



ANKARA

HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**BORSA YAPILARINDAKİ DEĞİŞİMİN BORSA
PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Mustafa Çağrı AYKAÇ

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Ahmet AKSOY**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

ŞUBAT-2020



**BORSA YAPILARINDAKİ DEĞİŞİMİN BORSA PERFORMANSLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Mustafa Çağrı AYKAÇ

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

ŞUBAT 2020

Mustafa Çağrı Aykaç tarafından hazırlanan “Borsa Yapılarındaki Değişimin Borsa Performansları Üzerindeki Etkisi” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında Finansman Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman (Başkan) : Prof. Dr. Ahmet AKSOY

İşletme, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

İşletme, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Adalet HAZAR

Bankacılık ve Finans, Başkent Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Tez Savunma Tarihi: 20/02/2020

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Mustafa Çağrı AYKAÇ

20.02.2020

BORSA YAPILARINDAKİ DEĞİŞİMİN BORSA PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
(Yüksek Lisans Tezi)

Mustafa Çağrı AYKAÇ

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Şubat 2020

ÖZET

Türkiye’de borsa yapısındaki değişim her ne kadar çok uzun bir geçmişe dayanmasa da global çevrede değişen piyasa ve borsa yapıları koşullarına ayak uydurmuş ve yapısal değişikliği başarıyla gerçekleştirebilmiştir. Türkiye’de hali hazırda faaliyette bulunan tek bir borsa bulunmaktadır. Bu borsa, Borsa İstanbul’dur. Gerek global pazarın yapısından, gerek teknolojik ve elektronik gelişmelerden kaynaklanan büyük bir rekabet kaçınılmaz olmuştur. Bu büyük rekabette ise “demutualizasyon” kavramı ön plana çıkmıştır. Dünyada faaliyet gösteren borsaların performanslarının karşılaştırılması ve değerlendirilmesi bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Bu amaç doğrultusunda birçok borsa performansı göstergesi karşılaştırılmış ve T-testi sektöre uyarlanarak yapısal değişim sonucunda meydana gelen performans farklılıkları ölçülmeye ve borsa yapısındaki değişimin borsa öz sermaye ve varlık karlılık oranları üzerindeki etkisi ortaya konulmaya, dünya borsalarının karşılaştırılmalı olarak analizi yapılmaya çalışılmıştır. Bu analiz için dünya genelinde, içlerinde Borsa İstanbul’un da bulunduğu, borsalar değerlendirilmeye alınmıştır. Araştırmadaki istatistiksel veriler T-testine (paired sample) tabi tutulmuştur. Elde edilen sonuçlar Stata programında ve Microsoft Office Excel’de değerlendirilmiştir.

Bilim Kodu : İşletme Ana Bilim Dalı
Anahtar Kelimeler : Borsa, Demutualization, Performans, Değişim
Sayfa Adedi : 61
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Ahmet AKSOY

THE EFFECT OF CHANGE ON STOCK EXCHANGES STRUCTURES TO STOCK
EXCHANGES PERFORMANCES

(M.Sc. Thesis)

Mustafa Çağrı AYKAÇ

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL FOR ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY

February 2020

ABSTRACT

Even though the structural transformation of stock exchange in Turkey doesn't have a long history, it has kept up with the conditions of the changing markets and exchanges in the global environment, and successfully realized its transformation. At present, there is only one stock exchange body functioning in Turkey, which is Borsa İstanbul. The competition arising both from the nature of the global market and the technologic and electronic developments, has been inevitable. As a result of this huge competitive medium, the "demutualization" concept came into prominence. The aim of this study is to compare and evaluate the performances of different exchanges in the world. For this purpose, performance indicators of many exchanges were examined; and it was endeavored to measure the performance diversities as the result of structural changes, to set forth that the structural changes in stock exchanges increase shareholders' equity and asset profitability ratios by carrying out the T-test for the sector, and to implement a comparative analysis of world exchanges. For this analysis, 34 stock exchanges all over the world, including Borsa İstanbul were assessed. The statistical data in the research were put to the T-test. The results were evaluated on the Stata Software and the Microsoft Office Excel Programme.

Science Code : 115303

Key Words : Stock Exchange, Demutualization, Performance, Change

Page Number : 61

Supervisor : Prof. Dr. Ahmet AKSOY

ÖNSÖZ

Son yıllarda gittikçe popüler hale gelen ve önemi artan demutualizasyon kavramı, borsa çevresinde giderek daha çok yer bulmaya başlamıştır. Demutualizasyon, borsaların hedefledikleri pazar paylarına ulaşmanın yolunun yapısal değişiklikten geçtiğini ve bunun değişen teknolojik ve finansal çevrede ise sunulan yatırım imkanlarına bağlı olduğunu anlayarak bu yönde yapısal değişime gitmekte ve bu yönde yatırımlar yapmaktadırlar.

Sermaye piyasasında yer alan ve bu pazarda önemli bir yer tutan borsalar kıyasıya bir rekabet içindedirler. Bu bağlamda, borsaların yapılarındaki değişimin performanslarına etkisinin ortaya konması ve incelenmesi bu tezin amacını oluşturmaktadır.

Tez çalışması boyunca değerli görüşleri, bilgi birikimi, desteği ve yardımından ötürü tez danışmanım ve kıymetli hocam Prof Dr. Ahmet AKSOY'a ve diğer hocalarıma, her zaman yanımda olan ve eğitim hayatım boyunca da desteklerini esirgemeyen aileme ve analiz çalışmalarında yardımcı olan tüm arkadaşlarıma teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLoların LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xi
KISALTMALAR	xii
1. GİRİŞ	1
2. FİNANSAL PİYASALAR	3
2.1. Finansal Piyasaların Tanımı	3
2.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	3
2.2.1. Dolaylı Finansman Piyasaları (Kredi Piyasaları).....	6
2.2.2. Doğrudan Finansman Piyasaları (Menkul Kıymet Piyasaları).....	7
2.2.3. Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki Temel Farklılıklar.....	7
2.3. Sermaye Piyasası Unsurları.....	9
2.3.1. Fon Talep Edenler	9
2.3.2. Fon Arz Edenler	10
2.4. Sermaye Piyasası Araçları.....	11
2.4.1 Menkul kıymet	11
3. BORSA KAVRAMININ TANIMI VE TARİHÇESİ	15
3.1. Borsanın Tanımı.....	15
3.2. Borsa Türleri	15
3.2.1 Menkul Kıymetler Borsaları	15
3.3. Borsanın Tarihçesi	18
3.3.1. Ülkemizde Borsanın Tarihçesi.....	19

	Sayfa
3.4. Borsa İstanbul'un Kuruluşu	21
3.4.1. Borsa İstanbul Üyeleri.....	22
3.4.2. İştirakler	23
3.4.3. Ortaklık Yapısı	24
4. BORSALARIN YAPILARINDA MEYDANA GELEN DEĞİŞİMLER.....	31
4.1. Demutualizasyon Kavramı.....	33
4.2. Demutualizasyon Süreci.....	35
4.3. Demutualizasyonun Nedenleri	36
4.3.1. Global Rekabet.....	36
4.3.2. Teknoloji	36
4.4. Birleşmeler ve Demutualizasyon	37
4.5. Birleşmeler ve Halka Açılma	37
5. DEMUTUALİZASYON SONRASI DÜNYA BORSA PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ	39
5.1. Araştırmanın Konusu	39
5.2. Araştırmanın Amacı	39
5.3. Araştırmanın Varsayımları.....	39
5.4. Araştırmanın Sınırlılıkları	40
5.5. Araştırmanın Evreni ve Örnekleme	40
5.6. Araştırmanın Yöntemi.....	41
5.7. Araştırmanın Bulguları Ve Analiz	42
5.7.1. Araştırma Konusu Borsaların Öz Sermaye ve Varlık Karlılık Oranlarının Karşılaştırılması	44
5.7.2. Borsa Performanslarının Karşılaştırmalı İncelenmesi	45
5.7.3. Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonlarının Karşılaştırmalı İncelenmesi.....	45
5.7.4. Borsaların Toplam İşlem Hacimlerinin Karşılaştırmalı İncelenmesi	49

	Sayfa
5.7.5. Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayılarının Karşılaştırmalı İncelenmesi	51
5.8. Araştırmanın Hipotezleri.....	52
5.8.1. Birinci Hipotez	52
5.8.2. İkinci Hipotez.....	53
6. SONUÇ.....	55
KAYNAKLAR	57
ÖZGEÇMİŞ	61



TABLULARIN LİSTESİ

Tablo	Sayfa
Tablo 3.1. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren üyeler	22
Tablo 3.2. Borsa İstanbul'un iştirakleri	24
Tablo 3.3. Borsa İstanbul'un ortaklık yapısı.....	24
Tablo 3.4. 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul'un birleşme, stratejik ortaklık ve işbirlikleri	28
Tablo 5.1. Borsa şirketlerinin piyasa kapitalizasyonu (milyon dolar)	46
Tablo 5.2. Borsaların toplam işlem hacimleri (milyon dolar)	49
Tablo 5.3. Borsaların toplam işlem hacimleri (milyon dolar)	51

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. Finansal piyasaların unsurları	9
Şekil 2.2. Fon arz ve talep eden birimler arasında fonların akışı.....	10
Şekil 3.1. 31.12.2016 itibariyle Borsa İstanbul hakkında başlıca göstergeler	25
Şekil 3.2. Borsa İstanbul'daki piyasalar, alt pazarlar ve piyasalarda işlem gören ürünler ..	26
Şekil 3.3. 2016 Borsa İstanbul toplam işlem hacmi (milyar TL).....	27
Şekil 3.4. BIST 100 Endeksi günlük kapanış değeri (04.01.2016-30.12.2016)	27
Şekil 4.1. Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşüm aşamaları	31
Şekil 5.1. Demutualizasyon ve Öz Sermaye Karlılık Oranı Arasındaki İlişki Analizi.....	42
Şekil 5.2. Demutualizasyon ve Varlık Karlılık Oranı Arasındaki İlişki Analizi	43
Şekil 5.3. 42015-2016 yılları arasındaki borsa performansları.....	45
Şekil 5.5. 2016 yılı Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH grafiği	47
Şekil 5.6. 2016 yılı İşlem Hacmi/GSYH grafiği.....	50
Şekil 5.7. Borsalarda işlem gören şirket sayıları grafiği	52

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
WFE	World Federation of Exchanges
BİST	Borsa İstanbul
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
VOP	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

1. GİRİŞ

Günümüz teknolojik ve finansal çevresinde meydana gelen gelişme ve ilerlemelerin, borsalara da yansması kaçınılmaz hale geldiği borsa yapılarının da bu değişime ayak uydurabilmek adına değiştiği görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, dünyada faaliyet gösteren borsaların performanslarının karşılaştırılması ve değerlendirilmesidir.

Çalışma, dört ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansal piyasa kavramı çerçevesinde finansal piyasaların tanımı ve sınıflandırılması, sermaye piyasalarının unsur ve araçları açıklanmıştır.

İkinci bölümde, öncelikle borsa kavramı genel olarak açıklanarak borsa türleri hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra borsanın Türkiye ve dünyadaki tarihçesine değinilerek, Borsa İstanbul hakkında geniş kapsamlı bilgiye yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, demutualizasyon kavramı olarak açıklanmış, demutualizasyon süreci ve borsaların demutualizasyon yoluyla yapısal değişikliğe gitme nedenleri açıklanmaya çalışılmıştır. Demutualizasyon öncesi mutual yapı anlatılarak, birleşme yoluyla demutualize olan ve halka açılan borsalar hakkında bilgi verilmiştir.

Dördüncü bölümde, borsa yapılarındaki değişimin borsa performansları üzerindeki etkisi, demutualize olan borsalar ile demutualize olmayan borsalar karşılaştırılarak incelenmiştir. Yapılan araştırmanın konusuna, amacına, varsayımlarına, sınırlılıklarına, yöntemine ve hipotezlerine yer verilerek; borsaların performansları karşılaştırılarak analiz yapılmıştır.

Tezin sonuç kısmında ise bölümlerde elde edilen sonuçlar için değerlendirme yapılmıştır.

2. FİNANSAL PİYASALAR

2.1. Finansal Piyasaların Tanımı

İktisadi olarak piyasa, alıcı ile satıcının mübadele işlemi için birbirleriyle iletişim içinde oldukları yerdir.

Finansal piyasalar; “mali varlık” olarak tanımlanan kıymetli evrak niteliğindeki belgelerin alınıp satıldığı piyasalardır. Finansal piyasa kavramı, fon arz edenler, fon talep edenler, fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kuralları içerir. Finansal piyasa; para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır.

- Fon arz edenler
- Fon talep edenler
- Yatırım ve finansman araçları
- Yardımcı kuruluşlar
- Hukuki ve idari düzen

2.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasaları farklı açılardan sınıflandırmak mümkündür. Aşağıda daha çok benimsenen sınıflandırmalara yer verilmiştir (Aydın, 2012).

Finansal varlığın niteliğine göre;

- Borç piyasaları

Finansal piyasalarda en çok kullanılan finansman yöntemi borçlanmadır. İşletmeler kısa vadeli fon ihtiyaçları için banka kredileri ve finansman bonolarını kullanırken, devlet ise hazine bonolarını kullanmaktadır.

Fon temini amacıyla borçlanma araçları ihraç ederek fon fazlası olanlardan borçlanılacağı gibi doğrudan bankalardan da borçlanma sağlanabilir. Borçlanma araçlarının temel özellikleri belirlenmiş bir faizinin ve vadesinin bulunmasıdır. Borç alanlar, borcun faizini ve ana parasını vadesinde ödemek zorundadır. Borcun vadesi, borçlanmanın amacına bağlı olarak kısa vadeli, orta veya uzun vadeli olabilmektedir.

- Öz sermaye piyasaları

Bu piyasada hisse senedi yatırımı yapanlar kuruma ortak olmakta, kurumun karı ve varlıkları üzerinde hakka sahip olmaktadır.Ayrıca yatırımcılar kuruma ortak olduklarından oy hakkına ve yöneticileri belirleme hakkına sahiptirler.

Borçlanma araçları, yatırımcılarına alacaklılık hakkı sağlarken hisse senetleri ortaklık hakkı sağlamaktadır. Şirketin tasfiyesi edilmesi durumunda borç verenlerin öncelik hakkı bulunmaktadır. Tasfiye sonrasında önce alacaklılara ödemeleri yapılır, sonra kalan bir tutardan öz sermaye sahiplerine ödeme yapılır.

Finansal varlığın süresine göre;

- Para piyasaları
- Sermaye piyasaları

Para ve sermaye piyasaları menkul kıymetlerin vade süresine göre ayrılmaktadır. Vadesi 1 yıldan az olan piyasalar para piyasaları, vadesi 1 yıldan uzun olan piyasalar sermaye piyasalarıdır. Para piyasasında risk, sermaye piyasasına nazaran daha azdır. Sermaye piyasasında kullanılan finansal araçlar, hisse senetleri ve tahvilleri de kapsarken para piyasalarında kullanılan araçlar mevduatları, teminat kredilerini, kabulleri ve döviz faturalarını içerir. Para piyasalarının temel kurumu bankalarken, sermaye piyasalarının temel kurumu borsalardır.

Finansal varlığın ilk kez alınıp satılmasına göre;

- Birincil piyasalar

Finansal varlıkların ilk defa alıcılara satıldığı piyasalardır. Bu finansal varlıkları ihraç eden kurumlara fon girişi olur. Burada satışı gerçekleştiren aracılar vardır. Bu aracılardan başında yatırım bankaları gelir.Yatırım bankaları, bu işlemi gerçekleştirirken bir fiyat garantisi sunarak halka satarlar.

Bu piyasada hisse senedi ve borçlanma araçlarını ihraç eden şirketler ile tasarruf sahipleri yani alıcılar doğrudan doğruya karşılaşır. Finansal varlıkların ihraççıdan yatırımcıya doğrudan satıldığı piyasalardır. Dolayısıyla Şirketlerin fon yarattıkları piyasalar olup, birincil piyasada yapılan borçlanma aracı ve pay senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girmiş olur. Birincil piyasada finansal ürünü ihraç eden şirket ile fon fazlası olan ekonomik birimler doğrudan ya da bir finansal aracı vasıtasıyla dolaylı olarak karşılaşabilir. Bu ihraçlarda Şirketin doğrudan bulunmayıp arada bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir (İMKB Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001).

- İkincil piyasa

İkincil piyasalar, ilk ihraç ile birlikte alım satımı gerçekleştirilen finansal ürünlerin, daha sonra tekrar alım satıma konu teşkil ederek işlem gördükleri piyasalardır. Menkul kıymet borsaları ikincil piyasaların en önemli kuruluşlarıdır. Sadece mevcut finansal ürünlerin el değiştirdiği ikincil piyasalarda sermaye piyasasına yeni finansal varlıkların ihracı söz konusu değildir. Dolayısıyla ikincil piyasalarda finansal varlıklar el değiştirdiğinde, bu varlıkların ilk ihracını gerçekleştiren kuruluşlara fon girişi sağlanmış olmaz. Birincil piyasalarda finansal varlıklar bir kez el değiştirirken, ikincil piyasalarda alım ve satımların bir sınırı bulunmamaktadır (İMKB Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Kılavuzu, 2001).

Ödemelerin hemen ya da gelecekte yapılmasına göre;

- Nakit ya da spot piyasalar

- Vadeli piyasalar

Spot (Nakit) piyasalarda işlemler peşin yapılır. Fiziki varlığın teslimi en geç iki gün içinde yapılmalıdır. Vadeli piyasalarda ise belirli bir sözleşme çerçevesinde fiziki teslim ve ödemeler ileride kararlaştırılan belirli bir tarihte yapılır.

Örgütlenme durumuna göre;

- Örgütlenmiş piyasalar (Organize Piyasalar)

İşlemlerin kurallarına göre yapıldığı piyasalardır. Bu piyasaların kendi kuralları, binaları, üyeleri olur. Bilgiler kolay ve güvenilir şekilde elde edilir. Para piyasalarının örgütlenmiş kurumu bankalar, sermaye piyasalarının örgütlenmiş kurumu borsalardır.

Bu durumda Borsa İstanbul (BİST) çatısı altında yapılan işlemler, merkez bankalarının yaptıkları işlemler ve Interbank para piyasası işlemleri organize piyasa işlemleridir.

Organize piyasaların özelliği piyasayı işleten ve piyasada işlem yapma şartlarını belirleyen bir kurumun olmasıdır. Taraflar dolaylı olarak birbirleriyle işlem yapmaktadırlar. Organize piyasası işleten kurumun şartlarına uymayanlar bu piyasalarda işlem yapamazlar. Bazen piyasayı işleten kurum işlemlerde taraf haline gelebilir. Örneğin TCMB Interbank Para Piyasası'nda bankaların karşı tarafı TCMB'nin kendisi olmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasası ürünlerinin işlem görmesi için herhangi bir borsanın kurulması ve faaliyette bulunabilmesi SPK'nın iznine tabiidir.

