



*SERMAYE PİYASASI KURULU*

**PİYASA GÖZETİM VE DÜZENLEME DAİRESİ**

**BORSALAR ARASI İŞBİRLİĞİ, BİRLEŞME VE ENTEGRASYON  
ÇALIŞMALARI  
VE  
TÜRK SERMAYE PİYASALARI**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Ali İhsan GÜNGÖR**  
**Uzman Yardımcısı**

**EKİM 2001**  
**ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Sermaye piyasalarında ortaya çıkan teknolojik yenilikler, deregülasyon ve uyumlaştırma sürecinin hızlanması borsaların faaliyetlerini sürdürdükleri ortamı büyük ölçüde farklılaştırmıştır. Yaşanan gelişmelere paralel olarak, borsalar tarafından yerine getirilmekte olan fonksiyonların bir kısmının gerekliliği ortadan kalkmış ya da görece önemi azalmıştır. Bu durum borsaların ekonomik fonksiyonlarının giderek daha özel bir alana kaymasına ve ihtisaslaşmaya doğru bir gidişin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Mümkün olduğunca geniş bir likidite havuzu oluşturmak ve piyasa katılımcılarının bu havuzdan en etkin şekilde yararlanacakları mekanizmaları oluşturmak, üzerinde ihtisaslaşılacak ana unsur oluşturmaktadır. Bu açıdan günümüzde borsaları likidite satan şirketler olarak değerlendirmek ve likiditeyi kendilerine çekme konusunda başarılı oldukları ölçüde varlıklarını sürdürebileceklerini söylemek doğru olacaktır. Bunun bir sonucu olarak borsalar giderek artan bir şekilde normal şirketler tarafından sergilenen davranışları sergilemekte, rekabet edilen alanın da çok daha açık hale gelmesi ve basitleşmesi ile birlikte borsalar arası rekabet hızlanmaktadır.

İletişim teknolojisinin sağladığı imkanların borsalar ve aracı kuruluşlar tarafından etkin bir şekilde kullanılması ile birlikte, çok farklı ülkelerdeki yatırımcılar tarafından yabancı piyasalardaki menkul kıymetlere erişimin kolaylaşması, borsalar için ulusal sınırların önemini ortadan kaldırmakta ve rekabet dünya ölçeğine taşınmaktadır. Yoğun rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilme ve konumlarını koruma mücadelesi içindeki borsalar arasında yoğun bir entegrasyon, birleşme ve stratejik işbirliği hareketi gözlenmektedir. Orta vadede bölgesel süper borsaların ortaya çıkmasının, uzun vadede ise her biri global düzeyde entegre bir şekilde hizmet sunan rakip ağların oluşmasının kaçınılmaz olduğu düşünülmektedir.

Birleşme ve işbirliklerine gidilmesi, ortaya çıkan ölçek ekonomileri ile borsaların maliyet yapılarında büyük avantajlar sağlamakta, ayrıca ağ etkisi sonucu yaratılan dışsallıklar gerek yaratılan likidite, gerekse daha etkin fiyat oluşumu sebebiyle piyasaları daha cazip hale getirmektedir. Öte yandan ölçek ekonomilerinin beklenen sonuçları verebilmesi borsaların ölçekleri ve merkezileştirilerek ortak olarak yürütülen faaliyetlerin neler olduğu ile yakından ilişkilidir.

Ölçek ekonomileri borsaların büyüklüğü ile orantılı olarak artan bir fonksiyon özelliği sergilemekte ve standart özelliklere dayanan alım satım fonksiyonunda kayda değer ölçek ekonomileri ortaya çıkmaktayken, standart olmayan ve yerel bilgilere dayalı olan kota alma işlemleri ölçek ekonomileri bakımından beklenen sonuçları vermemektedir. Bu durum, farklı ülke borsaları arasında ortak işlem platformları oluşturulması suretiyle alım satım işlemlerinin

merkezileştirilmesi ve ortak platformda işlem görecektir menkul kıymetlerin ulusal borsalar tarafından kota alınması esasına dayanan işbirliklerini de açıklamaktadır.

