

Kırgızistan-Türkiye-Rusya Borsa'larının Karşılaştırmalı Analizi

Comparative Analysis of Kyrgyzstan-Turkey-Russia Exchange

Bilal Solak*¹ Ayşe Ospankulov² ¹ Department of Management, Kyrgyz-Turkish Manas University, Bishkek, Kyrgyzstan² Master of Management, Kyrgyz-Turkish Manas University, Bishkek, Kyrgyzstan

Received: 26.02.2021

Accepted: 12.04.2021

This article was checked by *intihal.net*

Öz

Küreselleşme süreci ile birlikte birçok şirket finansal piyasalarda çeşitli enstrümanları kullanarak ucuz finansman sağlamaktadır. Özellikle, gelişmemiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren işletmeler için ucuz finansman kaynaklarına erişim önemlidir. Borsalar, finansal sistemin gelişmesinde önemli bir rol oynar. Finansal sistemin gelişmesi ile birlikte şirketler ve bireyler tasarruflarını değerlendirme fırsatını bulurken, ucuz finansmana erişim açısından da çok önemli bir avantaj elde etmiş olurlar. Kırgızistan, bağımsızlık sonra finansal piyasaların sağlıklı ve hızlı bir şekilde gelişmesi için çeşitli adımlar atmıştır. Bu adımların en önemlilerinden bir tanesi Kırgızistan Borsası'nın faaliyete geçirilmesidir. Türkiye başta olmak üzere birçok ülkenin desteği ile borsa çok hızlı piyasa koşullarına adapte olarak Kırgızistan finansal sisteminin gelişmesinde çok önemli katkılar sunmaktadır. Çalışmamızda, Kırgızistan borsasının tarihi incelenmiş Türkiye ve Rusya ülkelerinin borsa verileri ile karşılaştırmalı analiz yapılmıştır. Çalışma kapsamında, 2015-2019 resmi borsa verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, borsa gelişim tarihi ve verileri incelenmiş ve Kırgızistan'ın Türkiye ve Rusya ülkelerine göre oldukça az geliştiği fakat Rusya ile olan daha eski lakin Türkiye ile olan yeni gelişen ilişkiler sayesinde gelişme potansiyelinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Menkul Kıymetler Borsası, Kırgızistan, Türkiye, Rusya Karşılaştırmalı Analiz

Abstract

With the globalization process, many companies provide cheap financing by using various instruments in financial markets. Access to cheap sources of finance is especially important for businesses operating in underdeveloped and developing economies. Stock markets play an important role in the development of the financial system. With the development of the financial system, while companies and individuals have the opportunity to make use of their savings, they also gain a very important advantage in terms of access to cheap finance. After independence, Kyrgyzstan has taken various steps for a healthy and rapid development of financial markets. One of the most important of these steps is the activation of the Kyrgyz Stock Exchange. With the support of many countries, especially Turkey stock as adapted very quickly to market conditions is a very important contribution in the development of Kyrgyzstan financial system. In our study, it examined the history of the stock market in Turkey and Kyrgyzstan has made a comparative analysis with the data of the Russian stock market the country. Within the scope of the study, 2015-2019 official stock market data were used. In conclusion, the stock market history and examined the data and that Kyrgyzstan and Turkey have improved considerably less than their Russian country but have reached the conclusion that the older yet the growth potential through new developing relations with Turkey with Russia.

Keywords: Stock Exchange, KSE, BIST, MOEF, Comparative Analysis

Solak, B.& Ospankulov, A. (2021). "Kırgızistan-Türkiye-Rusya Borsa'larının Karşılaştırmalı Analizi", Journal of Academic Value Studies 7(1) (2021) 52-62 (<http://dx.doi.org/10.29228/javs.49693>).

*E-mail address: bilal.solak@manas.edu.kg (Corresponding author)

1. Giriş

Sermaye piyasası kanununda, “Anonim şirket şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi veya piyasa işleticisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran, bu Kanuna uygun olarak yetkilendirilen ve düzenli faaliyet gösteren sistemleri ve pazar yerleri” olarak tanımlanan Borsalar, her ülke ekonomisi için son derece önemli bir rol oynar. Küreselleşme ve rekabetin çok yoğun olarak yaşandığı günümüzde, Borsalar daha önemli hale gelmişlerdir. Gelişmekte olan ekonomilerde işletmelerin ucuz finansmana erişimini sağlamada ve faaliyet gösterdiği sektörde rekabet üstünlüğü elde etmesinde yine borsalar önemli bir rol oynar.

Kırgızistan, bağımsızlık sonra finansal piyasaların sağlıklı ve hızlı bir şekilde gelişmesi için çeşitli adımlar atmıştır. Bu adımların en önemlilerinden bir tanesi Kırgızistan Borsası’nın faaliyete geçirilmesidir. Kırgızistan’ın sosyo-ekonomik ilişkileri içerisinde Türkiye ve Rusya önemli bir rol oynamaktadır. Kırgızistan borsasının yaklaşık %15 oranında Borsa İstanbul ortaklık hakkına sahiptir. Türkiye başta olmak üzere birçok ülkenin desteği ile borsa çok hızlı piyasa koşullarına adapte olarak Kırgızistan finansal sisteminin gelişmesinde çok önemli katkılar sunmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, literature taraması yapılmış, ikinci bölümünde Kırgızistan, Türkiye ve Rusya borsalarının kısa bir tarihi incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde, Kırgızistan, Türkiye ve Rusya borsalarının karşılaştırmalı bir analizi yapılmıştır.

Kırgızistan borsasına yönelik olarak yapılmış olan bilimsel çalışmaların son derece sınırlı olması ve Kırgızistan, Türkiye ve Rusya borsalarının karşılaştırmalı analizinin yapıldığı bir çalışmanın olmaması literature önemli bir katkı sunacağı düşünülmektedir.

2. Literatür Taraması

Mirkin (1998) yaptıkları çalışmalarında, Sovyet Birliği’nin dağılması ile 90’lı yıllarda başlayan serbest piyasa ekonomisine geçiş koşulları altında malların ve para kaynaklarının dolaşım alanının düzenlenmesi amacı ile menkul kıymet ve diğer borsalarının yeniden açılmasını araştırmışlardır.

