

Doğru Adımlar Atılırsa Bireysel Yatırımcı Piyasada Kalıcı Olur ve Bu Büyük Bir Kazanımdır

Dr. Berra Dođaner ile Söyleşi



Dr. Berra Dođaner ile sermaye piyasalarımızın geçmişten bugüne gelişimini ve yapay zeka döneminde geleceğini konuştuk.

Sermaye piyasalarımız çok hızlı bir dönüşüm içerisinde, bu minvalde geçmiş ve bu günü karşılaştırabilir misiniz?

Bu çok yerinde soruya 4 yıllık bir çalışmanın sonunda Kasım 2024 de yayınlanan Geçmişten Günümüze Türk Sermaye Piyasası ve Borsa – SPK ve Borsa Başkanlarının Anlatımıyla Borsanın Gayriresmi Tarihi adlı kitabımı anımsatarak başlamak istiyorum.

Dr Kazım Kılınç'la beraber yazdığımız kitabımızda 1850'den günümüze kadar gelen İstanbul Borsası'nın hikayesini, SPK'nın kuruluşundan itibaren bugünlere gelirken geçirdiği evrimi, sermaye piyasası ile ilgili mevzuat düzenlemelerini ve uygulama değişikliklerini ele aldık. Yine bu doğrultuda 10 ar yıllık periyotlarda sermaye piyasamızdaki gelişmeleri irdelerken; arka planda Dünyada ve ülkemizde yaşanan ve hem ekonomileri hem de finansal piyasaları etkileyen olaylara yer verdik. Süreç içinde yaşanan gelişmelerin ve sermaye piyasamızın kat ettiği mesafenin daha net anlaşılabilmesi için istatistikî verilerle kitabı zenginleştirdik.

Öte yandan tarihe bir belge bırakmak amacıyla Türkiye'de sermaye piyasası çalışmalarının yeniden başlatıldığı 1980'li yılların başından itibaren görev almış Sermaye Piyasası Kurulu başkanları, başkan yardımcıları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Borsa İstanbul'un başkanları ve başkan yardımcıları, genel müdürleri, Takasbank, Vadeli İşlemler Borsası,

MKK kurucu başkan ve genel müdürleri ile söyleşiler yaparak canlı tarihi kitabımızın sayfalarına taşıdık. Kitapta piyasamıza büyük emeği geçmiş toplamda 19 yönetici ile yapılan söyleşiler yer aldı. Kurul'umuzun ve piyasaların geçmişten bugüne kadar geçirdiği süreçleri öğrenmek ya da hatırlamak isteyenler için önemli bir kaynak olduğu gibi anılarla, gülümseten anekdotlarla da kolayca okunan bir kitap oldu.

Sermaye piyasamızın gelişimini çok kısaca özetlemek gerekirse ;

1980 - 1990 arası Kurumsal-laşma Arayışı ve Devlet Merkezli Piyasa olarak tanımlanabilir. Bu dönemde düzenlemeler öncelikliydi. SPK'nın ve borsanın kuruluşu ile "piyasa inşa etme" dönemi idi. Amaç: güven, standart, disiplin iken, piyasa derinliği ikinci plandaydı. Piyasa aktörleri sınırlıydı. Banka ağırlıklı bir yapı söz konusu iken az sayıda aracı kurum faaliyetliydi ve dar bir ürün seti ile faaliyet gösteriliyordu.

1990-2000 döneminde İMKB de yeni işlem sistemi ile tasaruf sahibi ilgisinin artması, ürün çeşitliliğinin artması, 1994-1998 krizleri ile artan volatiliteden bahsedilebilir. Devletin yüksek tutarda ve yüksek faizle gerçekleştirdiği borçlanmalar nedeniyle faize göre ikinci planda kalan borsada uzun vadeli yatırım kültürü oluşmadı ve al sat piyasası görünümü baskındı. 1995 sonrası yabancı yatırımcı girişi başladı.

2000-2010 dönemi 2001 ve 2008 krizlerinin gölgesinde piyasayı olgunlaştırma çabaları, MKK ve VOBAS'ın kuruluşu ile biçimlendi. Yabancı yatırımcı payı % 70 lere kadar çıktı. Tüpraş, Erdemir özelleştirmeleri, Migros, Tek-

fen, Petkim halka arzları ile yerli yatırımcı sayısı arttı ve sermaye piyasası ilk kez gerçek anlamda reel ekonomiye kaynak aktardı. Kurumsal yönetim kavramı mevzuata girdi. Finansal raporlamada IFRS geçişi başladı. 2003 yılında Bireysel Emeklilik Sistemi kuruldu.