Uzun vadede yerel kalan borsaların önemsizleşmeleri ve dışlanmaları, beklenen bir sonuçtur. Alım satım işlemlerindeki yerel özelliklerin azalmasına bağlı olarak şirketlerin, kendilerine daha yüksek bir likidite imkanı sağlayan piyasaları tercih etmeleri beklenmelidir. Bu açıdan bakıldığında, mali durumları ve geleceğe yönelik beklentileri güçlü olan şirketlerin ülkelerindeki ulusal borsaya kote olmaksızın uluslararası bağlantılı piyasalara kote olmaları, ulusal borsaların konumlarını olumsuz yönde etkileyebilecek ve ulusal borsalar menkul kıymetleri uluslararası piyasalarda işlem görecektir düzeyde olmayan şirketlerin alım satımının yapıldığı piyasalar haline gelebilecektir.

Bu süreç ülkemiz sermaye piyasalarını ve İMKB'yi de etkileyecektir. Bu çerçevede, öncelikle yakın coğrafyamızdan başlamak üzere, dünya sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere kayıtsız kalınmamalı ve bu süreç içerisinde alınabilecek role ilişkin görüşlerimiz netleştirilmelidir.

21'inci yüzyılda finansal piyasalarda "basitleştir, standart ve otomasyona elverişli hale getir ve ölçeğini büyüt" şeklinde özetlenebilecek bir anlayışın hakim olacağı ve sermaye piyasalarımızın rekabet gücünün korunmasının da bu doğrultuda hareket edilmesi ile mümkün olabileceği düşünülmektedir.

## İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ.....	i
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ.....	ii
GİRİŞ.....	1
<b>I. BÖLÜM</b>	
<b>BORSA KAVRAMI VE BORSALARA ALTERNATİF OLUŞUMLAR.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1. Borsa Tanımı .....</b>	<b>2</b>
1.1.1. ABD’de Borsa Tanımı.....	3
1.1.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında Borsa Tanımı.....	4
<b>1.2. Borsaların Tanımlanmasına Alternatif Yaklaşımlar .....</b>	<b>5</b>
1.2.1. Fonksiyonel Yaklaşım .....	5
1.2.2. Fuzzy Logic Yaklaşım.....	6
<b>1.3. Borsalara Alternatif Oluşumlar.....</b>	<b>6</b>
<b>II. BÖLÜM</b>	
<b>BORSALARIN FONKSİYONLARI VE SERMAYE PİYASALARINDA YAŞANAN GELİŞMELER ÇERÇEVESİNDE SÖZKONUSU FONKSİYONLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>8</b>
<b>2.1. Borsaların Fonksiyonları ve Sözkonusu Fonksiyonlarda Gözlenen Değişimler .....</b>	<b>8</b>
2.1.1. Likidite Merkezi Oluşturma .....	8
2.1.2. Kotasyon Hizmeti Verme ve Şirketlere İlişkin Düzenli Bilgi Sağlama.....	10
2.1.3. Üyelik ve Standart Kurallar .....	11
2.1.4. Gözetim ve Denetim.....	13
2.1.5. Takas İşlemleri .....	14
<b>2.2. Borsaların Fonksiyonlarında Meydana Gelen Değişimlerin Sonuçları.....</b>	<b>15</b>
2.2.1. Borsalar: Likidite Satan Şirketler .....	15
2.2.2. Artan Rekabet ve Rekabetin Global Boyutu.....	16
<b>III. BÖLÜM</b>	
<b>BORSALAR ARASI İŞBİRLİĞİ, BİRLEŞME VE ENTEGRASYONLARA TEORİK BİR BAKIŞ..</b>	<b>18</b>
<b>3.1. Borsalar ve Ölçek Ekonomisi.....</b>	<b>18</b>
3.1.1. Ölçek Ekonomisi ve Standartlaştırma .....	19
3.1.2. İstatistikî Çalışmalar .....	19
<b>3.2. Borsalarda Ağ Ekonomisi Kavramı ve Dışsallıklar .....</b>	<b>21</b>
3.2.1. Ağ Ekonomisi Kavramı.....	21
3.2.2. Borsalarda Ağ Ekonomisi.....	22
3.2.3. Likidite Dışsallığı .....	23
3.2.4. Fiyat Oluşumu Dışsallığı.....	24
3.2.5. Dışsallıklar ve Kilitlenme (Lock – In).....	24
3.2.6. Rekabet Ortamında Borsa Davranışları .....	25

