



SERMAVE PİYASASI KURULU
PİYASA GÖZETİM VE DÜZENLEME DAİRESİ

**SERMAVE PİYASALARINDA
İŞLEM MALİYETLERİ**

YETERLİK ETÜDÜ

Bekir Yener YILDIRIM
Uzman Yardımcısı

EKİM 2002
ANKARA

YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasalarının etkinliği ve tasarruf sahiplerinin fonlarının gerek uluslararası gerekse ulusal düzeyde sermaye piyasalarına yönelmesinde belirleyici rol oynaması nedeniyle işlem maliyetlerine olan ilgi gittikçe artmakta, dünya piyasalarında yaşanan hızlı değişim ve yoğunlaşan rekabet karşısında işlem maliyetleri, daha çok önem kazanmaktadır.

Yatırımcılar, menkul kıymet ihraç eden kuruluşlar ile aracı kuruluşlar açısından farklı maliyet tanımları getirmek mümkün olmakla birlikte piyasanın en dinamik yönü olan alım satım işlemleri gerçekleştirmek için katlanılan her türlü maliyet olarak tanımlanabilecek “işlem maliyetleri” en çok önem verilen maliyet türüdür.

Sermaye piyasalarında işlem maliyetleri genellikle, doğrudan ve dolaylı maliyetler olarak ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan maliyetler, menkul kıymet alım satım işlemi gerçekleştirmek için doğrudan doğruya katlanılan, ücret, komisyon, vergi gibi parasal maliyet unsurları olup, yatırımcılar tarafından işlem yapılmadan önce fakında olunan, tutarı bilinen ve muhasebe kayıtlarında yer alan bir maliyet türüdür. Doğrudan maliyetler içinde en önemli pay, aracılık komisyonları ve alım satım işlemlerine uygulanan vergilerdir.

İşlem yapanlar tarafından efektif olarak doğrudan katlanılan bir maliyet türü olmayan dolaylı maliyetler ise, piyasanın işleyiş yapısı nedeniyle katlanılan maliyetler olup, piyasada aynı menkul kıymete ilişkin farklı alım satım fiyatları bulunması veya fiyatların hızlı değişmesi gibi nedenlerle ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası geliştikçe, dolaylı maliyetlerin azalması beklenmektedir.

İşlem maliyetleri, sermaye piyasalarının etkinliğine; piyasanın işlem hacmi ve likiditesi, menkul kıymetlerin getirisi gibi bir çok unsur aracılığıyla etkide bulunmaktadır. Maliyetlerdeki artış; piyasadaki işlem hacmini düşürerek piyasanın likiditesini azaltmakta, menkul kıymetlerin getirisini düşürerek yatırımcıların farklı piyasalara yönelmesine yol açabilmekte veya uluslararası portföy yatırımlarını, maliyetlerin daha düşük olduğu ülkelere yöneltmektedir.

Ülkemiz sermaye piyasalarındaki doğrudan maliyet unsurlarının bir çoğu Sermaye Piyasası Kurulu onayı ile kesinleşmektedir. Bununla birlikte piyasa koşulları içerisinde oluşan maliyetler ile çeşitli vergi uygulamaları da bulunmaktadır. Ülkemizdeki dolaylı maliyetler ise Türkiye ekonomisinin makro ekonomik yapısı, sermaye piyasamızın etkinliği ve yapısı gibi geniş bir çerçevede değerlendirilebilecek unsurlardan etkilenmektedir.

Türk sermaye piyasalarında yatırımcılar, menkul kıymet ihraç eden kuruluşlar ile aracı kuruluşların karşı karşıya kaldıkları maliyetler esas olarak; aracı kuruluşlara ödenen aracılık komisyonu (kurtaj), Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Takasbank, Aracı Kuruluşlar Birliği, Yatırımcıları Koruma Fonu ve bağımsız denetim şirketlerine çeşitli adlar altında ödenen ücret, komisyon ve ödentiler ile bunların bazıları üzerinden alınan vergi veya vergi

benzeri uygulamalardan oluşmaktadır. Bununla birlikte ülkemizde, yurtdışı piyasalarda yaygın olarak kullanılan şekilde, alım satım işlemlerine “işlem vergisi” uygulanmamaktadır.

Dünya piyasalarındaki işlem maliyetleri arasında en büyük payı aracılık komisyonları almaktadır. Bunun dışında diğer bir maliyet türü de alım satımlara uygulanan menkul kıymet işlem vergisi veya benzeri uygulamalar olup, sermaye piyasası gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkede bulunmaktadır.

Dünya piyasaları ile karşılaştırıldığında ülkemizin, bazı Avrupa Birliği ülkelerinden daha düşük bir maliyet ile orta sıralarda yer aldığı ve gelişmekte olan piyasalar arasında da en düşük maliyetlere sahip ülkelerden biri olduğu söylenebilecektir. Ayrıca, sermaye piyasalarını geliştirme çabası içindeki ülkelerde görülen işlem maliyetlerinin düşürülmesi eğilimi çerçevesinde ülkemiz sermaye piyasalarındaki işlem maliyetlerinin de zaman içinde düşmekte olduğu görülmektedir.

Ülkemiz sermaye piyasasında bulunan maliyetler içinde, diğer ülkelere göre en yüksek olan unsur aracılık komisyonlarıdır. Aracılık komisyonları, aracılardan karşı karşıya kaldığı tüm maliyetlerin bir fonksiyonu olduğundan, bu maliyet unsurlarının ülkemizdeki toplam işlem maliyetleri açısından yeniden değerlendirilmesi, özellikle vergi ve benzeri uygulamalarda yeni düzenlemeler yapılması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Takasbank tarafından alınan ücret ve komisyonların, bu kurumların verdiği hizmetlerin maliyeti ile orantılı olmasının sağlanması gerektiği düşünülmektedir.

Öte yandan, maliyet unsurlarını oluşturan uygulamaların, açık ve anlaşılır hukuki düzenlemeler ile yürütüldüğü durumlarda, işlem maliyetleri konusunda değişiklik ve yeni düzenleme yapılması daha kolay olacağından, ülkemizde zaman içinde dağınık düzenlemeler ile yürütülen ve yeterince açık olmayan hükümlerin gözden geçirilerek, mevzuatın yenilenmesinde de büyük yarar görülmektedir.

Son yıllarda bir çok ülkede, menkul kıymet borsaları ve sermaye piyasasında aracılık rolü üstlenen kurumların, sürekli olarak maliyetlerini gözden geçirdiği, piyasada düzenleyici konumda bulunan kamu otoritelerinin ise düzenleme alanlarına giren vergi, komisyon, ücret ve benzeri maliyet unsurları konusunda yeni düzenlemelere gittiği görülmektedir. Burada dikkati çeken unsur, bu ülkelerde maliyetleri düşürmek için atılan adımlarda en çok, dünya ölçeğindeki rekabet gücünün korunması ve sermaye piyasalarında etkinliğin artırılması gerekçelerinin kullanılmasıdır.

Bu çerçevede, işlem maliyetleri konusunda Sermaye Piyasası Kurulunun, gerek yetki alanına giren konularda gerekse ilgili kurumlarla yapacağı çalışmalar ile işlem maliyetleri konusunda belirleyeceği politikanın, ülkemiz sermaye piyasasının etkinliğini ve uluslararası rekabet gücünü arttıracakları düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ	i
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ	ii
GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM	
SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ TEORİSİ.....	2
1.1. İşlem Maliyetlerinin Tanımı	2
1.2. İşlem Maliyetlerinin Unsurları	2
1.2.1. Doğrudan Maliyetler.....	3
1.2.2. Dolaylı Maliyetler	4
1.3. İşlem Maliyetlerinde Ölçme ve Karşılaştırma Sorunları	7
II. BÖLÜM	
İŞLEM MALİYETLERİNİN ETKİLERİ.....	9
2.1. İşlem Maliyetleri ve Sermaye Piyasalarının Etkinliği	9
2.2. İşlem Maliyetleri ve Likidite.....	9
2.3. İşlem Maliyetleri ve Volatilité	11
2.3.1. Menkul Kıymet İşlem Vergisi (MKİV) Uygulamaları	11
2.4. İşlem Maliyetleri ve Menkul Kıymetlerin Getirisi	13
2.5. İşlem Maliyetleri ve Uluslararası Portföy Yatırımları	14
III. BÖLÜM	
TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ	16
3.1. Yatırımcılar Açısından Maliyetler.....	16
3.1.1. Yatırımcıların Hisse Senedi İşlemlerinde Karşılaştıkları Maliyetler.....	17
3.1.1.1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Komisyon : Kurtaj (Aracılık Komisyonu)	17
3.1.1.2. Takasbank'a Ödenen Ücret ve Komisyonlar	17
3.1.1.2.1. Hesap Açma Ücreti ve Hesap Bakım Komisyonu	18
3.1.1.2.2. Bedelsiz Hisse Senedi Tahsil, Rüçhan Hakkı Kullanımı ve Temettü Tahsil Komisyonları	18
3.1.1.3. Lot Altı İşlemlerde Maliyetler	18
3.1.2. Yatırımcıların Tahvil ve Bono İşlemlerinde Karşılaştıkları Maliyetler	19
3.2. Aracı Kuruluşlar Açısından Maliyetler	19
3.2.1. Borsa Payları	20
3.2.2. Tescil Ücretleri	21
3.2.2.1. Tescil İşlemlerinin Hukuki Altyapısı ve Tarihi Gelişimi.....	21
3.2.2.2. Menkul Kıymet Tanzim Fonu (MKTF).....	22
3.2.2.3. 18.04.1986 tarihli SPK Kararı Çerçevesinde Tescil İşlemleri	22
3.2.2.4. MKTF'nin Kaldırılması	22
3.2.3. İMKB Üyelik Aidatları	24
3.2.4. İMKB Üyelik Teminatları	24
3.2.5. Blokaj Yükümlülüğü	25
3.2.6. Yatırımcıları Koruma Fonu Ödentileri	25
3.2.7. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Ödentileri	26

3.2.8. Takasbank Saklama Komisyonları	26
3.2.9. Takasbank'a Ödenen Diğer Ücret ve Komisyonlar	27
3.2.10. Finansal Faaliyet Yetki Belgesi Harçları	27
3.2.11. Eğitime Katkı Payı	27
3.2.12. Özel İşlem Vergisi	27
3.2.13. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV)	27
3.3. Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından Maliyetler	28
3.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kayda Alma Ücreti	28
3.3.2. İMKB'ye Ödenen Kotasyon ve Pazar Kayıt Ücreti	29
3.3.3. Takasbank'a Ödenen Komisyon	30
3.3.4. Halka Arza Aracılık Komisyonu	30
3.3.5. Bağımsız Denetim Şirketine Ödenen Ücret	30

IV. BÖLÜM

DÜNYA SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ	32
4.1. Dünya Piyasalarında Aracılık Komisyonu Uygulamaları	33
4.2. Dünya Piyasalarında Menkul Kıymet İşlem Vergisi Uygulamaları	34
4.3. Dünya Piyasalarında Doğrudan ve Dolaylı İşlem Maliyetleri	36
4.4. Türkiye ve Dünya Piyasalarında İşlem Maliyetlerinin Karşılaştırılması	39
4.5. Sermaye Piyasalarımızdaki İşlem Maliyetlerinin Değerlendirilmesi	39

SONUÇ	42
--------------------	-----------

KAYNAKÇA	44
-----------------------	-----------

EK/1 NET PORTFÖY GETİRİSİ VE İŞLEM MALİYETLERİ (1990-1996)	47
EK/2 İMKB BORSA PAYI ORANLARI	48
EK/3 MEVCUT TESCİL ÜCRETLERİ	49
EK/4 İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASI İLE TAHVİL VE BONO PİYASASI TEMİNAT SİSTEMİ HAKKINDA BİLGİ	50
EK/5 BLOKAJ YÜKÜMLÜLÜĞÜNÜN HESAPLANMA YÖNTEMİ	51
EK/6 YATIRIMCILARI KORUMA FONU ÖDENTİLERİNİN HESAPLANMA YÖNTEMİ	52
EK/7 TAKASBANK SAKLAMA KOMİSYONLARI	53
EK/8 TAKASBANK'A ÖDENEN DİĞER ÜCRET VE KOMİSYONLAR	54
EK/9 İMKB KOTASYON VE PAZAR KAYIT ÜCRETLERİ	55
EK/10 KAMU MENKUL KIYMETLERİ ALIM SATIMINDA TESCİL BENZERİ UYGULAMALARA İLİŞKİN ABD, İNGİLTERE VE FRANSA ÖRNEKLERİ	56

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
BİRLİK	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
EKP	: Eğitime Katkı Payı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MKİV	: Menkul Kıymet İşlem Vergisi
MKTF	: Menkul Kıymet Tanzim Fonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
OTC	: Tezgahüstü Piyasalar
ÖİV	: Özel İşlem Vergisi
SEC	: Securities and Exchange Commission
TAKASBANK	: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi

TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

TABLolar

Tablo 1	: Yatırımcılar Açısından Maliyetler	17
Tablo 2	: Aracı Kuruluşlar Açısından Maliyetler	20
Tablo 3	: Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından Maliyetler	28
Tablo 4	: Dünya Piyasalarında Menkul Kıymet İşlem Vergileri	35
Tablo 5	: Dünya Piyasalarında İşlem Maliyetleri	38

ŞEKİLLER

Şekil 1	: İşlem Maliyetlerinin Unsurları	3
Şekil 2	: Dolaylı Maliyetler Eğrisi	7

GİRİŞ

İşlem maliyetleri; yatırımcıların alternatif piyasalar yerine menkul kıymet piyasalarını seçmesi, sermaye piyasalarının etkinliği, menkul kıymet piyasalarında işlem hacmi ve likidite gibi sermaye piyasalarının en temel konularında belirleyici özellik taşıması nedeniyle, başta bireysel ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere, piyasaların ve hatta genel olarak ekonominin tüm birimleri açısından doğrudan veya dolaylı olarak büyük önem taşımaktadır.

Son yıllarda sermaye piyasalarında ulusal ve uluslararası düzeyde artan rekabet, işlem maliyetlerinin önemini pekiştirmekte olup, işlem maliyetleri tasarruf sahiplerinin fonlarının gerek uluslararası gerekse ulusal düzeyde sermaye piyasalarına yönelmesinde zaman içinde daha da belirleyici olmaktadır.

İletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerin sağladığı imkanların da yoğun şekilde kullanılması ile, maliyetlerinde sürekli düşüş eğilimi görülen sermaye piyasalarında, rekabet gücünü korumanın en etkili yollarından birinin görece olarak düşük işlem maliyetlerine sahip olunması gerektiği artık tartışma götürmez bir gerçek olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle menkul kıymet borsaları ve sermaye piyasasında aracılık rolü üstlenen kurumlar sürekli olarak maliyetlerini gözden geçirmekte, piyasada düzenleyici konumda bulunan kamu otoriteleri ise düzenleme alanlarına giren vergi, komisyon, ücret ve benzeri maliyet unsurları konusunda yeni düzenlemelere gitmektedirler.

Gerek akademik çevreler gerekse piyasa katılımcıları, yukarıda önemine kısaca değinilen işlem maliyetleri konusuna gittikçe artan düzeyde bir ilgi göstermekle birlikte konunun öneminin yeterince farkında olunmadığı ve tüm detaylarıyla ortaya konmadığı görülmektedir. İşte bu eksikliğin etkisi ve öneminin gittikçe daha da çok anlaşılması sonucu olarak işlem maliyetleri konusunda yapılan çalışmaların son yıllarda arttığı söylenebilir.

Bu çalışmada, sermaye piyasalarında işlem maliyetleri konusu bir yandan teorik açıdan ele alınmakta olup işlem maliyetlerinin, sermaye piyasalarının etkinliği, likiditesi, işlem hacmi gibi kavramlarla ilişkisi ortaya konmakta, diğer yandan Türkiye sermaye piyasalarında yatırımcıların, aracı kuruluşların ve menkul kıymet ihraç eden kuruluşların karşı karşıya kaldıkları maliyetler ayrıntılı olarak incelenmektedir. Bu incelemenin ardından, dünya sermaye piyasalarındaki işlem maliyetleri de ele alınmakta ve ülkemiz sermaye piyasalarındaki maliyetler bu çerçevede değerlendirilmektedir.

I. BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ TEORİSİ

Neoklasik finans teorisi, tam rekabetçi sermaye piyasaları varsayımına dayanmaktadır (Ökte. 2000:1). Bu piyasa etkin işlemekte, piyasanın tüm katılımcıları eşit düzeyde bilgiye erişmekte ve fonlar herhangi bir işlem maliyetine katlanılmaksızın en etkin şekilde fon kullanmak isteyenlere aktarılmaktadır. İşlem maliyetleri bulunmayan bu ideal piyasa tam rekabet koşullarında çalışmaktadır. Ancak, Neoklasik finans teorisinin tam rekabetçi sermaye piyasalarının aksine, pratikte sermaye piyasalarında önemli miktarlarda işlem maliyetleri bulunabilmektedir.

Alıcı ve satıcının bir araya geldiği bütün piyasalarda olması beklenen işlem maliyetleri konusunda yapılacak herhangi bir değerlendirmede öncelikle maliyetlerin hangi unsurlardan meydana geldiği ortaya konmalıdır.

1.1. İşlem Maliyetlerinin Tanımı

Sermaye piyasalarının iç içe geçen karmaşık süreçlerden oluşması, bu piyasada çok farklı araçlarla çok farklı sayıda işlem yapılabilmesi, işlem maliyetlerini oluşturan maliyet unsurlarını somut ve net bir şekilde ortaya koymayı ve karşılaştırma yapmayı, hatta sermaye piyasalarında işlem maliyetlerine, tek ve geçerli bir tanım getirmeyi güçleştirmektedir (Lesmond. 1999:1113).

Bunun yanı sıra, piyasada işlem yapan yatırımcılar, piyasada menkul kıymet ihracı gerçekleştiren kuruluşlar ile alım satım işlemlerine aracılık eden kuruluşlar açısından farklı maliyet tanımları getirmek de mümkün olabilecektir.

Sermaye piyasalarında maliyetler konusunda en çok önem verilen maliyet tipi, “piyasada alım satım işlemi gerçekleştirmek için katlanılan her türlü maliyet” yani kısaca işlem maliyetleridir. Zira piyasanın en dinamik yönünü alım satım işlemleri oluşturmakta olup, ihraççılar veya piyasada aracılık rolü üstlenen kuruluşlar açısından, alım satım işlemleri dışında katlanılan maliyetler dolaylı bir öneme sahip olmaktadır.

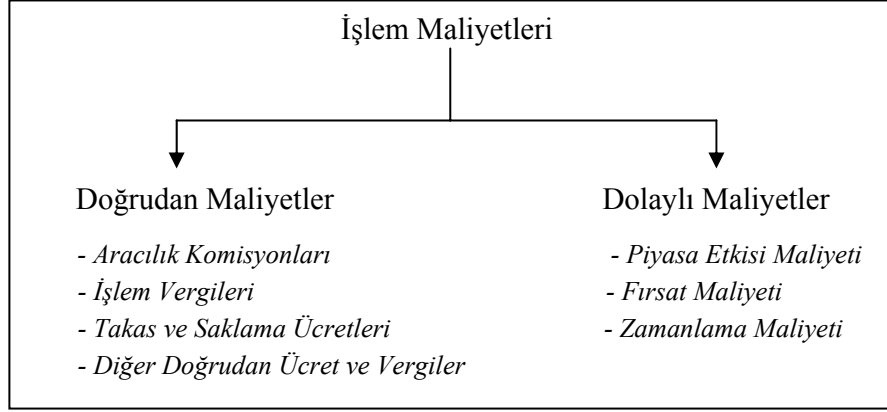
1.2. İşlem Maliyetlerinin Unsurları

Sermaye piyasalarında işlem maliyetleri genellikle doğrudan ve dolaylı maliyetler olarak ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan maliyetler, aracılık komisyonu, menkul kıymet işlem vergisi, damga vergisi, takas ve saklama ücreti gibi doğrudan doğruya işlem yapmaktan kaynaklanan saf ve açık bir maliyet türüdür (New. 2001:5).

Dolaylı maliyetler ise piyasanın işleyiş yapısı nedeniyle katlanılan maliyetlerdir. Dolaylı maliyetlere ilişkin olarak literatürde kesin ve genel kabul görmüş bir tanım bulunmamakla birlikte

genellikle; piyasa etkisi maliyetleri ile fırsat maliyetinden oluştuğu kabul edilmektedir. Bununla birlikte, zamanlama maliyetlerinin de dolaylı maliyet olarak kabul edildiği de görülmektedir.¹

Şekil 1 – İşlem Maliyetlerinin Unsurları



1.2.1. Doğrudan Maliyetler

Doğrudan doğruya menkul kıymet alım satım işlemi yapmaktan kaynaklanan doğrudan maliyetler çeşitli adlar altında ücret, komisyon ve vergi olarak ortaya çıkmaktadır. İşleme konu menkul kıymetin elde etme maliyetine dahil edilebilecek söz konusu ücret, komisyon ve vergiler genellikle maktu veya oransal tutarlarda tahsil edildiklerinden kolaylıkla parasal olarak ifade edilebilirler. Bu özellikleri dolayısıyla doğrudan maliyetler, yatırımcılar tarafından işlem yapılmadan önce fakında olunan, tutarı bilinen ve muhasebe kayıtlarında yer alan bir maliyet türüdür.²

İşlem maliyetleri konusunda yapılan çalışmalara göre doğrudan maliyetler içinde en önemli payı aracılık komisyonları almaktadır. Bununla birlikte, piyasalarda teknolojik imkanların daha yoğun kullanımı ve artan rekabetin de etkisi ile maliyetlerde görülen genel düşüş eğiliminde en çok aracılık komisyonlarında düşüş görülmektedir (Stoll. 1995:51).

Aracılık komisyonları konusunda değinilmesi gereken önemli bir konu da borsalar tarafından, kendi bünyelerinde gerçekleştirilen işlemler için tahsil edilen ücretlerdir. Borsa payı, işlem ücreti ve benzeri adlar altında bazı borsalar tarafından tahsil edilen ve genellikle gerçekleştirilen işlemin belirli bir oranı şeklindeki söz konusu ücretler bir doğrudan maliyet

¹ Bir dolaylı maliyet unsuru olarak kabul edilen, “piyasa etkisi maliyeti”, “zamanlama maliyeti” ve “fırsat maliyeti” konuları aşağıda 1.2.2 başlıklı *Dolaylı Maliyetler* bölümünde ele alınmaktadır.