2010-2020 dönemine yeni mevzuat yeni anlayış damgasını vurdu. Borsanın hukuki statüsünün ve yönetim yapısının değişimi, BİST'e dönüşüm, Nasdaq teknolojisine geçiş, BES de doğrudan devlet katkısı uygulamasının başlaması ile kurumsal yatırımcı tabanının gelişmeye başlaması dönemin diğer önemli gelişmeleriydi.

2020 sonrası dönem içinse Hız, Dijitalleşme, Niceliksel Patlama dönemi denilebilir.

Bu dönemde yatırımcı profili radikal biçimde değişti Milyonlarca yeni bireysel yatırımcı piyasalara katıldı. Yaş ortalaması düştü. Finansal okuryazarlık ise parçalı ve asimetrik olarak gelişti. Halka arzlar bir "finansman aracı"ndan çıktı, sosyal olaya dönüştü. Değerleme → talep dengesi bozuldu. Kısa vadeli getiri beklentisi baskın hale geldi. Şirket-yatırımcı ilişkisi zayıfladı. Öte yandan aynı dönemde kurumsal yatırımcılar ciddi anlamda büyüdü, alternatif yatırım fonları çeşitlendi ve yatırımcı ilgisi arttı . Yurt dışı yatırımlar portföylerde giderek daha fazlaya almaya başladı. Yeni nesil manüpülasyon yöntemleri ortaya çıktı. Piyasalarda meydana gelen hızlı ve büyük niceliksel büyüme sonucu düzenleme, onay, denetim ve gözetim fonksiyonlarının önemi daha da

arttı. Ancak başta ücret ve sosyal haklardaki gerilemelerin yarattığı insan kaynakları sorunları olmak üzere bir çok çevresel faktör nedeniyle bu fonksiyonların hızı ve etkisi tartışılmaya başlandı.

Sermaye piyasalarımızın geleceğini değerlendirebilir misiniz, ivmelendirmek için neler yapılabilir?

Burada romantik bir "potansiyelimiz çok yüksek" anlatısından ziyade, ne kaçınılmaz, ne tercih meselesi, ne de doğru tasarlanırsa ivme yaratır ayırımını net yapmaya çalışmalıyız.

Türkiye sermaye piyasalarının geleceğini bence üç ana ekseninde değerlendirmeliyiz.

Finansal piyasalarda Banka Merkezli Yapıdan Piyasa Merkezli Yapıya Geçiş

Krediyle büyüme sınırına gelindi. Şirketler için sermaye piyasası artık "alternatif" değil zorunluluk. Bu süreç, halka arz + borçlanma araçları + fonlar üçgenini kalıcı



kılacak. Bu geçiş yavaşlatılabilir ama durdurulamaz. Düzenleme ve denetimin piyasa merkezli bu yeni yapıya ayak uydurabilmesi, başvuru ve denetim gözetim süreçlerinin teknoloji yoluyla daha hızlandırılması, temiz piyasa inancının yerleşmesi sürecin hızı ve büyüme oranı bakımından belirleyici olacak. Bu da insan kaynağı ve teknoloji yatırımı anlamına geliyor. Düzenleyici tarafında halka arzlarda seçicilik, konvansiyonel sektörler yerine ülke kalkınmasına katkısı daha fazla olan yüksek katma değerli sektör ve şirketlere öncelik verilmesi, girişim sermayesi pazarının en kısa zamanda devreye alınması son derecede önemlidir.

Öte yandan tematik fonlar (iklim, savunma, teknoloji) gayrimenkul, altyapı, proje fonları, sürdürülebilirlik yatırımları gibi alanlarda ürün çeşitliğinin artırılması ve mevcut ürünlerde akışkanlığın artmasını sağlayacak iyileştirmelerin; piyasa katılımcıları ile beraber gerçekleştirilmesi kritik bir önem taşımaktadır.

Bireysel Yatırımcı Ağırlığının Kalıcılığı ve Evrimi

Doğru adımlar atılırsa bireysel yatırımcı piyasada kalıcı olur ve bu büyük bir kazanımdır. Ama "kısa vadeli spekülör" → "tematik/uzun vadeli yatırımcı" evriminin yaşanması burada kritik faktördür. Düzenleyiciler, yatırım kuruluşları, STK lar güç birliği ile finansal okuryazarlık her düzeyde geliştirilmelidir. Hem önleyici düzenlemeler hem de zamanında ve yerinde yaptırımlar ile yatırımcı güveninin artırılması kritiktir.

