benzer direnç Almanya ve Hollanda'da da görülmüştür.

Anonim şirket yapısında ise borsanın sahipleri, yöneticileri ve üyeleri farklı olabilmektedir. Borsanın ortakları kâr beklentisi ile yatırım yapmış ve borsa hizmetlerinden faydalanmayan kişi ve kurumlar olabilir. Yöneticileri borsanın faaliyetlerinden

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

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

Özetle, borsaları kâr amacı olmayan üye bazlı kurumlar halinden, kâr amaçlı şirketler haline dönüşmeye zorlayan iki temel etken, gelişen teknoloji ve küreselleşmedir. Bu etkenlerin yarattığı değişim ortamını iyi yönetebilmek ve rekabet gücünü korumak için ise finansman gücü ve yönetim esnekliği gerekmektedir. Şirketleşme, bu amaçlara hizmet etmelidir.

#### **4. Şirketleşme Süreci**

---

Borsalar, kâr amacı gütmeyen kooperatifler şeklinde örgütlenmiş olabileceği gibi, bazı ülkelerde örnekleri görüldüğü üzere, kâr amacı gütmeyen şirketler halinde de yapılanmış olabilmektedir.

Genel uygulama olarak, ilk aşamada kâr amacı gütmeyen kooperatif benzeri kurumlar yasa ile kâr amaçlı anonim şirket haline gelmektedir. Çıkarılan hisse senetleri, borsanın o anki üyesi, dolayısıyla sahibi olan aracı kuruluşlara bedelsiz olarak 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.

Kâr amacı olmayan şirket halindeki borsalar ise, kâr amacı güden şirketler haline dönüşmektedir.

İkinci aşamada ise, borsaların sosyal paydaşları belirlenerek tahsisli hisse senedi satışı yapılmaktadır. Finans kurumları, kurumsal yatırımcılar, halka açık şirketler vb. gruplar belirlenerek hisse payları ayrılmaktadır. Tahsisli satış, genelde elde edilen gelirin 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 sermaye artırımını şeklinde yapıldığında borsaya yeni bir kaynak da yaratılmış olmaktadır.

<b>Süreç</b>	<b>Ortaklar</b>	<b>Yönetim</b>	<b>Üyeler</b>
Kâr Amacı Olmayan Kooperatif	Aracı Kuruluşlar	Aracı Kuruluşlar	Aracı Kuruluşlar
Kâr Amaçlı Şirket	Aracı Kuruluşlar	Aracı Kuruluşlar	Aracı Kuruluşlar
Ortak Tabanının Genişlemesi	Aracı Kuruluşlar, Kote Şirketler, Kurumsal Yatırımcılar, Sosyal Paydaşlar	Aracı Kuruluşlar, Kote Şirketler, Kurumsal Yatırımcılar, Sosyal Paydaşlar	Aracı Kuruluşlar
Halka Arz	Aracı Kuruluşlar, Kote Şirketler, Kurumsal Yatırımcılar, Sosyal Paydaşlar, Halka Açık Kısım	Aracı Kuruluşlar, Kote Şirketler, Kurumsal Yatırımcılar, Sosyal Paydaşlar, Halka Açık Kısım	Aracı Kuruluşlar

Tabloda şirketleşme sürecinin özeti sunulmaktadır. İlk aşamada borsa kâr amacı gütmeyen bir yapıdan kâr amaçlı şirket yapısına geçmektedir. Bu aşamada ortaklık, yönetim ve



üyelik haklarında bir değişim olmamaktadır. Mevcut üyelerin üyelik hakları, bedelsiz dağıtılan hisse senetleri ile ortaklık hakkına dönüştürülmektedir.

İkinci aşamada ise yeni ortakların katılımı ile yönetim paylaşılmaya başlanmaktadır. Son aşamada ise halka açık bir şirket haline gelinerek, geniş bir ortaklık ve yönetim tabanına sahip olunmaktadır.

## **5. Şirketleşmenin Sorunları**

---

Şirketleşme, temel sorunlara bir çözüm olarak gösterilse de şirketleşme aşamalarında bazı sorunlar da yaşanmaktadır. Bu sorunları her borsa kendine özgü modeller üreterek çözmeye çalışmıştır. Öncelikle temel sorunların neler olduğuna değinip ardından çeşitli ülke örneklerinde ne tür çözümler üretildiği incelenecektir.

### **İş Modelinin Belirlenmesi**

Öncelikli sorun, borsanın iş modelinin 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.

### **Ortakların Belirlenmesi**

İkinci önemli sorun, borsanın ortaklarının kimlerden oluşacağıdır. Borsalar, her ne kadar üyeleri tarafından kurulan ve işletilen kurumlar olsa da, bu kurumların sosyal boyutu olduğu yadsınamaz. 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. Ülkeler arasında farklı uygulamalar olsa da, genel eğilim; borsaların ilk sahipleri olarak mevcut üyelerin belirlenmesi, ardından çeşitli kesimlere tahsis edilen ortaklık payları ile borsaya yeni fon sağlanması şeklindedir.