² “Finansal Araçlar : Mali Tablolara Alınma ve Değerleme” başlıklı 39 numaralı Uluslararası Muhasebe Standardının (IAS 39) 66. maddesi, işlem maliyetlerinin *elde etme maliyetine* eklenmesi gerektiğini belirtmektedir. Öte yandan, Uluslararası Muhasebe Standartlarında işlem maliyeti, bir finansal aracın elde edilmesi veya elden çıkarılmasıyla doğrudan ilgili ek harcamalar olarak tanımlanmaktadır (International Accounting Standards Board. 2002: 39-42 ve G-34).

unsurudur. Ancak, bu ücretler işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşlar tarafından ilgili borsaya ödenmekte ve genellikle işlemi gerçekleştiren aracı kuruluş tarafından işlemi yapan yatırımcıdan alınan aracılık komisyonunun bir parçası olarak yatırımcılara yansıtılmaktadır. Bu nedenle doğrudan maliyet analizlerinde, işlem tutarları üzerinden borsalara ödenen ücretler ayrı bir unsur olarak ele alınmamakta, aracılık komisyonlarının bir bileşeni olarak değerlendirilmektedir.

Doğrudan maliyetler içinde ikinci önemli kalem ise menkul kıymet işlem vergileridir. Bazı ülkelerde doğrudan doğruya “menkul kıymet işlem vergisi”, bazı ülkelerde “damga vergisi” olarak, nadiren de “katma değer vergisi” olarak uygulandığı görülmektedir.³ Sermaye piyasalarında uluslararası rekabet gücünü yitirmek istemeyen bir çok ülkede son yıllarda, menkul kıymet işlem vergilerinin düşürülmesi veya kaldırılması yönünde düzenleme yapılmaktadır.

Takas ve saklama işlemleri, alım satım işlemlerinden sonra gerçekleştirilmekle birlikte alım satım işlemlerinin ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, takas ve saklama hizmetleri karşılığı ödenen ücretlerin de doğrudan maliyet unsuru olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, takas ve saklama ücretleri genellikle diğer doğrudan maliyet unsurlarına göre daha düşük tutarlardan oluşmaktadır.

1.2.2. Dolaylı Maliyetler

Dolaylı maliyetler, işlem yapanlar tarafından efektif olarak doğrudan katlanılan bir maliyet türü olmayıp piyasanın işleyiş yapısından kaynaklanmaktadır. Dolaylı maliyetler, doğrudan maliyetlerden farklı olarak kolaylıkla ölçülemezler ve rakamsal olarak ifade edilmelerinde bazı güçlükler bulunmaktadır. Öte yandan dolaylı maliyetler, yatırımcılar tarafından işlem yapılmadan önce tutarı bilinen bir maliyet türü değildir.

Dolaylı maliyetlerin esas olarak piyasa etkisi veya fiyat etkisi maliyeti ile fırsat maliyetinden oluştuğu kabul edilmekle birlikte (New. 2001:3, Domowitz, Madhavan ve başk. 1999:4) zamanlama maliyetinin de dolaylı maliyetlere dahil edildiği görülmektedir (Wagner ve Edwards. 1993:67).

Piyasa etkisi maliyeti, bir piyasada menkul kıymetin belirli bir anda farklı alış ve satış fiyatlarının bulunmasından kaynaklanmaktadır.

Bir menkul kıymeti satın alan bir yatırımcı, hiç vakit geçirmeksizin aynı menkul kıymeti satmak istediğinde, piyasayı etkileyen diğer şeyler değişmediği sürece, menkul kıymeti satın aldığı fiyattan değil de daha düşük bir fiyattan satabilmektedir. İşte söz konusu iki fiyat arasındaki fark “piyasa etkisi maliyeti”dir.

³ Menkul kıymet işlem vergisi (securities transaction tax) ve benzeri uygulamalar konusunda yabancı ülke uygulamalarına Menkul Kıymet İşlem Vergisi (MKİV) Uygulamaları başlıklı 2.3.1. bölümünde değinilmektedir.

Bir menkul kıymete ilişkin olarak hem alış hem de satış fiyatı ilan eden bir aracı, piyasada likidite yaratmış olmaktadır. Aracı tarafından ilan edilen alış ve satış fiyatı arasındaki bu fark kullanılarak elde edilen getiri, likidite sağlama işlevinin ve stok tutma riskinin karşılığında aracıya ait olmaktadır.⁴ Bu çerçevede piyasa etkisi maliyeti, piyasadaki likiditeyi kullanmanın maliyeti olarak ortaya çıkmaktadır.

Piyasa etkisi maliyetinin ölçülmesinde en yaygın olarak kullanılan yöntem, gerçekleşen işlemin fiyatı ile alış ve satış fiyatlarının aritmetik ortalamasının farkıdır. Bunun yanı sıra piyasa etkisi maliyetinin belirlenmesinde; bir işlemin, önceki günkü ağırlıklı ortalama, kapanış veya en düşük fiyattan ne kadar farklı fiyatlarla gerçekleştirilebildiği gibi yöntemler de kullanılmaktadır.

Piyasa etkisi maliyeti aşağıda bir örnek yardımıyla da açıklanmaktadır.

Aşağıda bir menkul kıymete ilişkin olarak piyasada herhangi bir anda, bekleyen en iyi beş alış ve satış emrine ilişkin fiyat ve miktar bilgileri yer almaktadır.

Kademe	Alış Fiyatı (TL)	Alış Miktarı (Bin Lot)	Satış Fiyatı (TL)	Satış Miktarı (Bin Lot)
1	1.000	72	1.050	64
2	950	65	1.100	83
3	900	50	1.150	25
4	850	31	1.200	41
5	800	27	1.250	22

Bu menkul kıymete ilişkin olarak 1.050 TL tutarında bir alım emri gelmesi halinde söz konusu emir, satım emirleri arasında en iyi durumda bulunan 1.050 TL’lik emir ile anında karşılanacaktır. Piyasada o anda, en iyi alış ve satış fiyatlarının ortalaması 1.025 TL ve yatırımcının bu menkul kıymeti satın aldığı fiyat 1.050 TL olduğundan, bu menkul kıymeti satın alan yatırımcının katlanmış olduğu piyasa etkisi maliyeti 25 TL olacaktır.

Diğer yandan, örnekteki yatırımcının bu menkul kıymetten 100 bin lot satın almak üzere serbest fiyatlı bir emir göndermesi durumunda da 64 bin lot 1.050 TL, kalan 36 bin lot ise 1.100 TL fiyattan karşılanacaktır. Bu durumda yatırımcının 1.100 TL’lik alım işlemlerinde piyasa etkisi maliyeti 25 TL’den 50 TL’ye yükselecektir.

Görüldüğü üzere, piyasadaki derinlik özelliğinin yani farklı miktarlarda farklı fiyatlardan işlem yapabilme özelliğinin de bir maliyeti bulunmakta ve işlem yapılan miktar arttıkça bu maliyet de artmaktadır. Bu doğrultuda, küçük montanlı işlemlerde piyasa etkisi maliyetinin düşük, büyük montanlı ve fiyat yükseltici işlemlerde ise yüksek olması beklenmektedir. Bu nedenle en önemli

⁴ Piyasa yapıcılık esasına göre çalışan piyasalarda, piyasa yapıcı olarak faaliyet gösteren aracılardan kazançları alış satış fiyatları arasındaki fark ile alınan komisyonlardan oluşmaktadır. Piyasa yapıcılık sisteminin bulunduğu bazı piyasalarda, yatırımcıların alım satım işlemlerinde, piyasa yapıcı kuruluş tarafından ayrıca bir komisyon talep edilmemekte, kazanç sadece alım satım fiyatları arasındaki farktan da elde edilebilmektedir.

dolaylı maliyet unsuru olduğu kabul edilen piyasa etkisi maliyeti, büyük tutarlarda işlemler gerçekleştiren kurumsal yatırımcılar açısından daha çok önem taşımaktadır.

Geleneksel işlem maliyetleri analizlerinde, toplam maliyetler genellikle doğrudan maliyetler ile piyasa etkisi maliyetlerinin toplamı olarak ele alınırken özellikle portföy yatırımlarının getirisi ve etkinliğine yönelik işlem maliyetleri analizlerinde fırsat maliyetleri ile zamanlama maliyetleri de kullanılmaktadır.

Dolaylı maliyetlerin bir bileşeni olarak fırsat maliyetleri, piyasada meydana gelen fiyat değışikliği sonucunda, işlemin gerçekleştirilememesi nedeniyle katlanılan maliyet olarak tanımlanmaktadır (Wagner ve Edwards. 1993:68). Diğer bir deyişle fırsat maliyeti gerçekleşmeyen emirlerden kaynaklanmaktadır.

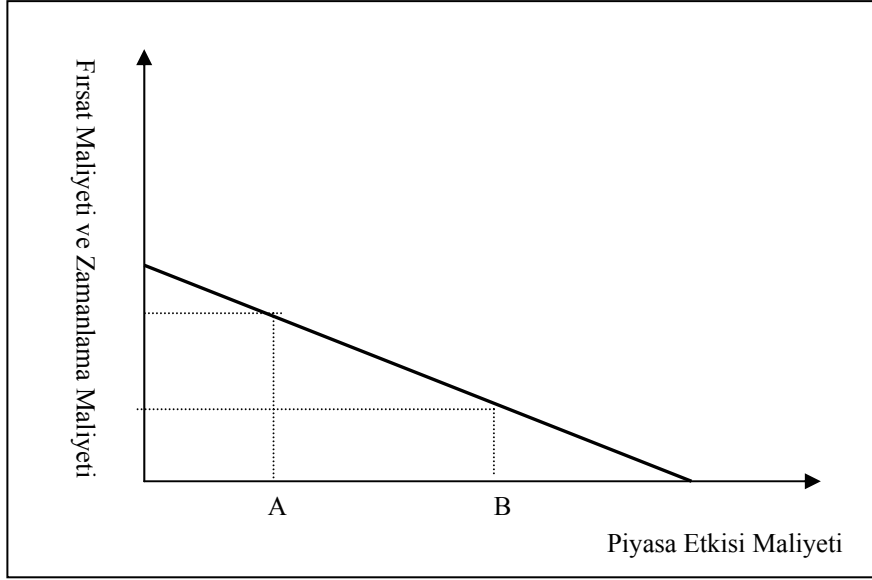
Piyasada herhangi bir anda bir menkul kıymetin son işlem fiyatını yüksek bulan bir yatırımcı, o menkul kıymeti satın almak istiyorsa, piyasaya o anki fiyattan daha düşük fiyatlı bir alım emri göndererek menkul kıymetin kendisi için uygun bir fiyata düşmesini beklemek yönünde bir yatırım stratejisi izleyebilecektir. İşte yatırımcının emri göndermesinin ardından o menkul kıymetin fiyatı daha da yükselirse yatırımcının o menkul kıymeti ilk anda almamasının maliyeti yani fırsat maliyeti doğmuş olacaktır. Zira söz konusu yatırımcı, alım emrini gönderdiği anda piyasada oluşan fiyata razı olsaydı, satın almak istediğı menkul kıymeti içinde bulunulan zaman dilimindekinden daha düşük bir maliyetle edinerek fırsat maliyetini bertaraf edebilecekti.

Piyasada herhangi bir anda bir menkul kıymetin son işlem fiyatını yüksek bulan söz konusu yatırımcı için diğer bir yatırım stratejisi ise, herhangi bir alım emri göndermeksizin piyasada uygun fiyatın oluşmasını beklemek olabilecektir. Bu durumda menkul kıymetin fiyatı, yatırımcı için uygun bir seviyeye düşmek yerine yükselirse, yatırımcı için söz konusu fiyat artışı kadar bir maliyet oluşacaktır. İşte bu maliyet türü de zamanlama maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Bu çerçevede, satın alınabilir olduğuna karar verilmekle birlikte fiyatı yüksek bulunduğu için herhangi bir işlem yapılmayan menkul kıymetin fiyatındaki yükselme nedeniyle katlanılan maliyet zamanlama maliyeti olarak adlandırılmaktadır.

Görüldüğü üzere, fırsat maliyeti ve zamanlama maliyeti birbirlerine son derece yakın maliyet türleri olup fiyat değışimlerinden kaynaklanmaktadırlar. Bu iki maliyet türü çoğu kez yatırım stratejisine bağlı olarak oluşmakta ve temkinli davranarak ya işlem gerçekleştirmeyen ya da hızlı karar vermekten kaçınıp yavaş davranan yatırımcıların karşısına çıkmaktadır. Bu açıdan değinilmesi gereken önemli bir diğer konu da “piyasa etkisi maliyeti” ile “fırsat maliyeti” ve “zamanlama maliyeti” ilişkisidir. Piyasa etkisi maliyetinden, yani piyasadaki likiditenin maliyetinden kaçınmak istediğı için, fiyatların kendisi için makul bir seviyeye inmesini bekleyen bir yatırımcı fırsat maliyeti veya zamanlama maliyeti ile karşı karşıya kalmaktadır. Bunun tam aksi şekilde bir strateji benimseyerek fiyat değışimlerinden olumsuz etkilenmemek isteyen yani fırsat

maliyeti veya zamanlama maliyetinden kaçınmaya çalışan yatırımcı ise piyasa etkisi maliyeti ile karşı karşıya kalabilmektedir.

Şekil 2. Dolaylı Maliyetler Eğrisi



Şekil 2’de piyasa etkisi, fırsat ve zamanlama maliyetleri ilişkisi “dolaylı maliyet eğrisi”⁵ aracılığıyla ortaya konmaktadır. Yatay eksen de piyasa etkisi maliyetleri, dikey eksen de ise zamanlama ve fırsat maliyetleri bulunmaktadır. Görüldüğü üzere piyasa etkisi maliyeti ile zamanlama ve fırsat maliyetleri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Şekilde, A noktasında bulunan bir yatırımcı daha düşük bir piyasa etkisi maliyetine katlanmak için temkinli davranarak yavaş hareket etmekte, böylece daha yüksek fırsat veya zamanlama maliyetine maruz kalmaktadır. B noktasında bulunan yatırımcı ise, A’ya göre daha hızlı hareket ederek daha yüksek piyasa etkisi maliyetine katlanmakta, ancak fırsat veya alternatif maliyetini düşürmektedir.

1.3. İşlem Maliyetlerinde Ölçme ve Karşılaştırma Sorunları

İşlem maliyetlerinin rakamsal olarak ifade edilmesinde bir çok güçlük yaşanmaktadır. Söz konusu güçlükler öncelikle sermaye piyasalarının teknik özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Bu piyasada, işlem gören menkul kıymetlerin, işlemlere aracılık eden kurumların ve işlem yapan

⁵ Dolaylı maliyetler eğrisinin eğimi, piyasanın özelliklerine göre belli olacaktır. Çok sayıda aracı ve menkul kıymetin bulunduğu likit piyasalarda eğrinin daha dik olması beklenmelidir. Bu durumda, piyasa etkisi maliyeti görece olarak düşük olacaktır. Likiditenin düşük olduğu piyasalarda ise eğrinin daha yatık olması beklenmektedir. Öte yandan, eğrinin orijine yakınlığı, genel olarak piyasadaki dolaylı maliyetlerin seviyesi ile ilgilidir. Düşük dolaylı maliyetlere sahip piyasalarda eğri orijine daha yakın olacaktır.

yatırımcı gruplarının çok sayıda olması, tek ve geçerli bir maliyet ortaya konmasını güçleştirirken, aynı nitelikteki işlemlerde bile işlemin tarafı yatırımcının özelliğine göre farklı maliyetlerle karşılaşılması bu güçlüğü artırmaktadır. Örneğin, bir ülkede hisse senedi alım satım işlemlerinde maliyetler düşükken tahvil ve bono alım satım işlemlerinde yüksek olabilmekte, aynı ülkede tezgah üstü piyasalar ile organize piyasalarda farklı işlem maliyetleri bulunabilmekte, bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılar birbirinden son derece farklı maliyetlerle karşılaşabilmektedir.

İşlem maliyetlerinin belirlenmesinde yaşanan diğer bir güçlük ise işlem maliyetlerinin unsurlarından kaynaklanmaktadır. Piyasanın işleyiş yapısından kaynaklanan maliyetleri ifade eden dolaylı maliyetlerin ölçülmesinde güçlükler daha da artmakta, hatta fırsat maliyeti ile zamanlama maliyetlerinin rakamsal olarak hatasız ölçümünde imkansızlıklar bulunmaktadır. Bu çerçevede, dolaylı maliyetlerdeki ölçme güçlükleri nedeniyle toplam işlem maliyetlerinin kesin ve tam olarak ölçülemeyeceği yönünde görüşlere de rastlanmaktadır (Collins ve Fabozzi. 1991:28).

Söz konusu ölçme güçlükleri, işlem maliyetleri açısından uluslararası düzeyde karşılaştırma yapılmasını da zorlaştırmaktadır. Zira bir ülkede işlem maliyetlerinin ölçülmesi sırasında çok sayıda varsayım ve sınırlı veri seti kullanılabilmekte, karşılaştırma yapılan ülkelerde ise aynı varsayımlar geçerli olmayabilmekte veya aynı veri setine ulaşılamayabilmektedir.

İşlem maliyetlerinin, portföy getirisinde ve uluslararası portföy yatırımlarında büyük önem taşımaya rağmen rakamsal olarak ölçülmesinin güç olması, işlem maliyetlerinin belirlenmesi konusunda yatırım firmalarına profesyonel olarak işlem maliyeti ölçme hizmeti veren ve bu işte uzmanlaşan kuruluşları ön plana çıkarmaktadır.⁶

Söz konusu şirketler çok sayıda ülkede çok çeşitli işlemleri analiz ederek işlem maliyetlerinin belirlenmesi çalışmaları yapmaktadır.⁷

⁶ “Elkins/McSherry Inc.” ve “The Plexus Group” adlı şirketler bu konuda faaliyet gösteren öncü firmalardır.

⁷ Örneğin Elkins/McSherry Inc. 1997 yılında yaptığı bir işlem maliyeti çalışmasında 28 milyar adet hisse senedi işlemini incelemiştir. Bu çalışmalarda, çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren 1.500’ün üzerinde broker ve dealer kullanılmıştır.

II. BÖLÜM

İŞLEM MALİYETLERİNİN ETKİLERİ

2.1. İşlem Maliyetleri ve Sermaye Piyasalarının Etkinliği

Sermaye piyasalarında dar anlamda tam etkinlik, menkul kıymet fiyatlarının, fiyatları etkileyebilecek her türlü bilgi ile yatırımcıların beklentilerine tepki vermesi olarak tanımlanmaktadır. Bununla birlikte, tam etkin sermaye piyasası tanımında gizli olarak da olsa bilgiyi edinme ve işlem maliyetlerinin bulunmadığı varsayımı bulunmaktadır. Zira yüksek bir işlem maliyeti, yatırımcıların piyasada işlem yapma güdülerini azaltacağından, yatırımcı beklentileri ile fiyata duyarlı bilginin menkul kıymet fiyatlarını etkileme mekanizmasını azaltacaktır. Günümüzde sermaye piyasalarında işlem maliyetlerinin varlığı artık tartışma götürmez bir gerçek olarak kabul edildiğinden işlem maliyetlerinin bulunduğu bir piyasada tam etkinliğin olamayacağı ve işlem maliyetlerinin dar anlamda etkinlik önündeki engellerden biri olduğu kabul edilmektedir (Eugene. 1991:1575).

Sermaye piyasalarında geniş anlamda etkinlik ise verimlilik, performans, fonların optimal dağılımı, likidite, derinlik gibi kavramlar çerçevesinde daha geniş ve makro bir yaklaşımla değerlendirilmektedir. Etkinlik kavramı geniş anlamda ele alındığında da işlem maliyetleri önem kazanmaktadır. İşlem maliyetlerinde görece dezavantaja sahip bir ülkenin sermaye piyasasının, verimli şekilde çalıştığı söylenemeyeceği gibi; işlem maliyetlerinin yüksekliği nedeniyle fonların bu piyasada değerlendirilmemesi nedeniyle, optimal fon dağılımından da söz edilemeyecektir.

Hem dar hem de geniş anlamda ele alındığında, etkinlik üzerinde belirleyici bir değişken olan doğrudan ve dolaylı işlem maliyetleri, sermaye piyasalarındaki etkinliğe, menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri, piyasadaki likidite ve volatilite gibi bir çok unsur aracılığıyla etkide bulunmaktadır.

2.2. İşlem Maliyetleri ve Likidite

Sermaye piyasalarında likidite genellikle, bir menkul kıymetin hangi fiyat aralıklarından alınıp satılabildiği (spread), her bir fiyat düzeyinden hangi miktarlarda alım ve satım yapılabileceği (derinlik) ve piyasada gerçekleştirilen alım satım işlemlerin büyüklüğü (işlem hacmi) aracılığıyla ölçülmektedir.

İşlem maliyetlerinin, söz konusu üç likidite göstergesine en açık ve doğrudan etkisi işlem hacmi üzerinde görülmektedir. Menkul kıymet işlem vergisi uygulamasına giden veya mevcut işlem vergisi oranlarını artıran bir çok ülkede işlem hacmi kayda değer oranda düşerken, bu

vergilerde indirim giden veya bu vergileri tamamıyla kaldıran ülkelerin sermaye piyasalarında ise işlem vergisine konu menkul kıymetlerin işlem hacminde yükselme olmaktadır.

Örneğin İsveç'te, 1991 yılının Ocak ayında menkul kıymet işlem vergisi % 2'den % 1'e düşürülmüş, aynı yılın Aralık ayında ise bu vergi kaldırılmıştır. Bu vergide indirim yapılması sonucu İsveç'te tedavül hacmi (turnover rate = toplam işlem hacmi / piyasa kapitilizasyonu) % 18'den % 22'ye yükselmiş, verginin tamamen kaldırılmasını müteakiben de bu oran % 22'den % 30'a yükselmiştir. Finlandiya'da ise işlemlerden alınan % 1 oranındaki damga vergisi 1992 yılında kaldırılmıştır. Bu verginin kaldırılmasının ardından Finlandiya'da tedavül hacmi % 10'dan % 15'e yükselmiştir (Swan ve Westerholm. 2001:43).