Kurumsal Yatırımcının Yeniden Tanımlanması

Bireysel emeklilik fonları sermaye piyasasının motoru olmalıdır. BES ve yatırım fonu yöneticilerinin yatırım kriterleri daha etkin bir gözetim mekanizmasına tabi tutulmalı, fon yöneticiliği meslek standartları yükseltilmeli, hem iç hem dış gözetim ve denetim standartları yükseltilmelidir. Kısa vadeli performans baskısını azaltan uzun vadeli performans teşvikleri getirilmelidir. Sigorta fonlarının hisse senedi yatırımlarının artmasını teşvik edici önlemler hayata geçirilmelidir.

Son söz olarak; Türkiye sermaye piyasalarının geleceği tasarlanırken büyümek değil, derinleşmek ön planda olmalıdır.

GYO'lar ve GYF'ler tarafında sermaye piyasalarının konut piyasasında daha çok yer alabilmesi için neler yapılabilir?

Konut meselesi; çok sayıda girdisi ve paydaşı bulunan, farklı disiplinlerde farklı öncelikler, sorunlar ve değerler üzerinden ele alınan karmaşık bir alandır. Özellikle Türkiye gibi konut talebinin yüksek, buna karşın erişim imkânlarının sınırlı olduğu ülkelerde konut, temel bir sorun başlığı olarak öne çıkmaktadır. Buna ek olarak kaçak yapılaşma, niteliksiz yapı stoku ve deprem riski; yenileme, güçlendirme ve kentsel dönüşüm ihtiyacını daha da artırmaktadır. Bir taraftan artan konut ihtiyacı, diğer taraftan artan inşaat maliyetleri hem arz hem de talep tarafında "konut finansmanı" konusunu bu sorunun baş rolüne oturtmaktadır.

İşte tam da bu noktada GYO Komitesi Başkanı ve İcra Kurulu üyesi olarak görev yaptığım gayrimenkulün çatı kuruluşu GYODER'in erişilebilir konut alanında geniş bir perspektifte çalışmaları ve önerileri bulunmaktadır.

GYO VE GYF lerle sınırlı olarak önce hızlı bir durum tespiti yapmak gerekirse GYODER işbirliği ile TSPB tarafından yayınlanan GYO Net Aktif Değer NAD verilerine göre 30 Haziran 2025 verileri ile 1.5 trilyon TL'ye ulaşan toplam GYO portföyünün % 15 i konuttan oluşmaktadır. Ancak bu rakama yapıлып satılan konutlar dahil değildir. Portföyde kalanların değeri % 15 i oluşturmaktadır. Bu husus da dikkate alınsa dahi Emlak Konut hariç diğer GYO larımızın konut ağırlıklı bir iş modeline sahip olmadıkları anlaşılmaktadır. Gelir paylaşım ve anahtar teslim modeli ile iş yapan Emlak Konut GYO, 2003 yılından bugüne 256.000 bağımsız bölüm inşa etmiştir. Bu arada NAD tablosunda GYODER olarak iyileştirme çalışmalarımız devam etmekte olup daha şeffaf, daha fazla kırımda veri sunan, güçlü analize uygun veri üretimi hedefimiz vardır.

GYO larımızın konut üretimini arttırmaları amacıyla kira getirisi odaklı GYO/GYF modelleri teşvik edilmeli, sat-yap-çık yerine, uzun vadeli kira + değer artışı hedefleyen tematik kurumlar özendirilmelidir. Konut temalı alt fonlar bir diğer deyişle öğrenci evi, yaşlı yaşamı, kiralık sosyal konut, servisli rezidans ve benzeri yatırım alanlarının dünyada olduğu gibi ülkemizde de GYO portföylerinde yerini alması için çalışmalar yapılmalıdır. Bu noktada erişilebilir konutun

en önemli bileşeni olan arsa temini konusunda kamu ile işbirliği yapılarak GYO ların proje geliştirme kapasitelerinden azami fayda sağlamaya dönük öneriler çeşitli kamu kurumları ile paylaşılmış olup takibi yapılmaktadır.

Öte yandan 17 Temmuz 2024 tarihinde yürürlüğe giren Proje GYF ler düzenlemesi konut finansmanı adına sektörde büyük bir heyecan yaratmış olmakla birlikte halen uygulamada potansiyelini tam olarak ortaya koyamamıştır. Mayıs 2025 de GYODER tarafından Proje GYF ekosistemindeki tüm tarafların sahada karşılaştığı sorunları öğrenebilmek, gelişime açık alanları derleyebilmek ve bunu düzenleyici otoritelerle paylaşabilmek amacıyla bir çalıştay düzenlenmiştir. Hedef bu son derecede değerli enstrümanın daha fazla ihraç edilebilmesinin ve gayrimenkul finansmanında giderek artan oranda kullanılabilmesinin sağlanmasıdır.