Organize piyasalarda menkul kıymetlerin işlem görebilmesi için bu menkul kıymetlerin borsaya kayıtlı olması gerekmektedir. Borsaya kayıtlı olmayan menkul kıymetler borsa dışında, organize olmamış piyasalarda işlem görebilir. Organize piyasaların başlıca işlevi

menkul kıymetlere sürekli bir piyasa oluşturmaktadır. Bu , yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetleri satma ya da yeni menkul kıymetleri almasına olanak sağlar. Menkul kıymet borsalarının başka bir işlevi de menkul kıymet fiyatlarının standardize edilmesini sağlamasıdır.

- Örgütlenmemiş piyasalar (Organize olmamış piyasalar, tezgâh üstü piyasalar)

Fiziki bir alanı ve kuralları olmayan, fiyatların pazarlık yöntemiyle belirlendiği piyasalardır. Bu piyasalara örnek olarak döviz alım-satımı, kullanılan krediler, bankalararası repo piyasası örnek verilebilir.

Kamu ve özel kurumların borsaya kayıtlı olmayan menkul kıymetlerinin alınıp satıldığı yerler, organize olmayan piyasalardır. Organize olmayan piyasalarda işlemler açık değildir. Organize piyasada işlemler açık arttırmayla yapılırken organize olmayan piyasalarda ise fiyatlar açık arttırmayla değil, alıcı ve satıcının pazarlığıyla ortaya çıkar. Organize olmayan piyasalar, yerel ve menkul kıymetleri fazla bilinmeyen kurumlar için işlevseldir. Bazı işletmeler, finansal verilerinin piyasada izlenmesini engellemek için de organize olmayan piyasaları seçebilmektedir. Organize olmayan piyasaların tehlikesi, gözetim ve denetimdeki engeller nedeniyle yatırımcıların risklerini artırmasıdır. Ancak, işlem maliyetlerinin düşük olması , bazı formalitelere gerek duyulmaması gibi nedenlerle gittikçe gelişim göstermektedir.

Finansal piyasaların bölümlenmesindeki amaca göre farklı ayırmalardan söz edilebilmektedir. Taraflar arasındaki ilişkiyi, işlemlerdeki vadeyi, piyasalarda el değiştiren varlıkların niteliklerini, kurumsal yapılanmayı vb. pek çok faktörü dikkate alarak farklı tanımlamalar yapılabilmektedir. Bu çerçevede amacımıza uygun bir ayırımı taraflar arasındaki ilişkiyi dikkate alarak dolaylı finansman piyasaları ve doğrudan finansman piyasaları şeklinde yapabiliriz. Bu ayırımı önem taşıyan husus fon arzında ve talebinde bulunan tarafların birbirlerinin risklerini üstlenip üstlenmedikleri olmaktadır. (Mazgit, 2011-2012).

2.2.1. Dolaylı Finansman Piyasaları (Kredi Piyasaları)

Dolaylı finansman yönteminin kullanıldığı bu piyasalarda taraflar birbirlerine ilişkin riskleri doğrudan üstlenmemektedir. Riskler, fon transferine aracılık yapan kurumlar tarafından üstlenilmektedir. Bu piyasalarda ağırlıklı olarak ticari bankalar etkindir. Bankalar fon fazlası olan ekonomik birimlerden topladıkları kaynakları, fon talebinde bulunan ekonomik birimlere kredi olarak aktarmaktadır.

SPK'nın belirlediği bankalar, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına dayalı olarak; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek için yatırım fonu kurabilirler.

Dolaylı finansman piyasaları, fon arz edenler ile talep edenlere aracı olarak bankaların olduğu piyasalardır. Banka, fon arz edenlerden aldığı fonları, kredi veya iştirak ederek aktarır. Burada ki alacak ve borç ilişkisi banka ile tasarruf sahibi arasındadır. Bankanın sorumluluğu mevduatı süresinde geri ödeme ile sınırlıdır. Tasarruf sahibinin bankanın yapacağı yatırım üzerinde iradesi yoktur. Banka, tasarruf sahibi ile fon talep eden arasındaki riski üstlenerek kazanç sağlamaktadır. Sermaye piyasalarında doğrudan finansman, para piyasalarında ise dolaylı finansman yaygındır.

2.2.2. Doğrudan Finansman Piyasaları (Menkul Kıymet Piyasaları)

Doğrudan finansmanda fon talebinde bulunan ekonomik birimler çıkardıkları menkul kıymetleri, fon fazlası olan ekonomik birimlere sunmakta ve bunun karşılığında fon temin etmektedirler. Doğrudan finansman piyasalarında fon arz ve talebinde bulunan ekonomik birimler, karşı tarafla ilgili riskleri de üstlenmektedirler. Örneğin tahvil ihraç ederek gereksinim duyduğu finansmanı sağlamak isteyen bir işletmenin, tahvil sahiplerine vaat ettiği faizi ödeyemeyecek duruma düşmesi, doğrudan doğruya bu tahvili satın almış olan tasarruf sahibinin öncelikli sorunu olmaktadır. Doğrudan finansman piyasaları, fonksiyonlarına göre finansal piyasa ayırımında, sermaye piyasasına karşılık gelmektedir.

Fon arz ve talep eden taraflar, aracı kurumlar sayesinde karşılaşmış olsalar da, tarafların birbirlerini tanıyarak finansman sağladığı piyasalar, doğrudan finansal piyasalardır. Bir şirketin hisse ihraç etmesi doğrudan finansmana örnektir. Şirketten hisse alan yatırımcı, hangi şirketten hisse aldığını ve girdiği riski bilmektedir. Ayrıca , tahvil de doğrudan finansmana örnektir. Burada da tahvil alan, ihraççıyı bilerek doğrudan riski kendisi üstlenmektedir.

2.2.3. Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki Temel Farklılıklar

Finansal piyasalar, sağlanan fonların vadelerine göre para piyasaları ve sermaye piyasaları olmak üzere iki ana kategoride izlenmektedir. Para piyasaları, vadeleri 1 yıldan az olan fon arz ve talebinin karşılaştığı kısa vadeli piyasalardır. Bu piyasalar likit özellik gösterirler. Dolayısıyla işletmeler para piyasası araçlarını kullanarak kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılarlar. Hazine bonusu, finansman bonusu gibi araçlar para piyasası araçlarına örnek

verilebilir. Sermaye piyasaları ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasasının en önemli araçları ise hisse senetleri ve tahvillerdir.

Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki temel farklılıklar şu şekilde sıralanabilir:

- Vadesi bir yıla kadar olan fonların ödünç alınıp verildiği piyasalar, para piyasaları, bir yıldan uzun süreli fonların ödünç alınıp verildiği piyasalar da sermaye piyasalarıdır.
- Para piyasalarının temel aracı kurumları bankalar iken, sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı menkul piyasalardır.
- Sermaye piyasaları, para piyasalarına göre fonlara daha kolay, daha yaygın ve ucuz ulaşma olanağı sağlar.
- Sermaye piyasaları, para piyasalarına göre işletmelere uzun vadeli yatırım fonu sağladığı için ulusal üretimi artırmada veya kalkınma hızını yükseltmede çok daha önemli roller üstlenebilmektedirler.
- Para piyasasında risk sermaye piyasasına göre daha düşüktür. Para piyasasında vade kısa olduğu için sermaye piyasasına göre risk daha düşük olur. Riske bağlı olarak para piyasasında getiri de sermaye piyasasına göre daha düşük olacaktır (Aydın, 2012).
- Para piyasasının temel araçları; para, mevduat, hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo, banka kabulleri, banka bonoları, eurodolarlar, varlığa dayalı menkul kıymetler, finansal türevlerdir.

Sermaye piyasasının temel araçları; devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, katılma intifa senedi, ipotekli borç irad senedi, kar-zarar ortaklığı senedi, hisse senetleri ve gelir ortaklığı senetleridir.

Ayrıca sermaye piyasaları yatırım güvencesini artırma, likidite sağlama, mülkiyeti tabana yayma, risk transferi, fiyat oluşturma gibi fonksiyonları yerine getirmektedir. Gelişmiş ve etkin bir biçimde çalışan sermaye piyasaları; iç tasarrufların ve yatırım hacminin artırılmasını, kaynakların verimli kullanılmasını, yatırımlara likidite kazandırılmasını, işlem maliyetlerinin düşürülmesini, riskin azaltılmasını, faiz oranlarının düşürülmesini ve bölgesel farklılıkların giderilmesini sağlayarak 38 ülke ekonomisine yararlar sağlamaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014; Karan, 2011:36).

Her ne kadar belli başlı farklılıkları sıralamış olsak da; para piyasaları ile sermaye piyasalarını çok net çizgilerle birbirinden ayırmak mümkün değildir. Örneğin, para piyasasının temel kurumu olan ticari bankaların sermaye piyasasında da önemli bir işlev

üstlendiği görülmektedir. Ayrıca fonlar da para piyasasından sermaye piyasasına, sermaye piyasasından da para piyasasına doğru akmaktadır.

2.3. Sermaye Piyasası Unsurları

Sermaye piyasası unsurları; fon arz edenler, fon talep edenler, aracı kurumlar, sermaye piyasası araçları olarak sınıflandırılabilir.

YATIRIM ve FİNANSMAN ARAÇLARI	YARDIMCI KURULUŞLAR (Fon akımına aracılık edenler)	TASARRUF SAHİPLERİ (Fon Arz Edenler)
-Para (Nakit) -Mevduat -Banka parası -Kredi -Sosyal güvenlik fonları -Kooperatif kaynakları -Tahviller -Hisse Senetleri -İpotekli borç ve irat senetleri -Kamu hisse senetleri -Gelir ortaklığı senetleri -Devlet iç borçlanma senetleri -Varlığa dayalı menkul kıymetler -Depo edilen menkul kıymet sertifikaları -Repo, Ters repo	-Bankalar -Aracı kurumlar -Yatırım ortaklıkları -Menkul kıymet borsası -Sosyal güvenlik kuruluşları -Sigorta şirketleri -Kooperatifler -Yatırım kulüpleri -Genel finans ortakları -Risk sermayesi yatırım ortaklıkları -Derecelendirme şirketleri -Takas ve saklama şirketleri -Portföy yönetim şirketleri -Yatırım danışmanlığı şirketleri	HUKUK ve İDARİ DÜZEN
		-Hane halkı -İşletmeciler -İlkeler -Kurallar -Tüzükler -Denetim -Rekabet kurulu -Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu -Sermaye Piyasası Kurulu
		YATIRIMCILAR-TÜKETİCİLER (Fon Talep Edenler)
		-İşletmeler -Devlet -Hane halkı

Şekil 2.1. Finansal piyasaların unsurları

Kaynak: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2511 Acıköğretim Fakültesi Yayını No: 148

2.3.1. Fon Talep Edenler

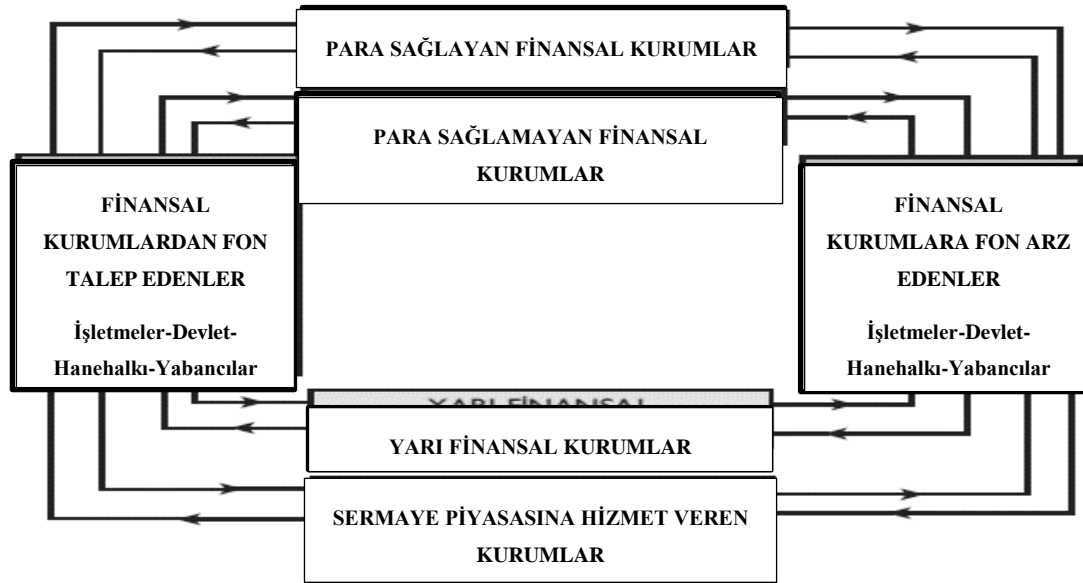
Sermaye piyasasından fon talep edebilecek kişi, kamu veya kuruluşlar şöyle sıralanabilir.

- Merkez Bankası
- Anonim Şirketler,
- KİT'ler,

- Mahalli İdareler ve mahalli idarelerle ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler,
- Genel ve Katma Bütçeli İdareler,

2.3.2. Fon Arz Edenler

Fon arz edenler, oluşturdukları fon fazlasını sermaye piyasasına aktaran veya transfer eden kişi veya kurumlardır. Başka bir şekilde ifade edersek bu piyasada fon arzında bulunan ekonomik birimler, tasarruf kapasitesine sahip ekonomik birimlerdir. Bu ekonomik birimler; hanehalkı, şirket kesimi, kamu kesimi ve yabancı yatırımcılardır (Mazgit, 2012).



Şekil 2.2. Fon arz ve talep eden birimler arasında fonların akışı

Kaynak: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2511 Acıkogretim Fakültesi Yayını No: 1482

2.3.2 Aracı Kurumlar

Doğrudan finansmanda fonlar, fon arz edenlerden fon talep edenlere doğrudan transfer edilmektedir. Menkul kıymetler borsasındaki işlemler doğrudan finansman özelliği göstermektedir. Bu piyasada tasarruf sahipleri fonlarını uygun gördükleri finansal varlıklara yatırır. Dolaylı finansmanda ise fon arz edenlerle talep edenler doğrudan karşılaşmaz, araya aracı kurumlar girer. Aracı kurumlar tasarruf sahiplerinden sağladıkları fonları fon talep edenlere vererek aracılık hizmeti sunar ve riski üstlenir (Aydın, 2012).

Brokerlar; bir komisyon alarak fon arz edenlerle talep edenleri buluşturur. Brokerlar kendi nam ve hesabına işlem yapmazlar. Dealerlar ise; hem başkaları hem de kendi nam ve hesabına işlem yaparlar.

Mevduat kabul etmeyen ve kredi vermeyen yatırım bankaları, işletmelerin menkul kıymet ihraçları konusunda danışmanlık ve aracılık yaparlar. Yüklenim aracılığında yatırım

bankaları, halka arz edilen menkul kıymetlerin tümünün satılmadığı durumlarda kalan menkul kıymetleri satın alma görevini üstlenmektedirler. En iyi gayret aracılığı ile aracılıkta ise yatırım bankaları menkul kıymetlerin satışını gerçekleştirmeye çalışırlar ancak menkul kıymetleri satın almazlar.

2.4. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, mevzuatta menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmaktadır. Menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları 2499 sayılı kanunda aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

2.4.1. Menkul kıymet

Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.

Sermaye piyasası araçları borç ve ortaklık ifade edip vadesi bir yıl ve daha uzun olan araçlardır. Bu araçlardaki fiyat dalgalanmaları vadeye bağlı olarak para piyasası araçlarına göre daha büyüktür ve bundan dolayı oldukça riskli araçlar olarak değerlendirilirler (Şıklar, 2009).

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre menkul kıymet ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri hâlinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmaktadır.

Türkiye için menkul kıymetler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Hisse senedi
- Yeni pay alma kuponu
- Geçici tahvil
- Tahvil
- Tahvil faiz kuponu
- Katılma intifa senedi
- Kâr ve zarar ortaklığı belgesi
- Banka bonosu
- Finansman bonosu
- Gayrimenkul sertifikası

- Varlık teminatlı menkul kıymet
- İpotek teminatlı menkul kıymet
- İç tüzüğünde kurucu dışındaki aracı mühaber
- kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgesi
- Borsa yatırım fonu katılma belgesi
- Ortaklık varantı
- Aracı kuruluş varantı.
- Hazine bonusu
- Devlet tahvili
- Gelir ortaklığı senedi
- Gelire endeksli senet

Anonim şirketlerin sermaye piyasası mevzuatına tabi olmalarını gerektiren durumlar:

- Ortak sayısının 500'ü geçmesi,
- Hisse senetlerini halka arz etmeleri,
- Tahvil vb. sermaye piyasası aracı ihraç etmeleri,
- Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmalarıdır.

Kamuoyunu bilgilendirme ve açıklık ilkesi gereği; anonim şirketler mali tablolarını üçer aylık dönemler halinde yayınlama, altı aylık ve yıllık mali tablolarını bağımsız denetimden geçirme şeklinde dönemsel yükümlülüklerle tabidirler. Bunun yanında yatırımcıların kararları açısından önem taşıyan gelişmeler olduğunda, özel durumların kamuya açıklanması düzenlemeleri çerçevesinde, bu bilgilerin açıklanması yükümlülüğü söz konusudur.

Bu yükümlülükler yanında isterlerse kayıtlı sermaye sistemine tabi olma hakkından yararlanabilmek gibi bazı avantajları söz konusudur. Sermaye piyasası mevzuatına tabi olmanın getirdiği en önemli avantaj, bu piyasadan fon temin etme ayrıcalığına ulaşmış olmalarıdır. Aynı zamanda farklı düzeylerde olmakla birlikte, bu şirketlerin tanınmışlıkları da önemli ölçüde artmaktadır.

Özellikle halka açılan şirketlerde, şirketle ilgili gelişmelerin sürekli olarak kamuoyunun ilgisini çekmesi ve bu haberlerin medyada yer alması sayesinde, marka değeri artışından söz edilebilir (Mazgit, 2012).

2.4.2 Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasası Kanununun 3. maddesine göre diğer sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Kurul, piyasadaki işleyiş ve gelişime paralel olarak, piyasanın işleyişinde kullanılan ya da kullanılacak araçları diğer sermaye piyasası araçları kapsamına sokabilecektir. Kurulun diğer sermaye piyasası araçlarını belirlemede sahip olduğu bu geniş takdir yetkisi kanun koyucu tarafından kısmen de olsa sınırlandırılmıştır.

Diğer sermaye piyasası araçlarına örnek olarak piyasada yapılan çeşitli sözleşme türleri gösterilebilir. Vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri, forward sözleşmeleri gibi sözleşmeler, diğer sermaye piyasası araçları kapsamındadır.

Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Yerli ve yabancı paralar ile çek, poliçe, bono, mevduat sertifikaları bu kapsamda değildir (Mazgit, 2012).