Bu çerçevede, doğrudan maliyetler⁸ ile işlem hacmi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmakta olup doğrudan maliyetlerdeki artışlar işlem hacmini düşürerek likidite üzerinde olumsuz etki yapmaktadır.⁹

İşlem maliyetlerinin likidite üzerindeki etkisinin diğer boyutu ise “spread” ve “derinlik” aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Menkul kıymet işlem vergisinin bulunmadığı bir piyasada menkul kıymetler için alış satış fiyatları ilan ederek alım satıma aracılık eden bir finansal aracı, bu piyasada menkul kıymet işlem vergisi uygulanmaya başladığında ilk olarak alış ve satış fiyatları arasındaki farkı (spread) söz konusu vergi oranı kadar artırmak isteyecektir. Eğer bu piyasada, rekabet yoğun değilse ve piyasada etkinliği bozan faktörler mevcut ise söz konusu aracı, alış satış fiyatları farkından elde ettiği kazancının yeni işlem vergisinden etkilenmemesi için vergi oranındaki artış kadar veya daha fazla oranda alış satış fiyat aralığını genişletecektir. Bu durumda aracı, stok tutma riskini azaltmak için alış ve satış yapacağı miktarları da düşürebilecek yani derinlik azalacaktır. Piyasada aracılar arasında rekabet bulunuyor ve piyasa daha etkin çalışıyorsa, söz konusu aracı, vergi oranının bir kısmını kendi kazancından karşılayacak yani alış satış fiyatları arasındaki farkı sadece vergi oranının bir kısmı kadar artıracaktır. Bunun yanı sıra alış satış fiyatları arasındaki farkın vergi oranından daha az artmasıyla azalan kazancını da alış ve satış yapacağı miktarları yani derinliği artırarak telafi etmeye çalışacaktır.

Yukarıda kısaca açıklandığı üzere, piyasanın rekabet ve etkinlik yapısına bağlı olarak derecesi değişmekle birlikte, menkul kıymet işlem vergisi gibi doğrudan maliyet unsurlarında bir artış, piyasanın derinliğinde azaltıcı veya artırıcı etki yapabilirken, her halükarda alış satış fiyatları

⁸ Bünyelerinde yapılan işlemlerden dolayı borsalar tarafından borsa payı veya işlem ücreti gibi adlar altında alınan ücretler ile takas ve saklama ücretleri de aynı etkiyi göstereceğinden doğrudan maliyet ifadesi kullanılmaktadır.

⁹ İşlem maliyetlerinin sermaye piyasasına etkileri literatüründe en çok ele alınan konu, menkul kıymet alım satım işlemlerinden alınan vergilerdir. Bu vergiler, başta volatilité olmak üzere, etkinlik ve kaynakların optimal dağılımı açısından piyasada önemli sonuçlar doğurmaktadır. Bu çerçevede, burada sadece işlem hacmi yoluyla likiditeye etkisi açısından değerlendirilen işlem vergileri konusu, aşağıda 2.3.1. bölümünde daha ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

arasındaki fark (spread) açılmakta ve işlem hacmi azalmaktadır. Böylece toplam etki olarak piyasanın likiditesi azalmaktadır (Dupont. 1999:2).

2.3. İşlem Maliyetleri ve Volatilité

İşlem vergisi getirmek suretiyle finansal piyasalardaki aşırı volatilitenin engellenmesi konusu finans ve ekonomi literatüründe uzun bir süredir tartışılmaktadır. Bu tartışmalar genel olarak, finansal araçların alım satım işlemlerine vergi getirerek piyasalardaki kısa vadeli ve spekülâtif amaçlı işlemlerin engellenmesi ekseninde gelişmektedir. Böyle bir vergi ile yatırımcılar kısa vadeli spekülâtif işlemler yerine uzun vadeli yatırımlara yönelecek, böylece ekonomik etkinlik ve ayrıca ülkenin vergi gelirleri artacaktır.

İşlem vergisi yoluyla piyasadaki aşırı fiyat hareketlerinin yani aşırı volatilitenin engellenebileceği görüşünün öncüsü¹⁰ olan ünlü iktisatçı John Maynard Keynes'e göre, hisse senedi piyasasında uygulanacak işlem vergisi, amacı kısa vadeli alım - satım kazancı elde etmek olanları etkileyecek, temel göstergelere bakarak yatırım yapanlar ise bundan etkilenmeyecektir (Yılmaz. 2002:63). Vergi aracılığıyla kısa vadeli spekülâtif işlemlerin ve dolayısıyla aşırı volatilitenin engellenebileceği görüşünün en yaygın ve bilinen şekli ise Tobin vergisi adı verilen uygulamadır. İktisatçı James Tobin tarafından ileri sürülen ve Tobin vergisi olarak bilinen bu yaklaşıma göre, döviz işlemlerine uygulanacak alım satım vergisi ile döviz piyasasında kısa vadeli spekülâtif hareketler engellenerek döviz kuru istikrarı sağlanabilecektir.

Bu görüşlerin yanı sıra, finansal piyasalarda volatilitenin işlem vergisi ile engellenmesi görüşüne karşı çıkan, böyle bir verginin volatilitéyi daha da artırabileceği veya bu verginin getirilmesinin maliyetinin, volatilitenin azaltılmasından elde edilecek faydadan yüksek olacağı gibi görüşlere de sıkça rastlanmaktadır (Zhang. 2001:1)

İşlem maliyetleri ve volatilité ilişkisi, işlem vergisi uygulamaları konusunda yabancı ülke örnekleri çerçevesinde aşağıda ele alınmaktadır.

2.3.1. Menkul Kıymet İşlem Vergisi (MKİV) Uygulamaları

Son yıllarda, bazı ülkelerde uygulaması kaldırılan veya oranları düşürülen MKİV, günümüzde halen sermaye piyasası gelişmiş veya gelişmekte olan bir çok ülkede uygulanmaktadır ^{11,12}.

¹⁰ John Maynard Keynes, 1936 yılında yayımlanan “İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi” adlı eserinde bu görüşlerini dile getirmiştir.

¹¹ ABD, Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hindistan, Endonezya, İrlanda, Kuzey Kore, Malezya, Fas, Pakistan, Peru, Filipinler, Rusya, Singapur, Güney Kore, Tayvan ve İngiltere’de menkul kıymet işlem vergisi uygulaması bulunmaktadır. Ülkelerin bu vergi uygulamaları 4.2. bölümünde ele alınmaktadır.

¹² Danimarka, İtalya, Japonya, Hollanda, Portekiz menkul kıymet işlem vergisi uygulamasını son yıllarda

Kamu otoriteleri tarafından, diğer vergi türlerine göre tahakkuku, tarhi ve tahsili daha kolay olan MKİV gibi bir uygulamaya gidilmesinin iki ana nedeni bulunmaktadır. MKİV ile, toplam vergi gelirlerinin artırılması ve kısa vadeli spekülatif işlemlerin engellenmesi amaçlanmaktadır.

MKİV'nin önemli bir gelir kaynağı olduğu ülkelerin başında İngiltere gelmektedir. İngiltere'de hisse senedi alış satışlarında satın alan tarafa % 0,5 oranında damga vergisi uygulanmaktadır. Hisse senetlerine uygulanan bu vergi ile 2001 yılında 4,4 milyar Sterlin gelir elde edilmiş olup bu tutar İngiltere'nin 2001 yılı toplam net vergi gelirlerinin % 2,9'unu oluşturmaktadır (UK Inland Revenue. 2002).

Menkul kıymet işlem vergisinin, toplam vergi gelirleri içinde önemli bir paya sahip olduğu ülkelerden biri de ABD'dir. Diğer ülkelere göre daha düşük ve daha dar kapsamlı bir MKİV oranına sahip olan ABD'de, 1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunun 31. bölümü uyarınca, borsalarda ve borsa dışı organize piyasalarda gerçekleştirilen hisse senedi alış satış işlemleri üzerinden yüzbinde 3 oranında, vadeli işlem sözleşmelerinde ise sözleşme başına işlem vergisi alınmaktadır¹³. MKİV ile ABD'de 2001 yılında 1,04 milyar ABD Doları gelir elde edilmiş olup (US General Accounting Office. 2002:6), bu tutar ABD'nin 2001 yılı toplam net vergi gelirlerinin yaklaşık binde 5'ini oluşturmaktadır (Internal Revenue Services Of US. 2002).

MKİV uygulamasının lehinde olan görüşlerin bir diğer argümanı, MKİV ile volatilitenin azaltılması olmakla birlikte, yapılan ampirik çalışmalarda MKİV getirilmesi veya mevcut MKİV oranının artırılması suretiyle volatilitenin kayda değer oranda azaldığına yönelik bir bulguya rastlanmamakta, hatta uygulama ile menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı hareketin arttığına yönelik bulgulara rastlanmaktadır. İngiltere'de damga vergisinin getirildiği ve oranının artırıldığı, Finlandiya ve İsveç'te MKİV oranının düşürüldüğü, ABD'de aracılık komisyonunun serbest bırakıldığı döneme ilişkin menkul kıymet piyasalarında yapılan kapsamlı ampirik çalışmalarda, doğrudan maliyet unsurunda bir artışın, volatilitenin ve kısa vadeli spekülatif işlemler üzerinde olumlu bir etkisi bulunmadığı, hatta doğrudan maliyet unsurlarındaki söz konusu artışın volatilitenin arttırdığı belirtilmektedir (Swan ve Westerholm. 2001:6, Zhang. 2001:3, Seguin ve Jones. 1997: 736).

MKİV uygulaması sonucunda menkul kıymet fiyatlarındaki volatilitenin ve kısa vadeli spekülatif işlemlerin engellenememesi, öncelikle piyasadaki işlem hacminde keskin düşüşler yaşanmasından kaynaklanmaktadır. İşlem hacminde görülen düşüş, piyasada kısa vadeli spekülatif

kaldıran ülkelerdendir. Güney Kore, ABD, Tayvan ve Brezilya bu vergide son yıllarda indirme gitmiş olup, İngiltere ve Yunanistan'da bu verginin kaldırılması için girişimler ve tartışmalar sürmektedir.

¹³ ABD'de "Section 31 Transaction Fees" olarak bilinen söz konusu işlem vergisi de dahil olmak üzere SEC'nin harcamalarını karşılamak ve sermaye piyasalarında düzenleme ve geliştirme çalışmaları yapmak için alınan diğer ücret ve vergiler, SEC'nin yıllık toplam harcamalarının çok üzerinde bulunmakta olup,

işlem yapma güdüsünü artırabilmekte, azalan derinlik nedeniyle de volatilité artmakta, fiyatlar daha hareketli hale gelebilmektedir. Bu nedenlerle, piyasada MKİV veya benzeri doğrudan maliyet unsurlarının menkul kıymet fiyatlarının aşırı hareketliliğini artırdığı söylenebilecektir (Habermeier ve Kirilenko. 2001: 23)

Öte yandan MKİV'nin toplam vergi gelirleri üzerindeki etkisinin iki açıdan incelenmesi gerekmektedir. Öncelikle MKİV veya benzeri bir vergi oranındaki artış vergi gelirlerini beklediği gibi her durumda olumlu etkilemeyecektir. Zira, oransal bir MKİV ile elde edilebilecek toplam vergi geliri, işleme konu menkul kıymetin fiyatı, işlem hacmi ve vergi oranının fonksiyonu olacaktır. Vergi oranındaki yükselmeden beklenen gelir artışı, işlem hacmindeki düşüş nedeniyle kolaylıkla ortadan kalkabilecek, hatta teorik olarak vergi gelirlerini düşürebilecektir.

Diğer yandan, böyle bir vergi uygulaması getirilmesi durumunda yatırımcılar, bu verginin bulunmadığı ülkelerin piyasalarına veya maliyetlerin daha düşük olduğu başka yatırımlara yönelebilecektir. Zira günümüzde sermaye piyasalarında, iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerin sağladığı imkanların da yoğun şekilde kullanılması ile uluslararası yatırım yapmak son derece kolaylaşmış olup, sınır ötesi işlemlerin maliyeti de çok azalmıştır. Böyle bir ortamda, diğer ülkelerdeki maliyetler sabit iken, maliyetlerini artıran ülkedeki yatırımcılar, diğer ülkelere yönelecektir.

Bu çerçevede, artan maliyetler nedeniyle, piyasada derinlik ve likiditenin azalması gibi, piyasanın etkinliğini bozan diğer olumsuz sonuçlarla birlikte düşünüldüğünde MKİV'nin, elde edilen toplam vergi gelirinin diğer olumsuz sonuçları nedeniyle, nihai olarak ülke ekonomisine zarar vereceği söylenebilecektir. Bu çerçevede, MKİV veya benzeri uygulamalarla optimum vergi geliri elde etmek, kısa vadeli spekülâtif hareketleri engellemek veya volatilitéyi azaltmak güç görünmektedir.

2.4. İşlem Maliyetleri ve Menkul Kıymetlerin Getirisi

Bir portföyün beklenen getirisi, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirisi ve riski kadar işlem maliyetlerine de bağlıdır. Aynı şekilde yatırım performansının ölçülmesinde de işlem maliyetleri belirleyici olmaktadır. Öyle ki işlem maliyetlerindeki beklenmedik artışlar portföyün beklenen getirisini negatif değerlere yaklaştırma olasılığını ortaya çıkarmaktadır. (Lesmond. 1999:1113)

İşlem maliyetleri, portföy getirisi açısından ele alındığında, dolaylı maliyetler önem kazanmaktadır. Zira doğrudan maliyetler, yatırımcılar tarafından işlem yapılmadan önce farkında olunan, tutarı bilinen ve muhasebe kayıtlarında yer alan bir maliyet türüdür. Bir portföy yöneticisi, istisnai durumlar dışında doğrudan maliyetlerde aşırı hareketlilik beklemeyecek olup, yatırım

kararı vermeden önce doğrudan maliyetlerin seviyesini göz önüne alacaktır. Bununla birlikte, gerek önceden tam olarak belirlenemeyen örtük bir maliyet türü olması, gerekse ölçülmesinde güçlükler yaşanması nedeniyle dolaylı maliyetler yatırım kararlarında ön plana çıkmaktadır. Bu nedenle, tüm ölçme güçlüklerine rağmen, piyasanın işleyiş yapısından kaynaklanan piyasa etkisi maliyetleri ile fırsat ve zamanlama maliyetleri, uluslararası yatırımcılar ve portföy yöneticileri tarafından tahmin edilmeye çalışılmaktadır.

Bir portföyün net getirisi genellikle, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin yatırım dönemi boyunca getirisinden işlem maliyetleri dahil yapılan giderlerin düşülmesi ile hesaplanmaktadır. Ancak bu hesaplamada, işlem maliyetleri olarak sadece doğrudan işlem maliyetlerinin dikkate alınıp dolaylı maliyetlerin göz ardı edilmesi, portföyün gerçek getirisinin hesaplanamaması sonucunu doğuracaktır.

Hisse senedi yatırımlarından oluşan portföy getirilerinin işlem maliyetlerinden nasıl etkilendiği konusunda yapılan bir ampirik çalışmada, 6 yıllık bir dönemde portföy getirileri işlem maliyetleri hariç ve işlem maliyetleri dahil olarak hesaplanmıştır. Çalışmada doğrudan işlem maliyetleri olarak aracılık komisyonu, işlem vergisi ve benzeri unsurlar, dolaylı maliyet olarak da piyasa etkisi maliyeti dikkate alınmıştır (Domowitz. 2000:31).

Çalışma ile ulaşılan sonuçlar Ek/1'de yer almaktadır. Çalışmaya göre bölgeden bölgeye farklılık göstermekle birlikte, işlem maliyetleri portföy getirisini % 6,3'ten % 32,8'e kadar azaltabilmektedir.

Volatilitesi yüksek yani fiyatların sık hareket ettiği ve bu nedenle de yüksek zamanlama ve fırsat maliyetleri olan bir piyasada, bir portföyün net getirisinin o piyasadaki temel endekslerin getirisine yakın veya ortalama bir seviyede olması, hatta bu seviyeyi aşması, bu portföyün performans analizinin yapılması açısından yeterli olmayacaktır. Portföyün gerçek performansı hakkında kesin sonuca ulaşmak için portföye alınan menkul kıymetlerin fiyatının, aynı dönemde piyasada o menkul kıymete ait en düşük, en yüksek veya ortalama fiyatlardan ne kadar farklı olduğu (piyasa etkisi maliyeti) incelenmeli, portföye menkul kıymet almak üzere gönderilen emirlerin, piyasadaki fiyat değişimleri nedeniyle gerçekleşmemesi sonucu katlanılan maliyet (zamanlama maliyeti) ile piyasadaki fiyatlar yüksek bulunduğu için işlem yapmamaktan veya geç işlem yapmaktan kaynaklanan maliyetler (fırsat maliyetleri) hesaplanmaya çalışılmalıdır (Domowitz ve başk. 2000:21).

2.5. İşlem Maliyetleri ve Uluslararası Portföy Yatırımları

Ödemeler bilançosunun önemli bir kalemi olan uluslararası portföy yatırımları, küresel ölçekte yoğunlaşan rekabet ortamında, gerek ülkelerin finansal piyasaları gerekse makroekonomik politikalarının sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Piyasalarda volatilitiyi artırdığı ve ülkelerin ekonomik - finansal krize girmelerinde rol oynadığı için özellikle Asya krizinden bu yana

sıkça tartışılan uluslararası portföy yatırımları, yaşanan tartışmalara rağmen önemli bir dış mali kaynak olarak görülmektedir.

Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarında değerlendirmek üzere elinde bulundurduğu fon fazlasını, kendi ülkesi yerine başka bir ülkede değerlendirmesi yani uluslararası portföy yatırımı yapması, yatırımların yönlendirileceği ülke ve onun piyasalarındaki bazı koşullara bağlıdır.

Öncelikle fonların bulunduğu ülke ile bu fonların yönleneceği ülkede farklı risk ve/veya getiri bileşiminin bulunması gerekecektir. Ancak tek başına getiri, uluslararası portföy yatırımlarında belirleyici değildir. Zira, en yüksek getiriye sahip menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar, en çok uluslararası portföy yatırımı çeken piyasalar olmamaktadır. Getiri ile siyasi ve ekonomik riskler dışında sermaye piyasalarına yönelen uluslararası portföy yatırımının belirleyicilerinin genellikle; ülkenin uyguladığı vergi ve sermaye hareketleri rejimi, sermaye piyasalarının geniş anlamda etkinliği, sermaye piyasalarına ilişkin yasal çerçeve ile piyasadaki işlem maliyetleri olduğu kabul edilmektedir (Bartram ve Dufey. 2001:117).

Sermaye piyasalarında bir yatırımın yerli piyasalar yerine uluslararası piyasalara yönelmesi, yatırımcı açısından bazı ek maliyet unsurları getirecektir. Yatırımcı, böyle bir karar alması durumunda, diğer ülkedeki piyasalarla ilgili bilgileri edinme maliyetine katlanması, daha fazla sayıda aracı kullanması, işlem saatlerinde farklılıklar bulunması gibi nedenlerle ek maliyetlerle karşılaşacaktır. Ancak, tüm bu ek maliyetlere karşın, yerli piyasaya göre daha likit, daha çok derinliğe sahip veya daha düşük işlem maliyetleri ile çalışan piyasaların varlığı durumunda diğer bir ülkenin piyasası tercih edilebilecektir. Görüldüğü üzere, işlem maliyetleri uluslararası portföy yatırımları açısından da belirleyici bir rol oynamaktadır.

III. BÖLÜM

TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ

Önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, bir ülkenin sermaye piyasalarında maliyetler piyasa katılımcılarının türüne göre farklı olabilmektedir. Bu çerçevede piyasada; aracı kuruluşlar, ihraççılar ve yatırımcılar tarafından farklı maliyetlere katlanılmaktadır. Diğer yandan, maliyetlere piyasa katılımcısının türüne göre değil de genel olarak yaklaşıldığında, menkul kıymet ihracından başlayarak bu menkul kıymetin ikinci el piyasada gerçekleştirilen alım satım işlemlerine, işlem sonrası takas ve saklama faaliyetlerine kadar çeşitli aşamalarda karşımıza çıkmaktadır.

Ülkemiz sermaye piyasalarındaki doğrudan maliyet unsurlarının çoğu Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) onayı ile kesinleşmektedir. Bununla birlikte piyasa koşulları içerisinde oluşan maliyetler de bulunmaktadır. Öte yandan, ülkemizdeki dolaylı maliyetler ise Türkiye ekonomisinin makro ekonomik yapısı, sermaye piyasamızın etkinliği, yapısı gibi geniş bir çerçevede değerlendirilebilecek unsurlardan etkilenmektedir.

Daha önce belirtildiği üzere, literatürde “doğrudan işlem maliyetlerinin”, piyasada alım – satım işlemi yapmaktan kaynaklanan işlem vergileri, borsalar ve düzenleyici otoriteler tarafından alınan işlem ücretleri, takas ücretleri gibi, işlem yapmakla doğrudan ilişkilendirilebilecek unsurlardan oluştuğu kabul edilmektedir. Bununla birlikte, genel olarak konusu sermaye piyasalarında “işlem maliyetleri” olan bu çalışmada, maliyet unsurları arasında bütünlüğün sağlanması açısından “işlem maliyetleri” dışında kalmakla birlikte, ülkemiz sermaye piyasalarındaki genel maliyet düzeyi ile ilgili diğer maliyetler de açıklanmaktadır. Bu çerçevede, ihraççılar tarafından menkul kıymet ihraç sürecinde katlanılan maliyetler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üyesi olabilmek için katlanması gereken maliyetler gibi konular da ele alınmaktadır.

3.1. Yatırımcılar Açısından Maliyetler

Ülkemiz sermaye piyasasında yatırımcılar tarafından katlanılan maliyetler, aracı kuruluşların müşterilerinin emirlerini gerçekleştirmeleri karşılığında yatırımcılardan aldıkları komisyonlar (kurtaj), yatırımcıların İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’ye (Takasbank) ödedikleri “müşteri ismine saklama hesap açma ve hesap bakım ücreti” ve yine Takasbank’a ödedikleri “sermaye artırımına katılma ve temettü tahsil komisyonu”ndan oluşmaktadır.¹⁴

Aşağıdaki tabloda yatırımcılar tarafından katlanılan maliyetlerin niteliği, maliyetin miktarı ve maliyet unsuru hakkında düzenleme yetkisinin kimde olduğu toplu olarak gösterilmektedir.