Çalıştayda aşağıdaki 8 ana başlık halinde konu irdelenmiş ve öneriler geliştirilmiştir.

- SPK Mevzuatı Kaynaklı Konular-Çözüm Önerileri
- Portföy Yönetim Şirketleri Bünyesinde Yaşanan Sorunlar-Çözüm Önerileri
- PGYF ye Talep Odaklı Bakış-Satış Pazarlama-Dağıtım Kanalları-Yatırımcı İlişkileri
- Proje Yönetimi ve Müteahhit İlişkileri Cephesinde Yaşanan Sorunlar- Çözüm Önerileri-Kentsel dönüşüm
- Teminat Modelleri ve Bina Tamamlama Sigortası Boyutu

Konut meselesi; çok sayıda girdisi ve paydaşı bulunan, farklı disiplinlerde farklı öncelikler, sorunlar ve değerler üzerinden ele alınan karmaşık bir alandır.

- Tapu İşlemleri-Süreçleri Boyutu
- Muhasebe-Bağımsız Denetim-Değerleme Cephesinde Yaşanan Sorunlar-Çözüm Önerileri
- Yatırımcıların ve PGYF lerin Vergileme Rejimi Konusunda Değerlendirme ve Gelişim Önerileri

Bu 8 ana başlık altında elde edilen bulgular ve çözüm önerileri Çalıştay'dan sonra 30 öneri maddesi halinde Sermaye Piyasası Kurulu ile paylaşılmış olup Kurul tarafından değerlendirme aşamasındadır.

Berra Hanım, son olarak sermaye piyasalarımızın bir duayeni olarak tebessümle okuyabileceğimiz bir anekdot aktarabilir misiniz?

1983 de başladığım sermaye piyasası kariyerimde bu yıl kesintisiz 43. Yılımdayım. Elbette pek çok anekdot var ve bunlar arasından seçim yapabilmek oldukça zor. İlk aklıma gelenler; SPK giriş sınavından sonra göreve başlama öncesi evlere yapılan habersiz ziyaret aşamasında evde bulunmamam ve komşuların yönlendirmesi ile yazlığa gelen takım elbiseli SPK yöneticilerini kumsalda mayoyla karşılamam, 14 kişilik promosyonumun 12 sinin Mülkiye'den sınıf arkadaşı olması ve eğitim dönemimizde gülmekten dersleri zor takip etmemiz, Kurul için hazırladığımız ilk raporlardan birinde sektör bölümünde "adam başına düşen

tuğla sayısı" kelimesini bilerek kullanmamız ve toplantıdaki şahane gülüşmeler, Kurul'dan 8 meslek personeli başımızda kıdemli bir uzmanla ABD 'ye ilk gidişimde üstadın havaalanı polisine nasıl davranıp nasıl davranmamamız gerektiğini uzun uzun anlatıp biz hepimiz rahatça geçerken kendisinin görevli tarafından yarım saat alı konulması, Borsadan kazandığı para ile aldığı tekneye "Şişe'den" adını koyan ve gururla marınada bana gösteren yatırımcı, 15 Mayıs 1995 de Borsa'nın Tophane'deki son gününde apar topar getirilen ve ana caddede göbek atan dansöze kendi para takmaya utanıp cüzdanını bana veren aracı kurum sahibi yerine zevkle:) bu görevi ifa edişim, İMKB de yönetim kurulu üyesi olarak görev yaptığım ve tasarruf tedbirlerinin en katı biçimde uygulandığı 2008 yılında 5 yönetim kurulu üyesinin öğle yemeklerini dönüşümlü olarak toplantı salonuna kendimizin getirtmesi, 21 Aralık 1999 günü TCMB Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu adına el konması gereken bankaya diğer 4 üye kar yağışı nedeniyle İstanbul'a gelemeyince tek başına el koymam ve o gün yaşananlar (bugün gülerken anımsıyorum ama o gün neler yaşadığımı bir de bana sorun)

Bilirsiniz konuşup anlatmayı severim. Bende anekdot çok burada keseyim..SEPAM'a dergide bana yer ayırdığı için çok teşekkürler..



**Sermaye piyasaları politikalarına
katkıda bulunmak için kurulduk**

www.sepam.org.tr