3. BORSA KAVRAMININ TANIMI VE TARİHÇESİ

3.1. Borsanın Tanımı

Genel anlamda borsa, alıcı ve satıcının veya onların vekillerinin emtia, menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya kıymetten sayılan varlıklar üzerinden alım satım yapmak amacıyla ortak bir platformda buluştukları, belirli süreler için ve belirli mekânlarda kurulan, belirli kurullara bağlı olarak faaliyet gösteren, organize olmuş merkezi pazarlardır (Karlı,1994).

Borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının, Kanun Hükmünde Kararnamede yazılı esaslar dairesinde, belli kurallara göre güven ve istikrar içinde alım-satımına olanak sağlayan, oluşan fiyatları saptamaya ve açıklamaya yetkili bulunan, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır (Tanör, 1999).

Borsalar, SPK'nın teklifi üzerine Bakanlığın izni ile kurulur. Borsalar, borsada işlem gören finansal varlıkların alım-satımının belli normlara bağlı olarak işlem görmesini sağlayan, oluşan fiyatları ve işlem bilgilerini kamuya duyurulmasıyla yetkili olan kurumlardır (Turhan ,2012).

Önceleri borsa kavramı bir fiziksel mekanı çağırırsa da günümüzde teknolojik gelişmelerle borsalar, faaliyetlerini farklı mekanlardan hatta bir mekan bağlı olmaksızın yürütebilir hale gelmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2004:56).

Borsa gibi teşkilatlanmış piyasalar, şirketlere sermaye maliyetlerini azaltma olanağı tanımaktadır. Bunun altında yatan temel neden borsaların şirketlere sağladığı yatırımcı potansiyelidir (Taulli, 2012).

3.2. Borsa Türleri

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ülkemizde kurulmasına ve faaliyet göstermesine izin verdiği borsalar;

- menkul kıymetler borsaları,
- vadeli işlem ve opsiyon borsaları,
- KOBİ borsası,
- kambiyo ve kıymetli maden borsalarıdır.

3.2.1. Menkul Kıymetler Borsaları

Borsa üyeleri arasında ihtisaslaşma, hile ve dolandırıcılığı önleyen yasal düzenlemeler, yatırımlara güvence sağlayan devlet müdahalesi, yasal düzenlemeler ve teşkilatlanma gibi

faktörler günümüzdeki menkul kıymet borsalarının ortaya çıkmasına neden olmuştur (Karlı, 2004).

Menkul kıymet borsaları teşkilatlanmış piyasaların bir türüdür. Menkul kıymet borsalarında yatırımcıların doğrudan alım-satım işlemi yapmalarına izin verilmemekte, işlemlerin borsa üyelik belgesi ile borsada alım satım işlemi yapma yetkisine haiz kurumlar tarafından yapılabileceği kabul edilmektedir. Böylelikle yatırımcıların alım-satım işlemlerine zorunlu olarak aracı kuruluşların da taraf olması sağlanmakta ve işlemler aracı kuruluşlar tarafından üstlenilen aracılık faaliyeti çerçevesinde yürütülmektedir (Işık,2012).

Menkul kıymetler, birincil ve ikincil olarak adlandırılan iki temel piyasada işlem görürler ancak günümüzde üçüncül ve dördüncül piyasalardan da bahsetmek mümkündür (Yeşiladağ, 2013).

Birincil piyasa, menkul kıymetlerin ilk defa satışa sunulduğu piyasalardır (Tiniç and West, 1979).

İkincil piyasa bu kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymetlerin likiditesini artırarak, birincil piyasanın gelişmesine hizmet eder. İkincil piyasaların teşkilatlanmış hali de menkul kıymet borsalarını oluşturur (Sancak, 2012:20).

Üçüncül piyasa, borsaya kayıtlı menkul kıymetlerin, borsa dışında alınıp satılması ile oluşmaktadır. Aracılar, borsadaki menkul kıymetlerden oluşan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler. Bu piyasadaki aracılar, organize borsalardaki acentaların veya aracı kurumların rakibi durumundadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010).

Dördüncül piyasalar, menkul kıymet alışverişinin finansal yatırımcılar arasında gerçekleştiği en yeni piyasalardır.

Menkul kıymet borsaları aracılığı ile tasarrufların şirketlere sermaye olarak çekilerek, kaynakların yatırıma dönüşmesi ve ulusal ekonominin gelişmesi sağlanmaktadır (Karan, 2011:36).

3.2.2 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları

Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstereyi, sermaye piyasası aracını ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Sözleşme yapıldığı an; dayanak varlığın teslim edilecek miktarı, teslimat tarihi, teslim edilecek malın kalitesi ve mal takasının hangi tarihte gerçekleştirileceği belirlenir. Vade sonunda alıcı ve satıcı yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri genellikle mallara (Tarımsal ürün, enerji ürünleri, metaller gibi...), hisse senetlerine, hisse senedi endekslerine, faiz oranlarına, dövizde dayalı olarak düzenlenirken hızla gelişen günümüz mali piyasalarında değişen yatırımcı ihtiyaçlarına paralel olarak hava durumu gibi birçok farklı değişkene dayalı olarak düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır.

1970'li yıllara kadar Amerika'da sadece tarımsal ürünler üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem gördü. Döviz ve faiz üzerine ilk vadeli işlem sözleşmeleri 1973 yılında gerçekleştirildi. 1982 yılında London International Financial Futures and Options Exchange faaliyete başlamıştır. 2004 yılı itibariyle dünya genelinde vadeli işlem borsalarının işlem hacmi, tezgah üstü piyasalar hariç, 1,143 katrilyon dolara ulaşmış durumdadır. Alım satım konu olan sözleşme sayısı ise 8,8 milyar olarak gerçekleşmiş ve bir önceki yıla göre vadeli işlem borsalarında gerçekleşen işlem hacminde artış oranı % 30,77 olmuştur. 4 Şubat 2005 tarihi itibariyle Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Türkiye'de faaliyete başlamıştır ve işlem hacmi her geçen gün artış göstermektedir. (teb.com.tr)

3.2.3 KOBİ Borsası

KOBİ'ler için dünyada ve Türkiye'de teşvik ve destekleme sistemleri uygulamaya çalışılmaktadır. Buna rağmen KOBİ'lerin önemli sorunlarından biri olan finansman konusu tam olarak çözüme ulaşmış değildir. Ancak günümüzde bu sorunun çözümü için bazı öneriler getirilmektedir. Örneğin KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon sağlaması veya kredi sağlaması düşünülmektedir.

Makroekonomik istikrar ortamında ekonomik büyümenin kalıcı olması açısından KOBİ'lerin finansman sorununu çözmeleri büyük önem arz etmektedir. Alternatif finansman tekniği olarak ise halka arz ortaya çıkmaktadır. Halka açılan ve hisse senetleri borsasında işlem gören KOBİ'ler için bazı unsurlar ortaya çıkmaktadır (e-bultenkasiad.blogspot.com/2012/09/kobi-borsalar-dunyadan-ve-turkiyeden.html).

Sermaye Piyasası Kurulu, KOBİ'lerin halka açılmalarının ve hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin faydalarını şu şekilde özetlemektedir :

Kaynak İhtiyacının Karşlanması: Hisse senetlerinin satılmak üzere halka arz edilmesi ile birlikte şirketler önemli büyüklükte bir kurumsal finansman kaynağına ulaşma imkanına sahip olurlar. Bu kaynak geçici değil, kalıcı niteliktedir. Halka açılan bir şirket, gelecekte hisse senetlerini tekrar halka arz etmek veya tahvillerini halka arz yoluyla yatırımcılara satmak suretiyle sermaye piyasalarından yeniden kaynak temin etmek imkanına sahiptir.

Ortaklara Likidite Sağlanması: Halka açılmak suretiyle borsada işlem gören şirketler, ortaklarına ve yatırımcılara kendi hisse senetleri için bir piyasa yaratmış olurlar.

Yaygın Tanıtım: Halka açık anonim ortaklık olmanın beraberinde getirdiği kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile birlikte ortaklıklar daha şeffaf hale geldi.

Kurumsal Yönetimin Tesis Edilmesi: KOBİ'lerin neredeyse tamamına yakın bir kısmı aile şirketlerinden oluşmaktadır. Şirketin halka açık hale gelmesi, mülkiyet ve yönetimin ayrılmasına ve bu suretle şirketin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesine neden olur.

KOBİ borsalarının yasal dayanağı olarak Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik yayınlamıştır. Fakat, yasal dayanağın hazır olması, her zaman verimli ve sağlıklı işleyen yapılar kurulması için yeterli olmamaktadır. Küçük ve orta ölçekli şirketlere finansman sağlanması için yapılan çalışmalar kapsamında KOBİ'lere özgü bir borsa olan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP) kuruluş çalışmaları devam etmektedir. GİP, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler dahil olmak üzere, tüm sektörlerdeki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamaları amacıyla kurulmaktadır (Emre ve Budak, 2006).

3.2.4 Kambiyo ve Kıymetli Maden Borsaları

Kıymetli madenler borsasının hukuki dayanağı; Sermaye Piyasası Kanununda 29.04.1993 tarihli ve 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile ilave edilen 40/A maddesidir. Bu maddeye istinaden çıkarılan Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik aynen menkul kıymetler borsalarında olduğu gibi genel bir hukuki çerçeve çizmektedir. Kıymetli Madenler Borsası Yönetmeliği, Menkul Kıymetler Borsaları Yönetmeliği ile paralellik göstermektedir. Yönetmeliğe göre kıymetli madenler borsaları; Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından tanımlanan ve standartları belirlenen kıymetli madenlerin açık, düzenli ve serbest rekabet şartları altında alınıp satılmasını sağlayan, fiyatların tespit ve ilanı işleriyle yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır.(m.4) Bu borsaların üyeleri de kıymetli madenler borsası üyelik belgesi alan, Türkiye'de yerleşik bankalar ile kıymetli madenler aracı kurumlarıdır (m.5).

3.3. Borsanın Tarihçesi

3.3.1. Dünyada Borsanın Tarihçesi

İlk borsa işlemleri malların alınıp satıldığı pazar ve panayırarda gerçekleştirilmiştir. Pazar ve panayırarda gerçekleştirilen alım-satım, ilerleyen süreçte gelişim göstermiştir ve borsa işlemleri de bununla beraber yaygınlaşmıştır. Bu işten para kazanıldığını gören bazı tüccarlar ise bu pazarları günümüzün emtia borsalarına çevirmiştir. Hisse senetlerinin ticari işlemlerde kullanılmaya başlaması ise çok daha sonra gerçekleşmiştir. İlk olarak emtia borsalarının kurulmasının ardından döviz, altın ve kıymetli evrak borsaları gelişim göstermeye başlamıştır. Kıymetli evrakların alınıp satılmaya başlaması ile borsalar devamlılık kazanmıştır ve borsa binaları kurulmuştur.

Günümüzde en yaygın olarak kullanılıp takip edilen ve en popüler borsalar menkul kıymet borsalarıdır. (www.emlakkonutdergi.com/2017/09/11/ekonominin-barometresi-borsa/)

Ekonomik ilerlemeyle birlikte yürüyerek önce en ilkel malların, sonra madeni külçelerin ve paraların değişim aracı olarak kullanılması aşamalarını takiben bugünkü karışık sermaye transferleri dönemine geçilmesiyle sürekli gelişme göstermiştir. Bazen kesintili olarak panayır ve fuarlarla, ya da örneğin eski loncalarımız gibi meslek toplulukları kisvesi altında varlığını sürdürmüştür (Kazım,1990).

Belli kişiler tarafından yapılan mikro borsacılık faaliyetleri zamanla organize olmuş borsaların doğmasına zemin hazırlamıştır. İlk borsa 1487 tarihinde Anvers'te kurulmuştur. 16. yüzyılda altın çağını yaşayan Hollanda'nın Amsterdam borsası bunun yerini almıştır. 16. yüzyılın sonlarında ve diğer yüzyıllarda Avrupa'nın diğer ülkelerinde de borsalar ortaya çıkmış ve günümüzdeki borsaların temelleri atılmıştır. 16. yüzyıl içinde Paris ve Londra; 17. yüzyılda Berlin, Basel; 18. yüzyılda Viyana, New York; 19. yüzyılda Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul, Tokyo borsaları kurulmuştur (Karslı 2004).

6. yüzyılda Hollanda'da, 18. yüzyılda ise Amerika'da tüccarlar ticari hareketliliğin bulunduğu limanlarda kendi aralarında belli başlı ürün ve sözleşmelerin alım-satımını yapmaktaydı. Yapılan bu anlaşmalar zaman içinde belirli fiziki mekânlara taşınmıştır. Bu mekânlara katılımın artması ve alım-satım yapan tarafların artan ilgisi sonucunda mekânlar giderek kalabalıklaşmaya başlamıştır. Bu yoğunluğu azaltmak için mekânlara üyelikle girilmesi yöntemi getirilmiştir. Üye olamayan taraflar, işlemlerini üye olabilenler aracılığıyla yapmaya başlamıştır. Bu şekilde, günümüzdeki anlamda borsa ve borsa aracılığının temelleri atılmıştır. (Budak ve Çitak,2011)

3.3.1. Ülkemizde Borsanın Tarihçesi

Ülkemizde ilk borsacılık faaliyetleri 1854 Kırım Savaşı'na dayanmaktadır. 1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye'de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış hem de hızlanmıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1864 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir (Karslı, 1989).

1866'da Osmanlı'dan alacaklı devletlerin de desteğiyle İstanbul'da kurulan borsa, 1873 yılında çıkarılan bir nizamnameyle "Dersaadet Tahvilat Borsası" adını almıştır. Borsaya Maliye Nezaretince bir komiser atanmıştır. Böylece başlangıçta imparatorluğa ödünç vermek üzere kendi aralarında örgütlenen Galata Bankerleri, bu kez Osmanlı himayesine kavuşmuştur. (<https://www.borsaistanbul.com>).

Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüş; örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş Kanalı hisse senetleri çok defa yabancı bankaların aracılığıyla varlıklı Türk ailelerince satın alınmıştır. (IMKB, 2000)

Galata bankerlerinin mali gücü, 19. yüzyılın ortalarında zirveye çıkmıştı. Bu dönemde devletin bütçe açıkları ve kredi sıkıntıları da artmıştı. Bu sebepten devlet, uzun süreli malî sorunlarını çözmek için Avrupa sermaye çevrelerinden borç para alma politikasına yöneldi. Bu gelişme ile Galata bankerleri, İstanbul ve taşrada şubeler açan

Avrupa bankalarının ve bankerlerinin rekabetiyle karşılaştılar. Avrupa'nın büyük sermaye gruplarıyla ortak hareket ederek ve yeni bankalar kurarak kazançlarını sürdürmeye ve aynı zamanda Osmanlı kısa vadeli borçlarını temin etmeye devam ettiler. (Pamuk, 2000)

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı kaçınılmaz bir şekilde piyasayı etkiledi. Cumhuriyetin ilanı, kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul Esham Tahvilat Borsasının Ankara'ya taşınması bu piyasanın sonu olmuştur. Ankara'da menkul kıymet borsasının yürümeyeceği anlaşılınca 1941 yılında borsanın tekrar İstanbul'a nakli gündeme gelmiş ve İstanbul'a tekrar nakledilmiştir.

Yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti Devleti, İzmir İktisat Kongresinde ülkede yeterli yerli sermaye bulunmadığını kabul etmekle birlikte Türkiye'nin bağımsızlığını zedelememe şartıyla yabancı sermaye yatırımı çekebilecek politikalar izlenmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. 1925'te yürürlüğe giren 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile döviz kontrolü düzenlemiş ve borsalarda serbest işlem gören yabancı hisse senetleri kontrol altına alınmıştır. 1927'de ise özel sektörün ekonomideki payını arttırmak amacıyla Teşvik-i Sanayi Kanunu çıkarılmıştır. 1929-1945 yılları arasındaki devletçi politikalar, millileştirme ve İkinci Dünya Savaşı'nın da etkisiyle Türkiye'ye yabancı sermaye yatırımı düşük düzeyde olmuştur. Yabancı sermaye yatırımlarının özendirilmesine yönelik esas yasal düzenlemeler ise 1950 yılından itibaren yapılmaya başlanmıştır.

II. Dünya Savaşı'nda tüm ekonomik faaliyetler büyük sekteye uğradığı gibi dünya genelinde de borsalar ya kapanmış ya da faaliyet imkânı kalmadığı için bitkisel hayata girmiştir. Savaşın ekonomik tahribatları 1960'a kadar sürmüştür. Borsalar savaş öncesi işlem hacmine yıllar sonra ulaşabilmiştir. (Fertekligil, 2000)

1958'de Maliye Bakanlığı'nın aldığı bir kararla kambiyo işlemleri borsadan alınmış ve döviz işlemleri merkez bankasına devredilerek döviz işlemleri ile ilgili bütün kararlar merkez bankasının tasarrufuna bırakılmıştır. (Şanda, 1996)

Modern borsacılık döneminin başlamasının en önemli nedenlerinden biri bankerler krizidir. Pek çok tasarruf sahibinin büyük zararlara uğraması nedeniyle yeni bir sistem arayışı başlar. Tüm sermaye piyasası kurumlarını denetlemekle görevli SPK oluşturulur. 26 Aralık 1985'te İMKB kurulur. Böylece 120 yıllık bir dönem kapanmış ve yeni bir dönem başlamıştır. Dönemin Başbakanı Turgut Özal'ın 1984 yılında Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararnameyi çıkarmasının ardından, borsayı kuracak ekibin oluşturulması gerekmiştir. Muharrem Karslı Ankara'ya çağrılarak ilk Borsa Başkanı tayin yazısıyla İstanbul'a döner. 365 milyon Lira'lık bir bütçeyle Çağaloğlu'ndaki Ziraat Bankası'nın 2. ve 3. katında

çalışmalara başlanır. Daha sonra Borsa Karaköy'deki Erenhan'a taşınır. Dönemin bakanlarından Ekrem Pakdemirli'nin sembolik olarak satışa çıkardığı, Boğaziçi Köprüsüne ait gelir ortaklığı senedinin satışıyla ilk çan çalınır. Bir süre sonra yeni sistem arayışları başlar. O dönem oldukça esnek olan Ürdün'ün tahta sistemi örnek alınarak tahta sistemine geçilir. 1989 yılında borsayla ilgili 2 kilit karar alınır. Birincisi 104 milyon dolarlık Türkiye Fonu kurulması, ikincisi ise yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapabilme ve karlarını transfer etme imkanı getiren 32 Sayılı Karar'dır. Bu kararlar İMKB tarihinde yeni bir dönem başlar. (<https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>)

Ülkemizde, Borsalar Sermaye Piyasası Kanunu'na göre şu şekilde tanımlanmıştır; Sermaye Piyasasında bulunan yatırım araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunların da içerisinde yer aldığı 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 ilân etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğine haiz kurumlardır. (Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun No: 2499, Madde-40 (Değişik: 1999-4487/18 Md.).