¹⁴ Burada sayılan maliyetler, muhatabı doğrudan yatırımcılar olan ücret ve komisyonlar olup, müteakip bölümde ele alınan aracı kuruluşların maliyetlerinden bazıları da yatırımcılara yansıtılabilmektedir.

Tablo 1. Yatırımcılar Açısından Maliyetler

Maliyet	Hesaplamaya Esas Tutar	Oran	Maktu	Yetki
Aracı kuruluşlara ödenen komisyon (Kurtaj)	İşlem hacmi	Binde 2 (Alt Sınır)	–	Aracı Kuruluşlar Birliği önerisi SPK onayı
Takasbank’a ödenen ücret ve komisyonlar	Nominal değer temettü tutarı veya maktu	Binde 2,5	8,4 milyon TL 2,5 milyon TL	İMKB önerisi SPK onayı
Lot altı işlemlerde alış satış fiyatları arasındaki fark	Alış satış fiyatı arasındaki fark	% 5 (Azami)	–	SPK

3.1.1. Yatırımcıların Hisse Senedi İşlemlerinde Karşılaştıkları Maliyetler

Yatırımcıların hisse senedi alım satımında karşılaştığı doğrudan işlem maliyetleri, aracı kuruluşlara ve Takasbank’a ödenen ücret ve komisyonlardan oluşmaktadır. Yatırımcılar, lot altı işlemleri olarak bilinen, borsa dışında hisse senedi alış satış işlemi yapmaları durumunda dolaylı bir maliyet ile karşılaşmaktadırlar.

Söz konusu maliyetler aşağıda açıklanmaktadır.

3.1.1.1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Komisyon : Kurtaj (Aracılık Komisyonu)

Kurtaj, aracı kuruluşların müşterilerinin emirlerini gerçekleştirmeleri karşılığında yatırımcılardan aldıkları komisyona verilen addır.

Aracılık komisyon oranları, Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 14’üncü maddesi uyarınca, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğinin önerisi üzerine SPK onayı ile kesinleşmektedir.

SPK’nın 25.01.2002 tarihli kararı ile onaylanan tarife çerçevesinde, aracı kurumların ikincil piyasada gerçekleştirecekleri hisse senedi alım satım işlemlerinde, müşterilerden tahsil edecekleri aracılık komisyonu oranı, vergiler hariç “binde 2” den az olamamaktadır. Ancak aracı kurumlar, söz konusu işlemlerden ay içinde elde etmiş oldukları toplam komisyon gelirlerinin en çok % 35’ini, ay sonu itibarıyla belirleyecekleri müşterilerine komisyon iadesi adı altında geri ödeyebilmektedirler.

3.1.1.2. Takasbank’a Ödenen Ücret ve Komisyonlar

Yatırımcıların hisse senedi işlemlerinde Takasbank’a çeşitli ücret ve komisyonlar ödemek durumundadırlar. Söz konusu ücret ve komisyonlar; hesap açma ücreti, hesap bakım komisyonu, bedelsiz hisse senedi tahsil komisyonu, rüçhan hakkı kullanımı komisyonu ve temettü tahsil komisyonudur.

3.1.1.2.1. Hesap Açma Ücreti ve Hesap Bakım Komisyonu

Müşteri ismine saklama sisteminde yatırımcının kimlik bilgilerinin girilmesi, şifre ve sicil numarasının postalanması gibi harcamaları karşılamak üzere, açılan her bir hesap için bir defaya mahsus olmak üzere hesap açma ücreti; bilgisayar sistemindeki güncelleme ve kapasite artırım masrafları için de her yıl hesap bakım ücreti alınmaktadır.

İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliğinin 8 inci maddesi uyarınca, takas ve saklama hizmetleri karşılığında alınacak ücret tarifeleri İMKB Yönetim Kurulunca belirlenmekte ve SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

Takasbank sisteminde, Müşteri İsmine Saklama Sistemi çerçevesinde açılan her bir alt hesap için bir defaya mahsus olmak üzere, BSMV dahil 8.400.000 TL ücret alınmaktadır. Bu tutar, her altı ayda bir Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bazında arttırılarak aracı kuruluşlar vasıtası ile müşterilerden tahsil edilmektedir. Yıllık bakım komisyonu ise hesap başına 2.500.000 TL olup, bu tutar her yıl TÜFE bazında arttırılmaktadır.

3.1.1.2.2. Bedelsiz Hisse Senedi Tahsil, Rüçhan Hakkı Kullanımı ve Temettü Tahsil Komisyonları

Takasbank tarafından saklamada bulunan hisse senetlerine ilişkin olarak yeni pay alma haklarının kullanılması ve temettü tahsili hizmetleri de verilmektedir. Bu işlemlerin Takasbank tarafından yapılmasını istemeyen aracı kuruluşların, saklamada bulunan kıymetlerini işlemler başlamadan önce çekmesi gerekmektedir. Takasbank nezdinde yatırımcıların doğrudan işlem yapmaları mümkün olmadığından, bu işlemlerden alınan ücretlerin de muhatabı aracı kuruluşlar olmaktadır. Ancak bu ücretler masraf ve giderler adı altında yatırımcılardan tahsil edilebilmektedir.

Takasbank'ta saklamada bulunan hisse senetlerinin bedelsiz haklarının kullanımı sırasında, mevcutta bulunan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden binde 2,5 oranında *Bedelsiz Hisse Senedi Tahsil Komisyonu* alınmaktadır.

Rüçhan hakkına konu olan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden binde 2,5 oranında *Rüçhan Hakkı Kullanımı Komisyonu*, tahsil edilen temettü tutarı üzerinden de binde 2,5 oranında *Temettü Tahsil Komisyonu* alınmaktadır.

İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliğinin 8'inci maddesi uyarınca, takas ve saklama hizmetleri karşılığında alınacak ücret tarifeleri İMKB Yönetim Kurulunca belirlenmekte ve SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

3.1.1.3. Lot Altı İşlemlerde Maliyetler

06.10.1984 tarih ve 18537 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 55'inci maddesi uyarınca kota alınmış

menkul kıymetlerin borsada alım satımı zorunlu olup, İMKB'nin teklifi ve SPK onayı ile bu menkul kıymetlerin borsa dışında da işlem görmesine izin verilebilmektedir. Lot altı işlemler bu kapsamda başlatılan bir uygulamadır.

Aracı kuruluşlar lot altı işlemleri dolayısıyla müşterilerden aracılık komisyonu (kurtaj) talep edememekte, işlemlerle ilgili kazançları alım satım fiyatları arasındaki farktan (spread) oluşmaktadır. Bir önceki seansın ağırlıklı ortalama fiyatlarının +/- %10'u içinde kalmak kaydıyla alım ve satım fiyatları arasındaki azami fark en fazla %5 olabilmektedir.

Söz konusu fark yatırımcı açısından işlemin maliyetini oluşturmaktadır.

3.1.2. Yatırımcıların Tahvil ve Bono İşlemlerinde Karşılaştıkları Maliyetler

06.10.1984 tarih ve 18537 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 55'inci maddesi uyarınca kota alınmış menkul kıymetlerin borsada alım satımı zorunlu olmakla birlikte, kamu menkul kıymetleri 13.03.1995 tarih ve 22226 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin istisna hükümleri kapsamında kota alındığından bu zorunluluğun dışında kalmaktadır. Dolayısıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen tahvil ve bonolar borsa dışında yaygın olarak alınıp satılmaktadır. Borsa içinde yapılan işlemlerde aracı kuruluşlar kendi portföyleri için alım satım yapmakta, borsa dışında ise gerek müşterileri gerekse diğer aracı kurumlar ile oluşturdukları bu portföy üzerinden alım satım yapmaktadırlar.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde yer alan Kesin Alım Satım ve Repo-Ters Repo Pazarlarında, teorik olarak müşterilerden alınan emirlerin sisteme iletilmesi ve eşleşmesi de mümkün olmakla birlikte, uygulamada genellikle aracı kuruluşlar tarafından müşteri emrini karşılamaya yönelik olarak işlem yapılmadığı, işlemlerin aracı kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesaplarına gerçekleştirildiği, müşteri taleplerinin ise daha sonra aracı kuruluşların kendi portföylerinden karşılandığı görülmektedir. Dolayısıyla bu işlemler nedeniyle yatırımcıların katlandıkları maliyetler piyasa koşulları içerisinde serbestçe belirlenmektedir

Borsa dışında gerçekleştirilen tahvil ve bono işlemlerine ilişkin olarak yatırımcılardan alınan komisyon ve ücretler, piyasa koşulları içerisinde serbestçe belirlenmektedir.

3.2. Aracı Kuruluşlar Açısından Maliyetler

Aracı kuruluşlar açısından maliyetler; borsa payları, menkul kıymet tescil ücretleri, İMKB üyelik aidatları, İMKB üyelik teminatları, SPK blokaj yükümlülüğünden kaynaklanan maliyetler, Yatırımcıları Koruma Fonu ödentileri, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ödentileri, Takasbank'a ödenen saklama komisyonları ile aracı kuruluşların Takasbank'a ödedikleri diğer ücret ve komisyonlar, Eğitime Katkı Payı, Özel İşlem Vergisi ile finansal faaliyet yetki belgesi harçlarından oluşmaktadır.

Hemen belirtmek gerekir ki, aracı kuruluşların katlandıkları maliyetler belirlenirken ilgili mevzuat gereği aracı kuruluşlar tarafından ödenen ücret ve komisyonlar dikkate alınmıştır. Zira burada yer alan bazı maliyetler, aracı kuruluşlar tarafından yatırımcılara yansıtılabilmektedir.

Aşağıdaki tabloda söz konusu maliyetlerin niteliği, maliyetin miktarı ve konu hakkında düzenleme yetkisinin kimde olduğu toplu olarak gösterilmektedir.

Tablo 2. Aracı Kuruluşlar Açısından Maliyetler

Maliyet	Hesaplamaya Esas Tutar	Oranlar	Maktu	Yetki
Borsa Payları	İşlem hacmi	Yüzbinde 1 ile Onbinde 1	–	İMKB önerisi SPK onayı
Tescil Ücretleri	İşlem hacmi	Yüzbinde 1,5 ile Yüzbinde 9	–	İMKB önerisi SPK onayı
İMKB Üye Aidatları	Maktu (Giriş ve Yıllık Aidat)	–	600 milyar TL 450 milyon TL	İMKB önerisi SPK onayı
İMKB Üyelik Teminatı	İşlem hacmi + Maktu	Yüzde 5	500 milyon TL	İMKB önerisi SPK onayı
Blokaaj Yükümlülüğü	Asgari özsermaye	Yüzde 15	–	SPK
Yatırımcıları Koruma Fonu Ödentileri	İşlem hacmi + Saklama bakiyeleri	milyonda 10 ile milyonda 100	–	SPK
Aracı Kuruluşlar Birliği Ödentileri	Gider Payı / İşlem hacmi ve Maktu Giriş ücret ile Yıllık Aidat	–	3,6 milyar TL ile 5 milyar TL	Giriş ücreti SPK onayı, diğerleri Birlik Genel Kurulu
Takasbank Saklama Komisyonları	Adet başına veya nominal değer	Onbinde 1,5 ile binde 5	1.000 TL	İMKB önerisi SPK onayı
Takasbank'a Ödenen Diğer Ücret ve Komisyonlar	Nominal değer veya maktu	Onbinde 2,5 ile Onbinde 7,5	100 bin TL 1 milyon TL	İMKB önerisi SPK onayı
Finansal Faaliyet Yetki Belgesi Harçları	Maktu	-	Belge başına 8,5 milyar TL	Bakanlar Kurulu
Özel İşlem Vergisi	Borsa payı - Tescil ücreti	% 25	-	Maliye Bakanının Teklifi Üzerine Başbakan
Eğitime Katkı Payı	Borsa payı - Tescil ücreti	% 25	-	Maliye Bakanının Teklifi Üzerine Başbakan
BSMV	Komisyon, ücret, hizmet karşılığı gibi adlarla alınan paralar	% 5	-	Bakanlar Kurulu

3.2.1. Borsa Payları

Borsa payları, aracı kuruluşların İMKB’de yaptıkları işlemler nedeniyle işlem hacmi üzerinden İMKB’ye ödedikleri ücretlerdir.

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin 17’nci ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 60’ıncı maddeleri uyarınca borsa paylarına ilişkin miktar ve oranlar İMKB Yönetim Kurulunun önerisi üzerine SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

İMKB Yönetmeliğinin 41'inci maddesinin 06.01.2002 tarihinde yapılan değişiklikten önceki şeklinde borsa paylarının gerçekleşen işlemler üzerinden kurtaj (aracılık komisyonu) tarifesine göre hesaplanacağı yer almaktaydı. Bununla birlikte hesaplamada kullanılan oranlar işlem hacmine uygulandığından ve yapılan indirimler sonucunda zamanla söz konusu oranların hesaplanmasında kurtaj tarifi ile olan bağ zayıflamıştır. 05.01.2002 tarihinde Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelikte yapılan değişiklikle, İMKB'nin kurtaj tarifesinin belirlenmesine ilişkin öneri yetkisi Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği'ne verildiğinden, borsa paylarının belirlenmesinde kurtaj tarifesinin kullanılması uygulamasının değiştirilmesi zorunlu hale gelmiş, yapılan değişiklik ile de bu ücretlerin İMKB Yönetim Kurulu tarafından belirleneceği ve SPK onayıyla yürürlüğe gireceği düzenlenerek uygulamada olduğu gibi kurtaj tarifi ile ilgisine son verilmiştir.

Hali hazırda uygulanmakta olan borsa payı tarifi Ek/2'de verilmektedir.

3.2.2. Tescil Ücretleri

Tescil ücretleri aracı kurum ve bankaların İMKB dışında yaptıkları menkul kıymet alım satım işlemlerinin İMKB'ye tescil ettirilmesi nedeniyle İMKB'ye ödenmesi gereken ücretlerdir.

Menkul Kıymet Borsaları 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca borsa dışında gerçekleştirilen işlemlerden alınacak tescil ücretleri İMKB Yönetim Kurulunun önerisi üzerine SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

Daha önce farklı düzenlemeler çerçevesinde yürütülen tescil işlemleri en son 2000 yılında bazı fonların tasfiyesi amacıyla çıkarılan 4568 sayılı Kanun ile düzenlenmiştir. Söz konusu Kanun ile banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB'de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili olarak, İMKB dışında yapılan alım satım işlemlerinin İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunlu tutulmuştur.

SPK'nın 31.05.2002 tarih ve 26/773 sayılı kararıyla onaylanan ve 1 Ağustos 2002 tarihinde yürürlüğe giren yeni tarife ile tescil işlemlerinde, müşteriler ile aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilen işlemler ile aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilen işlemlere farklı oranlar uygulaması getirilmiştir. Mevcut tescil oranları, Ek/3'de verilmektedir.

Son zamanlarda kamuoyunda sıkça tartışılan tescil uygulamasının yasal alt yapısı ve tarihsel süreci aşağıda ele alınmaktadır.

3.2.2.1. Tescil İşlemlerinin Hukuki Altyapısı ve Tarihi Gelişimi

Sermaye Piyasası Kanununda "tescil işlemleri"ne ilişkin bir tanım ya da açıklama bulunmamaktadır. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı KHK'nın 16'ncı maddesinde menkul kıymetler borsalarının gelirleri arasında "borsa işlemlerinin tescil ücretleri" sayılmakla birlikte, gerek "borsa işlemlerinin" gerekse "tescil işlemlerinin" ne olduğu açıklanmamaktadır.

Tescil işlemlerin tarihi sürecine bakıldığında tescil işlemlerinin ortaya çıkışı ve gelişiminin Menkul Kıymet Tanzim Fonu ile doğrudan ilgili olduğu görülmektedir.

3.2.2.2. Menkul Kıymet Tanzim Fonu (MKTF)

MKTF, Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 sayılı KHK'ya 12.09.1982 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 45 sayılı KHK ile eklenen 31'inci ek madde ile kurulmuştur. MKTF'nin kuruluş amacı, tahvil arz ve talebi arasındaki dengesizlikleri gidermek ve tahvil piyasasının istikrarını sağlamak olarak ifade edilmiş ve Fon yönetiminin SPK'ya ait olduğu düzenlenmiştir.

45 sayılı KHK ile düzenlenen diğer bir madde olan 32'nci ek maddede MKTF'nin kaynakları arasında "Menkul kıymet satımı faaliyetinde bulunan kuruluşların pazarladıkları menkul kıymetlerin aylık satış tutarlarının % 0,1'i oranında yatıracakları tutar" da sayılmıştır. Aynı maddede söz konusu kaynakların tahsil zamanı, fon kaynağına faiz verilmesi ve diğer konularda düzenleme yapmaya SPK'nın yetkili olduğu düzenlenmiştir.

3.2.2.3. 18.04.1986 tarihli SPK Kararı Çerçevesinde Tescil İşlemleri

SPK'nın MKTF'ye ilişkin 18.04.1986 tarih ve 6/7 sayılı kararında "Türkiye'de sermaye piyasasının geliştirilmesi için borsa işlemlerinde maliyeti etkileyen unsurların azaltılması yoluyla İMKB'nin gelişmesini teşvik etmek amacıyla, borsa üyelerinin; borsada gerçekleştirecekleri işlemler nedeniyle MKTF ödemek zorunda oldukları, aylık satış tutarlarının %0,1'ini bundan böyle MKTF'ye yatırmamaları, borsa dışında gerçekleştirdikleri işlemler nedeniyle ise aylık satış tutarlarının %0,1'ini MKTF'ye yatırmaları gerektiğine ve uygulamanın bu esaslara göre yürütülmesine, anılan KHK'nın 32'nci ek maddesinin SPK'ya verdiği düzenleme yapma yetkisine dayanılarak karar verilmiştir" denilmektedir.

SPK'nın bu kararı çerçevesinde, borsa üyelerinin borsa dışında gerçekleştirdikleri işlemleri İMKB'ye tescil ettirmeleri, *söz konusu işlemlerin borsada gerçekleştirilmesi olarak değerlendirilmiş* ve bu işlemlerden MKTF payı alınmayarak sadece İMKB tescil ücreti alınmaya başlamıştır.

Buradan yola çıkılarak 91 sayılı KHK'da yer alan "borsa işlemlerinin tescil ücreti" ifadesinin, borsa dışında gerçekleştirilmiş olan işlemlerin, tescil aracılığıyla borsada gerçekleştirilmiş sayılması, yani birer borsa işlemine dönüşmesi sürecinin anlatılmak istendiği sonucuna varılabilir.

3.2.2.4. MKTF'nin Kaldırılması

23.05.2000 tarih ve 4568 sayılı Kanun ile Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 sayılı KHK'nın MKTF'yi düzenleyen ek 31, ek 32 ve ek 33'üncü maddeleri

yürürlükten kaldırılmış ve 6'ncı maddesinin birinci fıkrasında kaldırılan fonların gelirleri ve nakit bakiyelerinin Kanunun yayımı tarihinden itibaren doğrudan bütçeye gelir kaydedileceği hükmüne bağlanmıştır. Aynı maddenin dördüncü fıkrasında ise “banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB’de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili olarak İMKB dışında yapılan alım satım işlemlerinin İMKB’nin belirlediği şartlarla İMKB’ye tescil ettirilmesi zorunludur” hükmüne yer verilmiştir. Bu hüküm dört açıdan önem taşımaktadır:

1) Borsa üyesi olsun ya da olmasın bütün banka ve aracı kurumlara tescil yükümlüğü getirilmiştir.

2) Sadece sabit getirili menkul kıymetlerin değil, İMKB kaydında olan veya İMKB’de işlem gören bütün menkul kıymetlerin borsa dışı alım satım işlemlerine tescil zorunluluğu getirilmiştir.

3) Aracı kuruluşların MKTF payını yatırarak borsa dışında gerçekleştirdikleri işlemleri tescil ettirmemeleri imkanı ortadan kaldırılmış, tescil bir zorunluluk haline getirilmiştir. Dolayısıyla tescil işlemleri yukarıda sözü edilenlerin dışında yeni bir hukuki alt yapıya oturtulmuştur.

4) Tescilin İMKB tarafından belirlenen şartlarla gerçekleştirileceği düzenlenmekle birlikte, bunun tescil ücretlerinin de belirlenmesini kapsayıp kapsamadığı açık değildir. Daha önce değinildiği gibi, 91 sayılı KHK’nın 16’ncı maddesinde borsa gelirleri arasında “borsa işlemlerinin tescil ücretleri” sayılmış ve 17’nci maddesinde bunların miktar ve oranları ile tahsil zaman ve şekillerinin SPK onayıyla yürürlüğe gireceği düzenlenmiştir. Söz konusu hükümler yürürlükte olup, 4568 sayılı Kanun hükmüne göre özel hüküm niteliğindedir.

Öte yandan burada değinilmesi gereken önemli bir konu da MKTF’nin kaldırılmasının ardından yaşanan hukuki belirsizliktir. Bilindiği üzere 4568 sayılı Kanun ile MKTF’nin kaldırılmasından önce İMKB dışında gerçekleştirilen işlemlerin İMKB’ye tescil ettirilmesi, söz konusu işlemlerin borsada gerçekleştirilmesi olarak değerlendirilmekte ve bu işlemlerden MKTF payı tahsil edilmemekte idi. 4568 sayılı Kanun ile MKTF’nin kaldırılmasının ardından aracı kuruluşların MKTF payını yatırarak borsa dışında gerçekleştirdikleri işlemleri tescil ettirmemeleri imkanı ortadan kaldırılmıştır. Bununla birlikte Maliye Bakanlığı, 4568 sayılı Kanun ile Fonların ortadan kaldırılmadığı, yalnızca bütçe disiplinin sağlanması açısından hareket edildiğinden bahisle, MKTF’ye yatırılmakta olan payların, doğrudan bütçeye gelir kaydedilmek üzere Bakanlığa bağlı Muhasebe Müdürlüklerine veya Mal Müdürlüklerine yatırılmaya devam edilmesi gerektiği görüşündedir. Maliye Bakanlığı görüşüne göre, aracı kuruluşlar Borsa dışında gerçekleştirdikleri alım-satım işlemleri nedeniyle MKTF ödemekle yükümlüdürler.