#### IV. BÖLÜM

#### TARİHSEL PERSPEKTİFTE BÖLGESEL BORSALARIN BİRLEŞME SÜRECİ.....27

#### 4.1. Bölgesel Borsaların Önemli Olduğu Dönemler .....27

#### 4.2. Bölgesel Borsaların Göreli Öneminin Azalması .....28

#### 4.3. Bölgesel Borsalar Arası Birleşmeler .....29

#### 4.3.1. Birleşmeler Sonrasında İşlem Hacimlerinde Gözlenen Değişim .....30

#### 4.3.2. Birleşmelerin Diğer Etkileri .....30

#### V. BÖLÜM

#### GÜNCEL GELİŞMELERDEN ÇEŞİTLİ ÖRNEKLER.....32

#### 5.1. Aynı Ülke İçerisindeki Borsaların Birleşmeleri.....32

#### 5.1.1. Fransa .....34

#### 5.1.2. Hong Kong .....34

#### 5.2. Farklı Ülke Borsaları Arasındaki Birleşmeler .....35

#### 5.2.1. EUREX.....35

#### 5.2.2. EURONEXT .....37

#### 5.2.3. iX International Exchange Girişimi .....38

#### 5.3. Farklı Ülke Borsaları Arasındaki İşbirlikleri.....40

#### 5.3.1. EURO.NM.....41

#### 5.3.2. NOREX .....41

#### 5.3.3. GLOBEX.....42

#### 5.3.4. EUREX-CBOT İşbirliği .....43

#### 5.4. Dünya Geneline Ağlar Oluşturma Amacıyla Yürütülen Çalışmalar .....43

#### 5.4.1. Nasdaq Tarafından Yürütülen Çalışmalar .....44

#### 5.4.2. NYSE Tarafından Yürütülen Çalışmalar: GEM.....46

#### 5.5. Takas ve Saklama Hizmetlerinin Süreçten Etkilenmeleri.....46

#### 5.5.1. Teknolojide Yaşanan Gelişmelerin Yansımaları .....46

#### 5.5.2. Takas ve Saklama İşlemlerinde İşbirlikleri .....47

#### 5.5.3. Takas ve Saklama İşlemlerinde Konsolidasyon .....48

#### VI. BÖLÜM

#### YAŞANAN GELİŞMELERİN AVRUPA BİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ.....50

#### 6.1. Tek Paraya Geçişin Etkileri .....50

#### 6.2. Muhtemel Gelişmeler.....51

#### 6.3. Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi .....52

#### 6.4. Entegrasyon Sürecini Hızlandıracak Bazı Direktif Çalışmaları.....54

#### VII. BÖLÜM

#### DÜZENLEYİCİ OTORİTELERİN FARKLILAŞAN ROLLERİ .....56

#### 7.1. Globalleşme ve Sermaye Piyasası Düzenlemeleri.....57

#### 7.2. Uluslararası Tek Bir Düzenleyici Çerçevenin Oluşturulması Alternatifi Üzerine Değerlendirmeler .....57

<b>VIII. BÖLÜM</b>	
<b>İMKB TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN ULUSLARARASI FAALİYETLER.....</b>	<b>60</b>
<b>8.1. SECI Projesi .....</b>	<b>61</b>
<b>8.2. FEAS Çalışmaları .....</b>	<b>62</b>
<b>8.3. Diğer Çalışmalar .....</b>	<b>63</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>64</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>68</b>
<b>EK/1 DÜNYA BORSALARI TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN İŞBİRLİĞİ, BİRLEŞME VE ENTEGRASYON ÇALIŞMALARININ 1999 YILINDAN İTİBAREN İZLEDİĞİ SEYRİN KRONOLOJİK ÖZETİ .....</b>	<b>71</b>
<b>EK/2 ULUSLARARASI BORSALAR FEDERASYONU ÜYESİ BORSALARA İLİŞKİN İSTATİSTİKLER .....</b>	<b>77</b>
<b>EK/3 SECI PROJESİ ÇERÇEVESİNDE TASARLANAN İŞLEYİŞ ESASLARI.....</b>	<b>80</b>

## KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMEX	: American Stock Exchange
ATS	: Alternatif Alım Satım Sistemi (Alternative Trading Systems)
CBOT	: Chicago Board of Trade
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission
DTB	: Deutsche Termin Börse
ECN	: Elektronik İletişim Sistemi (Electronic Communication Network)
FEAS	: Federation of Euro-Asian Stock Exchanges
HKEx	: Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
LIFFE	: London International Financial Futures Exchange
LSE	: London Stock Exchange
NASD	: National Association of Securities Dealers
Nasdaq	: National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NY Curb	: New York Curb Stock Exchange
NYSE	: New York Stock Exchange
OSE	: Osaka Securities Exchange
OTC	: Tezgah�st� Piyasalar
SEC	: Securities and Exchange Commission
SECI	: Southeast European Cooperation Initiative
SOFFEX	: Swiss Options and Financial Futures Exchange
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
STP	: Straight Through Processing
VİOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş

## **TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ**

### **TABLolar**

<b>Tablo 1</b>	: Dünya Borsalarına Kote Olan Şirket Sayıları	77
<b>Tablo 2</b>	: Dünya Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları	78
<b>Tablo 3</b>	: Dünya Borsalarının İŞlem Hacimleri	79

### **ŞEKİLLER**

<b>Şekil 1</b>	: Tipik Bir Ağ	22
<b>Şekil 2</b>	: Borsalar Örneğinde Ağ	23



## GİRİŞ

Borsalar, bir ekonomideki sermaye birikiminin en verimli alanlara aktarılmasını sağlayan araçlardır. Hangi firmaların fonlanacağı ve sermaye maliyetinin ne olacağının borsalarda piyasa koşulları içerisinde belirlenmesi, borsaların ülkelerin makro ekonomik gelişiminde merkezi bir rol oynamalarını sağlamıştır. Geçtiğimiz yüzyıl içerisinde, borsaların ulusal ekonomiler içerisindeki önemi sürekli olarak artmıştır. Günümüzde milyonlarca yatırımcı tasarruflarını doğrudan ya da menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik fonları ve hayat sigortası şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar aracılığıyla borsalarda değerlendirmektedir.

Özellikle 1970'lerden bu yana sermaye piyasalarında teknolojik yenilikler, deregülasyon ve yeni finansal enstrümanlara ilişkin büyük gelişmeler yaşanmaktadır. Alım satım işlemleri ve finansal piyasalar giderek daha global hale gelmektedir. Şirketler finansman imkanları konusunda kendi iç pazarları ile sınırlı kalmamakta ve uluslararası piyasalardan yoğun şekilde faydalanmaktadır. Aynı şekilde yatırımcıların seçim yapabileceği yelpazenin de kayda değer şekilde genişlediği görülmektedir. Bu, doğal olarak, beraberinde dünya genelinde piyasaların işleyişine ilişkin kuralların uyumlaştırılmasını getirmektedir.

Borsalar, piyasalardaki uluslararasılaşma ve deregülasyon sonrası ortaya çıkan rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilmek için yatırımcılara daha yüksek bir likidite imkanı vermek zorunda kalmaktadırlar. Bu kapsamda tüm dünyada etkinlik ve likidite öne çıkan değerler olarak göze çarpmaktadır.

Ayrıca borsalara alternatif yeni işlem sistemlerinin ve teknolojilerinin giderek yaygınlaşması geleneksel sermaye piyasası kurumları üzerinde büyük bir rekabetçi baskı yaratmaktadır. Bir cazibe merkezi haline gelebilmek için, borsalar arasında yoğun bir entegrasyon, birleşme ve stratejik işbirliği hareketi gözlenmektedir. Bu çalışmanın amacı, yeni dünya düzeni içerisinde borsaların rollerinde meydana gelen değişimleri ve sözkonusu değişimleri ortaya çıkartan dinamikleri ortaya koymak, entegrasyon sürecinin ardında yatan teorik mantığı açıklamak ve bunu güncel uygulama örnekleri ile destekleyerek ülkemiz sermaye piyasalarının yeni düzen içerisinde alabileceği role ilişkin değerlendirmelerde bulunmaktır.