3.4. Borsa İstanbul'un Kuruluşu

30 Aralık 2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 138. maddesi uyarınca Borsa İstanbul A.Ş., borsacılık faaliyetleri yapmak üzere kurulmuştur. Sermaye piyasamızda borsaları tek çatı altında toplayan Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanıp ilgili Bakanın onayı sonrasında 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyile faaliyet izni almıştır.

Borsa İstanbul'un başlıca amacı ve faaliyet konusu; "Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir." (BORSA İSTANBUL ANONİM ŞİRKETİ ESAS SÖZLEŞMESİ, madde3)

İMKB, Altın Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsasının tek çatı altında toplanmasına neden olan faktörlerin başında, uluslararası piyasalarda işlem kolaylığı ve İstanbul'u finans merkezi haline getirmek gelir. Borsa İstanbul, İstanbul'un Uluslararası Finans Merkezi yapma çalışmalarının bir ayağıdır. Borsa İstanbul,

İMKB'den farklı olarak teknolojik altyapı, likidite ve sermaye piyasası kanaat önderliği gibi stratejik ortaklıklar kurmaktadır.(Çetkin, 2016)

Borsa İstanbul, Temmuz 2014 tarihinde NASDAQ OMX ile stratejik ortaklık anlaşması imzalamıştır. Bu surette teknik alt yapısını geliştirerek uluslararası önemli borsalarla işbirliğini güçlendirmeye devam etmektedir (Karan, 2013)

Borsa İstanbul Piyasaları Pay Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası olmak üzere dört gruptan oluşur.

3.4.1. Borsa İstanbul Üyeleri

Borsa İstanbul üyeleri, sermaye piyasasında faaliyet göstermek üzere yetkilendirilmiş aracı kuruluşlardan ve Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasasında faaliyet göstermek üzere yetkilendirilmiş kuruluşlardan oluşmaktadır. Borsamızın Pay Piyasası, Gelişen İşletmeler Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında işlem yapan üyeler; aracı kurumlar ile bankalar olmak üzere iki grup altında toplanabilir.

Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasasında ise Hazine Müsteşarlığından faaliyet izni almış ve akabinde Borsa İstanbul A.Ş. Yönetim Kurulunun gerekli gördüğü hususları yerine getirmiş olan bankalar, yetkili müesseseler, kıymetli madenler aracı kurumları, kıymetli maden üretimi veya ticareti ile iştigal eden anonim şirketler ile yurt dışında yerleşik şirketlerin Türkiye'deki şubeleri işlem yapabilirler.

Piyasalar	<u>Aracı Kurumlar</u> (76)	<u>Ticari Bankalar</u> (28)	<u>Yatırım ve Kalkınma Bankaları</u> (10)	<u>Katılım Bankaları</u> (6)	<u>Kıymetli Madenler Aracı Kurumları</u> (16)	<u>Kıym. Maden Üretimi veya Tic. ile İstigal Eden A.Ş</u> (18)	<u>Yetkili Müesseseler</u> (22)	<u>Kuvumculuk Sektörü Şirketleri</u> (569) *	Toplam
<u>Pay Piyasası</u>	75	0	1	0	0	0	0	0	76
<u>Borçlanma Araçları Piyasası</u>	61	28	10	5	0	0	0	0	105
<u>Para Piyasası</u>	15	16	3	1	0	0	0	0	35
<u>Swap Piyasası</u>	0	22	8	4	0	0	0	0	34
<u>Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası</u>	61	12	2	0	0	0	0	0	75

Tablo 3.1. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren üyeler

<u>Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası **</u>	0	<u>14</u>	<u>1</u>	<u>6</u>	<u>16</u>	<u>18</u>	<u>22</u>	<u>569</u>	<u>646</u>
<u>Kıymetli Madenler Piyasası</u>	0	<u>14</u>	<u>1</u>	<u>6</u>	<u>16</u>	<u>18</u>	<u>22</u>	0	<u>77</u>
<u>Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası</u>	0	<u>10</u>	0	<u>2</u>	0	<u>3</u>	<u>2</u>	0	<u>17</u>
<u>Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası</u>	0	<u>2</u>	0	<u>2</u>	<u>5</u>	<u>7</u>	<u>16</u>	<u>463</u>	<u>495</u>
<u>Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası (Sınırlı Yetki)</u>	0	0	0	0	0	0	0	<u>106</u>	<u>106</u>

(*) Kuyumculuk sektörü şirketleri Borsa İstanbul üyeleri olmayıp sadece Elmas ve Kıymetli Taş Piyasasında faaliyet göstermektedir.

(**)Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Borçlanma Araçları Piyasasında, Swap Piyasasında, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında ve Kıymetli Madenler Piyasasında işlem yapmakla birlikte, üye sayısına dahil edilmemiştir.

Tablo 3.1. (devam) Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren üyeler

Kaynak:www.borsaistanbul.com

3.4.2. İştirakler

Borsa İstanbul, işlem sonrası kuruluşlar olan İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ile ortaklığını artırmış, Borsa İstanbul Grubunu oluşturmuş ve böylelikle Türkiye sermaye piyasalarında dikey entegrasyon tamamlanmıştır.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., Ege Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş. ve Enerji Piyasaları İşletme A.Ş. de Borsanın ortaklıkları arasında yer almaktadır.

Borsa İstanbul ayrıca, bölge ülkelerinin sermaye piyasaları ve borsalarının geliştirilmesi ve desteklenmesine yönelik çalışmaları kapsamında, Bakü Borsası, Karadağ Borsası, Kırgız Borsası ve Saraybosna Borsası'na ortaktır ve bu borsalarda Borsa İstanbul'un önerdiği adaylar Yönetim Kurulu üyeliği yapmaktadır.

Nominal Değeri	Pay Adedi	Ortak adı	%
383.450.004,41 ₺	38.345.000.441	Türkiye Varlık Fonu	90,60
5.502.042,00 ₺	550.204.200	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)	1,30
9.589.578,20 ₺	958.957.820	Borsa İstanbul A.Ş.*	2,27
24.692.375,39 ₺	2.469.237.539	Diğer (Aracı kurumlar, bankalar, kıymetli maden ve döviz şirketleri ile diğer şirketler)	5,83
423.234.000,00 ₺	42.323.400.000		100

*Virgülden sonraki basamaklar yuvarlanmıştır.

Tablo 3.2. Borsa İstanbul'un iştirakleri

Kaynak:www.borsaistanbul.com

3.4.3. Ortaklık Yapısı

Borsa İstanbul'un ortaklık yapısından kasıt pay sahiplerinin kimliklerinin gösterilmesi ve toplam pay içindeki değerlerinin belirtilmesidir.

	İştirakler	Ortaklık Oranı (%)	
		Doğrudan Ortaklık Oranı (%)	Dolaylı Ortaklık Oranı (%)
BORSA İSTANBUL	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	64,15	
	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.	30,10	71,73
	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.	20,00	34,27
	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.	30,83	
	Finans Teknopark A.Ş.	51,00	
	Türkiye Ürün İhtisas Borsası A.Ş.	15,00	21,79
	Tasfiye Halinde Borsa İstanbul İTÜ Teknoloji A.Ş.	50,00	
	Ege Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş.	17,33	19,98
	Kırgız Borsası	16,33	
	Karadağ Borsası	24,43	
	Bakü Borsası	4,76	
	Saraybosna Borsası	9,89	16,69

*08.06.2017 ve 27.09.2018 tarihli Olağan Genel Kurul toplantılarında alınan kararlar uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. tarafından pay sahiplerinden iktisap edilen paylardan oluşmaktadır.

Tablo 3.3. Borsa İstanbul'un ortaklık yapısı

05/02/2017 tarihli ve 29970 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 24/01/2017 tarihli ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu Kararnamesi gereğince, T.C. Hazine Müsteşarlığına ait paylar, Türkiye Varlık Fonuna aktarılmıştır. 3.4.5 Başlıca Göstergeler

Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı vb. göstergeler ile Borsa İstanbul'un finansal yapısı hakkında genel bir bilgi vermesi amacıyla Şekil 3.1.'de ve Şekil 3.2.'de verilmiştir.

Başlıca Göstergeler - 31 Aralık 2016 İtibarıyla

Payları Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirket Sayısı 405 ŞİRKET	İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri 614 MİLYAR TL	Borsa Yatırım Fonu Sayısı 9 FON	Toplam İşlem Hacmi 13.018 MİLYAR TL
Yabancı Yatırımcıların Şirketlerin Halka Açık Paylarında Sahip Olduğu Oran % 63,4	Farklı Piyasalarda İşlem Yapan Üye Sayısı 207 ÜYE	Ulusal Eğitime Fiziksel Katkı Projesi'ne Bugüne Kadar Verilen Destek 1,5 MİLYAR TL	EFİKAP İle Ulaşılan Öğrenci Sayısı 800.000 ÖĞRENCİ
BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alan Şirket Sayısı 43 ŞİRKET	BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirket Sayısı 50 ŞİRKET	Borsa İstanbul'da 10 Yıl ve Üzeri Süredir Çalışanların Toplam Çalışan Sayısına Oranı %38	

Şekil 3.1. 31.12.2016 itibarıyla Borsa İstanbul hakkında başlıca göstergeler

2016 sonu itibarıyla, Pay Piyasası'nda işlem gören şirket sayısı; Yıldız Pazar'da 118, Ana Pazar'da 171, Gelişen İşletmeler Pazarı'nda 18, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda 47 (BYF hariç), Yakın İzleme Pazarı'nda 36 ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda 15 olmak üzere toplam 405'tir. Ayrıca Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda 9 Borsa Yatırım Fonu ile birlikte yıl içinde farklı dayanak varlıklara ve vadelere sahip toplam 4.217 varant işlem görmüştür.

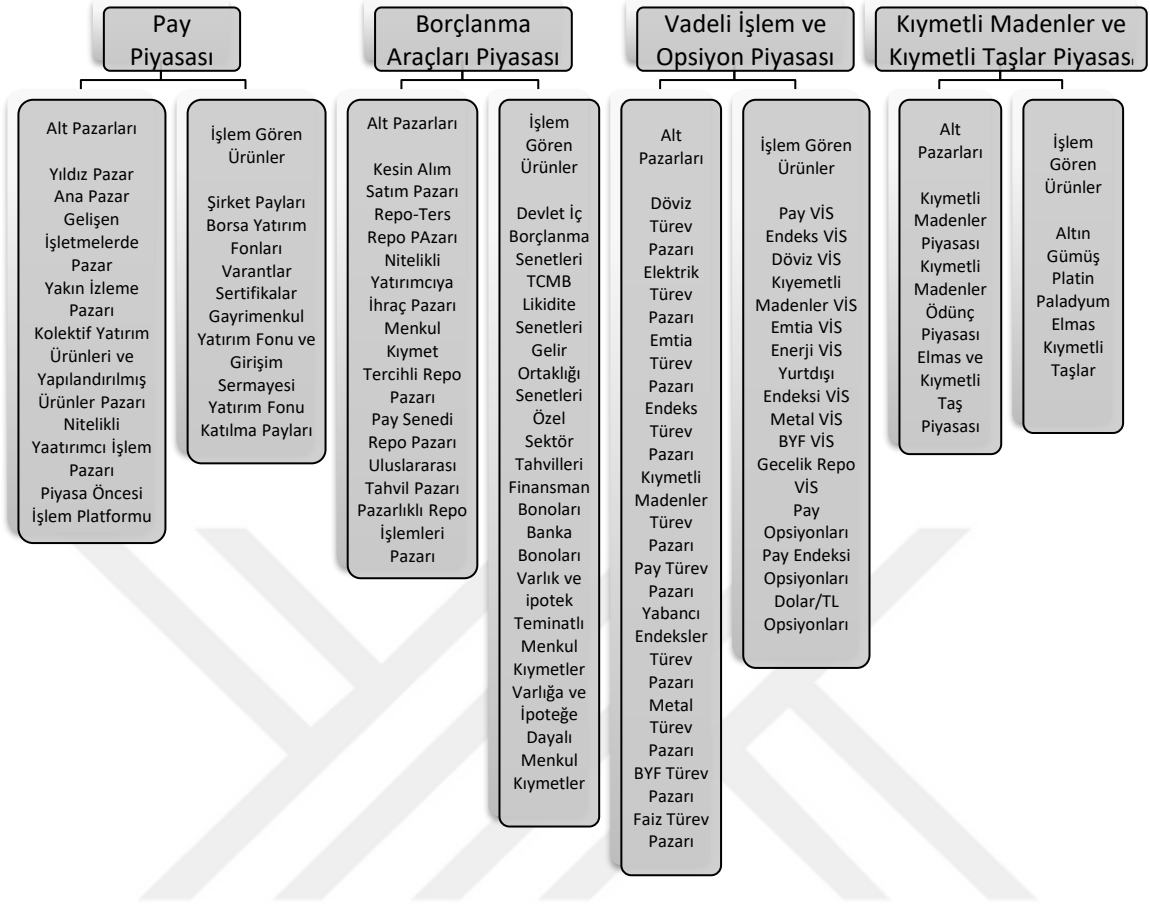
Yıl içinde iki şirket halka arz edilerek 343 milyon TL kaynak sağlanmıştır.

- 2016 yıl sonu itibarıyla önemli bir likidite göstergesi olan pay devir hızı sıralamasında 78 borsa arasında 4. sırada yer almıştır.
- 18 Temmuz 2016 tarihinde 7.433 milyar TL ile günlük işlem hacmi rekoru kırılmıştır.
- Piyasa değerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya oranı %26'dır.
- Piyasa değerinin halka açık kısımdaki yabancı payı %63,4'tür.
- Halka açıklık oranı %41, halka açık bölümün piyasa değeri 243 milyar TL'dir.

Kaynak:www.borsaistanbul.com

Borsaların büyüklüğünün temel göstergelerinden biri işlem gören şirket sayısıdır. Borsada işlem gören şirket sayısının artması borsanın hem likiditesine hem de kapitalizasyon değerine olumlu yansımaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:244).

Çok uluslu işletmeler genellikle faaliyet gösterdikleri ülkelerin borsalarına; imajını kuvvetlendirmek, marka bilincini geliştirmek, ürün reklamını yapmak gibi amaçlarla kayıt olmayı tercih etmektedirler (Yalçınar, 2012:316).



Şekil 3.2. Borsa İstanbul'daki piyasalar, alt pazarlar ve piyasalarda işlem gören ürünler

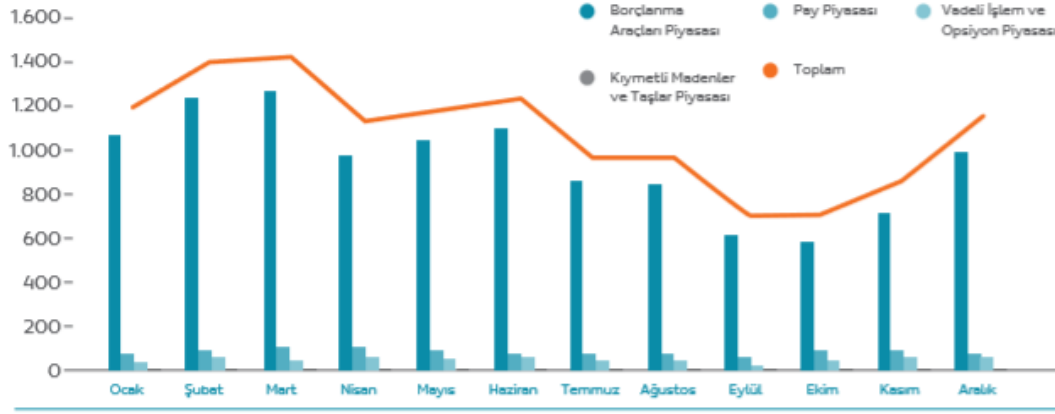
Kaynak:www.borsaistanbul.com

2015 yılında 11,90 trilyon TL olarak gerçekleşen Borsa İstanbul piyasaları toplam işlem hacmi, 2016 yılında %9,5 oranında artış göstererek 13,02 trilyon TL olmuştur. İşlem hacminin %87'sini Borçlanma Araçları Piyasası oluşturmaktadır.

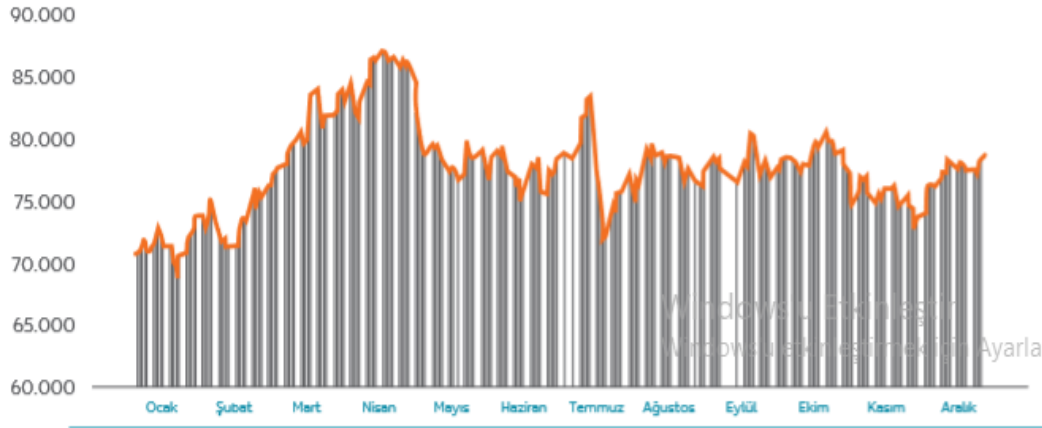
BIST 100 endeksi Ocak ayında 68.230 ile en düşük değerini almış, Nisan ayı ortasında 86.931 puan ile yılın en yüksek değerine yükselmiştir. Endeks, yıllık bazda %8,9 değer kazanarak 2016 yılını 78.139 puandan kapatmıştır.

2016 yılında sektör endeksleri incelendiğinde en fazla getiri sağlayan sektör, %57,8 değer artışı ile spor sektörü olmuştur. İkinci sırada ise %52,4 değer artışı ile metal ana sektörü endeksi yer almıştır. Diğer taraftan gıda içecek endeksi %7,2, ticaret endeksi ise %5,3 gerileyerek en fazla düşüş gösteren endeksler olmuştur.

2015 yılında 11,90 trilyon TL olarak gerçekleşen Borsa İstanbul piyasaları toplam işlem hacmi, 2016 yılında %9,5 oranında artış göstererek 13,02 trilyon TL olmuştur. İşlem hacminin %87'sini Borçlanma Araçları Piyasası oluşturmaktadır.