Chaldaveva ve Kilyachkov (2003) yaptıkları çalışmalarında, küreselleşmede borsanın rolü araştırmışlardır. Ayrıca çalışmalarında, küresel ekonomi açısından borsanın rolünün belirlenmesinde kullanılabilecek faktörler belirlenmiş ve değerlendirme modeli oluşturmuşlardır.

Güngör ve Yılmaz (2008); Türkiye’de Bankacılık sektörü ve Menkul Kıymet Piyasasındaki gelişmelerin İktisadi büyüme üzerinde gösterdikleri etkiler araştırmışlardır. Çalışma kapsamında, 1987-2005 yılları arasında bulunan veriler kullanılarak Johansen-juseluius eş bütünleşme testi ve Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, eş bütünleşme testi sonucu bankacılık sektörü ve menkul kıymet borsasındaki gelişmelerin İktisadi Büyüme ile uzun dönemli bir ilişki olduğu belirlenmiş; nedensellik testi sonucu göre ise İktisadi Büyüme ile bankacılık arasında tek yönlü, menkul kıymet borsa gelişimi ile iktisadi büyüme arasında iki yönlü nedensellik bulunmuştur.

Gökten vd. (2008); gelişen ve gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemlerini inceleyerek, tasarruf ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi karşılaştırarak analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda, finansal araçların çeşitlenmesinin sermaye hareketliliği sağlanacağını ve finansal sistemin gelişmesi için sermaye birikimi ve teknolojik yenilik olan 2 büyüme kanalını işler hale getireceği tespit edilmiştir.

Lomonosova (2009) yaptıkları çalışmalarında Avrasya Ekonomik Topluluğu ülkelerinde faaliyet gösteren borsalarının genel durumunu ve onların finansal entegrasyon potansiyelini değerlendirmek amacı ile içerik analizi yöntemi kullanılarak analiz etmişlerdir.

Burtan Doğan(2010); çalışmasında, ticaret borsacılığının Dünya’da ve Türkiye’deki gelişim süreçleri teorik olarak incelenmiştir.

Ersoy (2011) çalışmasında, global olarak organize türev piyasaların gelişimini ve Türkiye’de türev piyasaların global organize türev piyasalardaki yerini teorik olarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, opsiyon sözleşmelerinin işleme açılması ve depoculuk faaliyetinin lisanslı olması VOB un gelişimine katkı sağlayacağı savunulmaktadır.

Kruglyanskiy (2012) yaptığı çalışmada, Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların küresel borsa üzerindeki spesifik etkisini yansıtan parametreler kullanılarak analiz etmiştir.

Samırkaş ve Düzakın(2013) yatıkları çalışmada, İMKB’nin (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) Avrasya ülkeleri hisse senedi piyasaları ile uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda, Türkiye ile Mısır hisse senedi piyasası ile arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki bulunmuş, Türkiye ile BAE, Bahreyn, Bulgaristan, Hırvatistan, Kazakistan, Pakistan, Romanya ve Ürdün hisse senedi piyasası arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Lakhno (2013) çalışmasını, Rusya Borsasının rekabet gücünün artırılmasında kullanılabilecek önlemleri belirlemeye yönelik olarak yapmıştır. Rusya’nın rekabet gücünü gösterebilecek finansal alanlar incelenmiştir.

Glavina (2014) çalışmasında, Avrupa’daki en cazip borsalarından biri olan Varşova Menkul Kıymetler Borsası örneğini kullanarak bölgesel borsaların artan çekiciliğinin nedenleri araştırmıştır.

Ganiyev (2016) çalışmasında, Kırgızistan ve Kazakistan’a ait Döviz kuru, ithalat, ihracat ve GSYİH ilişkileri ARDL Koentegrasyon yöntemi ile karşılaştırmalı analiz yapmıştır. Çalışmanın sonucunda, Kırgızistan’da uzun ve kısa dönemli dış ticaret büyümeyi olumlu etkilerken Kazakistan’da ithalatın büyümede daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Tursunaliyeva (2016) çalışmasında, Kırgızistan borsasının genel durum değerlendirmesi yaparak finansal araçlarının çeşitliliğini ölçmüştür. Kırgızistan’da kullanılan finansal araçların arz-talep durumu ve gelişimini etkileyen faktörler incelemiştir.

Pashalieva ve Kahrman (2016) çalışmalarında, Kırgızistan’ın geçiş ekonomisinde (yeni kurulan devlet) olması sebebiyle sürdürülebilir ekonomisini artırmak için uygulanan politikalar ile yatırımcıları ne derece çekebildiği ve çevre ülkelere göre ne durumda olduğu teorik olarak incelemişlerdir.

Yamaltdinova (2017) çalışmasında, Kırgızistan’da bulunan ticari bankaların finansal performanslarını incelemiştir. Çalışma kapsamında, Çok Kriterli Karar Verme Yönteminden TOPSİS kullanmıştır.

Keskin Köylü (2019) çalışmasında, 2010-2019 yılları arasında Türkiye ve Kırgızistan’ın ticari ilişkileri incelemiştir. Çalışma kapsamında, ikincil verilerden faydalanılarak ampirik bir çalışma yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, Türkiye tarafından Kırgızistan’a yapılan ve yapılacak olan potansiyel yatırımlar tartışılarak, ticari ilişkilerin geliştirilmesi gerektiği önerilmiştir.

Karcioğlu vd. (2020); yaptıkları çalışmada, BİST’te işlem gören 8 enerji şirketinin finansal performansını, sezgisel bulanık mantık ve çok kriterli karar verme teknikleri kullanılarak analiz etmişlerdir.

3. Menkul Kıymet Borsaları

Menkul kıymet borsaları gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülke ekonomilerin en önemli unsurlarından biridir. Menkul kıymet borsaları, piyasasının ve ülkenin gelişmişlik seviyesini önemli bir göstergesidir. Genel olarak hisse senetlerinin alınıp satıldığı düşünülen menkul kıymet borsalarında, finansal varlık olarak sayılan diğer enstrümanların da alım-satım işlemi yapılabilmektedir.