### **Yönetimin Belirlenmesi**

Üçüncü sorun, borsanın yönetiminde kimlerin temsil edileceğidir.

Sıradan bir anonim şirkette ortaklar aynı zamanda yönetimi de belirlemektedir. Fakat, yukarıda bahsedilen 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.

### **Halka Açılma**

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 çözülmüştür.

## **Düzenleme ve Denetim Yetkileri**

Sonuncu sorun ise, şirketleşen borsaların düzenleme ve denetleme yetkilerinin kâr amacı ile çelişip çelişmediği konusudur. 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.

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. Fakat 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 kendileri 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 etkilemişti.

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.

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

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 davranabileceği 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.

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 öne sürülmektedir.

Bu konudaki karşıt görüş ise yukarıdakilerle aynı doğrultudadır. Borsalar piyasaların sağlıklı ve kurallara uygun olarak işlemesini sağladığı sürece büyümelerini sürdürebilir. Üyelerin kurallara uyumunu denetlemek, olası sistemik 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.

## 6. Yurtdışı Borsalarda Şirketleşme

Aşağıdaki tablolarda halka açık ve kendinde kote olan borsalar ile şirketleşme çalışmalarını tamamlamış borsalar sunulmaktadır.

<b>Şirketleşen Borsalar</b>		<b>Halka Açık Borsalar</b>	<b>Yıl</b>
Stockholm Borsası	1993	OM Grubu	1987
Helsinki Borsası	1995	Avustralya Borsası	1998
Kopenhag Borsası	1996	Hellenic Exchanges	2000
Amsterdam Borsası	1997	Hong Kong Borsası	2000
İtalya Borsası	1997	Singapur Borsası	2000
Avustralya Borsası	1998	Deutsche Börse	2001
Viyana Borsası	1998	Euronext	2001
Atina Borsası	1999	Instinet	2001
İzlanda Borsası	1999	Londra Borsası	2001
LIFFE	1999	Oslo Borsası	2001
SIMEX	1999	Toronto Borsası	2002
Singapur Borsası	1999		
Chicago Emtia Borsası	2000		
Euronext	2000		
Londra Borsası	2000		
NASDAQ	2000		
New York Emtia Borsası	2000		
Sidney Türev Borsası	2000		
Toronto Borsası	2000		
Deutsche Börse	2001		
Filipinler Borsası	2001		
Oslo Borsası	2001		
Tokyo Borsası	2001		
Budapeşte Borsası	2002		
SWX İsviçre Borsası	2002		

Tabloların ardından, şirketleşme çalışmalarını tamamlamış ülkelerden örneklerle, yukarıda değinilen sorunların çözümü için geliştirilen modeller incelenmektedir.

## **7. Avustralya Borsası**

---

Avustralya Borsası, 1987 yılında 6 bölgesel borsanın birleşmesi ile kurulmuştur. Üyeler tarafından yönetilen kâr amacı gütmeyen bir kurum iken, 1996 yılında üyelerin isteği üzerine, ve çıkarılan bir kanunla, kâr amaçlı şirket haline dönüştürülmüştür.

Kurulan yeni şirkette hisseler üyelere bedelsiz olarak dağıtılmıştır. 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.

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 bugüne, yaklaşık 7 yıllık bir dönemde, Avustralya Borsası'nın getirisi %643 iken, aynı dönemde ASX All Ordinaries Endeksinin getirisi %89 olmuştur.

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

## **8. Atina Borsası**

---

1876 yılında özerk nitelikli kamu kurumu olarak kurulan Atina Borsası, 1995 yılında sermayesinin tamamına devletin sahip olduğu bir anonim şirket haline getirilmiştir.

1997 yılında sermayenin %39,67'si mali kuruluşlara, tahsisli satış yöntemiyle, hisselerin nominal değeri üzerinden satılmıştır. 1998 yılında %12'lik bir pay daha tahsisli satış yöntemi ile mali kuruluşlara nominal değerden satılmış ve devletin payı %47,7'ye inmiştir.

2000 yılında, Hellenic Exchanges SA adıyla bir holding kurulmuştur. Atina Borsası A.Ş. hisselerinin tamamı bu holdinge devredilmiş, Atina Borsası A.Ş. ortakları hisselerini Hellenic Exchanges SA hisseleri ile değiştirmişlerdir.

2000 yılının Ağustos ayında, Atina Borsası'nın sahibi olan Hellenic Exchanges SA halka açılmış ve Atina Borsası'na kote olmuştur. Halka arzdan sonra devletin Hellenic Exchanges SA'daki payı %33'e gerilemiştir.

