



Röportaj | N. Hülya Kemahlı



YBK Law Ortağı N. Hülya Kemahlı ile Türkiye’de sermaye piyasalarının dününü ve bugününü konuştuk.

Sermaye Piyasalarının geçmişinden biraz bahseder misiniz?

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) kurulduğu dönemden itibaren günümüz düzenlemelerine bakıldığında, Türkiye sermaye piyasalarının gelişiminin daha kurumsal, teknik ve reform odaklı olduğunu söyleyebilirim. Sermaye piyasalarının ülkemiz açısından 10’ar yıllık dönemlerle gelişimine baktığımızda; 1980’li yıllarda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girişi ile SPK’nın ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (“İMKB”) kuruluşu sermaye piyasası anlamında kurumsal temelin atılmasını sağlamıştır. Bu dönemde aracı kurumlar, portföy

yöneticiliği ve yatırım ortaklıkları gibi yeni aktörler piyasaya girmeye başlamıştır. 1990’lı yıllarda, Takasbank’ın kuruluşu ve Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun (“MKK”) altyapısının geliştirilmeye başlaması ile sermaye piyasası anlamında bir genişleme ve derinleşme sağlanmış olup; özellikle emeklilik fonları ve yatırım fonları ön plana çıkmış ve kurumsal yatırımcının gelişimi desteklenmiştir. 2000’li yılların başında yaşanan ekonomik kriz sermaye piyasası anlamından köklü reformları da beraberinde getirmiştir. Bu kapsamda SPK’nın denetim ve yaptırım kapasitesi artırılmış, Kurumsal



Yönetim İlkeleri yayımlanarak şeffaf ve hesap verilebilir bir piyasanın oluşturulması sağlanmaya çalışılmıştır.

Sermaye piyasası alanında esas anlamıyla yapısal dönüşüm, 2012 yılında yayımlanan ve Türkiye’de sermaye piyasasını, uluslararası standartlara uyumlu, esnek ve dinamik yapıya kavuşturma amacı güden 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (“SPKn”) yürürlüğe girmesi ile başladı. Daha sonra İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası birleştirilerek Borsa İstanbul (“BİST”) kuruldu ve tüm sermaye piyasası ürünlerinin tek bir çatı altında işlem görmeye başlaması ile sermaye piyasalarına erişim daha da kolaylaştırıldı. Bunun yanından hiç kuşkusuz MKK, Takasbank, BİST ve SPK arasındaki iş birliği de piyasa altyapısını modernleştirdi.

Bu gelişmelerle sermaye piyasalarında kazanılan ivme 2020 yılında yaşanan pandemi ile birlikte daha da artmış olup, bu dönemde bireysel yatırımcı sayısının hızlı artışı, dijital platformlar sayesinde sermaye piyasasına erişimin kolaylaşması ve görece finansal okuryazarlığın artması ile sermaye piyasa araçlarına yatırım daha da artmıştır. Dünya’da özellikle çevresel ve iklimsel bazda yaşanan sorunlara da bağlı olarak sürdürülebilirlik ve çevresel, sosyal ve yönetim (“ESG”) ilkeleri sermaye piyasalarının da ayrılmaz bir parçası haline gelmiş olup, bu alanda sürdürülebilir finans yaklaşımı ve yeşil tahviller gibi



Sermaye piyasası alanında esas anlamıyla yapısal dönüşüm, 2012 yılında yayımlanan ve Türkiye’de sermaye piyasasını, uluslararası standartlara uyumlu, esnek ve dinamik yapıya kavuşturma amacı güden 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (“SPKn”) yürürlüğe girmesi ile başladı.

yenilikçi sermaye piyasası araçlarının yaratılması ile sermaye piyasası araçlarının da çeşitliliği artmıştır.

Son 5 senede, sp’de neler değişti?

Son 5 yıla bakıldığında Türkiye’de sermaye piyasaları açısından önemli yapısal dönüşümlerin, yatırımcı profilinde ciddi değişimlerin yaşandığı ve ürün çeşitliliğinin arttığı bir dönemin yaşandığı söylenebilir. Bir önceki soruda da belirttiğim üzere, pandemi döneminde insanların evden çıkamaması, düşük faiz ortamı, dijitalleşmenin artması ve kolay erişim sağlanması ile özellikle genç yaştaki bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarına yöneldiğini gözlemledim. Örneğin 2019 yılında BİST’te yatırımcı sayısı yaklaşık 1,2 milyon iken bu sayı, Mart 2024’te 8 milyonu aşmıştır. Bu artış özellikle halka arz yoğunluğu ve büyüklüğünün artması, sosyal medya ve göreceli olarak finansal okuryazarlığın artması ile doğru orantılı bir şekilde ger-