Maliye Bakanlığının bu görüşü ile uygulamada bazı güçlüklerle karşılaşılması muhtemel olup konuya ilişkin hukuki belirsizlik sürmektedir. Zira 4568 sayılı Kanunda “banka ve aracı kurumlar tarafından İMKB’de işlem gören veya İMKB kaydında olan menkul kıymetler ile ilgili

olarak İMKB dışında yapılan alım satım işlemlerinin İMKB'nin belirlediği şartlarla İMKB'ye tescil ettirilmesi zorunludur" hükmü yer almaktadır. Bu durumda banka ve aracı kurumlar borsa dışında yaptıkları işlemleri İMKB'ye tescil ettireceklerdir. Eğer Maliye Bakanlığının "Fonların ortadan kaldırılmadığı, yalnızca bütçe disiplinin sağlanması açısından hareket edildiği" görüşünden hareket edildiğinde, banka ve aracı kurumların borsa dışında gerçekleştirip İMKB'ye tescil ettirdiği işlemler, borsada gerçekleştirilen işlemler olarak değerlendirilebilecek ve bu işlemlerden MKTF tahsil edilmeyecektir.

3.2.3. İMKB Üyelik Aidatları

Üye aidatları, bir aracı kurum veya bankanın İMKB pazarlarında işlem yapmak üzere üyeliğe kabul edilebilmesi için üyeliğe girişte ve sonraki dönemde yılda bir defa alınan ücretlerdir. Oranlar maktu bir şekilde belirlenmektedir. Sadece 1996-1997 yıllarında üyelik giriş aidatları aracı kuruluşlarda aranan asgari sermayenin % 50'si olarak uygulanmış, ancak bu tutar yüksek bulunarak maktu aidat belirlenmeye devam edilmiştir.

Bu aidatlar, 91 Sayılı KHK'nın 17'nci ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 60'ıncı maddeleri uyarınca İMKB Yönetim Kurulunun önerisi üzerine SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

2002 yılı için üyeliğe giriş aidatı 600 milyar TL, yıllık üyelik aidatı ise 450 milyon TL olarak belirlenmiştir.

3.2.4. İMKB Üyelik Teminatları

Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'in 12'nci maddesi uyarınca İMKB üyesi aracı kurum ve bankalar, yaptıkları borsa işlemleri nedeniyle müşterilerine ve borsaya verebilecekleri zararlara karşılık olmak üzere nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet tahvili ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü içeren teminat mektubu şeklinde teminat yatırmak zorundadırlar. Yatırılacak teminatın miktarı, her borsa için borsadaki işlem hacmi dikkate alınarak ilgili borsanın teklifi üzerine SPK'ca belirlenir; üyeler belirlenecek teminatı vermeksizin borsada işlem yapamazlar.

İMKB Yönetmeliğinin 12'nci maddesinde aracı kuruluşlar, borsaya üye olabileceklerinin kendilerine bildirilmesinden itibaren 1 ay içinde ve üyelik belgesi verilmesinden önce üyelik teminatını yatırmak zorundadırlar. Yatırılacak teminatların ve aidatın miktarı İMKB Yönetim Kurulu'na belirlenir, SPK onayı ile yürürlüğe girer.

Yatırılan teminat tutarları, daha sonra gerçekleştirilen işlem hacmi, düşülen temerrüt sayısı gibi kriterler göz önüne alınarak sürekli olarak güncellenmektedir.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası ile Hisse Senetleri Piyasası teminat sistemi Ek/4'de açıklanmaktadır.

2002 yılı Ocak ayı itibariyle üyeler tarafından İMKB'ye teminat olarak yatırılmış bulunan kıymetlerin nominal değeri yaklaşık 1,7 katrilyon TL'dir. Söz konusu kıymetlerin % 45'i teminat mektubu¹⁵, % 55'i ise hazine bonusu ve devlet tahvili olarak yatırılmıştır.

3.2.5. Blokaj Yükümlülüğü

Blokaj yükümlülüğü aracı kurumların yetki belgelerinin iptali halinde müşterilerine karşı olan nakit ve hisse senedi yükümlülüklerinin en azından belirli bir kısmının karşılanmasını sağlamak amacıyla Kurulumuzca getirilen bir tür güvence mekanizmasıdır. Bu sistem başka güvence mekanizmalarının olmadığı bir ortamda başlatılmış olup, sermaye yeterliliği ve müşteri ismine saklama uygulamalarında kaldırılması gündeme gelmiş, ancak tamamen kaldırılmayarak yatırılması gereken tutarlarda indirimler yapılmıştır.

Seri:V, No:46 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin faaliyet şartları ile ilgili 9'uncu maddesinde "mevzuatta öngörülen teminat ve blokajların tesis edilmiş olması" bir faaliyet şartı olarak düzenlenmiştir. "Blokaj Yükümlülüğü" başlıklı 14'üncü madde de ise "Kurul aracı kurumlar hakkında genel ve özel olarak ve/veya işlem bazında teminat istemeye ve bu teminatların kullanım esaslarını belirlemeye yetkilidir" hükmü yer almaktadır. Aracı kurumlar, SPK'nın belirlediği esaslar çerçevesinde blokaj yükümlülüklerini, kamu borçlanma senedi, teminat mektubu ya da yatırım fonu katılma belgesi olarak yerine getirilebilmektedir.

SPK'nın 17.06.1999 tarih ve 56/746 sayılı kararına göre, aracı kurumların blokaj yükümlülüklerinin hesaplanma yöntemi Ek/5'de açıklanmaktadır.

25.01.2002 tarihi itibariyle aracı kurumlar tarafından blokaj yükümlülüğünün karşılanması amacıyla yatırılmış bulunan kıymetlerin toplamı 33 trilyon 470 milyar TL'dir.

3.2.6. Yatırımcıları Koruma Fonu Ödentileri

Aracı kuruluşların tasfiye veya iflası halinde, müşterilerine karşı olan nakit ve hisse senedi teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmesi amacıyla kurulan Yatırımcıları Koruma Fonunun gelirleri esas itibariyle aracı kuruluşların yatıracığı yıllık ödentilerden oluşmaktadır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa, 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 4487 sayılı Kanun ile eklenen "Yatırımcıları Koruma Fonu" başlıklı 46/A maddesi ve 21.06.2001 tarih ve 24439 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Yatırımcıları

¹⁵ Banka teminat mektuplarına ilişkin rakam mektupta yazılı taahhüt miktarını göstermekte olup, aracı kuruluşlar açısından maliyet bu teminat mektubunun alınması için verilen komisyondur. Söz konusu komisyonlar arz talep ilişkisine göre piyasa koşulları içerisinde ve aracı kuruluşun güvenilirliğine göre teminat mektubunun belirli bir oranı olarak belirlenmektedir.

Koruma Fonu Yönetmeliğinin 5. maddesinde bütün aracı kuruluşların Fona katılmak zorunda oldukları hükmü yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kanununun 46/A maddesinde, Fona aracı kuruluşlarca yatırılacak yıllık ödentilerin tutarının yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin parasal miktarının onbinde birini aşmayacak şekilde SPK tarafından belirleneceği, bu azami sınırı aşmamak kaydıyla SPK'nın aracı kuruluşların türü ve risk durumları itibariyle ayrı ayrı belirleyeceği oranlar üzerinden ödeme yapılmasını istemeye yetkili olduğu hükme bağlanmıştır.

Aracı kurumlar SPK tarafından belirlenen risk durumlarına göre; yıllık ortalama günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin milyonda 80'i ile milyonda 100'ü, yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin milyonda 2,5'i ile milyonda 10'u kadar ödenti yatırmaktadır.

Bankalara ise tek bir oran uygulanmakta olup, söz konusu oran aracı kurumlara uygulanan oranların ağırlıklı ortalamasıdır. Aracı kurumlar ile bankaların, Yatırımcıları Koruma Fonu ödentilerinin hesaplanma yöntemi ile aracı kuruluşların yıllık ödenti olarak yatırdıkları tutarlar yıllar itibariyle Ek/6'da yer almaktadır.

3.2.7. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Ödentileri

Aracı kuruluşlar tarafından Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğine (Birlik) yapılan ödemeler, birliğe üyelik zorunlu olduğundan işlem maliyetleri kapsamında değerlendirilmelidir.

Birliğe yapılan ödentiler giriş ücreti, yıllık aidatlar ve gider payları olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Bunlardan giriş aidatları SPK onayı ile diğerleri ise Birliğin genel kurul kararı ile belirlenmektedir.

2002 yılı için giriş ücreti 5 milyar TL, yıllık üyelik aidatı 3,6 milyar TL olarak belirlenmiş olup gider payları ise Birlik yönetim kurulunda temsil oranına göre üç grup arasında dağıtılacak, grup içinde ise işlem hacmine göre ödenecektir.

3.2.8. Takasbank Saklama Komisyonları

Takasbank saklama komisyonları, nezdinde saklanan sermaye piyasası araçları için Takasbank tarafından alınan ücretlerdir. Takasbank nezdinde yatırımcıların doğrudan işlem yapmaları mümkün olmadığından aşağıda açıklanan ücretlerin muhatabı aracı kuruluşlar (belirli durumlarda da ihraççılar) olmaktadır. Fakat burada aracı kuruluşların bu ücretleri masraf ve giderler adı altında yatırımcılara yansıtma imkanı olduğu unutulmamalıdır.

İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliğinin 8'inci maddesi uyarınca, takas ve saklama hizmetleri karşılığında alınacak ücret tarifeleri İMKB yönetim kurulunca belirlenmekte ve SPK onayı ile yürürlüğe girmektedir.

Hali hazırda uygulanmakta olan Takasbank Saklama Komisyonu tarifesi Ek/7’de verilmektedir.

3.2.9. Takasbank’a Ödenen Diğer Ücret ve Komisyonlar

Takasbank’a ödenen diğer ücret ve komisyonlar, aracı kuruluşlara verilen hizmet karşılığında; faiz kuponu tahsilat ücreti, fiziki menkul kıymet teslim ücreti, hisse senedi virman ücreti, ihraççı şirketlerin genel kurulları için hisse senedi blokaj mektubu ücretidir.

Takasbank ile yapılan işlemlerin esas itibariyle aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılması nedeniyle söz konusu ücret ve komisyonlar aracı kuruluşların işlem maliyetleri içerisinde incelenmiş olup, aracı kuruluşların bu ücretleri de masraf ve giderler adı altında yatırımcılara yansıtma imkanı bulunmaktadır.

Hali hazırda uygulanmakta olan Takasbank Ücret Komisyonu tarifesi Ek/8’de verilmektedir.

3.2.10. Finansal Faaliyet Yetki Belgesi Harçları

492 sayılı Harçlar Kanunu’na bağlı (8) sayılı tarifenin “XI-Finansal Faaliyet Yetki Belgesi Harçları” bölümünün “sermaye piyasasında aracılık yapan kurumlara verilen yetki belgeleri” başlıklı 3. maddesine göre her bir yetki belgesi için ayrı olmak üzere *her yıl* maktu harç ödenmesi gerekmektedir. Söz konusu harç tutarı 2002 yılı için yetki belgesi başına yaklaşık 8,5 milyar TL’dir.

3.2.11. Eğitime Katkı Payı

4306 sayılı Kanunun geçici 1. maddesinin (A) fıkrasının (6) numaralı bendi uyarınca İMKB’ye ödenecek tescil ücretleri ve borsa paylarının dörtte biri (1/4’ü) tutarında Eğitime Katkı Payı (EKP) alınmaktadır.

3.2.12. Özel İşlem Vergisi

4481 sayılı Kanunun 9. maddesinde, 4306 sayılı Kanunun geçici 1 inci maddesinin (A) fıkrasında belirtilen işlemler için ödenen eğitime katkı payı tutarı kadar ayrıca Özel İşlem Vergisi (ÖİV) ödeneceği hükmü yer almaktadır.

Bu çerçevede, İMKB’ye ödenecek borsa payı ve tescil ücretlerinin dörtte biri (1/4’ü) tutarında ÖİV alınmaktadır.

3.2.13. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV)

6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu’nun 28’inci maddesinin ikinci fıkrasının parantez içi hükmünde, bankerlerin menkul kıymet alım satımına tavassut (aracılık) etmek karşılığı komisyon,

ücret, hizmet karşılığı gibi adlarla aldıkları paraların BSMV'ye tabi tutulacağı, aynı Kanunun 31'inci maddesinde ise BSMV matrahının 28'inci maddede belirtilen söz konusu paraların tutarı olacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, bir işlem vergisi olan BSMV'nin mükellefi işlemi yapmak suretiyle lehine para kalanlardır.

Bu hükme göre, SPK'nın Seri V, No 46, "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" esasları çerçevesinde aracı kuruluşların yapmış olduğu faaliyetler karşılığında elde ettikleri ücret, hizmet karşılığı gibi adlarla aldıkları paralar, BSMV kapsamına girmekte olup bunlara % 5 oranında BSMV uygulanmaktadır.

3.3. Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından Maliyetler

Ülkemizde menkul kıymet ihraç etmek isteyen bir kuruluşun karşılaştığı başlıca maliyetler, halka arza aracılık eden aracı kurumlara ödenen ücretler, SPK'ya ödenen kayıt ücreti ile bunun üzerinden alınan EKP ve ÖİV, İMKB'ye ödenen kotasyon ve pazar kayıt ücreti ile bunlar üzerinden alınan EKP ve ÖİV'den oluşmaktadır. Bunların yanı sıra ihraççı kuruluşlar hisse senetlerinin kupürlerinin değişmesi gereken durumlarda Takasbank'a hisse senedi değiştirme komisyonu, Sermaye Piyasası Mevzuatında öngörülen bağımsız denetim yükümlülüğüne tabi olacaklarından bağımsız denetim şirketlerine de denetim ücreti ödemek durumunda kalacaklardır.

Menkul kıymet ihraç edenlerin karşı karşıya kaldıkları maliyetlerin niteliği, maliyetin miktarı ve konu hakkında düzenleme yetkisinin kimde olduğu toplu olarak gösterilmektedir.

Tablo 3. Menkul Kıymet İhraç Edenler Açısından Maliyetler

Maliyet	Hesaplamaya Esas Tutar	Oranlar	Maktu	Yetki
SPK Kayda Alma Ücreti + EKP – ÖİV	İhraç değeri	Binde 3	–	Bakanlar Kurulu
İMKB'ye ödenen ücretler + EKP – ÖİV	Nominal değer	Binde 1 ile Onbinde 12,5	–	İMKB önerisi SPK onayı
Takasbank'a ödenen komisyon	Değiştirilen senetlerin nominal değeri	Binde 2,5	–	İMKB önerisi SPK onayı
Halka arza aracılık komisyonu	İhraç değeri ve hizmetin türüne göre	% 1 - 4 (Genellikle)	–	Piyasada serbestçe belirlenmekte
Bağımsız denetim şirketine ödenen ücret	Şirketin niteliği ve hizmetin türüne göre (Asgari tarife şirketin net satışlarına göre belirlenmektedir)	Şirketin büyüklüğüne göre net satışların asgari Binde 2'si ile Yüzbinde 5'i	–	Yeminli Mali Müşavirler Odalarınca belirlenen asgari oranların üzerinde olmak şartıyla piyasada serbestçe belirlenmekte

3.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kayda Alma Ücreti

Sermaye Piyasası Kanununun 28'nci maddesi uyarınca ihraççılar SPK tarafından kayda alınan, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç değerinin binde ikisi tutarında ücret yatırmak zorundadırlar.

Sermaye Piyasası Kanununa göre SPK kayıt ücreti oranı Bakanlar Kurulu tarafından azaltılabilmektedir.

4306 sayılı Kanunun geçici 1. maddesinin (A) fıkrasının (6) numaralı bendi uyarınca SPK'ya ödenecek kayda alma ücretlerinin dörtte biri (1/4'ü) tutarında Eğitime Katkı Payı alınmaktadır. Öte yandan, 4481 sayılı Kanunun 9. maddesinde, 4306 sayılı Kanunun geçici 1 inci maddesinin (A) fıkrasında belirtilen işlemler için ödenen eğitime katkı payı tutarı kadar ayrıca Özel İşlem Vergisi ödeneceği hükmü yer almaktadır. Bu çerçevede SPK'ya ödenecek kayda alma ücretlerinin dörtte biri (1/4) tutarında Özel İşlem Vergisi alınmaktadır.

Bu durumda Eğitime Katkı Payı ve Özel İşlem Vergisi dahil toplam maliyet binde üç (Binde 3) olmaktadır.

3.3.2. İMKB'ye Ödenen Kotasyon ve Pazar Kayıt Ücreti

Menkul kıymetlerin İMKB bünyesindeki pazarlarda işlem görebilmeleri için düzenlemelerle belirlenen şartları taşımaları gerekmektedir. Bu şartları taşıyan menkul kıymetler işlem görecekları pazarın listesine alınmakta ve orada işlem görmeye başlamaktadır. Bu menkul kıymetlerden belirli kriterleri sağlayanlar kota alınır ve Ulusal Pazarda işlem görmeye başlar. Sağlayamayanlar ise kot dışı pazarlar olarak adlandırılan (bölgesel, göçaltı ve yeni şirketler pazarında) işlem görmek üzere kayda alınır. Yapılan kota ya da pazar kaydına alma işlemine göre ihraççıya ayrı ayrı ücret tahakkuk ettirilir.

13.03.1995 tarih ve 22226 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan İMKB Kotasyon Yönetmeliğinin 15'inci maddesi uyarınca kotasyon ücretleri tarifesi İMKB Yönetim Kurulu tarafından tespit edilir ve SPK onayı ile yürürlüğe girer.

İMKB Kotasyon Yönetmeliği uyarınca İMKB bünyesinde kota alınmış ve kota alınmamış menkul kıymetler için ayrı ayrı pazarlar açılabilir. Kota alınmamış menkul kıymetlerin işlem göreceği kot dışı pazarlar için de, İMKB Kotasyon Yönetmeliğinin 5'inci maddesi çerçevesinde, İMKB Yönetim Kurulu tarafından tespit edilerek SPK onayı ile yürürlüğe giren pazar kayıt ücretleri alınmaktadır.

4306 sayılı Kanunun geçici 1. maddesinin (A) fıkrasının (6) numaralı bendi uyarınca; İMKB'ye ödenecek kota alma, kotta kalma, kayda alma, kayıta kalma ücretlerinin dörtte biri (1/4'ü) tutarında eğitime katkı payı alınmaktadır.

Öte yandan, 4481 sayılı Kanunun 9. Maddesinde, 4306 sayılı Kanunun geçici 1 inci maddesinin (A) fıkrasında belirtilen işlemler için ödenen eğitime katkı payı tutarı kadar ayrıca özel işlem vergisi ödeneceği hükmü yer almaktadır.

Bu çerçevede İMKB'ye ödenecek kota alma, kotta kalma, kayda alma, kayıta kalma ücretlerinin dörtte biri (1/4'ü) tutarında ÖİV alınmaktadır.

İMKB kotasyon ve pazar kayıt ücretleri Ek/9'da verilmektedir.

3.3.3. Takasbank’a Ödenen Komisyon

Şirket unvanlarında meydana gelen değişiklikler, birleşme işlemleri, kuponlarının kesilmesi ya da diğer nedenlerle hisse senetlerinin kupürlerinin değişmesi gerekebilmektedir. Bu gibi durumlarda değiştirilen senetlerin nominal değeri üzerinden Takasbank’a binde 2,5 oranında Hisse Senedi Değiştirme Komisyonu ödenmektedir.

19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan İMKB Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliğinin 8 inci maddesi uyarınca, takas ve saklama hizmetleri karşılığında alınacak ücret tarifeleri Borsa yönetim kurulunca belirlenmekte ve Kurulumuz onayı ile yürürlüğe girmektedir.

3.3.4. Halka Arza Aracılık Komisyonu

Halka arza aracılık eden aracı kuruluşların, menkul kıymet ihraç eden kuruluştan aldıkları halka arza aracılık komisyonu ile ilgili olarak mevzuatta bir düzenleme yer almamakta, bu oran arz talep koşulları içerisinde piyasa tarafından belirlenmektedir. Uygulamada aracı kuruluşlar tarafından alınan halka arza aracılık komisyonları, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetlerinin türüne göre değişmekle birlikte, genellikle konsorsiyum liderleri için % 3-4; konsorsiyuma katılan diğer aracı kuruluşlar için % 1-2 arasında değişmektedir.

3.3.5. Bağımsız Denetim Şirketine Ödenen Ücret

Menkul kıymetlerini halka arzı için SPK’ya başvuran anonim ortaklıkların mali tablo ve raporları için bağımsız denetim (özel denetim) yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu çerçevede, menkul kıymet ihraç etmek isteyen kuruluşlar, mali tablo ve raporlarını bağımsız denetimden geçmesi hizmeti karşılığında bağımsız denetim kuruluşlarına bir ücret ödemektedirler.

Yeminli Mali Müşavirler Odaları, her yıl müşterek ücret tarifesi belirlemekte olup, bağımsız denetim kuruluşlarınca en az bu tarifiede belirlenen tutarda denetim ücreti alınması şartını getirmektedir. Bağımsız denetim şirketleri, söz konusu tarifenin üzerinde bir oran uygulayabilmektedirler.

Söz konusu tarifenin “SPK ve diğer kuruluşlarca yaptırılacak muhasebe denetim işlemleri” başlıklı 7’nci maddesinde bağımsız denetim işlemlerinde uygulanacak ücret oranları ilgili şirketin net satışlarına göre belirlenmektedir. Buna göre, net satışların 7 trilyon TL’ye kadar olan kısmında denetim ücreti binde 2 olarak belirlenmekte olup, sonraki 7 trilyon TL için binde 1,5, sonraki 10 trilyon TL için binde 1, sonraki 10 trilyon TL için onbinde 5, sonraki 10 trilyon TL için onbinde 1 ve 44 trilyon TL’yi aşan kısım için de yüzbinde 5 denetim ücreti alınması gerektiği belirtilmektedir.