2003 yılının Temmuz ayında, devletin elindeki hisseler halka arz edilmek üzere 7 bankaya devredilmiştir. Bu devir, bir çeşit halka arz yüklenimi olarak düşünülmelidir. Eylül ayına gelindiğinde devletin %33'lük payı, Hellenic Exchanges SA'nın o anki ortaklarına (halka açık kısımda payı olanlar dahil) ve elinde özelleştirme sertifikası olanlara arz edilmiştir. Böylece devletin Hellenic Exchanges SA'daki ortaklığı tamamen bitmiştir.

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.

Yunanistan örneğinde, iki ayrı şirketin Yönetim Kurulu'ndan bahsetmek gerekmektedir; 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.

Denetim ve düzenleme yetkileri borsa bünyesinde bırakılmıştır.

## **9. Deutsche Börse**

---

Frankfurt Borsası, 1585 yılında döviz işlemlerinin başlaması ile üyeler tarafından kurulmuştur. 1808 yılında, gene borsa üyeleri tarafından kurulmuş olan Ticaret Odası çatısı altına alınmış ve kamu kurumu haline getirilmiştir. 1993 yılında ise, kamu kurumu halinde iken, Deutsche Börse AG'ye devredilmiştir. Deutsche Börse AG, Frankfurt Borsası'nın düzgün ve güvenli

işlemesini sağlayacak bir garantör görevi görmektedir.

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

Deutsche Börse AG, 2001 yılında ortaklarının kararı ile halka açılmış ve kendi bünyesindeki Frankfurt Hisse Senedi Borsasına kote olmuştur. 25 Haziran 2001'de 33,5 €'dan halka arz edilen hisseler (şirket değeri 3,44 milyar €) 21 Aralık 2005 günü 87,92 €'dan (şirket değeri 9,31 milyar €) kapanmıştır. Halka arzdan bugüne, yaklaşık 4 yıllık bir dönemde, Deutsche Börse'nin getirisi %170 olmuştur. Aynı dönemde DAX Endeksi ise %19 değer kaybetmiştir.

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

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

Konsey, borsanın işleyişi, hizmet fiyatlandırması ve ikincil

piyasa konusunda düzenlemeler yapmakta, borsa yönetimini belirlemektedir.

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

## **10. Londra Borsası**

---

1986 yılında tamamı üyeler tarafından sahip olunan, kâr amacı gütmeyen bir şirket iken, 2000 yılında Genel Kurul kararı ile kâr amacı güden bir şirket haline gelmiştir. Ortaklık yapısı değişmemiş, ancak ortakların pay sahipliği %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 bugüne, yaklaşık 4 yıllık bir dönemde, Londra Borsası %47 değer kazanmışken, aynı dönemde FTSE-100 Endeksi %3 artmıştır.

12 kişiden oluşan Yönetim Kurulu ortaklar tarafından seçilmektedir.

Kâr amaçlı şirket haline gelirken birincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkilerini Finansal Hizmetler Otoritesi'ne devretmiştir. İkincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkileri kendisinde kalmıştır.

## **11. Hong Kong Borsası**

---

1999 yılında Hong Kong Borsaları ve Takas A.Ş. adlı bir holding şirketi kurulmuş, 2000 yılında Hong Kong Hisse Senedi Borsası A.Ş., Hong Kong Türev Borsası A.Ş. ve Hong Kong Takas A.Ş. bu holding altında birleştirilmiştir. Eski şirketlerdeki ortakların hisseleri, yeni kurulan holdingin hisseleri ile değiştirilmiştir.

2000 yılında halka arz edilip kendinde kote olmuştur. %5'in üzerindeki ortaklık payları Merkezi Düzenleyici'nin onayına tabidir.

Yönetim Kurulu, biri Genel Müdür 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.

## **12. Singapur Borsası**

---

1999 yılında üyeler tarafından sahip olunan Singapur Hisse Senedi Borsası ile Singapur Para Borsası birleştirilmiş, Singapur Borsası A.Ş. kurulmuştur.

Yeni şirketin hisse senetleri, birleşen iki borsanın üyelerine bedelsiz olarak dağıtılmıştır. %5'i aşan ortaklık payları Merkezi Düzenleyici Otorite'nin onayına tabidir.

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.

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.

### **13. Stockholm Borsası**

---

Stockholm Borsası 1876 yılında kurulmuş ve 1993 yılında kâr amaçlı şirket haline gelmiştir. Yeni şirketin hisse senetlerinin yarısı üyelere, yarısı borsada işlem gören şirketlere satılmıştır. Bir yıl boyunca hisselerin satılamayacağı kuralı konulmuştur. Bir yılın ardından hisse sahipliği konusunda bir kısıtlama getirilmemiştir. Aynı zamanda, 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 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.