Avrupa’da ilk borsa; 1487 tarihinde Anvers’te kurulmuş, 16. yüzyılda altın çağını yaşayan Hollanda’nın Amsterdam borsası bunun yerini almıştır. Aynı yüzyılın sonlarında ve müteakip yüzyıllarda Avrupa’nın diğer ülkelerinde de borsalar ortaya çıkmış ve bugünün büyük borsaları meydana gelmiştir. 16.yüzyıl için de Paris ve Londra; 17. yüzyılda Berlin, Basel; 18. yılda Viyana, New York; 19. yüzyılda Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo borsaları kurulmuştur. (Karslı ve Ocak.2004; 221)

3.1. Rusya Borsası

Rusya'daki borsa tarihi incelendiğinde, 20. yüzyılın başlarında kurulmuş olup, menkul kıymetlerle yüksek tutarlarda işlemler gerçekleştirilmiştir. 1917 yılına kadar Rusya İmparatorluğu'nda, St.Petersburg, Moskova, Odessa, Kiev, Kharkov, Varşova ve Riga'da olmak üzere toplam 7 tane emtia ve menkul kıymet borsası faaliyet göstermiştir. İşlem hacmi en büyük olan borsa, Petersburg borsasıdır. Menkul kıymetler piyasasının gelişimi, piyasa ekonomisinin diğer birçok kurumu gibi, 1917'de kesintiye uğramıştır: 23 Aralık 1917 tarihli Halk Komiserleri Kararnamesi ile ülkede menkul kıymetlerle tüm işlemler yasaklanmıştır. Millileştirme sürecinde anonim şirketler ortadan kalkmıştır. Kurumsal menkul kıymetler de ekonomik tirajdan çekilmiştir. İç ve dış devlet kredilerin tahvilleri iptal edilmiştir. (Grigoryev, 2009)

Genel olarak, Rus menkul kıymetler piyasası modern tarihini dört aşamaya ayırabiliriz.

Birinci aşamada (1990-1992) menkul kıymet piyasa gelişimi için önkoşullar; menkul kıymet borsaları ve emtia borsaları ortaya çıktı.

İkinci aşamada (1993'ten beri), menkul kıymet piyasası “özelleştirme çekleri piyasası” olarak bulunmaktaydı. Ayrıca bu aşamada, özelleştirme çeklerine ek olarak, o dönemde oluşan yüksek enflasyon, yoksulluk nedeni ile ilgili reklamların etkisi altında kalan nüfus tarafından çeşitli sahte menkul kıymetlerin aktif olarak satın alınması durumu ortaya çıkmıştır.

Üçüncü aşamada (1994-1996), ülkedeki anonim şirket hisselerinin dolaşımının başlaması ve kurumsal menkul kıymetler piyasasının ortaya çıkması ile ilgilidir. Bu dönemin karakteristik özelliği, ihraççıların yasal kısıtlamaları aşma ve menkul kıymetler piyasasının klasik finansal araçlarına ilişkin devlet düzenlemelerinden kaçınma arzusunu yansıtan döviz senetlerinin yaygın kullanımıdır. Bu dönemde, bu piyasadaki profesyonel katılımcıların faaliyetlerini düzenlemek ve denetlemek için bir sistem ile bunlar hakkında bilgi toplamak ve açıklamak için herhangi bir sistem bulunmamaktaydı.

Menkul kıymetler piyasasının bu güne kadar devam eden dördüncü aşamasından bahsederek, en önemli özelliği borsa medeni gelişimi için yolları belirleyen modern mevzuatın oluşturulmasıdır. 1996 yılının başında, Rusya Federasyonu Medeni Kanunu'nun bir ve ikinci bendinin yanı sıra “Anonim Şirketler Hakkında” Federal Yasası kabul edildi ve yürürlüğe girdi. Hükümet tarafından bu konudaki düzenleyici çerçevenin hızlı bir şekilde gelişmesine katkıda bulunan bir dizi düzenleyici kararname yayınlandı. Rusya borsasının geliştirilmesinde en önemli adım, menkul kıymetlerin yerine geçen maddelerin dolaşımını kesen, “ihraç olan menkul kıymet” kavramını tanımlayan ve menkul kıymetler piyasasında toplu işlemlere konu olan bu menkul kıymetleri için şartlar getiren Federal Menkul Kıymetler Piyasası Kanunu'nun kabul edilmesiydi. Rusya menkul kıymetler piyasasının tarihinin tüm aşamalarında özellikle devlet menkul kıymetler piyasası işlem hacmi olarak lider konumdaydı.

Genel olarak, Rusya Federasyonu'nda, ticari bankaların, borsaların ve diğer finansal kurumların eşit haklara sahip olduğu karma, çok merkezli bir menkul kıymetler piyasası modeli geliştirilmiştir. Bu model, menkul kıymetlerle yapılan operasyonlarda (özellikle ticari bankalar için) ciddi kısıtlamaların olduğu Amerika ve Avrupa modellerinden farklıdır.

Rusya, sermaye piyasasının gelişiminde çoktan yol kat etti. Bazı pozisyonlar için Rusya, dünyanın en gelişmiş finansal piyasalarıyla benzerlik göstermektedir. Şöyle ki; 1) hisseleri piyasada işlem gören çok sayıda gerçek işleyen şirket bulunmaktadır; 2) piyasada faaliyet gösteren önemli sayıda finansal kurum vardır; 3) halkın menkul kıymetlere eğilimi; 4) iç pazarın açıklığı; 5) piyasada işlem gören çeşitli enstrümanlar ve geliştirilmesinde yer alan entelektüel kaynakların yoğunluğu.

1 Ocak 2014'ten bu yana, Rusya mevzuatı borsaları menkul kıymet, ticari ve emtia borsalarına bölünmesini öngörmemektedir; “borsa” terimi yukarıdaki türlerin tümünü belirtmek için kullanılır. Faaliyetleri “Organize İhaleler Hakkında” (21.11.2011 N 325-F3 Federal Yasası'nın 29 uncu maddesinin 6. fıkrası “Organize İhaleler Hakkında”) ve diğer yasal düzenlemeler ile düzenlenmektedir.