Öte yandan, SPK’nın Seri X No :16, “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ”inin, Bağımsızlığı Ortadan Kaldıran Durumlar başlıklı 11’inci maddesinin (c) bendi

uyarınca denetim ücretinin piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi durumunda bağımsızlık ortadan kalkmış sayılmaktadır.

Bu çerçevede, denetim ücreti piyasa rayicinden bariz farklılık olmaması ve yeminli Mali Müşavirler Odaları tarafından belirlenen tarifiedeki oranlardan daha düşük olamaması koşuluyla, piyasada serbestçe belirlenebilmekte olup, başta ilgili ortaklığın net satışları olmak üzere, faaliyetleri, büyüklüğü gibi kriterler çerçevesinde belirlenmektedir.

IV. BÖLÜM

DÜNYA SERMAYE PİYASALARINDA İŞLEM MALİYETLERİ

Uluslararası sermaye piyasalarında işlem maliyetlerini, ülke bazında belirlemek için yapılacak bir çalışmada iki yöntem bulunmaktadır. İlk yöntem olarak işlem maliyetlerinin; yatırımcı, aracı kuruluş, ihraççı gibi maliyeti karşılayan gruba göre sınıflandırarak her bir grubun karşılaştığı maliyetlerin oran veya miktarının belirlenmesi suretiyle bir karşılaştırma yapılmasıdır. İkinci yöntem ise o ülkede, söz konusu yatırımcı grubunun yaptığı işlemlerinin ampirik olarak ölçülerek bir ortalama maliyet belirlenmesi ve bir karşılaştırma yapılmasıdır. İlk yöntemin seçilmesi halinde, ülkelerin sermaye piyasalarının işleyiş farkları nedeniyle ölçme ve karşılaştırma sorunları ile karşılaşılması olasıdır. Böyle bir yöntem ile yatırımcıların işlemlere aracılık eden kuruluşlara ödedikleri aracılık komisyonuna ilişkin uluslararası karşılaştırma amaçlayan bir çalışma yapıldığını varsayalım. Bu çalışmada, bütün ülkelerde uygulanan aracılık komisyonlarının sadece oransal olarak belirtilmesi ile yetinilmesi durumunda anlamlı bir sonuca ulaşılamayacaktır. Zira bir çok ülkede aracılık komisyonu taraflarca serbestçe belirlenebilmekte, serbest olmayan ülkelerde ise minimum veya maksimum bir oran dahilinde serbestçe belirlenmektedir. Örneğin bir ülkede minimum aracılık komisyon oranı binde 1, diğerinde binde 2 olduğunda, ilk anda, aracılık komisyon oranının binde 1 olduğu ülkede işlem maliyetinin diğerine göre daha düşük olduğu söylenemeyecektir. Çünkü bu ülkede rekabetin yoğun olmaması nedeniyle aracılar, minimum orandan çok daha yüksek oranlar uygulayabileceği gibi, ülke içinde coğrafi bölgelere ve yatırımcılara göre çok farklı oranlar da uygulayabilecektir. Öte yandan minimum aracılık komisyonunun binde 2 olduğu ülkede, aracılar genellikle minimum oranı uyguluyor olabilirler.¹⁶

Bu durumda, böyle bir yöntem ile ülkeler arasında karşılaştırma yapmak son derece güç olmaktadır. Bu nedenle, işlem maliyetleri konusunda uluslararası ölçekte bir araştırma yapılabilmesi için, yukarıda bahsedilen ikinci yönteme başvurulmaktadır. Bu yöntemde, o ülkede örnekleme yöntemi ile seçilen aracılarının yaptığı işlemler belirli dönemler itibarıyla muhasebe kayıtları, işlem defteri ve diğer belgeler üzerinden incelenmekte ve o aracının maliyetleri ücret ve komisyon gibi ayrı maliyet unsurları olarak belirlenirken takas ve saklama ücreti, işlem vergisi, borsa payı gibi çeşitli adlar altında görülen maliyetlerin gözden kaçırılma olasılığı azalmaktadır. Seçilen diğer aracı kuruluşlara da aynı işlemin uygulanması sonucunda, ülke için genel bir ortalama işlem maliyeti düzeyi tespit edilmektedir. Çalışmanın diğer ülkelere de uygulanması ile uluslararası düzeyde bir karşılaştırma yapılmaktadır.

¹⁶ Burada bahsedilen analiz güçlüğü ve yanlılığı düşme olasılığı, genellikle ülkelerin işlem maliyetlerinin karşılaştırılmasında ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede bu çalışmada, ülkemiz sermaye piyasalarında bulunan maliyetler; birinci yöntem kullanılarak yatırımcı, aracı kuruluş, ihraççı gibi maliyeti karşılayan gruba göre ortaya konmakta, ancak ülkemizdeki maliyetlerin diğer ülkelerle karşılaştırılmasında ikinci yöntem kullanılmaktadır.

Bir çok ülke için standart ve güvenilir bir maliyet profili çıkaran ve karşılaştırma kolaylığı sağlayan bu yöntemin uygulanması, uzun ve karmaşık bir süreç ile mümkün olabilmekte ve hazırlanması kayda değer oranda maliyetli olmaktadır. Bu nedenle bu konuda çalışmalar, profesyonel olarak işlem maliyeti ölçme hizmeti veren ve bu işte uzmanlaşan kuruluşlar tarafından yapılmakta ve bu kuruluşların ulaştığı sonuçlar yaygın olarak kullanılmaktadır.

Yukarıda özetlenen yaklaşımdan hareketle, müteakip bölümlerde önce, en önemli doğrudan maliyet unsurları olduğu kabul edilen aracılık komisyonları ile menkul kıymet işlem vergileri ülke bazında ele alınmakta, ardında da işlem maliyetleri konusunda profesyonel olarak ölçme hizmeti veren Elkins/McSherry adlı şirketin çalışması aracılığıyla uluslararası işlem maliyetleri karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir.

Bölümün sonunda ise, dünya ülkeleri ile ülkemizdeki maliyetler ve ilgili uygulamalar karşılaştırılmaktadır. Bu karşılaştırmada, son günlerde ülkemizde sıkça tartışılan konulardan biri olan tescil uygulamasına da değinilmekte olup, kamu menkul kıymetleri alım satımında tescil benzeri uygulamalara ilişkin ABD ve İngiltere örneklerine ilişkin ayrıntılı bilgi Ek/10'da verilmektedir.

4.1. Dünya Piyasalarında Aracılık Komisyonu Uygulamaları

Dünya sermaye piyasalarında yaşanan değişimin aracı kuruluşlar tarafına yansımalarına bakıldığında, aracılık kavramının sorgulanmaya başlandığı ve bu çerçevede geleneksel aracılık anlayışının değiştiği, hatta aracısızlaşma tartışmalarının gündeme geldiği görülmektedir. İnternet ve on-line teknolojilerin yaygınlaşması ile birlikte araçların yatırımcılardan çeşitli yollarla aldıkları emirleri borsalara iletmeleri ve bu emirlerin sonuçlarını yatırımcılara bildirmelerine dayanan temel fonksiyonları görece önemini kaybetmektedir. Artık, gerekli teknolojilerin borsalar ve araçlar tarafından istihdam edilmesi durumunda, yatırımcı tarafından verilen emirler, manuel bir müdahaleye gerek kalmaksızın, aracı kuruluşların sistemlerinden geçerek borsalara iletebilmektedir. Burada araçların fonksiyonu gerekli teknolojiyi istihdam etmek ve yatırımcılardan topladıkları emirleri kendi bilgisayar sistemlerinde oluşturdıkları mekanizmaları kullanarak, borsalar tarafından istenilen formata dönüştürmek şeklinde ortaya çıkmaktadır.

İşte araçlar bu hizmetleri karşısında yatırımcılardan aracılık komisyonu talep etmektedirler. Yapılan ampirik çalışmalar en önemli doğrudan maliyet unsurunun aracılık komisyonu olduğunu ortaya koymaktadır (New. 2001:3).

Piyasa kapitalizasyonuna göre en büyük 15 yabancı ülkeden 14'ünde komisyonların serbestçe belirlendiği görülmektedir.¹⁷ Bu ülkelerden sadece Tayvan'da işlemin büyüklüğüne göre

¹⁷ ABD, Almanya, Avustralya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya ve Kanada'da serbest komisyon uygulaması bulunmaktadır.

binde 1 ile binde 1,425 oranında değişen komisyon oranları uygulanmaktadır. Bu ülkeler arasında Japonya 1999'da, Hong Kong ise 2002'de komisyonları serbest bırakmıştır.

Bu ülkeler dışında Avusturya, Kolombiya, Lüksembourg ve Brezilya'da da serbest aracılık komisyonu uygulaması bulunmaktadır. Aracılık komisyonunun belirli oran veya miktara tabi olduğu ülkelerden, Yunanistan'da en az 100 drahmi olmak üzere minimum binde 5 maksimum yüzde 1, Danimarka'da minimum yüzbinde 2,5 maksimum binde 1,5, İsrail'de minimum binde 2,5 maksimum yüzde 1 oranları uygulanmaktadır.

Gelişmekte olan bazı önemli Asya piyasalarındaki komisyon uygulamaları incelendiğinde, genel anlamda komisyonlarda deregülasyona gidilmeye çalışıldığı görülmektedir. Örneğin; Tayland, komisyon uygulamasında kısmi deregülasyona gitme çalışmalarında daha önce ilan etmiş olduğu tarihi iki yıl erkene çekerek, 01.09.2000 tarihinden itibaren minimum binde 2,5 olmak şartıyla komisyon oranlarını serbest bırakmıştır. Malezya, daha önce belirli parasal dilimlere ve yatırımcılara göre ayrı ayrı belirlediği sabit oranlı tarifeden vazgeçerek, 01.09.2000 tarihinden itibaren 100.000 Ringit tutarının altındaki işlemlere binde 7,5 oranında komisyon uygulanması, bu tutarın üzerindeki işlemlerde ise oranın serbestçe belirlenebilmesi uygulamasına geçmiştir. Singapur ise önce, 01.01.2001 tarihinden itibaren tüm komisyonların serbest bırakılacağını, ancak online işlemler için bu uygulamanın daha erken bir tarihe çekilebileceğini açıklamış, ancak ardından zamanlamada değişikliğe giderek, 01.10.2000 tarihinden itibaren tüm oranların serbestçe belirlenmesini kararlaştırmıştır. Endonezya'da maksimum % 1, Filipinler'de ise maksimum % 1,5 oranı dahilinde, komisyon oranları serbestçe belirlenmektedir (HKEx. 2001:1).

Bu çerçevede, dünya piyasalarında genel olarak komisyon tarifelerinde deregülasyona gidildiği görülmektedir. Burada dikkati çeken unsur, piyasaların serbest komisyon uygulamasına geçerken dünya ölçeğindeki rekabet güçlerini koruma ve hizmet kalitesini artırma gerekçelerini kullanmalarıdır. Bir çok ülkede değişiklik için temel gerekçe olarak diğer rakip piyasalarda benzeri uygulamaların olması ve rekabet edebilmenin yolunun bu değişiklikten geçtiği gösterilmektedir.

Bu doğrultuda, ülkelerin uluslararası eğilimin bu yönde olduğu ve geç kalmanın maliyetinin yüksek olabileceği endişesiyle, önceden ilan etmiş oldukları tarihlerden daha önce komisyonları serbest bırakma yönünde düzenleme yapma yoluna gittikleri görülmektedir.

4.2. Dünya Piyasalarında Menkul Kıymet İşlem Vergisi Uygulamaları

Menkul kıymet işlem vergisi (MKİV) doğrudan maliyetler içinde aracılık komisyonu ile birlikte önemli bir paya sahip olmaktadır. Hatta bir çok ülkede bu vergiler aracılık komisyonunu aşabilmektedir.

Dünya piyasalarında menkul kıymet işlemleri üzerinden alınan ücret ve vergiler, "menkul kıymet işlem vergisi", "işlem ücreti" "damga vergisi" ve "transfer vergisi" gibi adlar altında uygulanmaktadır. Burada bazı uygulamalar "ücret" adı altında alınmakla birlikte bu ücretler

özellikleri itibariyle büyük oranda vergisel bir uygulama niteliğindedir. Örneğin ABD’de borsalarda gerçekleştirilen işlemlerden alınan işlem ücreti (Section 31 Transaction Fee) SEC bütçesine gelir kaydedilmekte, bu ve benzeri ücretler ile elde edilen gelirin SEC harcamalarını aşan kısmı (genellikle yüksek miktarlar olmaktadır) ABD Hazinesine devredilmektedir. Bu nedenle de bu tür uygulamalar, ücret adı altında da tahsil edilseler vergisel bir nitelik taşımakta ve genellikle menkul kıymet işlem vergisi adı altında incelenmektedir. Bu çerçevede, dünya piyasalarındaki bu tür uygulamalar burada menkul kıymet işlem vergisi adı altında incelenmektedir.

Aşağıdaki tabloda dünya piyasalarında uygulanan MKİV uygulamaları gösterilmektedir. Tablonun son sütununda, MKİV’nin hangi ad altında alındığı ve uygulamadaki bazı önemli ayrıntılar özetlenmekte olup, son yıllarda bir çok ülkede bu uygulama ya kaldırıldığından ya da uygulanan oran düşürüldüğünden, ülkelerin geçmişte uyguladığı oranlar parantez içinde verilmektedir. Aksi açıklama sütununda belirtilmedikçe tabloda belirtilen oranlar yüzde cinsinden olup *işlem vergisi* adı altında alınmaktadır.

Tablo 4. Dünya Piyasalarında Menkul Kıymet İşlem Vergileri

Ülke	Hisse Senedi (%)	Özel Tahvil – Bono (%)	Kamu Tahvil – Bono (%)	Vadeli İşlem Sözleşmeleri (%)	Açıklama
ABD	0,003	-	-	Her işlemden 0,0009 ABD \$	İşlem ücreti adı altında SEC’ye ödenmektedir.
Almanya	(0,5)	0,4	0,2	-	Hisse senedi işlemlerinden alınan vergi 1991’de kaldırılmıştır
Arjantin	0,6	0,6	0,6	0,6	Mart 2000’de başlamıştır.
Avustralya	0,15	0,15	-	-	
Avusturya	0,15	0,15	-	-	Ayrıca % 0,02 KDV uygulanır.
Belçika	0,17	0,07	0,07	-	
Brezilya	(0,38) 0,3	(0,38) 0,3	(0,38) 0,3	-	1999’da indirimde gidilmiştir
Çin	0,5 ve 0,8	(0,1)	-	-	Tahvil işlemlerinden alınan vergi 2001’de kaldırılmıştır. Shanghai Borsası hisse senedi işlemlerine 0,8 diğerlerine 0,5 uygulanır.
Danimarka	(0,5)	(0,5)	-	-	Eylül 1999’da kaldırılmıştır.
Endonezya	0,14	0,03	0,03	-	Hisse senedi aracılık komisyonu üzerinden % 10 KDV alınmaktadır.
Ekvator	(0,1)	1	-	-	Tahvil işlemlerinden alınan vergi 2001’de başlamış, hisse senetlerinden alınan vergi 2001’de kaldırılmıştır.
Fas	0,14	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere ayrıca % 7 oranında KDV uygulanmaktadır.
Filipinler	(0,5)	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 10 oranında KDV uygulanmaktadır.
Fransa	0,15	-	-	-	
G. Kore	0,3	0,3	-	-	
Guatemala	3	3	-	-	

Tablo 4. Dünya Piyasalarında Menkul Kıymet İşlem Vergileri (Devamı)

Ülke	Hisse Senedi (%)	Özel Tahvil – Bono (%)	Kamu Tahvil – Bono (%)	Vadeli İşlem Sözleşmeleri (%)	Açıklama
Hong Kong	0,3	(0,1)	(0,1)	-	Tahvillerden alınan vergiler 1999'da kaldırılmıştır. Hisse senedi işlemlerinde ayrıca 5 HK\$ Damga Vergisi alınmaktadır.
Hindistan	0,5	0,5	-	-	
Hollanda	(0,12)	(0,12)	-	-	1990'da kaldırılmıştır.
İngiltere	0,5	-	-	-	Damga vergisidir.
İrlanda	1	-	-	-	Damga vergisidir.
İsveç	(1)	-	-	-	1991'de kaldırılmıştır.
İsviçre	0,15	0,15	0,15	-	
İtalya	-	0,009	0,009	-	Damga vergisidir. Borsa dışı hisse senedi işlemlerine % 0,14 KDV uygulanır.
Japonya	(0,1)	(0,16)	-	-	Nisan 1999'da kaldırılmıştır.
K. Kore	0,3	-	-	-	
Kolombiya	1,5	1,5	1,5	-	Haziran 2000'de başlamıştır.
Malezya	0,5	0,5	0,015	0,0005	
Pakistan	0,15	0,15	-	-	
Peru	-	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 18 oranında KDV uygulanmaktadır.
Portekiz	(0,08)	(0,04)	(0,008)	-	1996'da kaldırılmıştır.
Rusya	0,8	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 20 oranında KDV uygulanmaktadır.
Singapur	-	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 3 oranında KDV uygulanmaktadır.
Şili	-	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlerden % 18 KDV alınmaktadır.
Tayvan	0,3	0,1	-	0,05	
Türkiye	-	-	-	-	Alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 5 oranında BSMV, borsa payı ve tescil ücretlerinin % 25'i kadar ÖİV ve EKP uygulanmaktadır.
Venezüella	0,5	-	-	-	
Yunanistan	0,6	0,6	-	-	Oranlar 1999'da % 50 artırılmıştır.

Kaynaklar: World Federation of Exchanges, Japanese Ministry of Finance, US Securities and Exchange Commission, Swiss Federal Tax Administration, Pollin ve başk. 2001, Tax Notes International, The European Union Online, The European-American Tax Institute.

4.3. Dünya Piyasalarında Doğrudan ve Dolaylı İşlem Maliyetleri

Önceki bölümlerde, işlem maliyetlerindeki ölçme ve karşılaştırma sorunları, uluslararası karşılaştırma yapmanın güçlükleri açıklanarak işlem maliyetleri konusunda genellikle profesyonel olarak ölçme hizmeti veren şirketlerin verilerinin kullanıldığı belirtilmiştir. Uluslararası piyasalardaki doğrudan ve dolaylı işlem maliyetleri konusunda yapılan ve literatürde referans olarak kullanılan bilimsel çalışmaların çoğunda Elkins/McSherry adlı şirket tarafından yapılan ve

“Global Universe” adı verilen kapsamlı bir uluslararası işlem maliyeti çalışmasının sonuçları kullanılmaktadır (Bartam ve Dufey. 2001, Domowitz ve başk. 1999, Domowitz ve başk. 2000, Domowitz ve başk. 2001, Pollin ve başk. 2001, New. 2001).

Burada hemen belirtmek gerekir ki, söz konusu şirket tarafından yapılan analizler binlerce aracı kuruluş ve milyarlarca işlemi kapsadığından yüksek harcamalar yapılarak hazırlanan bir çalışmadır. Hazırlanma maliyetinin yüksek olması nedeniyle şirket, ürettiği analiz ve çalışmaları da yüksek fiyatlarla kullanıcılara satmaktadır. Örneğin, şirketin bir yıllık dönemde 42 ülkeyi kapsayan uluslararası işlem maliyetleri çalışması halihazırda 10.000 ABD Doları karşılığında temin edilebilmektedir.

Şirketin 2000 yılına ilişkin olarak açıkladığı, 42 ülkeyi kapsayan çalışma aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Doğrudan maliyetler her ülke için örnek olarak belirlenen aracı kuruluşlar dikkate alınarak hesaplanmıştır. Doğrudan maliyetler ortalama komisyonlar ve ortalama ücretler toplamından oluşmaktadır. Çalışmada; aracı kuruluşlar tarafından alınan aracılık komisyonları “ortalama komisyonları”, işlemler üzerinden alınan diğer her türlü vergi ve ücret ise “ortalama ücreti” oluşturmaktadır.

Dolaylı maliyetlerin hesaplanmasında ise “piyasa etkisi maliyeti” dikkate alınmıştır. Bu maliyet türü literatürde “Elkins/McSherry Yöntemi” olarak bilinen bir endeks ile hesaplanmaktadır. Bu yöntemde, her ülke için örnek olarak belirlenen aracı kuruluşların bir gün içinde gerçekleştirdiği işlemlerin fiyatı, bir önceki gün oluşan fiyatlar kullanılarak hazırlanan bir endeks ile karşılaştırılmakta, endeksin gösterdiği rakam ile işlem fiyatı arasındaki fark dolaylı maliyeti oluşturmaktadır. Anılan endeks, hisse senedinin bir önceki gün; en düşük, en yüksek, kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlarının ağırlıklandırılması ile belirlenmektedir.

Ülkeler arasında toplamda en düşük maliyetlerin olduğu ülkeden en yüksek maliyetli ülkeye doğru yapılan sıralama sonucunda oluşan aşağıdaki tabloda, ülkemizin 42 ülke arasında 18’inci sırada yer aldığı görülmektedir. Ülkemizdeki işlem maliyetleri, aracılık komisyonu hariç, söz konusu 42 ülke ortalamasının altında bulunmaktadır. Aracılık komisyonunda ise bu ülkelerin ortalamasından yüksek bir rakam uygulandığı görülmektedir.

Toplamda en düşük işlem maliyetlerin sırasıyla Japonya, ABD, Almanya, Belçika ve Hollanda’da olduğu, buna karşılık en yüksek maliyetlerin ise Peru, Şili, Filipinler, Kolombiya ve Macaristan’da olduğu görülmektedir.

Ülkemiz; dolaylı maliyetler dikkate alınmaksızın sadece komisyon ve ücretlerin toplamının (doğrudan maliyetlerin) dikkate alınması suretiyle yapılacak bir değerlendirmede 22’inci, sadece ücretlerin dikkate alınması suretiyle yapılacak bir sıralamada 20’inci, sadece dolaylı maliyetlerin dikkate alındığı bir sıralamada ise yine 20’inci sırada yer almaktadır.