## **14. Toronto Borsası**

---

Tamamı üyelere ait kâr amacı gütmeyen bir kurum olan Toronto Borsası, 1999 yılında üyelerinin aldığı bir kararla anonim şirket statüsüne geçmiştir.

Üyelere yeni şirketteki hisse senetleri bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Hisse senedi sahipliği %5 ile sınırlandırılmıştır. %5'in üzerindeki ortaklık payları için Ontario Menkul Kıymetler Komisyonu'nun onayı gerekmektedir.

Yönetim Kurulu 18 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun en az yarısının bağımsız kişilerden veya kurum temsilcilerinden olması zorunludur.

Toronto Borsası ve Yatırım Araçları Birliği ortak olarak, kâr amacı gütmeyen ayrı bir şirket kurmuş, düzenleme ve denetim yetkileri bu şirkete devredilmiştir.

## **15. Tokyo Borsası**

---

1870'lerde başlayan tahvil-bono işlemlerini organize bir piyasada yürütmek için 1878 yılında Tokyo Borsası A.Ş. bir kamu şirketi olarak kurulmuştur. 1943 yılında Japonya'daki 11 yerel borsanın birleşmesiyle, Japonya Borsası A.Ş. adında yarı-kamu nitelikli bir şirket olarak yeniden yapılanmıştır. 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. Kasım 2001'de şirket haline gelen Tokyo Borsası, halka açılıp kendinde kote olmayı planlamaktadır.

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

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

Tokyo Borsası A.Ş.'nin 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 İcra Üye, 6 üyesi de Bağımsız Üye statüsündedir. İcra 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.

## **16. Sonuç ve Değerlendirme**

---

Yukarıdaki örneklerden görüldüğü üzere, her ülke kendi koşullarına özgü farklı bir model geliştirmiştir. Fakat bazı ortak noktalar ortaya çıkmaktadır.

Birincisi, şirketleşme aşamasında hisse senetleri üyelere genellikle bedelsiz olarak verilmektedir. Çoğunlukla sonraki bir aşamada, üyeler dışındaki kesimlerden de ortak alınmaktadır.

İkinci olarak, ortaklık yapısı ile Yönetim Kurulu yapısı farklı olmaktadır. Yönetim Kurulu'na farklı kesimleri temsil eden bağımsız üyeler de atanmaktadır.



## C. İMKB İÇİN ÖNERİLER

Raporda detaylı olarak incelendiği üzere, uluslararası örneklerde borsaların şirketleşmelerinin amaçları;

1. Diğer borsalarla rekabet edebilmek için gerekli olan teknolojik yatırımların finansmanının daha kolay sağlanabilmesi,
2. Kâr amacı güden borsaların daha profesyonelce ve hızlı karar alabilen bir şekilde yönetilmesi,
3. Üyelik ile sahiplik işlevlerinin ayrıştırılıp, denetim etkinliğinin sağlanmasıdır.

Bu amaçların bazıları İMKB için geçerli iken, bir kısmı için gerekli koşullar henüz oluşmamıştır.

Öncelikle, uluslararası bir rekabet halihazırda söz konusu değildir. Türk şirketleri İMKB'deki halka açılma maliyetlerinden dolayı yurtdışında kote olma isteğinde veya arayışında değildirlen. İMKB, halka açılmak isteyen şirketlere uygun maliyet ve esnek kotasyon koşulları sunmaktadır. Fakat, zaman içinde bu yönde bir baskı hissedilmeye başlanabilir. Özellikle, Avrupa Birliği mevzuatına uyum çalışmaları belli aşamalara geldiğinde, Türk şirketleri yurtdışı piyasalara daha rahat erişebileceklerdir.

Yatırımcılar açısından bakıldığında da, bugünkü koşullarda, yurtdışı borsalarda işlem yapma isteği pek görülmemektedir. İMKB, yatırımcılara düşük işlem maliyeti imkânı sunan bir borsadır. Ama bu durum uzun süre devam etmeyebilir. Bugün yatırımcılar internet üzerinden diledikleri borsada işlem yapabilmektedir. Londra'da, New York'ta ya da Almanya'daki çeşitli borsalarda işlem gören Türk hisse senetlerine rahatça erişebilmektedirler. Buralarda işlem yapmanın maliyeti uygun seviyelere geldiğinde, işlem hacminin başka borsalara kayma

riski vardır. Bununla beraber, mevcut koşullar altında, uluslararası borsalarla rekabet konjonktürünün İMKB için henüz zorlayıcı bir aşamaya gelmediği söylenebilir.

Öte yandan, borsalar giderek daha hızlı, daha güvenilir işlem platformları kurmak için teknolojik yatırımlar yapmaktadırlar. İMKB'nin mevcut teknolojik altyapısı yeterli olarak görülebilirse de, teknoloji yatırımları sürekli bir ihtiyaç olarak belirmektedir. Mevcut teknolojiyi sürekli olarak yenilemek ve geliştirmek gerekmektedir.