Şekil 3.3. 2016 Borsa İstanbul toplam işlem hacmi (milyar TL)



Şekil 3.4. BIST 100 Endeksi günlük kapanış değeri (04.01.2016-30.12.2016)

Kaynak:www.borsaistanbul.com

Borsa İstanbul 2016 yılında stratejik bir adım atmış ve işlem sonrası kuruluşlar olan Takas İstanbul ve Merkezi Kayıt İstanbul ile Borsa İstanbul Grubu çatısı altında birleşmiştir.

Söz konusu entegrasyon sadece fiziksel olarak aynı yerleşkede bir araya gelmeyi değil, aynı zamanda operasyonlardaki birleşme sayesinde sağlanan sinerjiyi de beraberinde getirmiştir. Bu adım, sermaye piyasalarının gelişimi amacıyla 2012'den itibaren atılan önemli adımları tamamlar niteliktedir.

Borsa İstanbul ile iştirakleri Takas İstanbul ve Merkezi Kayıt İstanbul'un Borsa İstanbul yerleşkesinde bir araya gelmelerine yönelik çalışmalar 2013 yılında başlatılmış, 2016 yılında

tüm inşaat faaliyetleri tamamlanarak “Borsa İstanbul Grubu Finans ve Teknoloji Yerleşkesi” İstinye’de hayata geçmiştir.

Böylece, Takas İstanbul ve Merkezi Kayıt İstanbul’un Kasım 2016’da Borsa İstanbul Finans ve Teknoloji Yerleşkesi’ne taşınmasıyla Borsa İstanbul Grubu markaları tek operasyon merkezinde toplanmıştır.

Ayrıca, Borsa İstanbul Grubu Finans ve Teknoloji Yerleşkesi çalışmaları ile eş zamanlı olarak Borsa İstanbul’un Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası’nın yer aldığı Kuyumcukent Yerleşkesi için de inşaat faaliyetleri yürütülmüş ve bu yatırım ile kıymetli maden saklama kapasitesi 100 tondan 1.600 tona çıkmıştır

2012	2013	2014	2015	2015	2016
6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	Borsa İstanbul çatısı altında birleşme	Nasdaq, Borsa İstanbul’a %7 oranında ortak oldu.	Londra Borsası ve LCH Clearnet stratejik ortaklığı	EBRD, Borsa İstanbul’a %10 oranında ortak oldu.	İsDB ile stratejik ortaklığı öngören anlaşma
Türkiye sermaye piyasalarında, kurumlarında ve sunulan ürün ve hizmetlerde yenilikler öngören yasa	İMKB İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	Know-how ve borsacılık alanında çeşitli konularda danışmanlık hizmetleri	VİOP sözleşmelerinin Londra Borsası’nda işlem görmesi ve takas işlemlerinin LCH.Clearnet tarafından gerçekleştirilmesi	Balkanlar, Orta Asya, Güneydoğu Avrupa ve Kuzey Afrika piyasalarını geliştirmek ve bölgesel ekonomik kalkınmayı desteklemek	Türkiye’de faizsiz finansın gelişmesi, Körfez bölgesinden fazie duyarlı yatırımcıların Türkiye sermaye piyasalarına kazandırılması

Tablo 3.4. 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul’un birleşme, stratejik ortaklık ve işbirlikleri

Kaynak:www.borsaistanbul.com

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Altın Borsası ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın 2013 yılında birleşmesinden itibaren Borsa İstanbul adı altında faaliyetlerine devam etmektedir. Borsa İstanbul bugün, paylar, borsa yatırım fonları, borçlanma araçları, türev ve yapılandırılmış ürünler ile emtiayı ortak bir platformda buluşturmaktadır.

2016 yılsonu itibarıyla Borsa İstanbul'un en büyük ortağı T.C. Hazine Müsteşarlığı'dır. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ve Nasdaq, Borsa İstanbul'un ortakları arasındadır. Şirket'in diğer ortakları ise yatırım kuruluşları ile kıymetli madenler sektör firmalarıdır.





4. BORSALARIN YAPILARINDA MEYDANA GELEN DEĞİŞİMLER

Son yıllarda mali piyasalar operasyonel ve organizasyon anlamında önemli değişikliklere yönelmiştir. Mali piyasalarda yaşanan büyük dönüşüm içinde borsalar nitelik ve nicelik bakımından değişmektedir. Bu değişikliklerden en önemlisi borsaların üye sahipli ve kar amacı gütmeyen organizasyonlardan, kar amacı güden ve yatırımcı sahipli organizasyonlara dönüşümüdür. Borsalar bir yandan kar amacı güden şirketler haline dönüşürken, kar amacı güden borsalar da halka açılmaktadır. Bu eğilim yanında baş döndürücü bir hızla borsalar arasında birleşme ve satın almalar yaşanmaktadır. (Altun, 2008)

Özellikle son kırk yılda ekonomiler serbestleşmiş, uluslararası sermaye hareketlerinin önündeki engeller kalkmış, teknoloji ve telekomünikasyon alanlarında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmeler yatırımcıları, şirketleri ve borsaları değiştirmeye zorlamıştır. Yatırımcılar, istediği ülkenin piyasasında menkul kıymete yatırım yapma imkânına kavuşurken, şirketler menkul kıymet ihraçlarında kendileri için daha cazip ülkeleri ve piyasaları tercih eder hale gelmişlerdir. Dolayısıyla günümüzde borsalar arası ilişkiler ve etkileşimler artmış, borsaların dinamik ve esnek faaliyet ortamı sağlaması zorunluluk haline gelmiştir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:240).

Son 20 yıldır başlayan teknolojik süreçte ise birçok borsa yapısal dönüşüm geçirerek özel şirket yapısına veya statüsüne geçmiştir. Bu yapısal değişim süreci genel olarak üç aşamada gerçekleşmektedir. Birinci aşaması, borsaların yapıları, ülke ekonomisinin konjonktürel durumu dikkate alınarak uygulanacak değişim modelleriyle borsaların şirketleşmesidir. İkinci aşama ise, ortaklık yapısını çeşitlendirmek için aracı kuruluşlar dışında halka açık şirketler ve kurumsal yatırımcıların yani yeni tarafların da (sermayenin tabana yayılması için) borsaya ortak olmalarının sağlanması aşamasıdır. Son aşama ise, şirketleşen borsaların halka açılması aşamasıdır. Ayrıca borsaların şirketleşmesinin yanında diğer gelişmeler ise, özellikle de son yıllarda borsalar arasında devralma ve birleşmeler şeklinde ortaklığa başvurularıdır. (Karaoğlan, 2012)

Şekil 4.1.'de Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşüm sürecinin aşamaları verilmiştir.



Şekil 4.1. Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşüm aşamaları

Borsalar, genellikle üyeleri tarafından kurulan ve kâr amacı gütmeyen organizasyonlar olarak ortaya çıkmıştır. Yaklaşık üç asırdır bu yapıyla faaliyet gösteren borsalar, 1990'lı yılların başında değişmeye başlamıştır. Bahsedilen üyelik sisteminin ihtiyaçları karşılması, bu kadar uzun zaman sistemin aksamadan devam etmesine imkân vermiştir. Ancak 20. yüzyılın sonlarına doğru yaşanan teknolojik gelişmeler, küreselleşen ekonomiler ve rekabetçi piyasalar, borsaların işleyişlerinin sorgulanmasına, borsaların yavaş yavaş kâr amacı güden bir yapıya geçmesine neden olmuştur. (Budak ve Çikot,2011)

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

Globalleşme, teknoloji ve rekabette gelişmeyi amaçlayan bu değişim trendlerinden en önemlisi, “Demutualization” olarak adlandırılan, kurumların kar amacı gütmeyen ve üyelerin sahip olduğu organizasyonlar olmaktan çıkarak, kar amacı güden ve yatırımcıların sahip bulunduğu yapılar haline gelmesi oldu.

1993 yılında Stockholm Borsası bu yönde değişim geçiren ilk borsa olarak belirlenirken, bunu, 1995 yılında Helsinki Borsası, 1996'da Kopenhag Borsası, 1997'de Amsterdam ve İtalya Borsaları, 1998'de Avustralya Borsası, 1999'da İzlanda, Simex ve Atina Borsaları, 2000'de Singapur, Hong Kong, Toronto, Londra, Almanya Borsaları ile Euronext ve Nasdaq, 2002'de ise Şikago Ticaret Borsası izledi.

Dönüşüm menkul kıymet borsaları için de kar amaçlı, müşteri odaklı ve maliyet etkinliğine sahip özel bir şirkete dönüşmeyi ifade etmektedir. Borsaların dönüşüm sürecine ilişkin ayrıntılar sonraki bölümlerde incelenecek olup, burada kısaca dönüşümün nedenleri sistematize edilmeye çalışılacaktır. Dönüşüm sürecine yol açan etkenler bütün karşılıklı ortaklıklarda, etkinin kaynağına göre içsel ve dışsal etkenler olarak sınıflandırılabilir.

İçsel etkenler:

- Ek sermaye sağlanmasındaki güçlük
- Yönetim ve karar sürecinde etkinlik sağlanmak istenmesi
- Ortakların getiri beklentilerindeki artış

Dışsal etkenler ise,

- Artan rekabet ortamı
- Yürütülen faaliyetlerin kamusal niteliği ile üye çıkarları arasındaki çatışma
- Yasal sınırlamalar (özellikle faaliyet alanını genişletme ve ürün eşitlendirilmesi) şeklinde özetlenebilir. (Ayyıldız,2000)

4.1. Demutualizasyon Kavramı

Demutualization kelime anlamı olarak "de" eki ve "mutual" kelimesinin birleşmesinden gelir. "De" eki İngilizce'de olumsuz anlam ve tersi anlam katmak için kullanılan bir ektir. "Mutual" kelimesi ise "karşılıklılık" ya da "ortaklık" gibi anlamlara

gelir. "Mutualization" kelimesinin kullanılmasının sebebi, "mutual organization" kelimesinin çok uzun olmasıdır. Yani aslında "mutualization" kelimesi "mutual organization" kelimesinin karşılığıdır. "demutualization" kavramı mutual organizasyona en güzel örneklerden birisi olan "co-operative" ortaklıkların ortadan kaldırılıp yerine halka arz edilmiş bir ortaklığın meydana getirilmesi anlamına gelir.

"Mutual organization", "ortaklık organizasyonu" olarak çevrilebilir. Bu ortaklık birkaç özel veya tüzel kişilik içerebilir.

Kooperatif yapısında, kooperatifin tüzel kişiliği önemsizdir. Çoğu zaman sadece bir isimden ibarettir. Kooperatifler, genellikle, üyelere kazandırdığı ayrıcalıklar ve haklardan dolayı tercih edilmekte, tek başına elde edebileceği veya faaliyette bulunacağından daha fazlasını, birleştiğinde elde eden üyeleri bir araya getirmeye yaradıkları için kurulurlar. Kısacası, kooperatiflerin, kooperatif üyelerinden daha ön planda olması pek de görülen bir durum değildir.

Bu bilgilerden yola çıkarak, "demutualization"u, bir veya birden çok özel veya tüzel kişiliğin oluşturduğu ortaklığın bozulması/değiştirilmesi ve yerine farklı bir ortaklık yapısı getirilmesi, örneğin; halka arz edilmiş bir anonim şirket, olarak tanımlayabiliriz.

"Mutual organization" tarz yapıya sahip organizasyon yani örgütlerde, genel olarak görülen durum, organizasyon ve/veya örgütün fayda ve değerliliğinden çok, organizasyona üye veya katılımcı durumunda olan kişilerin fayda ve değerliliği ön planda olmasıdır. Organizasyon yani örgütün karlılığı, marka değeri, sermayesi gibi pek çok unsur geri plana atılmış, üyelerin karlılığı ön plana çıkarılmıştır.

Bu çalışmada bizleri ilgilendiren konu borsalar olduğundan, mutual organizasyon yani mutual örgüt yapısını borsa açısından incelemek gerekir. Borsanın mutual yapısında da, tıpkı kooperatiflerde olduğu gibi, borsanın değerliliği, karlılığı, marka değeri, geri plana atılmıştır, borsa üyelerinin karlılığı ve faydaları ön plandadır. Bu durum, borsaların maksimum potansiyellerine erişmelerini imkansız kılmaktadır. Çünkü olası bir çıkar

çatışması durumunda, borsanın üyeleri, borsanın kendisinden çok, kendilerini düşünmek durumunda olacaklardır.

Demutualizasyon, borsaların, kar amacı gütmeyen, üye sahipliği olan örgüt yapısından, kar amacı güden, yatırımcı sahipliği olan örgüt yapısına dönüşme sürecidir. (Aggarwal, 2002)

Bir borsanın yapısındaki değişim, kar amacı gütmeyen, çalışan sahipliği olan yapıdaki bir örgütün, kar amacı güden hissedar sahipliği olan bir örgüte dönüşme sürecidir. (Akhtar, 2002)

Demutualizasyon, borsanın, kar amacı gütmeyen, limitli sorumluluk bazlı, borsa üyeleri tarafından işletilen, mutual yapıdaki bir iştirakten, kar amaçlı ve hissedarlarına karşı sorumlu bir iştirak haline gelmesidir. Esasen demutualizasyon, sahiplikle (ve oy hakkıyla) ticarete ulaşma hakkını birbirinden ayırmaktadır. (Elliott, 2002)

Borsanın, kar amacı gütmeyen yapısı, borsa potansiyelini kısıtlamakta, potansiyel verimliliğine ulaşmasını engellemektedir. Kar amacı güden borsaların verimliliğinin daha yüksek olduğu saptanmıştır.

Demutualizasyon, tam anlamıyla, borsa yapısındaki çalışan ve üye sahipli, üye başına oy yapılı (olası bir konsensus bazlı karar alma sistemli) bir iştirakten, hisse sahipliği olan, hisse başına oy yapılı (çoğunluk bazlı karar alma sistemli) bir firma olmaya yönelik yasal bir değişimi ifade eder. (Akhtar, 2002)

Buradaki “üye başına oy yapılı” ve “hisse başına oy yapılı” ifadeleri, borsa yapılarındaki değişikliği en kısa şekilde anlatmaktadır. Borsalar, yapılarında meydana getirilen değişimle, bir grup insan tarafından kararların alındığı bir oluşumdan, hisse sahiplerinin çoğunluğu tarafından ki bu hisse sahipleri herkes olabilir, kararların alındığı bir oluşuma evrilmiştir.

Borsanın iç yapısı, sahipliğin getirdiği haklardan yararlanan, hem borsa üyesi hem de borsa müşterisi olan ve demokratik şekilde karar verici olan, yalnızca bu kişileri olanaklardan yararlandıran (statüko), ülke halkının ve ülke ekonomisinin çıkarlarını göz ardı eden, kooperatif bir yapıya dayanmaktadır. Bu, çalışan veya üye sahipliği yapısına sahip olan borsanın en büyük zaafıdır. Bu durum, borsa üyeleriyle, halk arasında bir çıkar çatışması oluşturmaktadır. Tıpkı, borsa yapısındaki değişim gerçekleşmeden önceki simsarlar tarafından sahiplenilen ve kontrol edilen borsalar gibi, borsayı simsarların mülkü veya simsarlar kulübü haline getirmektedir. (Akhtar, 2002)

Borsa, olanakları yalnızca kendi bünyesine alan simsarların yönettiği, yönlendirdiği, kar elde ettiği ve diğer birçok imkandan faydalandığı, borsanın karlılığının önemsenmediği, bir yapı haline gelmiştir. Bu sebeple borsa yapısındaki değişim, birçok borsa tarafından gerçekleştirilmiş ve borsa yapıları, borsa üyelerinin hak ve hisse sahibi olduğu bir oluşumdan, bazı borsalarda yapısal değişiklikle kalacak şekilde, bazı borsalardaysa hem

yapısal değişikliğin hem de borsa firmasının hisselerinin halka arz edildiği şekilde meydana getirilmiştir.

4.2. Demutualizasyon Süreci

Demutualizasyon ticaret ve sahiplik haklarını hissedarlar arasında dağıtmaktadır. Borsaların geleneksel sahipleri olan borsa üyeleri, borsanın karar alma mekanizmasındaki güç ve etkilerini kaybetmektedir. Bu yüzden demutualizasyona karşı direnmeleri normaldir. (Ramos, 2006)

Demutualizasyon sürecini tetikleyen birçok faktör bulunmaktadır. Ancak çalışmalar göstermiştir ki borsalar birleşmeye gitmeden, tek başlarına demutualize olup halka açılmamaktadırlar. Bu konudaki yoğunlaşma oldukça seyrek. (Ramos, 2006)

Birleşme yoluna gitmeden mutual yapıyı değiştirmek, büyük ekonomilere mensup borsalarda dahi kolay değildir. Mutual yapılı borsalarda, borsa üyelerinin fayda edimleri, borsanın fayda ediminden ön plandadır. Mutual yapının sağladığı imkanları kaybetmek istemeyen borsa üyelerinin, demutualizasyona gidilmesini engelleme çabası bu sebeple olağandır.

Borsalar ilk kurulduğu zamanlardan 1993 yılına kadar hep devlet tabanlı organizasyonlar olmuşlardır. Borsaların öncelikli amacı kar ya da değer maksimizasyonu olmamıştır. Özellikle ilk kuruldukları yıllarda borsalar, fiziki mekanlar olup, yatırımcılar fiziksel olarak borsa binalarının içerisinde bulunmak ve ticaret odalarında olmak zorunda kalmışlardır.

Bu da kooperatif ve "mutual organization" yapısının gelişmesine sebep olmuştur. Bu yapının gelişmesi de "brokerlar kulübü" olarak tanımlanan borsanın monopolleşmesini sağlamıştır. Çok güçlü hale gelen bazı yatırımcılar ülkelerin borsalarına tek başlarına etki etmeye ve fiyatları belirlemeye başlamışlardır. Bu da serbest piyasanın ilkelerine aykırı bir durum oluşturmuştur. Bu organizasyon yapısı halkın erişimini kısıtlı hale getirmiştir. Ancak zamanın ilerlemesi ve teknolojik buluşların gerçekleşmesiyle birlikte özellikle elektriğin ve son zamanlarda da internetin bulunmasıyla, yatırımcıların fiziksel olarak borsa binalarında bulunmaları gereksiz hale gelmiş ve bu da "mutual organization" ve kooperatif yapısının borsalar için zayıflamasına yol açmıştır. Hatta kimi zaman borsaların fiziksel olarak halen varlıklarını sürdürüyor olmaları bile sorgulanmıştır. Bunlar neticesinde de "demutualization" olayı gerçekleşmiştir.