Günümüzde Rusya'da 10 borsa bulunmaktadır. Bununla birlikte, menkul kıymetler ile gerçek işlemler sadece 3 borsada gerçekleşmektedir:

- ☒ Moskova Borsası- Rusya'nın en büyük borsası
- ☒ St. Petersburg Döviz Alım Satım (SPEX)
- ☒ St. Petersburg Borsası

3.2. Türkiye Borsası

Osmanlı İmparatorluğu'nda, 1864 yılında Galata bankerlerinin kurduğu bir dernek ile önce Havyar Han'da başlayan sermaye piyasası faaliyetleri, ancak resmi olarak 1873 -1874 yıllarında kurularak "Dersaadet Tahvilat Borsası" adını almıştır. Ayrıca, 23 Ağustos 1923 tarihindeki ek tüzük yürürlüğe konuluncaya kadar borsa üyeleri arasındaki yabancı uyruklular önemli çoğunluğu oluşturmuşlardır. Bu tarihten sonra asil ve fahri olarak ikiye ayrılan borsa mensuplarının asil üyelerinin Türk uyruklu olması yönünde koşul getirilmiştir. Bu tüzükle beraber daha sonra birçok ek kararname yürürlüğe konulmuştur. Bunlar, Cumhuriyet Hükümeti'nin borsa konusuna verdiği öneme ölçü sayılabilecek belgelerdendir (Borsa Rehberi, 1992: 29-30).

Türkiye'de 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken, Menkul Değerler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Değerler ve Kambyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Değerler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname getirilmiştir. KHK/91 yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde "Menkul Değerler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır. (Aytekin,2018) Türkiye'nin ilk ve tek organize menkul kıymetler borsası olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete başlamış olup 5 Nisan 2013 tarihinden itibaren Borsa İstanbul olarak faaliyet göstermektedir. İMKB 100 endeksi de aynı şekilde BİST 100 adını almıştır. (Şahin ve Sümer, 2014)

3.3. Kırgızistan'da Menkul Kıymet Borsasının Gelişimi

Sovyet Sistemi içerisinde tarımsal üretime yoğunlaşan Kırgızistan merkezi yönetimden sağladığı transfer sayesinde sürekli büyüyebiliyor ve finansal sıkıntılar yaşamıyordu. 1991 yılında bağımsızlığını ilan etmesi ile birlikte finansal destekler ve transferler kesilmiş olduğundan hem coğrafi hem de ekonomik kapalılık durumu ülkeyi sıkıntıya sokmuştur. Böylece Kırgızistan Sovyet kökenli sistemi terk ederek piyasa ekonomisini kabul ederek geçiş dönemini başlatmıştır. (Gökten vd.,2008)

Borsa ticari faaliyetlerin en önemli göstergesidir. KSE Endeksini hesaplama yöntemi de uluslararası standartlara uygundur ve S&P'nin bir ikamesidir. Göstergenin hesaplanması için kabul edilen temel değer 100'dür. Endeks, borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa fiyatlarına göre hesaplanmaktadır.

Kırgızistan'da şu anda Kapalı Anonim Şirketi Kırgız Menkul Kıymetler Borsası'nın kotasyon listesi üç kategoriden oluşmaktadır:

- ☒ En yüksek kategori olan "IL" kategorisi (Uluslararası Liste);
- ☒ En yüksek kategorinin bir altı olan "BC" kategorisi (BlueChips);
- ☒ Üçüncü kategori olan "SU" kategorisi (Başlangıç).

Halihazırda borsada kote olan 27 firma vardır. Bunlardan 24'ü "BC" kategorisinde ve 3'ü "SU" kategorisindedirler.

4-Yöntem

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı; Kırgızistan Menkul Kıymet Borsasının tarihsel gelişiminin incelenerek gelişmekte olan ülkeler bazında, tarihsel ve kültürel ortaklığı bulunan aynı zamanda yakın ilişkide bulunduğu Rusya ve Türkiye'nin merkezi Menkul Kıymet Borsalarının gelişim durumlarını göz önüne alarak karşılaştırmalı analiz gerçekleştirmek ve Kırgızistan Menkul Kıymet Borsasının gelişme potansiyelini belirlemektir.

Kırgızistan'da Menkul Kıymet Borsası hakkında oldukça az çalışma bulunmaktadır. Bu çalışma ile Kırgızistan literatürüne önemli bir katkıda bulunulacağı düşünülmektedir. Bunun yanında bu çalışma sayesinde Kırgızistan Borsasının bilinirliğinin artmasına katkıda bulunulacak ayrıca gelişim potansiyeli ortaya çıkarılması hedeflenmektedir.

4.2. Çalışmanın Kapsam ve Kısıtı

Çalışmanın kapsamını, Kırgızistan (Kırgız Menkul Kıymet Borsası), Rusya (Moskova Borsası) ve Türkiye'nin (İstanbul Borsası) oluşturmaktadır. Borsalarının tarihsel gelişimini göz önüne alarak 2015-2019 yılları arasında faaliyet göstergelerini incelenmiş olup bu aynı zamanda çalışmamızın kısıtını oluşturmaktadır.

4.3. Çalışmanın Yöntemi

Araştırma kapsamında ele alınan ülkelerin (Kırgızistan, Rusya ve Türkiye) resmi sitelerinden elde edilen 2015-2019 yılları arasındaki Borsa faaliyetleri (yıllık işlem hacmi ve kote olma şartları) İçerik Analizi Yöntemi ile incelenmiştir.

4.4. Bulgular

Menkul Kıymet Borsaları, kotasyon iznini minimum özelliklerini taşıyan şirketlere vermektedir. Bunlar şirketin finansal faaliyet göstergeleri ve sermaye yapısı gibi kriterleri içermektedir. (Glavina, 2014) Kotasyon şartları menkul kıymet piyasasının kaliteli ve verimli çalışmasını sağlamaktadır. Ayrıca bu şekil şartların kullanılması menkul kıymet borsasının ve kote olan şirketin imajını göstermektedir.