Bunun haricinde, bölgesel borsalarla işbirliği çalışmalarının geliştirilmesi durumunda, ülkeler arası işlem platformları oluşturulması ve yeni yatırımlar yapılması gündeme gelebilecektir. Bu yatırımların finansmanı da İMKB'nin mevcut mali yapısı içinde zorluk yaratabilecektir. Mevcut yapı, İMKB'nin bölgesel bir güç olarak ortaya çıkmasını zorlaştırmaktadır.

İMKB'nin ihtiyacı olan bir diğer nokta ise idari özerkliliktir. Mevcut yarı-kamu niteliğindeki yapıda, bütçe dahil hemen hemen tüm önemli kararlar Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayına tabidir. Bu da karar alma süreçlerinde, bir borsanın sahip olması gereken hızı ve esnekliği sağlamaktan uzaktır.

Üyelik ve sahipliğin ayrıştırılması yoluyla denetimin ve şeffaflığın artırılması, tartışmaya açık bir konudur. İMKB mevcut yapısında, iç denetçiler, bağımsız denetçiler ve SPK tarafından denetlenmektedir. Kararlar SPK onayına tabidir. Dolayısıyla, denetim etkinliği ve şeffaflık konusunda İMKB'nin iyi bir noktada olduğu düşünülmektedir.

Özetle, dünya örneklerinde şirketleşme, borsaların daha etkin ve verimli çalışması, dolayısıyla sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması amacı ile yapılmaktadır. İMKB'nin de bu sürece girmesi artık bir gereklilik haline gelmiştir. Fakat,

şirketleşme prosedürü, İMKB'nin daha etkin ve verimli bir yapıya kavuşturulması amacı gözetilerek belirlenmelidir. Bu amaç doğrultusunda, İMKB'nin özelleşmesine ilişkin özel bir komite kurulması düşünülebilir.

## **1. İMKB Özelleşmesi Komitesi**

İMKB Özelleşmesi Komitesine ilişkin çerçeve aşağıdaki şekilde çizilebilir. Komite, Sermaye Piyasası Kurulu, TSPAKB ve İMKB temsilcilerinden oluşur. Ayrıca, akademisyenlerden oluşan bağımsız temsilciler belli aşamalarda Komitenin çalışmalarına katkıda bulunur.

Komite, İMKB'nin şirketleşmesi ile ilgili tüm süreci belirli bir takvim çerçevesinde planlar ve kamuoyu ile paylaşır. Ardından, açıklanan öneriler çerçevesinde İMKB'nin şirketleşmesi çalışmaları başlar.

Komitenin çalışmaları ve sonrasında yürütülecek olan şirketleşme çalışmaları için gerekli olan bütçe İMKB tarafından sağlanır. Böylece, yurtdışı örneklerle uyumlu bir şekilde, İMKB'nin şirketleşme çalışmalarını geniş bir kesimin mutabakatı ile kendi bünyesinde yürütmesi sağlanmış olur.

Komitenin planlayacağı sürecin belirli bir takvime bağlı olarak kamuoyu ile paylaşılması çok önemlidir. Böylece, atılacak adımlar önceden tespit edilerek ilgili kesimlerin İMKB'nin şirketleşmesi aşamasında yaşayabilecekleri olası belirsizlik ve tereddütler başlangıç aşamasında giderilmiş olacaktır. Öte yandan, şirketleşme aşamasına geçilirken atılan adımların komitenin önerileri ile uyumu izlenebilir hale gelecektir. Böylece, aksaklık olması durumunda sorunların zamanında tespit edilip müdahale edilmesi imkanı yaratılmış olacaktır.

Bununla beraber, İMKB'nin şirketleşme çalışmalarına ilişkin olarak bazı ilkeler belirlenebilir. Bu ilkelerin hangi konularda

olabileceğine ve içeriğine dair bir örnek çalışma bu bölümde sunulmaktadır.

## **2. Yasal Çerçeve**

---

İMKB mevcut durumda, Sermaye Piyasası Kanunu ve 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname çerçevesinde faaliyette bulunan bir kamu tüzel kişiliğidir. İMKB'nin özelleşmesi için öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılarak menkul kıymet borsalarının özel hukuk tüzel kişisi olarak örgütlenmesine imkân tanınmalıdır. Kanunda yapılacak değişiklikle, ayrıca İMKB'ye özel bir düzenleme getirilerek anonim şirkete dönüştürülmesi sağlanmalıdır. Bununla beraber, 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin yürürlükten kaldırılması gerekmektedir.