4.3. Demutualizasyonun Nedenleri

4.3.1. Global Rekabet

Demutualizasyon ticaret ve sahiplik haklarını hissedarlar arasında dağıtmaktadır. Borsaların geleneksel sahipleri olan borsa üyeleri, borsanın karar alma mekanizmasındaki güç ve etkilerini kaybetmektedir. Bu yüzden demutualizasyona karşı direnmeleri normaldir. Flecker raporunda NYSE'nin 1999'daki ilk demutualizasyon girişiminin başarısız olduğunu belirtmiştir. Demutualizasyon sürecini tetikleyen birçok faktör bulunmaktadır. Ancak çalışmalar göstermiştir ki borsalar birleşmeye gitmeden, tek başlarına demutualize olup halka açılmamaktadırlar. Bu konudaki yoğunlaşma oldukça seyrekdir. (Ramos, 2006)

Direkt rekabetin çok yüksek seviyede olduğu borsalarda, üyelerin reformları engellemeleri ve aracılık haklarını ellerinde bulundurmaya devam etmeleri oldukça zordur, bu sebeple de rekabet arttıkça borsalar reformlara da, dış yatırımcılara da daha açık hale gelirler. NYSE örneğinde, dünyanın en büyük borsası olmasına rağmen, yoğun bir rekabet içinde kalmıştır. Yerli rakipler demutualize olmuştur, NASDAQ gibileri halka açılmaya bile gitmişlerdir, daha girişimci bir yapıya adapte olmuşlardır ve ECN'ler özel statü kazanmışlardır. 1997'den beri, Securities Exchange Commission (SEC) onlara NASDAQ için bilgi seçme teklifi, fiyatlandırma ve emir eşleştirme mekanizması vermiştir. Alternative Trading Systems üzerinde denetleme 1999 yılında, alternatif ticaret sistemlerinin daha komple çalışması için bir denetleme yapısı oluşturmuştur. (Ramos, 2006)

Demutualizasyon, borsaların yeniden yapılanmaları için bir tetik rolü görmüştür. Yeni yatırımcılara yol açılması borsaların hedef ve amaçlarını da değiştirmiştir. Yeni iş fırsatlarına, üyelerin çıkarlarını gözetmeye gerek duymadan yelken açma şansı yakalamışlardır. Üyelere has bir kooperatif oldukları zamanlardan çok daha etkin ve verimli bir yapıya gelmişlerdir. Kooperatif yapıda kalmanın maliyeti, organizasyon yapısını değiştirmenin faydalarından çok daha fazladır.

4.3.2. Teknoloji

Yönetim yapısındaki değişimler teknolojik sürece bağlıdır. Mutual yapıdaki borsa teknoloji öncesi çağın bir ürünü olup, pazarlar elektronik hale gelince üyelikteki bu geleneksel yapının değişmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Fiziksel mekan olarak bir borsada yer açmak ve yeni ticaret odaları eklemek maliyetliken, elektronik ortamda yeni ticaret odaları ve platformları oluşturmak çok düşük maliyetli hatta marjinal maliyet olarak bir yerden sonra sıfır maliyetli hale gelmektedir. (Steil, 2002)

Elektronik ticaret sistemlerinin uygulanması borsalar arası rekabeti teşvik edici ve artırıcı bir hale getirmiştir. Teknoloji evrildikçe, ticaret fiziksel bir mekana merkezlenmek zorunda kalmamaya başlamıştır.

Teknoloji ulusal bağlılığın ortadan kalkmasına katkıda bulunur. Borsalar, şirketlerin faaliyette ve çoğunlukta oldukları yerlerde bulunma zorunda kalmamaya başlamışlardır. (Macey ve O'Hara, 2003)

Teknolojik gelişmelerin de artmasıyla pazar verisine ulaşmak daha da kolaylaşmış ve bu da pazar verisi ücretini azaltmıştır. Böylece borsalara gelir getirebilecek en önemli kalem işlem hacmini artırmak olmuştur. Bu konjonktürde sadece emir akışını ve likidite çekme kabiliyetini artırabilen borsalar ayakta kalacaklardır. (Aggarwal, 2002)

Baskın borsalar için, o halde, en büyük gelir kaynakları, işlemler ve işlemlere bağlı hizmetler olmalıdır. Çoğu borsadan da teklif ettikleri mal ve hizmetleri genişletmeleri beklenebilir. Örneğin; Alman Borsası gibi bazı Avrupa borsaları artık türev araçlar ticaretini ve bilgi teknolojileri ile hizmetlerini içermektedir. (Aggarwal, 2002)

Borsaların yapısında meydana gelen değişimler, büyük ölçüde iletişim ve veri işleme teknolojilerinin gelişiminden kaynaklıdır.

4.4. Birleşmeler ve Demutualizasyon

US bölgesel borsaların emir akışını rekabeti ortaya çıkaran etkenleri saptayabilmek için, birleşmelere odaklanmışlardır. Birleşmeye giden borsalar pazar payı çekmede başarılıdırlar. En azından birleşmeye gitmeyen bölgesel borsalarla rekabet içindedirler. (Arnold, Hersh, Mulherin ve Netter, 1998)

Birleşmeler, borsalar arası rekabetin önemli bir unsuru olmuşlardır. Birleşmeler, ölçek ekonomileri yaratırlar, ofis yönetimi, bir sabit maliyet ağının kullanımının optimize edilmesi ve ortak tesislerin paylaşımı gibi merkezi servisler paylaşır.

Örneğin; 1997'deki Copenhagen Stock Exchange ile COPFUTOP birleşimi, borsanın 1996'da demutualize olmasını takiben gerçekleşmiş, yine 1997'deki Helsinki Stock Exchange, SOM birleşimi, 1995'te bu borsanın demutualize olmasını takiben gerçekleşmiştir. Bu gözlemlere göre, birleşimlerin demutualizasyon için bir motivasyon kaynağı olduğunu söyleyebiliriz. (Ramos, 2006)

4.5. Birleşmeler ve Halka Açılma

Firmalar iç yapılanmaya ihtiyaç duyduğunda bir model oluşturmuşlardır, tahvil satarak gelir elde etme daha az çekicidir. Bu çıkarım şu gözlemlerle sabittir ki; firmalar genellikle içsel yeniden yapılanmadan önce kaldıraçlı satın almayla özelleşmeye giderler, bu yeniden yapılanma sonrasında halka açılırlar. (Subrahmanyam ve Titman, 2002)

Borsaların genellikle birleşme sonrası halka açıldığı görülmektedir.



5. DEMUTUALİZASYON SONRASI DÜNYA BORSA PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

İlk kez 1993 yılında, Stockholm Borsası ile başlayan demutualizasyon akımı, dünya çapında birçok borsanın da demutualize olma ve halka arz edilme sürecini de tetiklemiştir.

Mutual yapıdaki borsalar, üye sahipliği durumundan, yatırımcı ve hissedar sahipliği durumuna geçiş yapmaya başlamışlardır. Bu yapısal değişimin en büyük etkeni gelişen teknoloji ve ortaya çıkan ve kullanımı oldukça yaygınlaşan internet olmuştur.

Fiziksel ortamda yapılan her işlemin, elektronik ortamda da yapılabilmesi, üstelik bina kapasitesi, üye sayısı gibi fiziksel kısıtların elektronik ortamda bulunmuyor olması, demutualizasyonu daha da çekici bir hale getirmiştir.

Teknolojik gelişmenin yanı sıra, finansal çevrenin değişimi de demutualizasyon için uygun ortamı oluşturmuştur. Güçlü finansal yapılara sahip şirketler, yalnızca kuruldukları ülkelerin borsalarında değil, diğer birçok ülkelerin borsalarında da faal bir rol istemeye başlamışlardır. Geleneksel yapıdaki, dışa daha kapalı, fiziki borsalar söz konusu güçlü finansal yapılara sahip şirketlere direnememiş ve demutualize olmuşlardır.

5.1. Araştırmanın Konusu

Borsalar, gelişen teknolojinin en çok etkilediği olguların başında gelmektedir. Teknolojinin hızlı ilerleyişi, sektördeki rekabet yarışını da aynı hızla artırmaktadır. Böylesine bir rekabet ortamında, piyasa paylarını büyütme çalışan borsalar da rekabet stratejilerini uygularken demutualizasyon yani yapısal değişime gitmeye başlamışlardır. Bu araştırmanın konusu, yapılarında değişim meydana getirilen borsalarla geleneksel yapıda faaliyetlerine devam eden borsaların, performans bakımından karşılaştırılmasıdır.

5.2. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı; T-testi uygulayarak dünyada faaliyet gösteren borsaların performanslarını ölçmek, Türkiye’de faaliyet gösteren Borsa İstanbul’un da aralarında bulunduğu demutualize olan ve demutualize olmayan borsalar arasındaki performans farklarını ortaya koymak ve borsaların karşılaştırmalı olarak analizini yapmaktır.

5.3. Araştırmanın Varsayımları

Araştırmanın varsayımları, araştırmanın tüm aşamalarında araştırmacının standardize edemediği ve doğruluğundan büyük ölçüde emin olduğu şartlarla ilgili durumları ifade eder.

Bu çalışmada kabul edilen varsayımlar;

1. T-testinin, borsa performanslarını ölçmekte uygun bir araç olduğu
2. Dünyada faaliyet gösteren borsalar için iş tanımlarının aynı olduğu
3. Demutualizasyon ile karlılığın pozitif yönlü bir ilişki içerisinde olduğu
4. Borsa performanslarının ölçülebilir olduğudur.

5.4. Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırma dünyada faaliyet gösteren 34 borsayı kapsamaktadır. Bu araştırma demutualize olmuş 22 borsa ve demutualize olmamış 12 borsa ile sınırlı tutulmuştur. Verileri elde etmenin zor olması değerlendirmeye alınabilecek borsa sayısının az olmasına neden olmuştur. Zaman kısıtlılığı ve maddi kısıtlılıklar örneklem hacminin daralmasına neden olmuştur. Araştırmada T-testi modeli uygulanmış olup, borsa öz sermaye ve varlık karlılık oranları, sadece T-testi sonuçlarıyla değerlendirilmiştir.

5.5. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

Araştırmanın evreni olarak dünyadaki çeşitli borsalar seçilmiştir. Örneklem;

- Borsa İstanbul
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires
- Australian Securities Exchange
- Wiener Borse
- Brussels Euronext
- BM&FBOVESPA S.A.
- TMX Group
- Bolsa de Comercio de Santiago
- Shanghai Stock Exchange
- Shenzhen Stock Exchange
- Bolsa de Valores de Colombia
- Paris Euronext
- Deutsche Börse AG
- Athens Stock Exchange

- Amsterdam Euronext
- Hong Kong Exchanges and Clearing
- BSE Limited
- National Stock Exchange of India Limited
- Indonesia Stock Exchange
- Irish Stock Exchange
- Borsa Italiana
- Japan Exchange Group
- Korea Exchange
- Bursa Malaysia
- Bolsa Mexicana de Valores
- Bourse de Casablanca
- NZX Limited
- Bolsa de Valores de Lima
- The Philippine Stock Exchange
- Lisbon Euronext
- Singapore Exchange
- SIX Swiss Exchange
- LSE Group
- NYSE Group
- Nasdaq - US

borsalarından oluşmaktadır. Söz konusu borsaların 2006 – 2016 yılları arasındaki verileri analiz edilmiştir.

5.6. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada T-testi kullanılmıştır ve borsalara uyarlanmıştır. Analiz, 34 borsa üzerinde uygulanmıştır. Araştırma, verilerin karşılaştırılması şeklinde yapılmıştır. Araştırmadaki istatistiksel veriler, T-testine tabi tutulmuştur. Elde edilen sonuçlar Stata programında ve Microsoft Office Excel’de değerlendirilmiştir.

5.7. Araştırmanın Bulguları Ve Analiz

Araştırma kapsamında, borsalar için demutualize olmanın öz sermaye karlılık oranı (ROE) üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ayrıca, ülke gelişmişliğinin, borsaların öz sermaye karlılık oranı üzerindeki etkisi de değerlendirilmeye çalışılmıştır.

```
. reg roe i.demutualized i.sinif_code i.demutualized#i.sinif_code, robust
```

```
Linear regression          Number of obs   =       374
                          F(3, 370)         =       10.36
                          Prob > F           =       0.0000
                          R-squared          =       0.0542
                          Root MSE       =       16.592
```

roe	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
1.demutualized	10.75085	1.988049	5.41	0.000	6.841557	14.66014
1.sinif_code	2.587859	2.620609	0.99	0.324	-2.565296	7.741014
demutualized#sinif_code						
1 1	-7.60912	3.160978	-2.41	0.017	-13.82486	-1.393384
_cons	13.48848	1.446047	9.33	0.000	10.64498	16.33199

Şekil 5.1. Demutualizasyon ve Öz Sermaye Karlılık Oranı Arasındaki İlişki Analizi

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D1_{it} + \alpha_2 D2_i + \alpha_3 D1_{it}D2_i + u_{it}$$

$$D1_{it} = \begin{cases} 1 & i. \text{ülke } t \text{ anında demutualize ise} \\ 0 & i. \text{ülke } t \text{ anında demutualize değil ise} \end{cases}$$

$$D2_i = \begin{cases} 1 & i. \text{ülke gelişmekte ise} \\ 0 & i. \text{ülke gelişmiş ise} \end{cases}$$

$$E(ROE_{it} | D1_{it} = 0, D2_i = 0) = \hat{\alpha}_0 = 13.488$$

$$E(ROE_{it} | D1_{it} = 1, D2_i = 0) = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 = 13.488 + 10.750 = 24.238$$

$$E(ROE_{it} | D1_{it} = 0, D2_i = 1) = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_2 = 13.488 + 2.587 = 16.074$$

$$E(ROE_{it} | D1_{it} = 1, D2_i = 1) = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 + \hat{\alpha}_3 = 13.488 + 10.750 + 2.587 - 7.609 = 19.216$$

Gelişmiş ülkelerdeki borsalar için demutualize olmanın öz sermaye karlılık oranı (ROE) üzerindeki etkisi %10.75'dir. Gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda demutualize olmanın,

demutualize olmamaya göre öz sermaye karlılık üzerindeki (ROE) etkisi %3.142 (=19.216-16.074) daha yüksek bulunmuştur. Demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, demutualize olmayan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) değerleri %2.586 (=16.074-13.488) olarak daha yüksek tahmin edilmiştir. Demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranları (ROE) değerleri -%5.022 (=19.216-24.328) olarak daha düşük tahmin edilmiştir.

```
. reg roa i.demutualized i.sinif_code i.demutualized#i.sinif_code, robust
```

```
Linear regression           Number of obs   =       374
                          F(3, 370)         =       29.28
                          Prob > F           =       0.0000
                          R-squared          =       0.1367
                          Root MSE       =       12.012
```

roa	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
1.demutualized	8.325333	1.574512	5.29	0.000	5.229219	11.42145	
1.sinif_code	3.150156	1.548687	2.03	0.043	.1048239	6.195489	
demutualized#sinif_code							
1 1	3.593853	2.292315	1.57	0.118	-.913746	8.101452	
_cons	5.439091	1.149713	4.73	0.000	3.178299	7.699883	

Şekil 5.2. Demutualizasyon ve Varlık Karlılık Oranı Arasındaki İlişki Analizi

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 D1_{it} + \beta_2 D2_i + \beta_3 D1_{it} D2_i + u_{it}$$

$$D1_{it} = \begin{cases} 1 & i. \text{ülke } t \text{ anında demutualize ise} \\ 0 & i. \text{ülke } t \text{ anında demutualize değil ise} \end{cases}$$

$$D2_i = \begin{cases} 1 & i. \text{ülke gelişmekte ise} \\ 0 & i. \text{ülke gelişmiş ise} \end{cases}$$

$$E(ROA_{it} | D1_{it} = 0, D2_i = 0) = \hat{\beta}_0 = 5.439$$

$$E(ROA_{it} | D1_{it} = 1, D2_i = 0) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 = 5.439 + 8.325 = 13.764$$

$$E(ROA_{it} | D1_{it} = 0, D2_i = 1) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_2 = 5.439 + 3.150 = 8.589$$

$$E(ROA_{it} | D1_{it} = 1, D2_i = 1) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 + \hat{\beta}_3 = 5.439 + 8.325 + 3.150 - 3.593 = 13.321$$

Gelişmiş ülkelerdeki borsalar için demutualize olmanın varlık karlılık oranı (ROA) üzerindeki etkisi %8.325'dir. Gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda demutualize olmanın, demutualize olmamaya göre varlık karlılık oranı (ROA) üzerindeki etkisi %4.732 (=13.321-8.689) daha yüksek bulunmuştur. Demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, demutualize olmayan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre varlık karlılık oranı (ROA) değerleri %3.150 (=16.074-13.488) olarak daha yüksek tahmin edilmiştir. Demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre varlık karlılık oranı (ROA) değerleri -%0.443 (=13.321-13.764) olarak daha düşük tahmin edilmiştir.

5.7.1. Araştırma Konusu Borsaların Öz Sermaye ve Varlık Karlılık Oranlarının Karşılaştırılması

Yapılan analizin sonuçlarına göre, Borsa İstanbul'un da içinde yer aldığı, gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar arasında, demutualize olmuş olan borsaların, demutualize olmamış olan borsalara göre, öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha yüksek bulunmuştur.

Ayrıca demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, yine demutualize olmayan ancak gelişmiş olan ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha yüksek bulunmuştur.

Son olarak, demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha düşük bulunmuştur.

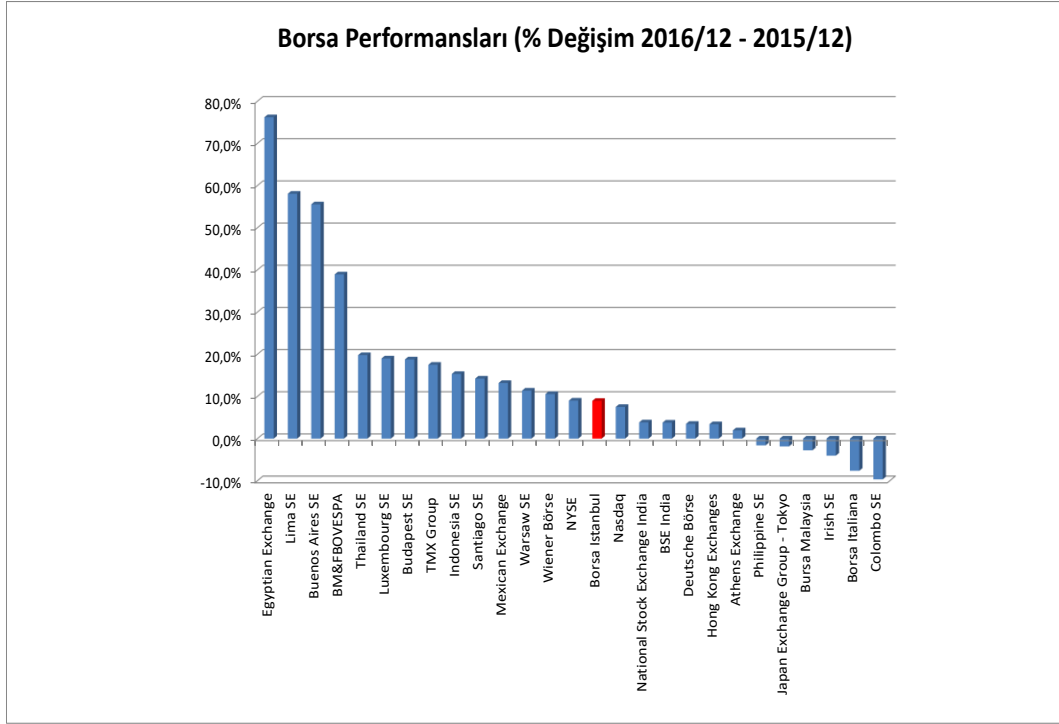
Buradan yola çıkarak, gelişmiş ülkelerdeki demutualize olmuş borsaların performansları, gelişmekte olan ülkelerdeki demutualize olmuş borsalardan daha fazladır. Yani demutualizasyonun, gelişmiş ülke borsaları üzerindeki olumlu etkisi, gelişmekte olan ülke borsaları üzerindeki olumlu etkisinden fazladır.