Kırgızistan, Türkiye ve Rusya borsalarının kote olma şartlarını Tablo-1 de gösterilmiştir. Tablo-1'e göre şirketlerin bu borsalarda işlem yapabilme şartları; piyasadaki faaliyet süresi, gelir ve kar durumu, halka arz edilen payların piyasa değeri, Fiili Dolaşımdaki Hisse Pay Oranları, Borsa tarafından alınan Kotasyon Ücreti, Yıllık Ödeme ve Finansal Raporlama ve Denetim Standartları karşılaştırmaları yapılmıştır.

Tablo1.Borsalara Kote Olmanın Genel Şartları.

Koşullar	Kırgız Menkul Kıymet Borsası	Moskova Borsası	Borsa İstanbul
Piyasadaki faaliyet süresi	En az 3 yıl	En az 3 yıl	En az 3 yıl
Gelir ve kar	İhraççının son finansal rapor yılında veya toplam son 3 yıl için en az başabaş olması gerek, fakat yabancı ihraççı için son 3 yılda her bir yıl için finansal raporların en az başabaş olmalıdır.	İhraççının son 3 yılın 2 yılı için en az başabaş olması gerekir.	Son 2 takvim yılı içerisinde belirli bir aktif büyüklüğe ve finansal raporlarında kara ulaşmış olması gereklidir.
Halka arz edilen payların piyasa değeri	“IL” kategori için 5.223.296 USD “BC” kategori için 1.305.824 USD “SU” kategori için 130.582 USD	İlk (Yüksek) Düzey: Standart hisseler için 40.983.606 USD İmtiyazlı hisse senetleri 13.661.202 USD İkinci (Orta) Düzey: Standart hisseler için 13.661.202 USD İmtiyazlı hisse senetleri 6.830.601 USD Üçüncü (Düşük) Düzey: 6.830.601 USD	Yıldız Pazar Grubu 144.508.670 USD Yıldız Pazar Grubu 2 için 21.676.300 USD Ana Pazar Grubu 4.335.260 USD

Halka arz edilen payların nominal değerinin sermayeye asgari oranı	-	En az % 10	“Yıldız Pazar Grubu 1” için bulunmamaktadır “Yıldız Pazar Grubu 2” için % 10 “Ana Pazar Grubu 1” için % 20
En son finansal tablolardaki Özsermaye / sermaye oranı	En az 1 olmalıdır.	-	“Yıldız Pazar Grubu 1” için 0,70 den büyük “Yıldız Pazar Grubu 2” için 1 den büyük “Ana Pazar Grubu 1” için 1,25 ten büyük
Borsa tarafından alınan Kotasyon Ücreti	En az 2500 som (33 USD)	50 000—260 000 Ruble (683 USD- 3552 USD)	3.090 TL - 12475 TL (447 USD-1803 USD)

17.05.2020 Tarihi İtibari ile Amerikan Doları- merkez banka kuru 6,92 tl, 76,58 som, 73,20 ruble olarak belirlenmiş ve hesaplamalar USD olarak yapılmıştır.

Tablo1 incelendiğinde, Borsalara kote olmak isteyen işletmelerin Piyasadaki faaliyet sürelerine bakıldığında; ele alınan üç borsada da işlem yapabilmek için 3 yıl faaliyette olmak gereklidir. Borsada işlem yapmak isteyen kurumların; KSE de hisse senedi ihraç etmek isteyen ulusal kurumlar için, son finansal rapor yılında veya toplam son 3 yıl içerisinde kar ve zarar durumunun en azından başabaş olması istenmektedir. Ayrıca yabancı ihraççı için son 3 faaliyet yılı içerisinde finansal raporlarında her bir yıl için en azından başabaş olması gerekmektedir. Kırgızistan’ın ulusal ve yabancı ihraççılar için ayrı şartlar konulmakta olduğu görülmektedir. Moskova Borsasında (MOEX) ihraççılar için; son 3 faaliyet yılının 2 yılı içinde finansal raporlarında kar-zarar durumunun en azından başabaş olma şartı aranmaktadır. İstanbul Borsa (BİST) te ihraç işlemleri gerçekleştirmek isteyen ihraççılar için; son 2 takvim faaliyet yılı içerisinde belli bir aktif büyüklüğe sahip olunmak temel şartı ile ayrıca bu 2 takvim yılında finansal raporlarında kara ulaşmış olduğu görülmesi gereklidir.

Bir diğer kotasyon “Halka arz edilen payların piyasa değeri” şartıdır. KSE de; 3 kategoriye göre piyasa değerleri verilmektedir. Bunlar ; “IL” kategorisi için 5.223.296 USD, “BC” kategorisi 1.305.824 USD , “SU” kategorisi için ise 130.582 USD piyasa değerleri belirlenmiştir. MOEX Borsasında da 3 kategori olarak belirlenen piyasa değeri; İlk (yüksek) düzey: standart hisseler için 40.983.606 USD, imtiyazlı hisse senetleri 13.661.202 USD; ikinci (orta) düzey: standart hisseler için 13.661.202 USD imtiyazlı hisse senetleri 6.830.601 USD olmakla birlikte son olarak üçüncü (düşük) düzeyde ise; 6.830.601 USD olarak belirlenmiştir. MOEX piyasasında birinci ve ikinci düzeylerde; imtiyazlı ve standart olarak ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Son olarak BİST te de 3 sınıfa ayrılarak belirlenen piyasa değerleri vardır. Bunlar; “yıldız pazar grubu 1” için 144.508.670 USD, “yıldız pazar grubu 2” için 21.676.300 USD ve sonuncusu olan “ana pazar grubu 1” için 4.335.260 USD olma şartı istenmektedir.

Halka arz edilen payların nominal değerinin sermayeye asgari oranı kotasyon şartı olarak KSE için bulunmamaktadır. MOEX te bu oran en az % 10 olmalı iken BİST te 3 grup için de ayrı ayrı oranlar verilmiştir. Bunlar ; “yıldız pazar grubu 1” için bulunmamakta olup, “yıldız pazar grubu 2” için % 10 ve “ana pazar grubu 1” için % 20 olarak belirlenmiştir.