Öte yandan, İMKB'nin şirketleşme süreci, yürürlükteki özelleştirme ve kamu ihale mevzuatından bağımsız olarak özel bir prosedüre bağlanmalıdır. İMKB Özelleşmesi Komitesi, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu çalışmaları çerçevesinde, hem bu süreç için gereken özel prosedürün yasal çerçevesini oluşturabilir, hem de İMKB'nin tabi olması gereken mevzuatın çerçevesini çizebilir.

## **3. Şirketleşme**

---

Kanun değişikliği ile İMKB'nin statüsü Anonim Şirket olarak belirlenip, mevcut tüm varlığı şirketin varlığı olarak tescil edilebilir. Mevcut kayıtlı değerler üzerinden tespit edilen toplam aktif değerinden borçlar düşülerek, kalan tutar özsermaye addedilir ve bu özsermayeyi temsil eden hisse senetleri ihraç edilebilir.

İMKB'nin şirketleşmesindeki nihai aşama halka açılma olarak belirlenmelidir. Dolayısıyla, şirketleşme aşamasında imtiyazlı hisse senedi çıkarılmaması gerekmektedir. Bu, hem mevcut

paydaşların haklarının dengeli bir biçimde dağıtılması aşamasında, hem de özellikle halka arz aşamasında önemli bir kolaylık sağlayacaktır.

#### **4. Ortaklık Yapısı**

İMKB, üye aracı kuruluşların katkıları ile kurulmuş ve üyelerin katkıları ile gelişimini sürdürmüştür. "Kooperatifin" şu anki sahipleri, üye aracı kuruluşlardır. Öte yandan, İMKB'nin aracı kuruluşlar dışında, halka açık şirketler gibi çok geniş kesimlerden paydaşları bulunmaktadır. Burada, aracı kuruluşların hakları ile sosyal paydaşların haklarını dengeleyecek bir yapı oluşturulmalıdır.

Ortaklık yapısının belirlenmesinin ardından borsanın yeni yönetimi belirlenebilir. Yeni yönetim gerekli organizasyonel ve mali yapılanmayı tamamlar ve İMKB'yi halka açılmaya hazır hale getirir.

Halka açılma, mevcut ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak sermaye artırımı yolu ile yapılır. Sermaye artırımında belli sosyal paydaşlara hisse tahsisi yapılabilir. Halka arzın bir kısmı halka açık şirketlere, bir kısmı aracı kuruluşlar dışındaki finans kurumlarına (sigorta, leasing, faktoring vb.), bir kısmı kurumsal yatırımcılara (yatırım fonları, yatırım ortaklıkları vb.) tahsis edilebilir. Halka açılmanın sermaye artırımı şeklinde yapılması İMKB'ye yeni fon sağlanması açısından önemli ve gereklidir.

Hisse senedi devirlerinde SPK izni aranmaz. Ama bir kişinin veya grubun ortaklık payı sınırlandırılabilir (örneğin %5) ve bu sınırın üzerindeki pay değişiklikleri SPK iznine tabi tutulabilir. Ortaklık payı sınırlaması olmasa bile yönetimde temsile sınırlar getirilerek, İMKB yönetiminin belli gruplarda yoğunlaşmasının önüne geçilebilir. Yabancı ortaklıklar için ek sınırlandırma getirilmemelidir.

## 5. Yönetim Yapısı

---

Yönetim Kurulu'nun nihai yapısı, halka arzla birlikte oluşacak yeni ortaklık yapısı da gözetilerek şekillendirilir. Bu yapıda istenirse, kurumsal yatırımcılar, halka açık şirketler, vb. gruplar için Yönetim Kurulu üyelikleri tahsis edilebilir.

Bununla beraber, Yönetim Kurulu'na seçilecek adayların sahip olmaları gereken minimum koşullar (eğitim durumu, iş tecrübesi, hüküm giymemiş olması, vb.) İMKB A.Ş. Ana Sözleşmesi'nde yer almalıdır.

Genel Kurul kararlarında 1 hisse 1 oyu temsil eder. Ortaklık payı bir kişi veya grup için sınırlandırılırsa, ek kısıtlamaya gerek bulunmaz. Ortaklık hakkının sınırlandırılmadığı durumlarda kişi veya grupların oy hakkı sınırlandırılabilir.

## 6. Olası Çıkar Çatışmaları

---

Kâr amacı güden borsalarda çıkar çatışması doğurabilecek alanlar borsaların özdüzenleyici kurum fonksiyonlarından kaynaklanmaktadır.