Borsa İstanbul'un da bulunduğu, gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar arasında, demutualize olan borsaların performansları daha yüksektir.

Bu veriler ışığında, demutualizasyonun, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke borsası olsun ya da olmasın, borsa performansları üzerinde olumlu bir etkisi olduğu saptanmıştır.

5.7.2. Borsa Performanslarının Karşılaştırmalı İncelenmesi

Güçlü finansal yapı ve mensubu olduğu ülkenin gelişmişlik seviyesi, borsaların dış tehditlere verdikleri tepkileri etkilemektedir. Küresel olarak piyasaları sarsabilecek düzeydeki bir dış etken, gelişmiş ülkelerdeki borsaların performanslarını daha az etkilerken, gelişmemiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsaları daha çok etkilemektedir.



Şekil 5.3. 2015-2016 yılları arasındaki borsa performansları

Kaynak:WFE

Borsa performanslarının 2016 yılındaki stabil olmayan dünya ekonomisinden etkilendiği, grafikte de görülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülke borsalarının, performans değerleri, kırılmaların fazla olduğu bir veri setini önümüze sermektedir. Gelişmiş veya daha güçlü bir finansal yapıya sahip olan ülke borsalarının, grafikte de görüldüğü üzere, olumlu veya olumsuz yönde daha az etkilendiği anlaşılmaktadır.

2015 yılının Aralık ayı ve 2016 yılının Aralık ayı zaman sınırlandırılması, borsa performans grafiğindeki, borsa performansı en çok artmış olan borsa, demutualize olmamış olan Egyptian Exchange yani Mısır Borsası olmakla beraber, ondan sonra gelen dört borsa demutualize olmuş borsalardır. Borsa performanslarındaki artış azaldıkça, ancak yine de %0'ın üzerinde kaldıkça, borsa performanslarının arttığı görülmektedir.

5.7.3. Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonlarının Karşılaştırmalı İncelenmesi

Borsa kapitalizasyon değerleri, sadece borsalar arasındaki rekabeti gösteren bir unsur değil, aynı zamanda ülke ekonomisinin ne durumda olduğuna dair bir fikir veren bir araçtır.

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Almanya	1.637.610	2.105.198	1.110.580	1.292.355	1.429.719	1.184.500	1.486.315	1.936.106	1.738.539	1.715.800	1.732.270
ABD	19.568.973	19.922.280	11.737.646	15.077.286	17.283.452	15.640.707	18.668.333	24.034.854	26.330.589	25.067.540	27.352.201
Arjantin	51.240	57.070	39.850	45.745	63.910	43.580	34.255	53.105	60.142	56.135	63.882
Avusturya	199.121	236.448	76.289	114.076	126.032	85.270	106.037	117.671	96.790	96.079	101.148
Brezilya	710.247	1.369.711	591.966	1.337.248	1.545.566	1.228.936	1.227.447	1.020.455	843.894	496.194	774.133
Çin	1.145.455	4.478.867	1.778.784	3.573.152	4.027.840	3.412.108	3.697.376	3.949.143	6.004.948	8.188.019	7.320.738
Danimarka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endonezya	138.886	211.693	98.760	214.940	360.388	390.107	428.223	346.674	422.127	353.271	433.822
Filipinler	68.270	102.853	52.031	86.349	157.321	165.066	229.317	217.320	261.841	238.820	239.882
Finlandiya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hindistan	818.879	1.819.101	647.205	1.306.520	1.631.830	1.007.183	1.263.335	1.138.834	1.558.300	1.516.217	1.561.270
İrlanda	163.269	143.905	49.490	61.291	60.368	108.393	108.989	170.123	143.466	128.009	120.962
İspanya	1.322.915	1.781.133	948.352	1.297.227	1.171.625	1.030.988	995.088	1.116.561	992.914	787.192	711.214
İsrail	161.732	235.056	134.802	188.734	227.614	156.939	161.855	203.301	200.525	243.904	215.007
Japonya	4.726.269	4.451.576	3.208.980	3.395.649	3.827.774	3.325.388	3.478.832	4.543.169	4.377.994	4.894.919	5.061.537
Kanada	1.700.708	2.186.550	1.033.449	1.608.053	2.170.433	1.912.122	2.058.839	2.113.822	2.093.697	1.591.929	2.041.534
Kolombiya	56.204	101.956	87.716	140.520	208.502	201.296	262.101	202.693	146.746	85.955	103.405
Kore	834.404	1.122.606	470.798	834.597	1.091.911	996.140	1.179.419	1.234.549	1.212.759	1.231.200	1.282.166
Lüksemburg	79.514	166.094	66.615	105.048	101.129	67.627	70.338	78.641	63.168	47.131	61.486
Macaristan	41.934	46.196	18.465	30.037	27.708	18.773	20.760	19.797	14.513	17.687	18.073
Malezya	235.581	325.290	189.087	289.219	408.689	395.624	466.588	500.387	459.004	382.977	363.150
Meksika	348.345	397.725	234.055	352.045	454.345	408.690	525.057	526.016	480.245	402.253	333.541
Mısır	93.496	139.274	85.247	91.207	84.277	48.682	59.182	61.630	70.084	55.192	32.118
OMX	1.122.705	1.242.578	563.100	817.223	1.042.154	842.101	995.719	1.269.214	1.196.725	1.268.042	-
Peru	40.022	69.386	37.877	71.663	103.347	81.878	102.617	80.978	78.840	56.556	80.138
Polonya	151.809	211.620	90.815	150.962	190.232	138.244	177.408	204.543	168.896	137.770	140.859
Rusya	-	-	-	-	-	-	825.340	770.657	385.927	393.238	635.945
Sri Lanka	7.769	7.553	4.286	9.547	19.924	19.437	16.974	18.807	23.665	20.804	18.627
Şili	174.419	212.910	131.808	230.732	341.799	270.289	313.325	265.150	233.245	190.352	212.465
Tayland	140.161	197.129	103.128	176.956	277.732	268.489	389.756	354.340	430.427	348.798	437.314
TÜRKİYE	162.399	286.572	118.329	233.997	307.052	197.074	315.198	195.746	219.763	188.862	157.702
Yunanistan	208.256	264.961	90.945	112.632	67.586	33.779	44.877	70.192	55.154	42.080	37.515

Tablo 5.1.Borsa şirketlerinin piyasa kapitalizasyonu (milyon dolar)

Kaynak:WFE

Not 1: OMX, Helsinki, İzlanda,Kopenhag, Riga, Stockholm, Tallinn ve Vilnius Borsalarından oluşmaktadır.

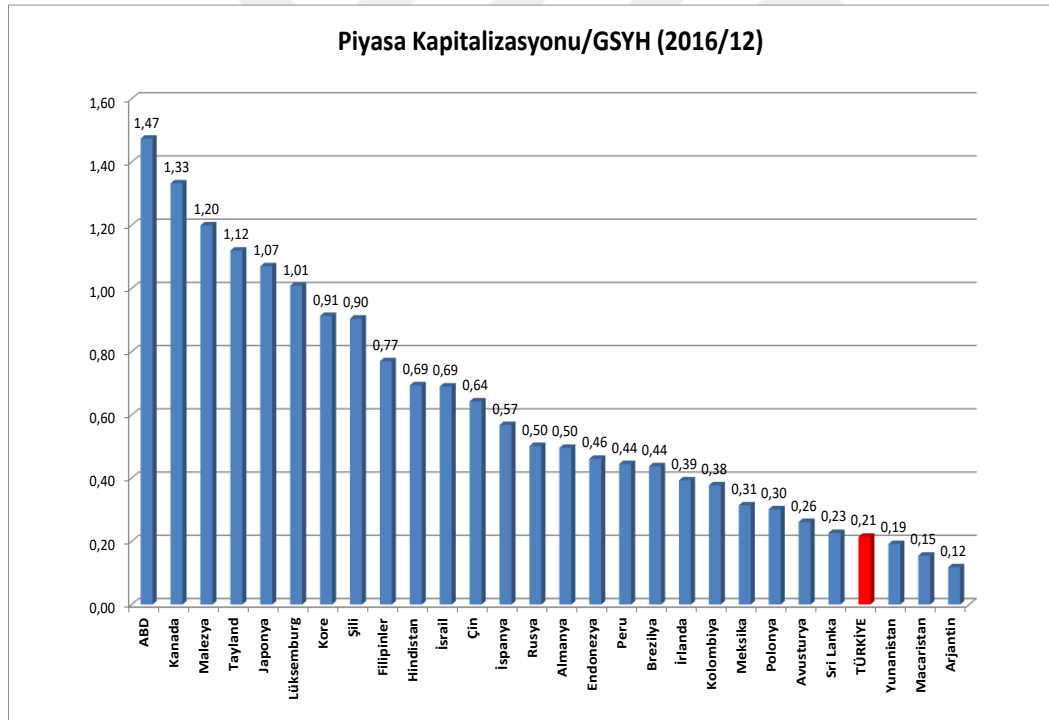
Not 2: Ülkelerin rakamlarına WFE'de verilen o ülkeye ait olan borsa ya da borsaların verileri toplanarak ulaşılmıştır.

Borsanın kapitalizasyonu demek, borsada işlem gören her bir şirketin, her bir hisse senedi değerinin, her birinin toplam hisse senedi sayısı ile çarpılması ve toplanması anlamına gelmektedir. Borsa İstanbul, bu kapsamda, 2012 yılında, 2006-2016 yılları arasında en yüksek borsa kapitalizasyonuna ulaşmıştır.

Yunanistan'ın girdiği büyük Avro krizi, borsa kapitalizasyon değerlerine de yansımıştır.

Aynı zamanda, Mısır'da gerçekleşmiş olan darbe ve sonrasında gelen karışıklık, Mısır Borsası'nın kapitalizasyon değerini de düşürmüştür. Söz konusu değer artışı da olsa, değer azalışı da olsa, borsanın görece stabil bir durum içerisinde olması çok önemlidir. Dışarıdan gelebilecek şoklara ne kadar dayandığı, bu stabilizasyondan anlaşılabilir.

2008 krizi, global çaplı bir krizdir. Ancak şekilde de görülebileceği üzere, bu borsalar kapsamında, Japonya ve Kanada borsalarının kriz sonrası daha sağlam bir duruş sergiledikleri görülmektedir.



Şekil 5.5. 2016 yılı Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH grafiği

Borsaların piyasa kapitalizasyonları ve buldukları ülkelerin gayri safi yurt içi hasıllarının oranlaması grafiğe dökülmüş ve ortaya çıkan sonuç sergilenmiştir.

Grafikten yola çıkarak, çeşitli kuruluşlarca yapılan, gayri safi yurt içi hasıla baz alınarak düzenlenen, dünyanın en iyi ekonomileri sıralaması ile, borsaların piyasa

kapitalizasyonlarının, gayri safi yurt içi hasılaya oranlanarak elde edilen sıralamalar birbirlerine benzemektedir.

Grafiği kısaca yorumlayacak olursak, gayri safi yurt içi hasılası en yüksek olan iki ülke olan ABD ve Çin, borsalarının piyasa kapitalizasyonlarının, gayri safi yurt içi hasıllarına oranlamaları sonucu elde edilen sıralamada, peş peşe yer almamaktadırlar.

Bu durumu meydana getiren birçok demografik değişken elbette tahmin edilebileceği üzere bulunmaktadır, ancak yine de ABD borsalarında yer alan şirketlerin ne kadar yüksek değerlere sahip olduklarını da göstermektedir.

Bu grafik ayrıca, ülkelerin refah düzeyleri hakkında da bir fikir edinmeyi sağlamaktadır. Gayri safi yurt içi hasıla sıralamasında, toplam hasıla bakımından Çin'in onda biri kadar hasılaya sahip olan Kanada, bünyesinde bulundurduğu borsasındaki toplam şirket değerlerinin, gayri safi yurt içi hasılaya oranlanması sonucunda oluşan sıralamada, ikinci sırada yer almaktadır. Ancak, grafikte yüksek sıralarda yer alan her ülke borsası da ülke refah düzeylerinin yüksek olduğunu yansıtmamaktadır.

5.7.4. Borsaların Toplam İşlem Hacimlerinin Karşılaştırmalı İncelenmesi

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Almanya	2.737.195	4.324.928	4.678.829	2.240.331	1.628.496	1.758.185	1.275.949	1.334.545	1.469.729	1.555.549	1.306.428
ABD	34.198.150	57.900.406	70.647.088	46.735.935	30.454.798	30.750.596	23.226.926	23.285.193	28.104.938	29.992.641	28.388.867
Arjantin	5.277	7.381	6.617	2.983	3.805	3.284	2.191	3.342	4.803	5.091	4.624
Avusturya	82.049	129.974	104.688	51.327	48.626	42.356	23.405	25.843	31.592	32.197	30.867
Brezilya	276.150	597.995	724.199	644.732	868.813	930.698	875.418	810.596	728.403	498.336	535.163
Çin	1.158.997	6.074.604	3.848.930	7.836.305	8.068.723	6.496.032	4.967.885	7.589.638	12.026.132	40.954.093	19.098.233
Danimarka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endonezya	48.810	114.631	109.432	96.714	103.842	109.421	94.586	115.972	87.867	77.674	92.162
Filipinler	11.214	29.172	17.090	20.849	21.778	27.765	34.783	46.670	39.068	39.683	37.425
Finlandiya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hindistan	638.051	1.095.109	1.027.047	1.056.885	1.059.713	730.122	636.509	563.507	756.170	797.400	798.643
İrlanda	81.669	136.936	81.916	37.336	8.894	8.956	9.262	14.471	18.147	21.219	26.000
İspanya	1.933.793	2.969.519	2.410.721	1.610.210	1.360.910	1.226.224	851.828	893.572	1.098.457	997.646	684.032
İsrail	65.476	100.960	110.136	87.374	102.694	82.043	49.365	53.703	51.209	56.443	51.970
Japonya	6.258.821	6.765.972	5.887.892	4.158.347	3.966.746	4.160.543	3.605.593	6.516.058	5.443.887	5.540.697	5.618.264
Kanada	1.281.799	1.634.870	1.716.228	1.245.457	1.368.954	1.542.174	1.357.293	1.371.478	1.408.145	1.184.829	1.176.203
Kolombiya	14.845	16.775	20.274	19.169	25.149	34.044	39.433	25.943	24.490	14.868	13.967
Kore	-	-	-	-	-	-	1.517.897	1.284.599	1.350.370	1.929.558	1.672.918
Lüksemburg	264	242	1.910	296	216	156	132	140	141	110	82
Macaristan	31.158	47.586	30.706	25.972	26.277	19.172	10.883	10.429	7.971	7.605	8.130
Malezya	75.205	169.723	93.784	86.214	112.292	135.949	124.333	147.873	153.075	124.113	106.965
Meksika	96.918	143.945	110.474	84.909	122.584	121.640	126.139	177.356	156.574	127.412	122.989
Mısır	48.084	60.196	93.476	73.652	38.397	16.133	17.856	12.920	26.847	15.209	16.985
OMX	1.332.369	1.818.208	1.338.181	778.356	750.279	828.308	586.971	625.832	722.720	754.640	-
Peru	5.486	11.266	6.329	4.592	5.012	6.228	6.102	4.051	3.439	1.887	2.683
Polonya	56.373	87.962	69.499	58.374	69.231	86.518	58.364	-	-	-	-
Rusya	-	-	-	-	-	-	337.111	242.002	227.922	140.904	128.853
Sri Lanka	1.010	950	1.016	1.241	5.009	-	1.679	1.555	2.610	1.889	1.228
Şili	29.620	47.997	36.196	38.107	53.818	55.260	45.653	43.980	28.834	21.350	23.684
Tayland	100.929	117.893	115.980	127.141	214.086	222.605	235.168	376.024	314.190	285.755	330.367
TÜRKİYE	222.724	294.295	247.893	305.036	411.469	393.910	357.779	419.362	393.976	374.449	327.118
Yunanistan	107.893	168.318	113.666	71.829	43.261	27.660	15.950	23.776	36.905	18.584	14.222

Tablo 5.2. Borsaların toplam işlem hacimleri (milyon dolar)

Kaynak:WFE

Not 1: OMX, Helsinki, İzlanda,Kopenhag, Riga, Stockholm, Tallinn ve Vilnius

Borsalarından oluşmaktadır.

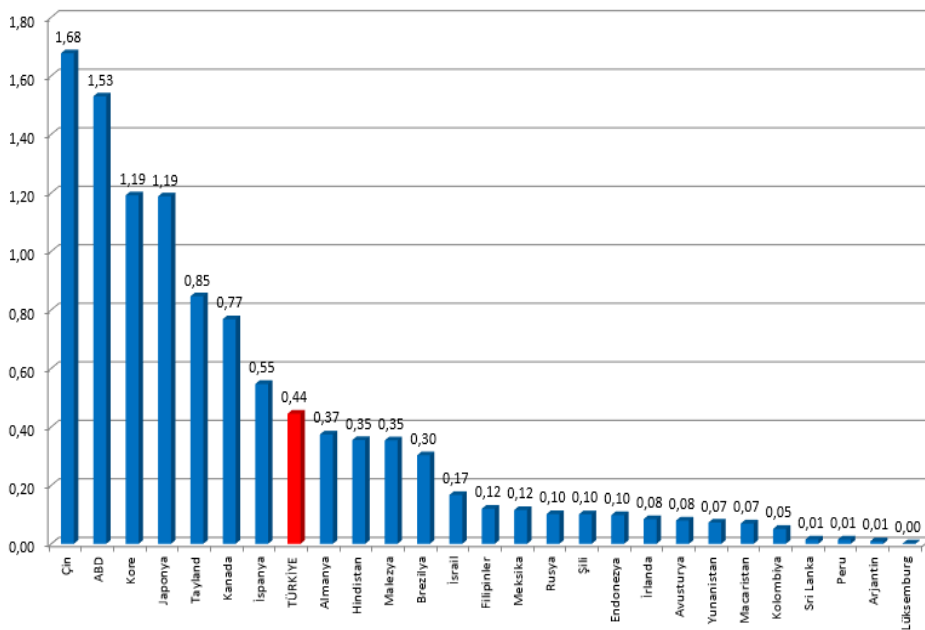
Not 2: Ülkelerin rakamlarına WFE'de verilen o ülkeye ait olan borsa yada borsaların verileri toplanarak ulaşılmıştır.