Kotasyon şartlarından beşincisi; en son finansal tablolardaki Özsermaye / sermaye oranı KSE için en az “1” olmalı iken MOEX için böyle bir değere rastlanmamıştır. BİST te ise “yıldız pazar grubu 1” için 0,70 den büyük, “yıldız pazar grubu 2” için 1 den büyük, “ana pazar grubu 1” için 1,25 ten büyük olma şartlarının sağlanması gereklidir.

Altıncı kote olma şartı; borsa tarafından alınan kotasyon ücreti bu fiyatlar tablo-1 de her ülkenin kendi para cinsinden yer almaktadır. Fakat aradaki farkların net olarak ortaya çıkması için bugünkü kur değerleri ile hesaplanmıştır. KSE için kotasyon ücreti 33 USD olarak belirlenirken, MOEX için, 683 USD ile 3.552 USD arasında değişebilmektedir. BİST için kotasyon ücreti 447 USD ile 1.803 USD arasında değişmektedir. Bu verilerden de anlaşılacağı üzere; KSE kotasyon ücreti diğer borsa kotasyon ücretlerine göre oldukça düşük belirlenmiştir. BİST kotasyon ücreti de MOEX ücret aralığına göre daha uygun olduğu anlaşılmaktadır.

Kotede kalabilmek için yıllık yapılması gereken ödemeler; KSE için 326 USD, MOEX için 1.639 USD ve BİST için 165 USD ile 180.635 USD arasında değişmektedir. Ayrıca denetim standardı bakımından 3 ülkenin borsa kote şartında da “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları”nın kullanılmasını şart koşarken Rusya Borsasında (MOEX) ek olarak “Rusya Muhasebe Standartları’nın da kullanılma şartı aranmaktadır.

Borsalara kote olan şirketler ulusla ve uluslararası nitelikleri açısından incelendiğinde, Moskova Borsasına kote olan 3011 ulusal ve uluslararası kurum ve kuruluş yer almaktadır ve bunların büyük çoğunluğunun ulusal olduğu tespit edilmiştir. Aynı durumun Türkiye için de geçerlidir. Türkiye’de İstanbul Borsaya kote olan çoğunluğunun ulusal şirketlerin oluşturduğu 492 şirket bulunmaktadır. Kırgızistan Menkul Kıymet Borsasına kote olan 27 şirket bulunmaktadır. Üst kategori olan “IL” (International Listing)de işlem gören şirket bulunmamaktadır. Özellikle “BC” (BlueCips) ve “SU” (StartUp) kategorilerinde işlem yapılmaktadır.

Görüldüğü üzere genel olarak, 3 ülke borsasında da ulusal şirketler işlem görmektedir. Bunun sebebi tüm yerel yatırımcılar ulusal şirketlerin ürünlerine aşinadır; yabancı bir pazarda ayrıca kendi şirketini ve ürünlerini tanıtmaları gerekecektir.

Genel olarak borsalara kote olma açısından, Kırgız Menkul Kıymet Borsası, Moskova Borsası ve İstanbul Borsadaki kote olma şartlarında önemli bir farklılık tespit edilememiştir.

Tablo2. Borsaların 2015-2019 Yılları Arasındaki İşlem Hacimleri Karşılaştırma Tablosu.

Borsa Adı	Menkul Kıymet İşlem Türü	2015 (USD)	2016 (USD)	2017 (USD)	2018 (USD)	2019 (USD)
Kırgız Menkul Kıymet Borsası (KSE)	Hisse Senedi ve Pay Piyasası	52 812	144 003	67 467	54 428	87 219
Moskova Borsası (MOEX)	Hisse Senedi ve Pay Piyasası	128 951 701	152 959 604	159 461 806	155 894 631	201 017 771
	Tahvil Piyasası	153 114 709	240 989 283	455 347 222	429 552 325	455 880 452
İstanbul Borsası (BİST)	Hisse Senedi ve Pay Piyasası	351 326 712 329	287 128 045 326	387 335 356 201	376 804 536 862	425 233 613 445
	Borçlanma Araçları	3 516 157 534 247	3 220 028 328 612	1 204 949 076 517	841 267 674 858	2 715 346 218 487
	Vade li İşle m Opsi yon Piyas ası	194 330 887 007	164 346 579 164	218 788 337 666	237 957 790 149	241 227 370 090
	Vade li İşle m Opsi yon	2 588 940 229	7 671 877 266	10 172 394 334	5 345 425 955	3 702 831 066

Tablodaki veriler KSE, MOEX ve BİST resmi sitelerinden alınarak, 2015-2019 yılları arasındaki işlem hacimleri verileri kullanılarak tarafımdan oluşturulmuştur. Bu veriler ülkelerin resmi sitelerinden alınarak işlem hacimleri tutarları ulusal para cinsinden o yılki yılsonu USD kuruna göre hesaplanmıştır.

Tablo-2’de, üç ülke borsalarının 2015-2019 yılları arasındaki borsa işlem hacimleri karşılaştırılmalı olarak analiz edilmiştir. borsa işlem hacimleri, ülkelerin piyasayı ne kadar aktif veya pasif kullandığını, borsaların gelişmişlik seviyeleri ve gelişme potansiyeli konusunda önemli bir göstergedir.

Tablo-2 de yer alan veriler, üç borsada yıllık işlem hacimleri dolar cinsinden hesaplanarak oluşturulmuştur. Kırgız Menkul Kıymet Borsasının ele alınan diğer borsalardaki işlem hacimlerine oranla oldukça düşük seyretmektedir.