Borsalar şu alanlarda düzenleme yetkisine sahiptir;

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

Borsalar kâr amacı güden şirketler haline geldikten sonra gelirlerini artırmak için kotasyon koşullarını yumuşatıp yeni şirketlerin işlem görmesine daha kolay izin verebilirler. Fakat, bu durum borsaların yatırımcı açısından daha riskli olarak algılanmasına ve işlem hacminin düşmesine sebep olabilir. Dolayısıyla, borsaların kotasyon koşulları konusundaki yetkilerini etkin bir biçimde kullanmaları kendileri lehine olacaktır. Yatırımcı haklarının korunduğu, kamuyu aydınlatma ilkelerinin sıkı sıkıya takip edildiği borsalar, yatırımcı güvenini

sağlayarak gelirlerini daha kolay artıracaklardır. Her ne kadar ilk bakışta birincil piyasa düzenleyiciliği ile kâr amacı gütmeye bir çıkar çatışması yaratıyor gibi görünse de, özünde bir çıkar çatışması bulunmamaktadır. Dolayısıyla İMKB, kotasyon düzenlemeleri ile ilgili yetkilerine sahip olmaya devam etmelidir.

Birincil piyasa ile ilgili bir diğer sorun, İMKB'nin kendinde kote olmasından kaynaklanabilecektir. Bu sorun, sadece İMKB'nin halka arz koşullarının SPK tarafından belirlenmesi ve denetiminin SPK tarafından yapılması ile çözülebilir.

İkincil piyasa işlemlerinin düzenlenmesinde de benzer argümanlar geçerlidir. Borsaların en önemli varlığı yatırımcı güvenidir. Dolayısıyla, manipülasyon, insider trading, vb. piyasayı bozucu hareketlerin denetlenmesi ve engellenmesi, kâr amacı ile birebir örtüşmektedir. Borsaların gelirlerinin en önemli kısmını oluşturan ikincil piyasa işlemlerinin düzenlenmesinde de İMKB'nin yetkileri korunmalıdır.

Üçüncü yetki alanı ise üyelerle ilgilidir. Borsalar, piyasalarının sağlıklı işlemesi için üyeleri üzerinde de belli düzenleme ve denetim yetkilerine sahip olmalıdırlar. Yönetiminin tamamı üyelerden oluşan borsalarda, üyelerin denetlenmesinde çıkar çatışmaları doğabilmektedir. Bu çatışma aslında şirketleşme ile ilgili değildir. Kooperatif şeklindeki borsalarda da geçerlidir.

Üyelerle olabilecek bir diğer çatışma konusu ise borsa hizmetleri ile ilgilidir. Örneğin, aracı kuruluşlar borsa hizmetlerinin fiyatlarının düşürülmesini isterken bu durum kâr amacı ile çelişmektedir.

İMKB için kurulacak olan yapıda, Yönetim Kurulu'nda aracı kuruluşların dışında da temsilciler bulunması, bu tür çatışmaları engelleyecektir. İkinci olarak, borsaların üyelerine keseceği

cezaların bir gelir kalemi olarak değerlendirilmesi, denetimin etkinliğini artırabilecektir. Dolayısıyla, bu konudaki yetkiler de korunmalıdır.

## **7. Üyelik**

---

İMKB'nin şirketleşmesi, borsa üyeliği ile sahipliğinin ayrılması sonucunu doğuracaktır. Üye olmak için İMKB'nin hisse senetlerine sahip olma şartı gerekmeyecektir.

Mevcut İMKB üyelerinin üyelikleri, şirketleşmeden sonra da devam edecektir. İMKB ile üye olmak isteyen kurumlar arasında bir çerçeve sözleşmesi imzalanarak üyeliğin devamı sağlanmış olacaktır.



# SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

---

Borsaların, geleneksel yapılarından çıkarak kâr amaçlı şirketler haline dönüşmeleri, uluslararası gelişmeler izlendiğinde, kaçınılmaz bir eğilim olarak ortaya çıkmaktadır. İMKB'nin bu sürecin dışında kalmaması ve diğer borsalara kıyasla sahip olduğu rekabet gücünü koruması gerekmektedir.

Öte yandan, İMKB ile ilgili alınacak kararlar, çok geniş bir kesimi ilgilendirmekte, ve hatta genel olarak ülke ekonomisini etkileyebilecek kadar önem taşımaktadır. Bu sebeple, şirketleşme sürecinin çok dikkatli bir planlama ile yürütülmesi gerekmektedir.

Bu raporda incelenen ülke örneklerinde görülmektedir ki, her ülke kendi koşullarına özgü bir yöntemle borsalarının şirketleşme sürecini ele almıştır. Bununla beraber, sürecin ana hatları konusunda ortak eğilimler belirlenebilmektedir.