Bir borsada gerçekleşen toplam işlem hacmi, o borsanın ekonomik büyüklüğü hakkında doğrudan bir bilgi verir. Toplam işlem hacminin yüksek olması, çoğu zaman ülke ekonomisinin de iyi durumda olduğu anlamına gelir.

Borsada gerçekleşen toplam işlem hacminde meydana gelen ani düşüşler, global ekonomiden etkilenen unsurlar değildir.

2008 dünya krizi, şekilde de görüleceği üzere, borsalardaki işlem hacimleri üzerinde bir etkiye sahip olmamıştır.

İşlem Hacmi/GSYH (2016)



Şekil 5.6. 2016 yılı İşlem Hacmi/GSYH grafiği

Borsanın işlem hacmi ve bulunduğu ülkenin gayri safi yurt içi hasıla oranı, borsa ekonomisinin büyüme ivmesi hakkında bir fikir verebilir. İşlem hacmi, dış şoklardan etkilenen bir değişken değildir. Anlık dalgalanmalardan çok, uzun vadeli değişimler borsanın işlem hacmini etkileyen unsurlardır. 2008 krizi bütün dünyayla beraber Yunanistan'ı da etkilemiş ancak Atina borsasının işlem hacmini tek başına etkileyen bir unsur olmamıştır. Yunanistan'ın uzun vadeli yaşadığı Avro kriziyse, ülkedeki yabancı yatırımcıyı uzaklaştırmış ve borsadaki işlem hacmini azaltmıştır.

5.7.5. Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayılarının Karşılaştırmalı İncelenmesi

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Almanya	760	866	832	783	765	746	747	720	670	619	592
ABD	6.005	5.941	5.472	5.179	5.095	4.988	4.916	5.008	5.248	5.283	5.204
Arjantin	106	111	112	106	106	105	107	103	101	99	99
Avusturya	113	119	118	115	110	105	99	102	99	92	83
Brezilya	350	404	392	386	373	373	364	363	366	359	349
Çin	1.421	1.530	1.604	1.700	2.063	2.342	2.494	2.489	2.613	2.926	3.052
Danimarka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endonezya	344	383	396	398	420	440	459	483	-	521	537
Filipinler	239	244	246	248	253	253	254	257	-	265	265
Finlandiya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hindistan*	5.952	6.217	6.327	6.408	6.586	6.752	6.856	6.932	5.542	7.630	7.661
İrlanda	70	73	68	64	59	55	50	50	52	53	51
İspanya	3.378	3.537	3.576	3.472	3.345	3.276	3.200	3.245	3.452	3.651	3.506
İsrail	606	657	642	622	613	593	549	508	473	461	491
Japonya	3.854	3.870	3.786	3.656	3.565	3.520	3.481	3.419	3.470	3.513	3.541
Kanada	3.842	3.951	3.841	3.700	3.741	3.945	3.972	3.886	3.761	3.559	3.419
Kolombiya	94	90	89	87	86	83	82	78	74	73	70
Kore	1.689	1.757	1.793	1.788	1.798	1.816	1.784	1.813	1.864	1.961	2.059
Lüksemburg	260	261	262	266	289	298	293	274	220	192	180
Macaristan	41	41	43	47	52	54	52	50	48	45	43
Malezya	1.025	986	976	959	956	940	920	910	905	902	903
Meksika	335	367	373	406	427	476	136	143	147	143	144
Mısır	595	435	373	313	228	232	235	236	247	252	254
OMX	791	851	824	797	754	773	751	755	787	832	-
Peru	221	226	244	241	248	254	277	271	263	310	332
Polonya	265	375	458	486	584	777	867	895	902	905	893
Rusya	-	-	-	-	-	-	293	262	257	254	245
Sri Lanka	237	235	235	231	241	272	287	289	294	294	295
Şili	246	241	238	236	231	267	245	306	307	310	298
Tayland	518	523	525	535	541	545	558	585	613	639	656
TÜRKİYE**	329	332	323	322	344	368	404	424	425	416	405
Yunanistan	290	283	285	288	280	272	265	251	244	240	218

Tablo 5.3. Borsaların toplam işlem hacimleri (milyon dolar)

Kaynak:WFE,SPK

Not 1: OMX, Helsinki, İzlanda,Kopenhag, Riga, Stockholm, Tallinn ve Vilnius Borsalarından oluşmaktadır.

Not 2: Ülkelerin rakamlarına WFE'de verilen o ülkeye ait olan borsa ya da borsaların verileri toplanarak ulaşılmıştır.

* Hindistan için 2004 yılı öncesi rakamları National Stock Exchange India verilerinden oluşmaktadır.

** Türkiye için kaynak SPK Aylık İstatistik Bültenidir.

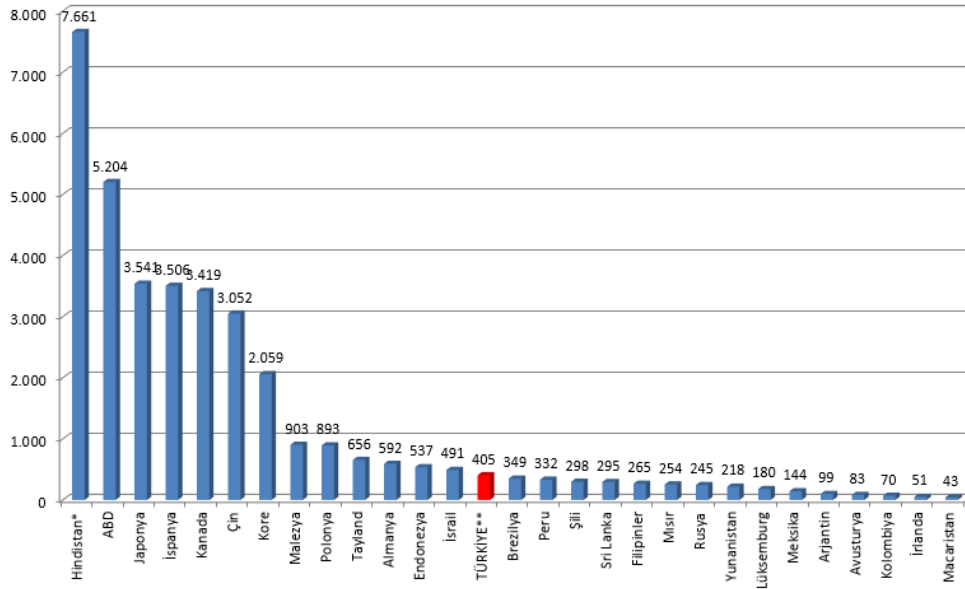
Eğer bir borsanın, büyüklük, gelişmişlik ve dış şoklardan etkilenme durumları hakkında doğru bilgiye sahip olmak istiyorsak, borsada işlem gören şirket sayılarına bakmamız gerekir.

Borsada işlem gören şirket sayısı, bir borsanın en önemli değişkenidir. Borsada işlem gören şirket sayısı ne kadar artarsa, borsa o kadar ekonomik büyüklüğe sahip olur ve gelişir.

Global çevrede meydana gelen ekonomik krizler, bazı kimseler tarafından yapılan manipülasyon girişimleri ve diğer akla gelebilecek olumsuz etkiler, borsada işlem gören şirket sayısı yüksek olan borsaları daha az etkiler.

Borsada işlem gören şirket sayısı, bir ülkenin ekonomik büyüklüğü hakkında da net bilgi verir.

Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları (2016)



Şekil 5.7. Borsalarda işlem gören şirket sayıları grafiği

Borsada işlem gören şirket sayısındaki artış, ekonomik büyümeyi de beraberinde getirir. Son zamanlarda gerek nüfus, gerekse ekonomik olarak büyüyen Hindistan, 2016 yılında, bünyesinde bulundurduğu borsalarda en çok şirkete sahip olan ülke konumundadır.

Borsasında işlem gören şirket sayısının en fazla olması, Hindistan'ı dünyanın en güçlü ekonomisi haline getirmese de, büyüyen ekonomisinin hem etkilediği, hem de etkilendiği bir unsur olmuştur.

5.8. Araştırmanın Hipotezleri

5.8.1. Birinci Hipotez

Araştırma süresince elde edilen veriler ve bu verilerin analizleri sonucunda kurulan hipotezlerden birincisi:

H0 = Borsaların öz sermaye karlılık oranları (ROE) üzerinde demutualizasyon etkilidir değildir

H1 = Borsaların öz sermaye karlılık oranları (ROE) üzerinde demutualizasyon etkilidir.

İki farklı grup arasında T-testi yapılmıştır. Demutualizasyon ile borsaların öz sermaye karlılık oranları (ROE) arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenebilir.

H0 reddedilmiş,

H1 kabul edilmiştir.

5.8.2. İkinci Hipotez

Araştırma süresince elde edilen veriler ve bu verilerin analizleri sonucunda kurulan hipotezlerden ikincisi:

H0 = Borsaların varlık karlılık oranları (ROA) üzerinde demutualizasyon etkilidir değildir

H1 = Borsaların varlık karlılık oranları (ROA) üzerinde demutualizasyon etkilidir.

İki farklı grup arasında T-testi yapılmıştır. Demutualizasyon ile borsaların varlık karlılık oranları (ROA) arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenebilir.

H0 reddedilmiş,

H1 kabul edilmiştir.



6. SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar arasında, demutualize olmuş olan borsaların, demutualize olmamış olan borsalara göre, öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha yüksek bulunmuştur.

Demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, yine demutualize olmayan ancak gelişmiş olan ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha yüksek bulunmuştur.

Demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) ve varlık karlılık oranı (ROA) bazında, performansları daha düşük bulunmuştur.

Gelişmiş ülkelerdeki demutualize olmuş borsaların performansları, gelişmekte olan ülkelerdeki demutualize olmuş borsalardan daha fazladır. Yani demutualizasyonun, gelişmiş ülke borsaları üzerindeki olumlu etkisi, gelişmekte olan ülke borsaları üzerindeki olumlu etkisinden fazladır.

Borsa İstanbul'un da bulunduğu, gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar arasında, demutualize olan borsaların performansları daha yüksektir.

Demutualizasyonun, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke borsası olsun ya da olmasın, borsa performansları üzerinde olumlu bir etkisi olduğu saptanmıştır.

Gelişmiş ülkelerdeki borsalar için demutualize olmanın öz sermaye karlılık oranı (ROE) üzerindeki etkisi %10.75'dir. Gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda demutualize olmanın, demutualize olmamaya göre öz sermaye karlılık üzerindeki (ROE) etkisi %3.142 (=19.216-16.074) daha yüksek bulunmuştur. Demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların, demutualize olmayan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranı (ROE) değerleri %2.586 (=16.074-13.488) olarak daha yüksek tahmin edilmiştir. Demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre öz sermaye karlılık oranları (ROE) değerleri -%5.022 (=19.216-24.328) olarak daha düşük tahmin edilmiştir.

Gelişmiş ülkelerdeki borsalar için demutualize olmanın varlık karlılık oranı (ROA) üzerindeki etkisi %8.325'dir. Gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda demutualize olmanın, demutualize olmamaya göre varlık karlılık oranı (ROA) üzerindeki etkisi %4.732 (=13.321-8.689) daha yüksek bulunmuştur. Demutualize olmayan gelişmekte olan ülkelerdeki

borsaların, demutualize olmayan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre varlık karlılık oranı (ROA) değerleri %3.150 (=16.074-13.488) olarak daha yüksek tahmin edilmiştir. Demutualize olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların demutualize olan gelişmiş ülkelerdeki borsalara göre varlık karlılık oranı (ROA) değerleri -%0.443 (=13.321-13.764) olarak daha düşük tahmin edilmiştir.

Borsa performanslarının stabil olmayan dünya ekonomisinden etkilendiği görülmüştür. Özellikle gelişmekte olan ülke borsalarının, performans değerleri, kırılmaların fazla olduğu bir veri setini önümüze sermektedir. Gelişmiş veya daha güçlü bir finansal yapıya sahip olan ülke borsalarının, grafikte de görüldüğü üzere, olumlu veya olumsuz yönde daha az etkilendiği anlaşılmıştır.

Borsa kapitalizasyon değerlerinin, sadece borsalar arasındaki rekabeti gösteren bir unsur değil, aynı zamanda ülke ekonomisinin ne durumda olduğunda saptanmıştır.

Gayri safi yurt içi hasıla baz alınarak düzenlenen, dünyanın en iyi ekonomileri sıralaması ile borsaların piyasa kapitalizasyonlarının, gayri safi yurt içi hasılaya oranlanarak elde edilen sıralamaların birbirlerine benzediği görülmüştür.

Borsada gerçekleşen toplam işlem hacminde meydana gelen ani düşüşlerin, global ekonomiden etkilenen unsurlar olmadığı görülmüştür.

KAYNAKLAR

- Aggarwal, R. (2002). *Demutualization and corporate governance of stock exchanges*. Washington D.C: Journal of Applied Corporate Finance
- Akhtar, S. (2002). *Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges*. Manila 46. Asian Development Bank
- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye piyasası yatırım araçları ve analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Altun, O. (2008). *Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümü, sermaye piyasası kurulu araştırma raporu*. Ankara: Araştırma Dairesi.
- Arnold, T., Hersh, P., Mulherin, H. ve Netter, J. (1998). *Merging markets*. USA: The Journal of Finance.
- Aydın, N. (2012). *Konu*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2511 Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1482, s. 6.
- Ayyıldız, M. (2000). *Menkul kıymet borsalarının kar amaçlı şirketlere dönüşmeleri ve Türkiye için öneriler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi.
- Borsa İstanbul Uzmanları. (2014). *Lisanslama sınavları çalışma kitapları*. İstanbul: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Budak, A. ve Çikot, Ö. (2011). *Dünyada borsa şirketleşmeleri, satın alma ve birleşmeleri*. İstanbul: Kupon Matbaa.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2004). *Sermaye piyasası ve menkul değerler analizi*. İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Çetkin, H. (2016). *Menkul kıymetler borsasının tarihsel gelişimi ve Borsa İstanbul*. Malatya: İnönü Üniversitesi Yayınları.
- Elliott, J. (2002). *Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective*. Perth: IMF Working Paper, 33.
- Emre, Z. ve Budak, A. (2006). *Dünya uygulamaları çerçevesinde kobi borsaları*. Ankara: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.
- Fertekligil, A. (2000) *Türkiye'de borsa'nın tarihçesi*. İstanbul: IMKB Yayınları.
- IMKB. (2000). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgileri Kılavuzu*. İstanbul: IMKB Yayınları.
- Işık, O. (2012). "Hukuki Açından Borsa ve Borsa Türleri". *Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2012/1, 215-258.

İnternet: e-bultenkasiad.blogspot.com/2012/09/kobi-borsalar-dunyadan-ve-turkiyeden.html
Son Erişim Tarihi: 02.08.2019.

İnternet: https://www.borsaistanbul.com, 19.08.2019.

İnternet: https://www.teb.com.tr, Son Erişim Tarihi: 02.08.2019.

İnternet: https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_Dun_Uyg_Cer_Kobi_Borsalari.pdf, Son Erişim Tarihi: 03.06.2019.

İnternet: https://www.world-exchanges.org/, Son Erişim Tarihi: 01.08.2019.

İnternet: www.emlakkonutdergi.com/2017/09/11/ekonominin-barometresi-borsa/, Son Erişim Tarihi: 01.06.2019.

İnternet: www.hukukiboyut.com/arsiv/d201012713514.pdf, Son Erişim Tarihi: 02.06.2019.

Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Karaoğlan, S. (2014). *İMKB'nin Özelleştirilmesinin Muhtemel Sonuçları ve Geçmişte Özelleştirilen Dünya Borsaları ile Karşılaştırılması*. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Yayınları.

Karlı, M. (1994). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Karlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Macey, J. ve O'Hara, M. (2003). *The Corporate Governance of Banks*. USA: Economic Policy Review.

Mazgit, İ. (2011-2012). *Para ve Sermaye Piyasaları – Ders Notu*. İzmir, Türkiye.

Pamuk, Ş. (2000). *Osmanlı İmparatorluğu'nda Paranın Tarihi*. İstanbul: TARİH VAKFI YURT YAYINLARI, 221.

Ramos, S. (2006). *Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?* Switzerland: Swiss Finance Institute Research.

Sancak, F. (2012) *Türkiye Sermaye Piyasaları'nda Kaydi Sistem Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Fatih Üniversitesi, İstanbul.

Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun No: 2499, Madde-40 (Değişik: 1999-4487/18 Md.).

Steil, B. (2002). *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*. USA: Brooking Institution Press.

Subrahmanyam, A. ve Titman, S. (2002). *The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets*. USA: The Journal of Finance.

Şanda, H. (1996). *Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları 100. Yıl Broşürü*, İstanbul.

Şıklar, İ. (2004). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.

- Şıklar, İ. (2009). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Tanör, R. (1999). *Türk Sermaye Piyasası*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Taulli, T. (2012). *High-Profit IPO Strategies: Finding Breakout IPOs for Investors and Traders*. USA: John Wiley & Sons.
- Tiniç, S. M. ve West R. R. (1979). *Investing in Securities: An Efficient Markets Approach*. New York: Addison-Wesley Publishing.
- Turhan, İ. (2012). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Ankara: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Yalçın, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yeşildağ, E. (2013). *Türkiye’de Aracı Kuruluşların Gelişiminde ve Yatırımcıların Aracı Kuruluş Seçiminde Etki Eden Unsurlar: Bir Faktör Analizi Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adanan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Ziya, K. (1990). *Borsaların Tarihçesi, Esham ve Tahvilat- Kambiyo ve Nükut Borsası İdaresi*. İstanbul: İstanbul Esham ve Tahvilat – Kambiyo ve Nükut Borsası İdaresi.



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, Adı : Aykaç, Mustafa Çağrı
Vatandaşlık : Türkiye Cumhuriyeti
Doğum Tarihi ve Yeri : 1993, Ankara
Medeni Durum : Bekar
Cep Telefonu : 05357481267
E-mail : mcaykac@gmail.com

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	AHBV Üniversitesi, SBE, Finansman Bölümü	2019
Lisans	Gazi Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü	2015
Lise	Gazi Üniversitesi Vakfı Özel Fen Lisesi	2011

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
23.07.2019-27.03.2020	Doğruer Gümrük Müşavirliği	Devlet Destekleri Uzmanı

Yabancı Dil

İngilizce

Yayınlar

Tırmadioğlu Talu, H. 2019, GELISIM-UWE 2019 3rd International Conference on Economics, Finance and Management: “Recent Trends of the 21st Century in Economics, Finance and Management”, s. 63, İstanbul, Türkiye

Hobiler

Etimolojik ve felsefi araştırmalar yapmak, fitness, müzik, sinema