Tablo 5. Dünya Piyasalarında İşlem Maliyetleri

		A	B	A+B		
	ÜLKE	Ortalama Komisyonlar (binde)	Ortalama Ücretler (binde)	Doğrudan Maliyetler (binde)	Dolaylı Maliyetler (binde)	Toplam Maliyetler (binde)
1	Japonya	1,59	0,24	1,82	0,62	2,44
2	ABD	1,42	0,05	1,46	1,05	2,52
3	Almanya	2,17	0,12	2,29	0,43	2,73
4	Belçika	1,52	0,26	1,78	0,98	2,75
5	Hollanda	2,06	0,15	2,21	0,56	2,77
6	Fransa	2,17	0,20	2,37	0,45	2,82
7	İsveç	2,27	0,05	2,32	0,61	2,93
8	Norveç	2,40	0,14	2,54	0,46	3,00
9	Kanada	1,86	0,00	1,86	1,78	3,64
10	Yeni Zelanda	3,04	0,00	3,04	0,82	3,86
11	İspanya	2,49	0,12	2,60	1,33	3,94
12	İtalya	2,26	0,12	2,39	1,66	4,05
13	Danimarka	2,54	0,08	2,62	1,51	4,13
14	İsviçre	2,11	0,44	2,55	1,61	4,15
15	Finlandiya	2,38	0,10	2,47	1,76	4,23
16	Hindistan	1,22	0,00	1,22	3,22	4,44
17	Portekiz	2,49	0,50	2,99	1,46	4,45
18	Türkiye	3,19	0,25	3,44	1,09	4,53
19	Avusturya	2,48	0,00	2,48	2,08	4,56
20	İngiltere	1,74	2,39	4,13	0,53	4,66
21	Avustralya	3,03	1,41	4,43	0,67	5,10
22	Hong Kong	3,04	1,26	4,29	1,02	5,32
23	Brezilya	2,74	0,25	2,99	2,87	5,86
24	Tayvan	2,24	2,02	4,26	1,70	5,97
25	Meksika	3,12	0,13	3,25	3,34	6,59
26	Arjantin	3,63	0,29	3,92	3,16	7,08
27	Çek Cumhuriyeti	3,79	1,16	4,95	2,34	7,29
28	Kore	4,13	1,34	5,47	1,87	7,34
29	Singapur	5,03	0,24	5,27	2,13	7,40
30	Yunanistan	4,31	1,22	5,53	1,90	7,44
31	İrlanda	2,17	4,09	6,26	1,19	7,45
32	Endonezya	6,19	1,21	7,40	0,97	8,37
33	Tayland	6,48	0,33	6,80	1,94	8,74
34	Güney Afrika	2,79	1,19	3,98	4,86	8,85
35	Lüksembourg	1,56	0,06	1,62	7,42	9,04
36	Malezya	6,34	0,93	7,26	1,83	9,09
37	Venezüella	5,03	0,94	5,97	4,30	10,27
38	Macaristan	5,39	1,27	6,65	3,72	10,38
39	Kolombiya	7,54	0,07	7,62	3,51	11,13
40	Filipinler	6,66	3,11	9,77	1,55	11,32
41	Şili	3,62	0,70	4,32	7,11	11,43
42	Peru	4,08	1,64	5,72	7,18	12,91
	ORTALAMA	3,11	0,73	3,96	2,10	5,94

Kaynak : Elkins/McSherry Global Universe 2000

4.4. Türkiye ve Dünya Piyasalarında İşlem Maliyetlerinin Karşılaştırılması

Dünya sermaye piyasalarında menkul kıymet işlem vergisi uygulamalarının gösterildiği Tablo 4 ve toplam ortalama maliyetlerin sıralandığı Tablo 5’de yer alan veriler bir arada değerlendirildiğinde, kayda değer oranda menkul kıymet işlem vergisi uygulayan ülkelerde, yüksek doğrudan işlem maliyetleri ortaya çıkmaktadır.

Bilindiği üzere, ülkemizde menkul kıymet alım satımlarına doğrudan bir işlem vergisi uygulanmamakla birlikte, alım satım işlemlerinden alınan komisyon ve ücretlere % 5 oranında BSMV, İMKB tarafından alınan borsa payı ve tescil ücretlerine de % 25 oranında ÖİV ve EKP uygulanmaktadır.

Bu çerçevede, Tablo 5’deki verilere göre ülkemizde toplam işlem maliyetlerinin % 70’i ortalama komisyonlardan, % 6’sı ortalama ücretlerden, % 24’ü de dolaylı maliyetlerden oluşmaktadır. 42 ülke ortalamasına bakıldığında ise toplam işlem maliyetlerinin % 53’ünün komisyonlardan, % 12’sinin diğer ücretlerden, % 35’inin de dolaylı maliyetlerden oluştuğu görülmektedir.

Bu çerçevede, Türkiye’de aracılık komisyonunun hem toplam işlem maliyetleri içinde görece olarak yüksek bir paya sahip olduğu, hem de bu payın diğer ülke ortalamalarından bir miktar yüksek olduğu sonucu çıkmaktadır. Buna karşın, ortalama ücretler diğer ülkelere göre kayda değer oranda düşük, dolaylı maliyetler de diğer ülke ortalamasının bir hayli altındadır.

Sonuç olarak, işlem maliyetleri konusunda genel olarak diğer bazı gelişmekte olan piyasalardan daha düşük bir maliyet ile orta sıralarda yer aldığımız, ayrıca sermaye piyasalarını geliştirme çabası içindeki ülkelerde görülen işlem maliyetlerinin düşürülmesi eğilimi çerçevesinde ülkemiz sermaye piyasalarındaki işlem maliyetlerinin de zaman içinde düşmekte olduğu söylenebilecektir.¹⁸

4.5. Sermaye Piyasalarımızdaki İşlem Maliyetlerinin Değerlendirilmesi

Aracılık komisyonunun, sadece kurtajdan oluşmadığı, aracılardan karşı karşıya kaldığı tüm maliyetlerin bir fonksiyonu olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Zira yüksek maliyetlerle çalışan aracı kuruluşların yatırımcılardan yüksek aracılık komisyonu talep edeceği açıktır. Bu çerçevede ülkemizde, işlem maliyetleri konusunda en çok önem verilmesi gereken konunun, aracılık komisyonunu etkileyen, aracı kuruluşların karşı karşıya kaldıkları tüm maliyet unsurlarının gözden geçirilmesi olduğu düşünülmektedir.

¹⁸ “Elkins/McSherry”nin 1996-1999 yıllarına ilişkin çalışmasına göre Türkiye’de söz konusu dönemde, ortalama doğrudan maliyetler binde 4,1, ortalama dolaylı maliyetler ise binde 2,36, toplam ortalama işlem maliyetleri de binde 6,46’dır. Bu sonuçlar, Tablo 16’da yer alan 2000 yılı çalışması ile karşılaştırıldığında, Türkiye’de toplam maliyetlerin % 30 azaldığı görülmektedir. Aynı dönemde 42 ülkenin toplam maliyeti ise % 16,7 azalmıştır.

Bu maliyet unsurları, önceki bölümlerde de açıklandığı üzere; borsa payları, menkul kıymet tescil ücretleri, borsa üyelik aidatları ve teminatları, Yatırımcıları Koruma Fonu ödentileri, Birlik ödentileri, Takasbank'a ödenen komisyonları ile ücretler, Eğitime Katkı Payı, Özel İşlem Vergisi ile finansal faaliyet yetki belgesi harçlarından oluşmaktadır.

Ülkemiz sermaye piyasalarında, yurtdışı örneklerine benzer alım satım vergisi bulunmaması nedeniyle, ortalama ücretler diğer ülkelere göre kayda değer oranda düşük¹⁹, dolaylı maliyetler de diğer ülke ortalamasının bir hayli altındadır. Böyle bir uluslararası maliyet yapısı içinde, ortalama komisyonlarda sağlanacak düşüşün, sermaye piyasamızın etkinliğini ve uluslararası rekabet gücünü arttırması beklenmelidir.

Bu nedenle, öncelikle borsa payları ve tescil ücretleri üzerinden alınan Eğitime Katkı Payı ve Özel İşlem Vergisi uygulamaları kaldırılmalıdır. Bunun yanı sıra, İMKB ile Takasbank tarafından tahsil edilen ücretler de gözden geçirilmeli, bu ücretler periyodik aralıklarla bu kuruluşlar tarafından verilen hizmetlerin maliyeti ile orantılı olarak değiştirilmelidir.

Ülkemizde, aracı kurumların müşterilerinden alacakları komisyon oranlarının belirlenmesinde, dünya genelinde izlenen uygulamalara benzer bir politika izlenerek aracılık komisyon oranlarının serbestçe belirlenebilmesi yönünde bir uygulamaya geçilmesinin de yerinde olacağı düşünülmektedir. Zira, değişen piyasa koşullarında aracı kurumların serbest rekabet ortamında faaliyet göstermeleri, işlem maliyetlerinin azalmasını sağlarken hizmet kalitesinin de artmasını sağlayacaktır. Öte yandan, sektörün serbest komisyon tarifesi uygulamasına geçilmesi sırasında ortaya çıkabilecek sorunlara uyum sağlayabilmesi ve gerekli çalışmaları yapabilmesine imkan tanımak amacıyla, serbest komisyon tarifesi uygulamasına geçilmeden önce kısa vadeli bir geçiş dönemi formülü üzerinde durulması da yararlı olacaktır.

Burada dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da, ülkemizde işlem maliyetleri unsurlarının zaman içinde dağınık düzenlemeler ile yürütülmesi ve uygulamanın bazı açılardan yeterince açık olmamasıdır. İşlem maliyetleri konusunda yapılması planlanan değişiklikler, maliyet unsurlarının yeterince açık ve anlaşılır olarak düzenlendiği durumlarda daha hızlı olarak yapılabileceğinden, işlem maliyetleri konusundaki hukuki düzenlemeler ve uygulamalar ile mevzuatın bu açıdan yenilenmesinde de büyük yarar görülmektedir.

Örneğin, son zamanlarda sıkça tartışılan tescil konusunda bazı hukuki belirsizlikler bulunmakta, uygulama son derece karışık bir hukuki alt yapı çerçevesinde yürütülmektedir. Bu nedenle, piyasamızda önemli bir maliyet unsuru olan tescil uygulaması yeniden düzenlenmelidir.

¹⁹ Ortalama ücret kavramı içinde değerlendirilebilecek bir çok maliyet unsuru, aracılık komisyonu aracılığıyla yatırımcılara yansıtılmaktadır. Ülkemizde ortalama ücretlerin düşük çıkmasının önemli bir nedeni de takas ücreti, borsa payı, tescil ücreti gibi maliyetlerin önce aracı kuruluş tarafından ödenmesi, ardında da yatırımcılara yansıtılmasıdır.

Tescil ücretleri esas olarak İMKB'nin gelişmesini teşvik etmek amacıyla ortaya çıkmış bir uygulama olup işlemlerin borsada gerçekleştirilmesi amacını taşımaktadır. İşlemlerin borsa dışında değil de borsada gerçekleşmesini hedefleyen bu uygulamanın, “makro ekonomik bir politika” olarak değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Bu politikayı uygulamanın maliyeti İMKB tarafından alınan tescil ücretleri olup, bu açıdan tescil ücretleri vergi benzeri bir gelir olarak değerlendirilebilecektir.

4481 sayılı Kanun uyarınca, İMKB tarafından alınan menkul kıymet kotasyon ve tescil ücretleri ile borsa paylarının, söz konusu Kanunun yayımını izleyen tarihten 31.12.2000 tarihine kadar birikecek tutarları üzerinden, Maliye Bakanlığının teklifi ve Başbakanın onayı ile belirlenecek oranlara göre hesaplanacak kısmının bütçeye gelir kaydedilmesi öngörülmüştür. 30.11.2000 tarih ve 24246 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4605 sayılı Kanun ile de bu tutarların tahsiline 31.12.2002 tarihine kadar devam edileceği hükme bağlanmıştır. Söz konusu Kanun hükümleri uyarınca 2000 yılından günümüze kadar, İMKB tarafından Maliye Bakanlığına 2000 yılında 230 trilyon TL, 2001 yılında 165 trilyon TL ve 2002 yılında da 80 trilyon TL olmak üzere 475 trilyon TL yatırılmıştır. Söz konusu tutar, büyük oranda İMKB'nin tescil gelirleri ve bunların birikmiş fonları üzerinden karşılanmıştır. Zira İMKB'nin yasal gelirleri içinde en önemli payı tescil gelirleri oluşturmaktadır.

İşte bu nedenlerle tescil ücretleri vergi benzeri bir gelir olup, 2000 yılından itibaren de bütçe finansmanında kullanılmaktadır. Bu açıdan tescil ücreti uygulaması, “İMKB'nin gelişmesini teşvik etmek amacının” yanı sıra “gelir yaratma” amacına yaklaşmıştır.

Buna karşın, önceki bölümlerde uluslararası deneyimler de örnek verilerek açıklandığı üzere, vergi benzeri uygulamalar aracılığıyla elde edilen toplam gelir ile kısa vadede elde edilecek faydanın, piyasada derinlik, likidite ve rekabet gücünün azalması gibi piyasanın etkinliğini bozan diğer olumsuz sonuçlarla birlikte uzun vadede sermaye piyasalarına ve ülke ekonomisine zarar vereceği kabul edilmektedir.

Bu çerçevede, İMKB'nin gelişmesini teşvik etmek amacı ile oluşturulan ve günümüzde bütçe finansmanında da kullanılan tescil ücretlerinin sermaye piyasalarımızda kayda değer gelişmeler sağlanıncaya kadar “işlemlerin borsada gerçekleştirilmesinin teşviki” politikası aracı olarak sürdürülmesi, ancak uzun vadede olumsuz sonuçlarından kaçınmak için oranlarının günümüzden itibaren aşamalı olarak önemli tutarlarda azaltılması ve nihai olarak borsa dışı işlemlere uygulanan “tescil ücretleri”nin, borsada gerçekleştirilen işlemlere uygulanan “borsa payı oranları”na yaklaştırılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

V. BÖLÜM

SONUÇ

Sermaye piyasalarında; çok farklı sayıda finansal araçla çok farklı sayıda işlem yapılabilmesi, yatırımcı, ihraççı ve aracı kuruluş gibi farklı grupların farklı maliyetlerle karşılaşması, piyasanın dinamik olması ve hızlı değişime uğraması gibi özellikler, işlem maliyetlerini somut ve net bir şekilde belirlemeyi güçleştirmektedir.

Ancak tüm bu güçlüklerle karşın; sermaye piyasalarının etkinliği, menkul kıymetlerin fiyatları ve getirisi, uluslararası portföy yatırımları, alternatif piyasalar yerine menkul kıymet piyasalarına yatırım yapılması ve piyasanın uluslararası rekabet gücü gibi temel unsurlar üzerinde olumlu veya olumsuz şekilde doğrudan etkisinin olması nedeniyle işlem maliyetleri, gittikçe artan düzeyde ilgi görmekte, bu ilgiye paralel olarak da konu hakkında gerek yerel gerekse uluslararası piyasalara yönelik çalışmalar artmakta, işlem maliyetlerinin tespitinde ve ölçülmesinde yeni araçlar geliştirilmektedir.

Gelişen teknolojik imkanların sermaye piyasalarında yoğun olarak kullanılması ve piyasalarda uluslararası ölçekte artan rekabet, işlem maliyetlerinde düşüş eğilimi yaratmaktadır. Böyle bir ortam içinde menkul kıymet borsaları ve sermaye piyasasında aracılık rolü üstlenen kurumların sürekli olarak maliyetlerini gözden geçirmeleri, piyasada düzenleyici konumda bulunan kamu otoritelerinin ise düzenleme alanlarına giren vergi, komisyon, ücret ve benzeri maliyet unsurlarını yakından izlemeleri ve gerektiğinde düzenleyici yöntemlere başvurması gerekmektedir.

Bu çerçevede; düzenleyici otoriteler ile menkul kıymet borsaları, işlem maliyetleri konusunda uzun vadeli politikalar belirlemeli, yerel piyasa ile uluslararası piyasada bulunan maliyetlerin düzeyi ve maliyet unsurlarındaki değişimleri hızlı şekilde takip etmelidir. Bir ülkede, işlem maliyetleri konusunda bir politika belirlenerek bunun başarı ile uygulanmasının ön koşullarından biri de, o ülkedeki maliyet unsurlarını oluşturan uygulamaların, açık ve anlaşılır hukuki düzenlemeler ile yürütülmesidir.

Ülkemiz sermaye piyasasında bulunan, ücret, vergi, komisyon gibi temel maliyet unsurları incelendiğinde, bu unsurların çok sayıda düzenleme ile yürütüldüğü, bu düzenlemelerin zaman içinde dağınık bir hal aldığı, piyasada önemli sayılacak oranda maliyet yaratan bazı düzenlemelere yönelik hukuki belirsizlik ve tartışmaların bulunduğu görülmektedir. Bu açıdan, maliyetler konusunda uzun vadeli bir politika belirlenerek uygulamadaki belirsizlikler ve dağınıklığın giderilmesi büyük önem taşımaktadır.

Etkin bir maliyet politikası izlemenin diğer bir şartı, ülkenin kendi maliyet düzeyi ile diğer ülkelerdeki maliyetleri karşılaştırması ve maliyetlerdeki uluslararası eğilimi yakından izlemesidir.

Dünya piyasaları ile karşılaştırıldığında ülkemizin, bazı Avrupa Birliği ülkelerinden daha düşük bir maliyet ile orta sıralarda yer aldığı ve gelişmekte olan piyasalar arasında da en düşük maliyetlere sahip ülkelere biri olduğu söylenebilecektir. Toplam maliyetlerdeki bu seviyesine karşın, ülkemizde aracı kuruluşların diğer ülkelere göre daha yüksek komisyonlar ile işlem gerçekleştirdiği görülmektedir.

Aracılık komisyonları, aracılardan karşı karşıya kaldığı tüm maliyetlerin bir fonksiyonu olduğundan, bu maliyetleri oluşturan her türlü unsur gözden geçirilmelidir. Bu nedenle;

- Aracılar üzerinde önemli tutarda maliyete neden olmakla birlikte, ülkemizin toplam vergi gelirleri içinde ihmal edilebilecek bir paya sahip “Eğitime Katkı Payı” ve “Özel İşlem Vergisi”nin kaldırılması,

- Aracı kuruluşların komisyon, ücret ve hizmet karşılığı gibi adlarla aldıkları paralara uygulanan Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi oranının asgari düzeye indirilmesi,

- İMKB ve Takasbank tarafından alınan ücret ve komisyon tarifelerinde aşamalı olarak yeni düzenlemelere gidilmesi,

- Bu kurumların uyguladığı ücret ve komisyonların, verdiği hizmetler ile orantılı olarak belirlenmesinin sağlanması,

- Verilen hizmet ile doğrudan ilgisi olmayan, “tescil ücretleri” gibi uygulamalarda ise uygulamanın amacına mütenasip oranlar uygulanmasının, gerektiği sonuçlarına ulaşılmaktadır.

Bu çerçevede, işlem maliyetleri konusunda Sermaye Piyasası Kurulunun, gerek yetki alanına giren konularda gerekse ilgili kurumlarla yapacağı çalışmalar ve belirleyeceği politikaların, ülkemiz sermaye piyasasının etkinliğini ve uluslararası rekabet gücünü arttıracakları düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

BARTAM S. ve DUFEY G.

2001, "International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework" Financial Markets, Institutions and Instruments, New York University Salomon Center, vol. 10, no: 3, August 2001, s. 86-155

BESSEMBINDER H.

2000, "Issues in Assessing Trade Execution Costs" Goizueta Business School Working Paper, July 2000

COLLINS B. ve FABOZZI F.

1991, "Methodology for Measuring Transaction Costs" Financial Analysts Journal, March-April 1991, s.27-36.

DOMOWITZ I. ve başk.

1999, "International Equity Trading Costs: A Cross-Sectional and Time Series Analysis" July 15, 1999, <http://www.itam.mx/lames/papers/invitses/madhavan.pdf>

DOMOWITZ I. ve başk.

2000, "Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", William Davidson Institute Working Papers 2000, No 322.

DOMOWITZ I. ve başk

2001, "Global Equity Trading Costs" www.itginc.com/research/workingpapers/domowitz/globaleqcost.pdf

DUPONT D.

1999, "The Effects Of Transaction Costs On Depth And Spread", Board of Governors of the Federal Reserve, www.bis.org/publ/cgfs11dupont.pdf

EUGENE F.

1991, "Efficient Capital Markets: II" Journal of Finance, vol. 46 no:5, December 1991, s. 1575-1617

HABERMEIER K. ve KIRILENKO A.

2001, "Securities Transaction Taxes and Financial Markets" International Monetary Fund Working Paper, WP/01/51, May 2001, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0151.pdf

HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED (HKEx)

2001, "Consultation with Participants of The Stock Exchange on Removal of the Minimum Brokerage Commission Rule", <http://www.hkex.com.hk/library/cashpaper/BroCom.doc>

INTERNAL REVENUE SERVICES OF US

2002, "Summary of Internal Revenue Collections, by Type of Tax, Fiscal Years 2000 and 2001" Internal Revenue Services Of Us, Department Of Treasury <http://www.irs.gov/pub/irs-soi/01db01co.xls>

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD

2002, “International Accounting Standards 2002” IASB Publications Department, 2002 London.

LEINWEBER D.

1994, “Using Information From Trading in Trading and Portfolio Management” First Quadrant Corporation, Investment Management Reflections, 1994, No:1

LESMOND D. ve başk.

1999, “A New Estimate of Transaction Cost” The Review of Financial Studies, Winter 1999, Vol.12, No : 5, s. 1113-1141

NEW D.

2001, “Equity Trading Costs : An Introduction” Wurts & Associates Research Notes.

ÖKTE K.

2000, “Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri” Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:19, Nisan 2000, Sayı: 1-2

POLLIN R. ve başk.

2001, “Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets” University of Massachusetts Political Economy Research Institute, Working Paper Series, July 2001, No:20 <http://www.umass.edu/peri/pdfs/WP20.pdf>

SEGUIN P. ve JONES C.

1997, “Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation” The American Economic Review, September 1997, Volume 87 Number 5, s. 728 – 737

STOLL H.

1995, “The Importance of Equity Trading Costs: Evidence from Securities Firms Revenues” Global Equity Market : Technological, Competitive, and Regulatory Challenges” New York University Salomon Center, s. 50-59

SWAN P. ve WESTERHOLM J.