çekleşmiştir. Bununla birlikte yatırımcı sayısı Aralık 2024 tarihi itibarıyla 6,8 milyona, yüzde 2 azalış göstererek Mart 2025 tarihi itibarıyla ise 6,61 milyona gerilemiştir. Bu sayı, yatırımcı sayısında bir önceki yılın aynı dönemine göre de %20 oranında gerilemeye işaret etmektedir. Yıllık bazda bakıldığında, yerli yatırımcı sayısının %20 azalma gösterdiği gözlemlenirken, yabancı yatırımcı sayısının %5 azalış kaydettiği görülmektedir. Bunun sebepleri arasında faizlerin artırılması, halka arzlarda son dönemde yaşanan zayıf performans, artan ekonomik belirsizlikler ve dalgalı piyasa koşulları ön plana çıkmaktadır.

Yatırımcı sayısı yanında, son 5 yılda özellikle halka arzlarda da inanılmaz bir artış yaşanmıştır. Özellikle 2021 ve 2023 yıllarında halka arz olan şirketler rekor sayılara ulaşmış olup, sırasıyla 2021 yılında 52 ve 2023 yılında 54 şirket halka arz olmuştur. Şirketlerin sermaye ihtiyaçlarını karşılaması ve kurumsallaşması yanında yatırımcı talebinin yük-



seklği, alternatif yatırım araçlarına göre halka arzın getirisinin daha cazip ve öngörülebilir olması şirketleri halka arz yoluyla kaynak sağlamaya teşvik etmiştir. Bununla birlikte bu sayı 2024 yılında 34'e düşmüş olup, 2025 yılı ilk çeyreği itibarıyla 12 şirket halka arz olmuştur. Halka arz sayısındaki düşüşün sebebi yatırımcı sayısının düşmesi sebeplerine paralel şekilde, izlenen yüksek faiz oranları, sıkı para politikası, son dönemde halka arzların beklentilerin altında performans göstermesi, SPK'nın onay süreçlerini yavaşlatması ve küresel-jeopolitik belirsizlikler şeklinde özetlenebilir.

Bu dönemde yaşanan bir başka gelişme, sermaye piyasası araçlarında ve ihraççılarda yaşanan değişimdir. Bu kapsamında girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları yaygınlaşmıştır. Sürdürülebilirliğin önem kazanması ve hayatın her alanında dikkate değer bir olgu haline gelmesi yeşil ve sürdürülebilir borçlanma araçlarının SPK tarafından özel olarak

düzenlemeye konu olması ile birlikte yatırımcılar için ön plana çıkmış, bu sebeple ihraççılar bakımından da tercih edilen bir enstrüman haline gelmiştir.

Sürdürülebilirlikle bağlantılı şekilde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uygunlukları ve gerek SPK gerekse Kamu Gözetimi Kurumu'nca sürdürülebilirlik raporlamasının zorunlu kınması şirketlerin sürdürülebilirlik konusundaki çalışmalarını geliştirme yolunda önemli adımlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Son 5 yılda yaşanan en önemli gelişmelerden biri de hiç kuşkusuz, kripto varlık hizmet sağlayıcılarına ilişkindir. Özellikle pandemi sonrası dönemde hızla artan kripto varlığa yatırım SPK'yı da harekete geçirmiş olup; böylece herhangi bir kurum denetimine tabi olmayan ve yatırımcıyı koruma noktasında yetersiz kalan kripto varlık alanında bir düzenleme yapılmasını gerekli kılmıştır. Bu kapsamda, SPK'nın düzenleme ve denetleme yetkisinin kripto varlık hizmet sağlayıcıları baki-

mından da tanınması ve bunların kuruluşlarının, faaliyete geçmelerinin, faaliyetlerinin, organizasyon yapılarının ve iç denetim sistemlerinin SPK'nın yetkisi dahiline alınması, yatırımcı koruma mekanizmalarının düzene kavuşturulması ile bu kapsamdaki esasların düzenlenmesi bakımından çok önemli gelişmelerdir.

Hukuki açıdan bu değişiklikleri nasıl değerlendiriyorsunuz?

Son beş yıllık dönemi hukuki açıdan değerlendirdiğimde, Türkiye sermaye piyasalarında önemli bir kurumsallaşma, yatırımcı koruma ve ürün çeşitliliği sürecinin yaşandığını söyleyebilirim. Bu gelişmelerin hukuki boyutu da özellikle mevzuatın güncellenmesi, denetim mekanizmalarının güçlendirilmesi ve yeni finansal araçların hukuki zemin kazanması çerçevesinde şekillenmiştir.