Rusya’nın merkezi borsası olan MOEX’e baktığımızda işlem hacmi KSE den fazla ve BİST ten daha düşüktür. İşlem hacminin KSE’den büyük olması borsaya kote olan şirket sayısının, menkul kıymet araçlarının ve dolayısıyla yatırımcıların çok daha fazla olmasından kaynaklıdır. İşlem hacminin BİST’e göre daha düşük olması; menkul kıymet piyasasında (Hisse Senedi ve Pay Piyasası ve Tahvil Piyasası) BİST’e göre daha az menkul kıymet araçlarının olması ve genellikle ilk halka arzı sadece yabancı şirketler ile rekabet edebilecek çok büyük şirketlerin yapmalarıdır. Ve piyasadaki yatırımcılar büyük şirketlerin hisselerini almaya meyillidir. Rusya’da şirketler ilk halka arzı genellikle asıl amacı olan ek sermaye sağlamak için değil parayı yurt dışındaki sermaye piyasalarına aktarmak, hissedar yapısını değiştirmek vs. amaçlar için kullanılmaktadırlar. Ayrıca yabancı yatırımcıların çoğu Rusya şirketlerinin hisselerini almak istediklerinde Londra Borsası gibi yabancı borsaları kullanmayı tercih etmektedirler.

Türkiye borsası BİST’e baktığımızda; tarihsel geçmişinde organize olmayan piyasalarda (Tahtakale Piyasası) bile oldukça aktif olma potansiyeline sahiptir. Bundan dolayıdır ki yıllara göre işlem hacmi ele alınan diğer borsalardaki işlem hacmine oranla yüksek seyretmektedir. Finansal enstrümanlarının gelişmiş olması, gelişmiş ülkelerde uygulanan “gelişen piyasalar borsası” stratejisini uygulaması kotasyon kolaylığı sağlama çabaları da işlem hacmini ayrıca etkilemektedir. BİST te işlem hacminin yüksek olma sebebi; işlem gören menkul kıymetlerin ele alınan borsalara göre oldukça çeşitli olmasıdır. Hisse ve pay piyasanın dışında çeşitli menkul kıymet araçlarını içeren borçlanma araçları piyasası, vadeli ve opsiyon piyasaları bulunmaktadır.

5. Sonuç ve Öneriler

Borsalar, her ülke ekonomisi için son derece önemli bir rol oynar. Küreselleşme ve rekabetin çok yoğun olarak yaşandığı günümüzde, Borsalar daha önemli hale gelmişlerdir. Gelişmekte olan ekonomilerde işletmelerin ucuz finansmana erişimini sağlamada ve faaliyet gösterdiği sektörde rekabet üstünlüğü elde etmesinde yine borsalar önemli bir rol oynar.

Bu çalışmanın amacı; Kırgızistan Menkul Kıymet Borsasının tarihsel gelişiminin incelenerek geliştirmekte olan ülkeler bazında, tarihsel ve kültürel ortaklığı bulunan aynı zamanda yakın ilişkide bulunduğu Rusya ve Türkiye’nin merkezi Menkul Kıymet Borsalarının gelişim durumlarını göz önüne alarak karşılaştırmalı analiz gerçekleştirmek ve Kırgızistan Menkul Kıymet Borsasının gelişme potansiyelini belirlemektir.

Kırgızistan’da Menkul Kıymet Borsası hakkında oldukça az çalışma bulunmaktadır. Bu çalışma ile Kırgızistan literatürüne önemli bir katkıda bulunulacağı düşünülmektedir. Bunun yanında bu çalışma sayesinde Kırgızistan Borsasının bilinirliğinin artmasına katkıda bulunulacak ayrıca gelişim potansiyeli ortaya çıkarılması hedeflenmektedir.

Borsaya kote olma şartları incelendiğinde, üç ayrı ülkenin borsasındaki kote şartları birbirine benzer olmakla birlikte, işlem hacimlerinin karşılaştırılmasına bakıldığında Borsa İstanbul’un işlem hacminin 2015-2019 yılları arasında ele alınan diğer borsalara bakarak daha yüksek olduğu anlaşılmıştır. Bunun sebebinin Türkiye’nin borsa tarihinin daha köklü olması ve Pazar çekiciliğini sağlamak amacıyla geliştirilen menkul kıymet araçlarının çeşitli olması olarak değerlendirilmiştir.

Rusya’da ise Kırgız Menkul Kıymet Borsasına göre işlem hacmi daha yüksek ve BİST e göre işlem hacmi düşük olduğu tespit edilmiştir. Rusya borsasının, Kırgız Menkul Kıymetler Borsasına göre işlem hacminin yüksek olma sebebinin borsaya kote olan kurum ve kuruluş sayısının fazla olması ve finansal araçlarının Kırgız Menkul Kıymet Borsasında kullanılan araçlara göre daha fazla çeşitliliğin olmasıdır. Ayrıca tarihsel olarak Sovyet zamanından sonra gelişen borsa piyasası olduğu unutulmamalıdır.

Üç borsanın karşılaştırma sonucu elde edilen veriler ışığında ve borsaların gelişim tarihleri göz önüne alındığında Kırgız Menkul Kıymet Borsasının, gerek işlem hacmi ve gerekse kote olan şirket sayısı düşünüldüğünde Türkiye ve Rusya borsalarına kıyasla daha az geliştiği tespit edilmiştir. Bunun sebebi, Kırgız Menkul Kıymet Borsasının yatırımcılar için az çekici olması ve/veya borsada ihraç faaliyeti için teşvik politikalarının uygulamada yetersiz olması olarak değerlendirildi. Bu durum borsanın kote olan şirketler için sağladığı imkanlar sayesinde değişebilir. Bunun için Borsanın, altyapısını ve hizmet kalitesini geliştirmesi, yeni menkul kıymet araçlarını kullanması, kote olma şartlarının kolaylaştırması, yabancı yatırımcıları çekmesi ve gerek ulusal ve gerek ise uluslararası müşteriler için yasal güvence sağlaması gibi koşulları sağlaması gereklidir. Çünkü Borsanın bilinirliği ve hızlı gelişimi, hem Borsayı hem de Ülkeyi yeni yatırımcılar açısından daha da çekici hale getirmektedir.

Bundan sonraki çalışmalar, borsalarda işlem gören şirketlerin finansal performansları çeşitli ekonometrik modeller uygulanarak analiz edilmesi ve Orta Asya ve Kırgızistan'a ilgi duyan yüksek lisans ve doktora öğrencilerinin tez çalışmalarında yer verilmesi literatüre önemli katkı sunacaktır.