Örneğin, diğer ülkelerde genelde, borsaların Genel Kurul'larında üyelerinin aldıkları kararlar kendi şirketleşmelerini tamamladıkları görülmektedir. Bununla beraber, uçtaki bir örnek olan Yunanistan'da, süreç tamamen devlet sahipliğinde ve kontrolünde yürütülmüştür. Bu örnekte dahi devlet, halka arzın ardından borsanın ortaklığından ve yönetiminden tamamen çekilmiştir. Şunu da belirtmek gerekir ki, bu raporda incelenen örnekler arasında, yatırımcısına hem nominal olarak hem de endekse kıyasla zarar ettiren tek borsa, Atina Borsası olmuştur. Diğer tüm halka açık borsalar, yatırımcılarına hem nominal olarak hem de endekse kıyasla, çok yüksek getiriler sağlamışlardır.

Yurtdışı örneklerde görülen bir diğer ortak nokta, borsa ortakları ile yönetiminin ayrı yapılarda oluşmasıdır. Borsanın ortakları tamamen aracı kuruluşlardan oluşsa dahi, yönetimde farklı gruplar da temsil edilmektedir.

Bu raporda İMKB'nin şirketleşmesi için bir prosedür öngörülmüştür. Buna göre, öncelikle bir İMKB Özelleşmesi Komitesi kurulması önerilmektedir. Komite, SPK, İMKB ve TSPAKB temsilcilerinden oluşmalıdır. Komite, İMKB'nin şirketleşme süreci ile ilgili planlamayı yapar, kamuoyu ile paylaşır ve gerekli çalışmalarını İMKB bünyesinde yürütür.

Bununla beraber, izlenecek olan sürecin ana hatları ve genel ilkeler şu şekilde belirlenebilir. Öncelikle İMKB'nin özerkleşmesi yönünde adımlar atılmalıdır. Özerkleşme için, çıkarılacak bir kanunla (örneğin Sermaye Piyasası Kanunu) İMKB'nin anonim şirket statüsüne kavuşturulması gerekmektedir. Böylece sıradan bir şirket olarak tanımlanan İMKB, kamunun yönetsel veya mali müdahalelerinden uzaklaştırılmış olacaktır.

İMKB, şirkete dönüşmesiyle eş anlı olarak özsermayesini temsil eden tutarda hisse senedi ihraç eder. Aracı kuruluşlarla birlikte diğer paydaşların haklarını da gözeterek dengeli bir ortaklık yapısı oluşturulur ve yeni bir Yönetim Kurulu seçilir. Bu Yönetim Kurulu, belli bir süre zarfında, örneğin iki yıl içinde İMKB'yi halka arza hazır hale getirir.

Halka arzın ardından oluşacak yeni ortaklık yapısı ve İMKB'nin paydaş grupları gözetilerek, Yönetim Kurulu'nun nihai yapısı yeniden belirlenir. Burada aracı kuruluşlar, halka açık şirketler, kurumsal yatırımcılar, halka açık kısmın ortakları gibi kategoriler belirlenerek Yönetim Kurulu'nda temsil hakkı verilebilir.

Burada önerilenin dışında başka modeller de geliştirilebilir. Örneğin bu raporda, İMKB'nin mevcut denetleme ve düzenleme yetkilerinin korunması önerilmektedir. Buna karşın İMKB'nin şirketleşmesi sürecinde, piyasa gözetimi ve denetim yetkilerinin, ABD'deki NASD modelinde olduğu gibi, TSPAKB'ye devredilmesi de düşünülebilir. Benzer şekilde, başka konularda da farklı öneriler geliştirilebilir. Önemli olan, eldeki verileri ve modelleri değerlendirerek uygun bir tartışma zemini yaratmaktır. Bu raporla amaçlanan da mevcut verileri ve modelleri sunarak, İMKB şirketleşmesi konusuna katkıda bulunmaktır.

İMKB'nin şirketleşmesinin zaman alıcı bir süreç olduğu bilinmelidir. Bu sebeple daha fazla gecikmeden, İMKB ile ilgili uzun vadeli bir plan oluşturulmalı ve bir vizyon ortaya konulmalıdır. Vizyon, İMKB'nin, İstanbul'un ve sonuçta ülkemizin bölgesel bir finansal çekim merkezi haline gelmesi olarak belirlenebilir.

Buna ek olarak, şirketleşme sürecinin de bütün detaylarıyla önceden planlanması, kamuoyuyla paylaşılması ve açıklanan planın taviz verilmeden ve gecikmeden uygulanması gerekmektedir. İMKB'nin, uluslararası alanda sahip olduğu gücünü değerlendirebilmek ve verimliliğini artırabilmek için çalışmaların bir an önce başlatılması yararlı olacaktır.





**Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**  
**Büyükdere Caddesi No:173**  
**1. Levent Plaza A Blok Kat:4**  
**1. Levent 34394 İSTANBUL**  
**Telefon: 212-280 85 67**  
**Faks: 212-280 85 89**  
**[www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)**  
**[tspakb@tspakb.org.tr](mailto:tspakb@tspakb.org.tr)**

**ISBN-975-6483-21-0**