Öncelikle, SPKn hâlâ yürürlükte olmakla birlikte, ikincil düzenlemelerde önemli güncellemeler

yapılmış; halka arz süreçlerinden yatırım fonlarına, sürdürülebilirlik raporlamasından kurumsal yönetim ilkelerine kadar birçok alanda SPK tebliğleri ve rehberleri ile hukuki çerçeve güçlendirilmiştir.

Özellikle yatırımcı sayısındaki hızlı artış ve bireysel yatırımcıların piyasadaki etkinliği, yatırımcı koruma ilkesinin hukuki önemini artırmıştır. Bu kapsamda; bilgiye erişim, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, halka arzlarda fiyat istikrarı ve satış kısıtlamaları gibi konular ön plana çıkmıştır.

Ayrıca son dönemde giderek yaygınlaşan girişim sermayesi yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları gibi alternatif yatırım fonlarının da hem vergi düzenlemeleri hem de SPK nezdindeki çerçevesi netleşmiş, bu fonlar hukuk sistemimizde daha belirgin ve fonksiyonel yapılar haline gelmiştir.

Bir diğer önemli hukuki gelişme, sürdürülebilirlik ve ESG ilkelerinin sermaye piyasalarına entegrasyonudur. Bu çerçevede zorunlu sürdürülebilirlik raporlaması gibi uygulamalar, şirketler açısından hem hukuki bir yükümlülük hem de uluslararası yatırımcılarla uyum anlamında bir fırsat olarak değerlendirilmelidir.

Son olarak, kripto varlıklara ilişkin yaşanan hızlı gelişmeler ve oluşan yatırımcı ilgisi, hukuki açıdan mevcut mevzuatın kapsama alanını zorlayan bir durum yaratmış olmakla birlikte, SPK tarafından bu konuda

çıkarılan tebliğler, bu alandaki gri alanları netleştirecek ve yatırımcının korunmasını sağlayacak bir yasal çerçeve sunmayı amaçlamaktadır.

Sp'nin geleceğini nasıl görüyorsunuz?

Türkiye sermaye piyasaları, son 5 yılda, önemli bir dönüşüm ve genişleme sürecinden geçmiş; bu sürecin hukuki altyapısı da hem yatırımcı güvenliğini sağlamak hem de finansal inovasyonu teşvik etmek amacıyla dinamik biçimde güncellenmiştir.

Özellikle yatırımcı sayısındaki hızlı artış ve bireysel yatırımcıların piyasadaki etkinliği, yatırımcı koruma ilkesinin hukuki önemini artırmıştır.

Türkiye sermaye piyasalarının son yıllarda yaşadığı bu gelişmeler, aslında daha uzun vadeli ve sürdürülebilir bir dönüşümün habercisi niteliğindedir. Mevcut tabloya baktığımızda, piyasanın geleceği açısından üç temel eksende bir ilerleyiş ön görüyorum: derinleşme, çeşit-

lenme ve kurumsallaşma.

Öncelikle, yatırımcı tabanının genişlemesi, şirketlerin halka açılma motivasyonunun artması ve yeni ürünlerin devreye girmesi, piyasanın nicel olarak büyümeye devam edeceğini gösteriyor. Ancak bu büyümenin sağlıklı olması için hukuki altyapının güçlendirilmesi, denetim kapasitesinin artırılması ve finansal okuryazarlığın geliştirilmesi hayati önem taşıyor.

İkinci olarak, finansal ürün çeşitliliği ve teknolojik entegrasyon açısından Türkiye'nin ciddi bir potansiyeli var. Alternatif yatırım fonları, dijital platformlar, sürdürülebilir finans araçları, sermaye piyasasını sadece geleneksel yatırımcılar için değil, genç kuşaklar ve kurumsal oyuncular için de daha cazip bir alan haline getiriyor.

Üçüncü olarak, kurumsal yönetim, ESG uyumu ve şeffaflık gibi unsurlar artık yalnızca mevzuat gereği değil, yatırım çekme ve sermayeye erişim bakımından bir rekabet avantajı olarak da görülüyor. Bu perspektiften bakıldığında, Türkiye sermaye piyasalarının geleceği yalnızca yerel gelişmelere değil, aynı zamanda küresel yatırım trendlerine ve sürdürülebilirlik vizyonuna ne kadar entegre olabildiğiyle de doğrudan ilişkili olacak.

Bu nedenlerle, önümüzdeki dönemde bütünsel, dijital uyumlu ve uluslararası standartlara paralel bir hukuk sisteminin daha da pekişeceğini öngörmekteyim.



Sermaye piyasaları politikalarına
katkıda bulunmak için kurulduk

www.sepam.org.tr