2001, “The Impact Of Transaction Costs On Turnover and Asset Prices: The Cases Of Sweden's And Finland's Security Transaction Tax Reductions” Tor Vergata University Departmental Working Papers, April 2001, <ftp://160.80.46.20/RePEc/papers/144.zip>

TREYNOR J.

1994, “The Invisible Costs of Trading” The Journal of Portfolio Management, Fall 1994, Volume 21 Number 1, s. 71 – 78

UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE

2002, “SEC Operations: Implications of Alternative Funding Structures”, Report to Congressional Requesters, July 2002, <http://www.gao.gov/new.items/d02864.pdf>

UK INLAND REVENUE

2002, “Annual Receipts of Inland Revenue Taxes”, Net Receipts Of Inland Revenue Taxes, http://www.inlandrevenue.gov.uk/stats/tax_receipts/g_t02_1.htm

WAGNER, H. ve EDWARDS, M.

1993, “Best Execution” Financial Analysts Journal, January-February 1993, s. 65-71

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES

2001, “Cost and Revenue Survey 2000”, December 2001,

YILMAZ C.

2002, “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi” Active, Bankacılık ve Finans Dergisi, Mayıs-Haziran 2002, Yıl 4 Sayı 4, s. 60-71

ZHANG, L.

2001 “The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an Emerging Market” Department of Economics East Carolina University MS Research Paper, July 2001, <http://www.ecu.edu/econ/ecer/zhangli.pdf>

İnternet Siteleri

<http://mevzuat.basbakanlik.gov.tr>

<http://www.elkinsmcscherry.com>

<http://www.gelirler.gov.tr>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.londonstockexchange.com>

<http://www.nyse.com>

<http://www.nasd.com>

<http://www.sec.gov>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.worldtaxandlaw.com>

<http://www.taxbase.org>

<http://www.turmob.org.tr>

<http://www.world-exchanges.org>

NET PORTFÖY GETİRİSİ VE İŞLEM MALİYETLERİ (1990-1996)

Bölge	İşlem Maliyetleri Hariç Getiri (%)	İşlem Maliyetleri Dahil Getiri (%)	İşlem Maliyetlerinin Getiriye Etkisi (%)
Kuzey Amerika	9,35	8,65	-7,5
Asya	5,25	3,53	-32,8
Fransa, Almanya ve İngiltere	12,33	11,55	-6,3
Batı Avrupa	13,70	12,76	-6,9
Latin Amerika	22,37	20,89	-6,6

Kaynak : (Domowitz. 2000:31)

İMKB BORSA PAYI ORANLARI

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Borsa Payı Oranları	
Müşteriler Adına Gerçekleştirilen İşlemler	Yüzbinde 1
Aracı Kurumun Kendi Portföyüne Gerçekleştirdiği İşlemler ²⁰	Onbinde 1
İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Borsa Payı Oranları	
Repo Ters Repo Pazarı	
İşlem	Oran (Yüzbinde)
Bir gecelik işlemler	0,75
Diğer vadelerdeki işlemler	3
14:00-17:00 arası aynı gün valörlü bir gecelik işlemler ²¹	1,5
14:00-17:00 arası aynı gün valörlü diğer vadelerdeki işlemler	6,0
Kesin Alım Satım Pazarı	
İşlem	Oran (Yüzbinde)
Alım - Satım işlemleri	1,5
Piyasa Yapıcılar tarafından gerçekleştirilen işlemler ²²	1
14:00-17:00 arası aynı gün valörlü alım satım işlemleri	3
İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Borsa Payı Oranları	
İşlem	Oran
Bütün İşlemler	Yüzbinde 5

²⁰ Hisse Senetleri Piyasasında emirler sisteme; müşteri emri, portföy emri (aracı kurumların kendi nam ve hesaplarına verdikleri emirler) ve fon emri (yatırım fonu adına girilmiş emir) olarak girilebilmektedir. Üyeler kendi portföylerine ait emirleri girerken “Portföy emri tuşu” kullanarak emrin kendi portföylerine ait olduğunu belirtmek zorundadırlar. Bu tuş kullanılmadan girilen ve daha sonradan gün içinde veya sonraki günlerde üye tarafından hatalı girildiği bildirilen portföy emirleri ile incelemeler sonucunda portföy emri olduğu anlaşılan emirlerden Binde 1 oranında borsa payı tahsil edilecek, ayrıca İMKB Yönetmeliğinin 63. maddesinde belirtilen kamu alacaklarına uygulanan faiz oranı gecikme cezası olarak tahsil edilecektir.

²¹ İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında, 14:00-17:00 saatleri arasında sadece yatırım fonlarına ait aynı gün valörlü işlemler gerçekleştirebilmekte olup diğer piyasa katılımcıları aynı gün valörlü işlemlerini saat 14:00’e kadar yapabilmektedir.

²² T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından piyasa yapıcı olarak belirlenecek kuruluşların, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarında gerçekleştirecekleri işlemlere, SPK’nın 02.08.2002 tarih ve 37/1100 sayılı kararı çerçevesinde daha düşük borsa payı oranı uygulanmaktadır.

MEVCUT TESCİL ÜCRETLERİ

REPO TERS REPO İŞLEMLERİ		
<i>İşlem Türü</i>	<i>İşlemin Niteliği</i>	<i>Oran (Yüzbinde)</i>
Bir gecelik işlemler	Aracı kuruluş ile müşteri arasında gerçekleştirilen işlemler	1,5
	Aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilen işlemler.	2,925
Diğer vadelerdeki işlemler	Aracı kuruluş ile müşteri arasında gerçekleştirilen işlemler	6
	Aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilen işlemler.	9
KESİN ALIM SATIM İŞLEMLERİ		
<i>İşlem Türü</i>	<i>İşlemin Niteliği</i>	<i>Oran (Yüzbinde)</i>
Alım - Satım işlemleri	Aracı kuruluş ile müşteri arasında gerçekleştirilen işlemler	3
	Aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilen işlemler.	4,5

Öte yandan, aracı kuruluş veya borsalara ait olup da Takasbank nezdinde tutulan fon ve teminatların alım satım ve repo-ters repo işlemlerinde değerlendirilmesi, Hazine Müsteşarlığı ve TCMB tarafından yapılan işlemler, borsa dışında yapılan hisse senedi işlemleri ile henüz düzenlenmeyen diğer bütün işlemlerde tescil ücreti 0 (sıfır) olarak belirlenmiştir.

İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASI İLE TAHVİL VE BONO PİYASASI TEMİNAT SİSTEMİ HAKKINDA BİLGİ

Kurulumuz kararları uyarınca Hisse Senetleri Piyasası teminat sistemi aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$$\text{Toplam Teminat} = \text{Maktu Teminat} + \frac{\text{Oransal Teminat}}{\text{Ortalama Teminat}} \text{ ya da } + \text{Munzam Teminat}$$

- a) Maktu Teminat: Her üye için gereken asgari teminat tutarı olup, 500 milyon TL'dir.
- b) Oransal Teminat: Üçer aylık dönemlerde hesaplanan günlük ortalama hisse senedi işlem hacminin % 5'idir.
- c) Ortalama Teminat: İşlemleri geçici olarak durdurulduktan sonra yeniden faaliyet izni verilenler ile ilk defa işlem yapacak üyeler için ortalama teminat, ilgili dönemde üyelerin tesis etmek zorunda oldukları oransal teminatın basit ortalaması olup, sonraki hesap dönemlerinde oransal teminatın ortalama teminattan daha fazla olması durumunda oransal teminat, aksi durumda bir yıl boyunca ortalama teminat dikkate alınır.
- d) Munzam Teminat: Üçer aylık dönemlerde birden fazla temerrüde düşülmesi durumunda, toplam temerrüt matrahının %10'unun oransal teminatı aşan kısmıdır. Munzam teminat ikinci temerrüitten başlamak üzere her temerrüde düşüldüğünde yeniden hesaplanmaktadır.

Tahvil ve Bono Piyasasında ise üyelere geçmiş dönemlerdeki işlem hacimleri, ödenmiş sermayeleri, özkaynakları ve düştükleri temerrüt sayısı gibi kriterler göz önünde bulundurularak İMKB tarafından bir işlem limiti üst sınırı belirlenmektedir. TBP Yönetmeliğinin 7'nci maddesi uyarınca işlem limiti üst sınırı ile işlem limiti karşılıklarına ilişkin esaslar İMKB Yönetim Kurulunca belirlenmektedir.

Üyeler tarafından işlem limiti karşılığı adı altında nakit, tahvil ve teminat mektubu grubu olmak üzere teminat yatırılmaktadır. Söz konusu teminatların aynı bazda değerlendirilebilmesi amacıyla her biri için farklı fazla oranları belirlenmiştir. Bu oranlar dikkate alınarak net işlem karşılığı hesaplanmaktadır. İMKB tarafından üyelerin yatırdıkları net işlem limiti karşılığının yirmi katı kadar "işlem yapabilme limiti" belirlenebilmektedir. Bu limitler İMKB tarafından genel olarak ya da üye bazında değiştirilebilmektedir. İşlem yapabilme limiti için üç tranş şeklinde belirlenmiş olup, her bir tranşta alınan teminatlara farklı fazla oranları uygulanarak işlem limitine yaklaşıldıkça alınan teminatın da artması sağlanmaktadır.

BLOKAJ YÜKÜMLÜLÜĞÜNÜN HESAPLANMA YÖNTEMİ

Kurulumuzun 17.06.1999 tarih ve 56/746 sayılı kararına göre, aracı kurumların blokaj yükümlülüklerinin bulunması için;

a) Sahip olunan yetki belgelerine göre 07.01.1997 tarihli Kurul kararı ile belirlenen zorunlu asgari özsermayeden (Alım satım aracılığı yetki belgesi için 90,2 milyar TL; repo-ters repo yetki belgesi için 90,2 milyar TL; halka arza aracılık ve portföy yöneticiliği yetki belgeleri için 18,04 milyar TL; yatırım danışmanlığı yetki belgesi için 9,02 milyar TL) 31.05.1999 tarihindeki düşülecek kalemlerin (Gayrimenkuller, döşeme, demirbaş, makine, tesisat, kuruluş ve teşkilatlanma gideri, finansal kiralama gideri) indirilmesi suretiyle bulunacak bakiyenin 4/5 inin alınmasıyla hesaplanacak olan tutarların 1998 yılı için açıklanan yeniden değerlendirme oranı olan % 77,8 ile artırılması sonucu bulunacak sabit tutarın % 20 si ile ödenmiş sermaye veya çıkarılmış sermaye ve yedek akçeler toplamından son yıllık bilançoda mevcut olan geçmiş yıllar zararlarının düşülmesi sonucu bulunacak tutarın % 5 inin toplamı ile;

b) Seri:V, No:34 “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği” uyarınca sahip olunması gereken asgari özsermayenin % 15 i,

karşılaştırılmakta ve yüksek olan tutar kadar blokaj yükümlülüğü istenmektedir.

YATIRIMCILARI KORUMA FONU ÖDENTİLERİNİN HESAPLANMA YÖNTEMİ

Aracı Kurumlarca Yatırılacak Ödentiler

Aracı kurumlar, “Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği” uyarınca aylık olarak hesaplanan Sermaye Yeterliliği Tabanının; Gerekli Asgari Özsermaye, Risk Karşılığı ve Son Üç Aylık Faaliyet Giderlerinden en büyük olanına bölünmesi suretiyle bulunacak oranın (SYT Oranı) yıllık ortalaması;

a) 1 kattan az olanlar yıllık ortalama günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin milyonda 100’ü ve yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin milyonda 10’u,

b) 1 ila 2 kat (2 kat hariç) arasında olanlar yıllık ortalama günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin milyonda 90’ı ve yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin milyonda 7,5’i,

c) 2 ila 3 kat (3 kat hariç) arasında olanlar yıllık ortalama günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin milyonda 85’i ve yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin milyonda 5’i,

d) 3 kat ve daha fazla olanlar yıllık ortalama günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin milyonda 80’i ve yıllık hisse senedi işlem hacimlerinin milyonda 2,5’i,

oranında Fona yıllık ödenti yatırmak zorundadırlar.

Mevduat Kabul Eden ve Etmeyen Bankalarca Yatırılacak Ödentiler

28.09.2001 tarih ve 45 sayılı toplantısında, tüm bankalara aynı ödenti oranlarının uygulanmasına ve uygulanacak olan oranların; aracı kurumlara gruplar itibariyle uygulanan oranların, her bir grupta yer alan aracı kurum sayısı ile ağırlıklandırılması suretiyle bulunacak ortalaması şeklinde belirlenmesine karar verilmiştir.

Yıllara Göre Yatırımcıları Koruma Fonu Ödentileri

Yıl	Toplam Ödenti (Milyar TL)
1998-1999	550
2000	2.476
2001	1.997

TAKASBANK SAKLAMA KOMİSYONLARI

İşlem	Oran
Müşteri hesaplarındaki hisse senetleri	Nominal değer üzerinden <u>binde 2</u>
Aracı kuruluşların havuz hesaplarındaki hisse senetleri	Nominal değer üzerinden <u>binde 5</u>
Yatırım fon ve ortaklıklarına ait hisse senetleri	Nominal değer üzerinden <u>binde 2</u>
Yatırım fonu katılma belgeleri	Adet başına <u>1.000 TL</u>
Devlet iç borçlanma senetleri	Nominal değeri üzerinden <u>onbinde 1,5</u>
Diğer menkul kıymetler	Nominal değeri üzerinden <u>onbinde 5</u>
Gayrimenkul sertifikaları	<u>binde 2</u>
Aynen saklama	Nominal değer üzerinden <u>binde 2</u> veya sertifika adedi başına <u>1.000 TL</u>

Tabloda belirtilen oranlar yıllık oranlar olup, söz konusu oranların tekabül ettikleri günlük oranlar her gün sonunda saklamada bulunan kıymetlere uygulanmaktadır. Her gün sonu itibariyle tahakkuk ettirilen ücretler, her ay sonunda aracı kuruluşlardan tahsil edilmektedir.

TAKASBANK'A ÖDENEN DİĞER ÜCRET VE KOMİSYONLAR

Faiz Kuponu Tahsilat Ücretleri, Takasbank'ta saklamada bulunan ve itfa olan Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin faiz kuponları üzerinden yapılan tahsilatlar üzerinden onbinde 5 tutarındadır.

Fiziki Menkul Kıymet Teslim Ücreti, fiziken teslim edilen ya da alınan menkul kıymetlerin nominal değeri üzerinden en az 500.000 TL olmak üzere onbinde 5'tir. Menkul kıymetlerin kuponlarının fiziki teslimi sözkonusu olduğunda ise en az 500.000 TL olmak üzere onbinde 2,5 oranında komisyon alınmaktadır. Kuponların fiziken teslimi genellikle hisse senetlerinden kaynaklanan hakların kullanımının Takasbank tarafından değil, bizzat yapılmak istenmesi durumunda ortaya çıkmaktadır.

Hisse Senedi Virman Ücreti, virman başına 100.000 TL olup aynen saklama ile ilgili virman işlemlerinde en az 1.000.000 TL, en çok da 10.000.000 TL olmak üzere nominal değer üzerinden onbinde 7,5 oranındadır.

İhraççı Şirketlerin Genel Kurulları İçin Hisse Senedi Blokaj Mektubu ücreti olarak en az 500.000 TL olmak üzere nominal değer üzerinden onbinde 5 alınmaktadır.

İMKB KOTASYON VE PAZAR KAYIT ÜCRETLERİ

KOTASYON ÜCRETLERİ	
<i>İşlem</i>	<i>Oran</i>
Menkul Kıymetler Kota Alma Ücreti	Nominal tutar üzerinden binde 1
Kamu Menkul Kıymetleri Kota Alma Ücreti	Nominal tutar üzerinden binde 0,5
Yeniden Kota Alma Ücreti	75 milyon TL'den az olmamak kaydıyla kot dışında kalınan gün sayısına göre kota alma ücretinin belirli oranları
Kotta Kalma Ücreti	Kota alma ücretinin dörtte biri (1/4'ü)
PAZAR KAYIT ÜCRETLERİ	
<i>İşlem</i>	<i>Oran</i>
Bölgesel Pazar ve Gözaltı Pazarı Kayıt Ücreti	Kota alma ücreti ile aynı
Yeni Şirketler Pazarı Kayıt Ücreti	Kota alma ücretinin yarısı
Yeniden Kayda Alma Ücreti	Yeniden kota alma ücreti ile aynı
Kayıtta Kalma Ücretleri	Bölgesel Pazar ve Gözaltı Pazarı için kotta kalma ücreti ile aynı, Yeni Şirketler Pazarı için kotta kalma ücretinin yarısı.

4306 sayılı Kanunun geçici 1. maddesinin (A) fıkrasının (6) numaralı bendi uyarınca; İMKB'ye ödenecek kota alma, kotta kalma, kayda alma, kayıtta kalma ücretlerinin dörtte biri (1/4'ü) tutarında eğitime katkı payı alınmaktadır.

4481 sayılı Kanunun 9. Maddesinde, 4306 sayılı Kanunun geçici 1 inci maddesinin (A) fıkrasında belirtilen işlemler için ödenen eğitime katkı payı tutarı kadar ayrıca özel işlem vergisi ödeneceği hükmü yer almaktadır.

KAMU MENKUL KIYMETLERİ ALIM SATIMINDA TESCİL BENZERİ UYGULAMALARA İLİŞKİN ABD, İNGİLTERE VE FRANSA ÖRNEKLERİ

ABD Örneği

Kamu menkul kıymetleri New York Stock Exchange’e kote edilmekle birlikte işlemlerin borsada gerçekleştirilmesi konusunda bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bu çerçevede borsada gerçekleşen işlemler ihmal edilebilecek düzeyde olup, işlemlerin büyük bölümü tarafların kendi aralarında OTC piyasada gerçekleştirilmektedir.

Kamu menkul kıymetlerinin kotasyonunda New York Stock Exchange tarafından herhangi bir ücret alınmamaktadır.

Kamu menkul kıymetlerinin alım satımı üzerinden Securities and Exchange Commission, National Association of Securities Dealers, Federal Reserve ya da diğer herhangi bir kamu otoritesine ödenen bir ücret bulunmamaktadır.

Kamu menkul kıymetlerinin alım satımı üzerinde damga vergisi veya işlem vergisi adı altında herhangi bir ücret bulunmamaktadır.

Borsa dışında gerçekleştirilen işlemlerin aracı kuruluşlar tarafından borsaya tescil benzeri bir mekanizma ile bildirilmesi söz konusu değildir. Kamu menkul kıymetleri üzerinde gerçekleştirilen işlemlerin raporlanmasına ilişkin kuralları belirleme yetkisi ABD Hazinesine (The Department of the Treasury) ait olup, aracı kuruluşların kamu menkul kıymetleri üzerinde gerçekleştirdikleri işlemleri düzenli olarak raporlamalarına ilişkin herhangi bir zorunluluk bulunmamaktadır.

İngiltere Örneği

1 yıldan uzun vadeli kamu menkul kıymetleri (Government Bonds - gilts) London Stock Exchange’e kote edilmekle birlikte, 1 yıldan kısa vadeli kamu menkul kıymetler (Treasury Bills) için borsa kotasyonu söz konusu değildir.

1 yıldan uzun vadeli kamu menkul kıymetlerinin borsaya kotasyonu için 2 farklı maktu ücret ortaya çıkmaktadır. Bunlar; UK Listing Authority’ye ihraç başına ödenen 200 Sterlin ve London Stock Exchange’e kotasyon için ödenen ve ihraç tutarının büyüklüğüne göre değişen ücretten oluşmaktadır. (Örneğin, nominal değeri 2,5 milyar Sterlin olan bir ihraç için 30.000 Sterlin –ihraç tutarının milyonda 12’si kadar- kotasyon ücreti ödenmektedir)

İşlemler genellikle “Gilt-edged Market Makers“ adı verilen ve aynı zamanda London Stock Exchange üyesi olmak zorunda olan piyasa yapımcıların açıkladıkları kotasyonlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Piyasa yapımcı olabilmek için belirlenen koşullar arasında gerçekleştirdikleri

işlem hacminin ve tutukları pozisyonların düzenli olarak İngiltere Hazinesine (HM Treasury) bağlı olarak çalışan Borç İdaresine (Debt Management Office) raporlanması zorunluluğu da yer almaktadır.

Kamu menkul kıymetlerinin alım satımı üzerinden damga vergisi benzeri bir vergi alınması söz konusu değildir.

Fransa Örneği

Fransız kamu menkul kıymetlerinin ikinci elde alınıp satılması için belirlenmiş bir komisyon tarifesi bulunmamaktadır. Öte yandan, ihraca aracılık eden banka tarafından halka yapılan satışlarda %2 komisyon alınmaktadır.

Kamu menkul kıymetlerinin borsaya kote olması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Ancak, vadesi 10 yıl ve daha fazla olan kamu menkul kıymetleri borsaya kote edilmekte, böylece söz konusu menkul kıymetlerin fiyatı kurumsal yatırımcılar tarafından referans olarak kullanılabilir.

Fransız kamu menkul kıymetlerinin alım satım işlemlerinin borsalarda gerçekleştirilmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır.

Kamu menkul kıymetleri için merkezi elektronik bir alım satım sistemi bulunmamaktadır. Aracı kuruluşların kotasyon verdikleri MTS ve Brokertech gibi birbirlerinden bağımsız olarak çalışan elektronik alım satım sistemleri bulunmaktadır.

İşlemlerin raporlanması takas işlemlerinin sonuçlandırılması amacıyla Euroclear veya Clearstream gibi kuruluşlara yapılmaktadır. Resmi otoriteler, ikinci elde gerçekleştirilen kamu menkul kıymetleri alım satımlarına ilişkin işlem hacmi bilgilerini takas kuruluşlarından ve piyasa yapıcı (primary dealer) olarak çalışan aracı kuruluşların yaptıkları bildirimlerden elde etmektedir.

Kamu menkul kıymetlerinin alım satımı üzerinden damga vergisi benzeri bir vergi alınması söz konusu değildir.

İlk ihraçlarda Fransız Hazinesi tarafından verdiği hizmetler karşılığında Banque de France'a bir komisyon ödenmektedir. Ancak, bunun dışında kamu menkul kıymetlerinin alım satımı üzerinden resmi otoritelerce herhangi bir ücret alınması söz konusu değildir.