Kaynakça

- Aytekin, G. K. Türkiye'de Sermaye Piyasaları ve Borsaların Gelişim Süreci. Uluslararası Beşerî Bilimler ve Eğitim Dergisi, 4(9), 150-176.
- Bayramoğlu, M. F., & Başarır, Ö. G. D. Ç. (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin Karşılaştırmalı Finansal Performans Analizi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 16(4), 135-144.
- Borsa İstanbul (BİST), 10 Mayıs 2020 tarihinde, <https://www.borsaistanbul.com/ana-sayfa> sitesinden ulaşılmıştır.
- Çakar, R., Özkan, O., & Karaca, S. S. Borsa İstanbul'da Yatırımcılar ve Türev Piyasa Oyuncuları İçin Optimum Endeks Portföyleri Modellemesi. Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi, (62), 440-458.
- Demir, Y., Öztürk, E., & Albeni, M. (2007). Türkiye'de finansal piyasalar ile ekonomik büyüme ilişkisi. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2007(2), 438-455.
- Doğan, B. B. (2010). Ticaret Borsacılığının Dünyada ve Türkiye'deki Gelişim Süreçlerine Genel Bir Bakış. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24(1), 43-61.
- Ersoy, E. (2011). Türkiye'de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (51), 63-80.
- Fındık, D., & Ocak, M. (2015). Türkiye'de Maddi Olmayan Varlıkların Sınıflandırılması: Borsa İstanbul'a (BİST) İlişkin Dönemsel Bir Analiz. Journal of Accounting & Finance, (68).
- Ganiyev, J. (2016). Kırgızistan ve Kazakistan'da Dış Ticaret, Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 5(3), 89-101.
- Golovnin, M.Yu. (2009). EurAsEC ülkelerinde borsa altyapısının ortak gelişimi için beklentiler. Avrasya Ekonomik Bütünleşmesi, (1).
- Gökten, S., Pınar, O. K. A. N., Emine, Ö. N. E. R., & Aypek, N. (2008). Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkide Finansal Sistemin Rolü-Kırgızistan Örneği. Sosyoekonomi, 7(7).
- Gönen, S., & Yıldırım, F. (2019). Bağımsız Denetimde Kanıt ve BİST Uygulaması. Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(1), 1085-1097.
- Grigoryev D. V. (2009). История развития рынка ценных бумаг в России. Российский юридический журнал, (5), 241-244.
- Gümüş, U., Özç, H. C., & Çıbık, E. BİST'de İşlem Gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı İşletmelerinin Finansal Performanslarının ÇKKV Yöntemleri ile Karşılaştırılması. MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi, 9(1), 90-100.

- Güngör, B., & Yılmaz, Ö. (2008). Finansal piyasalardaki gelişmelerin iktisadi büyüme üzerine etkileri: Türkiye için bir VAR modeli. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 173-193.
- Karcıoğlu, R., Yalçın, S., & Gültekin, Ö. F. Sezgisel Bulanık Mantık ve Entropi Tabanlı Çok Kriterli Karar Verme Yöntemiyle Finansal Performans Analizi: BİST’de İşlem Gören Enerji Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 360-372.
- Kendirli, S., & Kaya, A. (2016). BIST-Ulaştırma endeksinde yer alan firmaların mali performanslarının ölçülmesi ve TOPSIS yönteminin uygulanması. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(1), 34-63.
- Kırgız Menkul Kıymet Borsası (KSE), 10 Mayıs 2020 tarihinde, <http://www.kse.kg/> sitesinden ulaşılmıştır.
- Kızıl, C., & Aslan, Ö. Ü. T. Finansal Performansın Rasyo Yöntemiyle Analizi: Borsa İstanbul’da (Bist’de) İşlem Gören Hava Yolu Şirketleri Üzerine Bir Uygulama.
- Köylü, M. K. (2019). Türkiye Kırgızistan Ticari İlişkileri ve Değerlendirilmesi. *Yakın Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(2), 174-192.
- Lakhno, Y. V. (2013). Development of the Russian market of synthetic rubber. *Studies on Russian Economic Development*, 24(5), 433-441.
- Mortaş, M., & Şamil, S. Şeffaflığı Arttırmaya Yönelik Mekanizmalar ve Finansal Başarının Şeffaflık Üzerindeki Etkisi: Bist Xkury’de Bir Araştırma. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 341-359.
- Moskova Borsası (MOEX), 10 Mayıs 2020 tarihinde, <https://www.moex.com/> sitesinden ulaşılmıştır.
- Muharrem Karslı, " Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler", İstanbul, Ocak.2004; s.221
- Pashalieva, M., & Kahrman, H. (2016). Bir Geçiş Ekonomisi Olarak Kırgızistan'da Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Orta Asya Ülkeleri ile Kıyaslanması. *Journal of Management & Economics*, 23(1).
- Samırkaş, Ö. G. M. C., & Düzakın, H. (2013). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Avrasya Borsaları ile Entegrasyonu.
- Şahin, C., & Sümer, K. K. (2014). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları ile Türk Borsası Arasındaki Etkileşime Yönelik Bir İnceleme. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 315-338.
- Tezer, S. S., & Aslan, N. Borsa ve Bankacılıkta Opsiyon İşlemlerinin Gelişim Süreci ve Uygulamalar. *Beykoz Akademi Dergisi*, 3(2), 1-24.
- Toktosunova, Ch. T. (2016). Kırgız Cumhuriyeti Güvenlik Piyasasının Mali Araçları. *Gelen ile Ekonomi ve Siyaset Problemleri ve Yenilikler* (S 83-93).
- Yamaltdinova, A. (2017). Kırgızistan Bankalarının Finansal Performanslarının Topsis Yöntemiyle Değerlendirilmesi. *International Review of Economics and Management*, 5(2), 68-87.
- Yıldırım, H., & Kesebir, M. (2019). Farklı Büyüklükteki Ekonomi ve Finansal Piyasalara Sahip Ülkelere Ait Borsa Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 29(1), 249-259.