## I. BÖLÜM

### BORSA KAVRAMI VE BORSALARA ALTERNATİF OLUŞUMLAR

Borsalara ilişkin analizlerin sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için öncelikle borsaların tanımlanmasının ve fonksiyonlarının anlaşılmasının yerinde olacağı düşünülmektedir. Borsaların tanımlanması konusunda çeşitli tartışmalar bulunmakta, özellikle son yıllarda likidite sağlama fonksiyonunu yerine getiren kuruluş ve organizasyonların çeşitlenmesi ve yeni düzenlemelerin yapılmasının gerekliliğinin ortaya çıkması ile birlikte bu konuda ortaya çıkan tartışmalar yoğunluk kazanmaktadır.

#### 1.1. Borsa Tanımı

Borsaların tanımlanmasında kullanılacak en iyi yollardan bir tanesi, farklı işlem sistemleri aracılığı ile gerçekleştirilen faaliyetlerin hangilerinin düzenlenmesi gerektiği konusunda yapılacak belirlemelere bağlı olmaktadır. Bu durumda finansal piyasalarda düzenleme yapmanın temel amaçlarının neler olduğu ve alım satım sistemlerinin işleyiş biçimlerinin bu amaçları nasıl etkileyeceği konusunda belirlemeler yapılması gerekmektedir (Lee. 1992:4).

Öte yandan, bu analizi güçleştiren bir çok faktör bulunmaktadır. İlk olarak, finansal piyasalarının işleyişinin hangi amaçlara dayandığı açık olarak belli olmamakta ve bir çok ülkede de açık olarak tanımlanmamış bulunmaktadır (Lee. 1992:4).

Finansal piyasalar en basit anlamıyla fon ihtiyacı içerisinde bulunan ekonomik birimler ile fon fazlası olup, bu fazlayı plase edecek yatırım alanları arayan ekonomik birimlerin buluşturulmasını sağlayan mekanizmalardan oluşmuş yapıdır. Finansal piyasaların düzenlenmesi ise, fon arz ve talebinin buluşturulması sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesini ve tarafların haklarının mümkün olduğunca korunmasını, dolayısıyla uzun vadede piyasaların gelişiminin sağlanması suretiyle ülkedeki kaynak dağılımının etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlamayı amaçlamaktadır. Sermaye piyasaları özelindeki geleneksel yapıda; piyasa tabakalar halinde içten dışa doğru yayılmış bir hedef tahtasına benzetilecek olursa, merkezde fon arzı, onun dışında piyasa mekanizması, en dış dairede ise tasarruflarını değerlendirmek isteyen bireysel yatırımcılar yer alacaktır. Bireysel yatırımcılarla piyasa merkezi arasındaki bağlantı ise, sırasıyla aracı kuruluşlar ve belli durumlarda kurumsal yatırımcılar tarafından sağlanmaktadır. Bu daire içerisinde bulunan tarafların çıkarları birbirleri ile sıklıkla çelişebilmektedir. Örneğin hisse senetlerini halka arz ederek fon sağlamak isteyen bir şirket açısından cazip olan, bunu en düşük maliyetle ve mümkün olduğunca az yükümlülük altına girerek yapmaktır. Bu durumda, borsalar tarafından örneğin kamuyu aydınlatma ya da bağımsız denetim yükümlülüklerinde şirketlere getirilecek

istisnalar yatırımcıların şirket hakkında doğru ve düzenli bilgi edinmeleri konusunda sorunlara yol açabilecek ve yatırım kararlarının sağlıklı bir şekilde verilmesinin önünde engel oluşturacaktır. Aynı şekilde aracı kuruluşların yatırımcılardan alacakları komisyonlar ile yatırımcıların daha düşük maliyetle piyasalara erişimi arasında, hatta borsalar ile aracı kuruluşlar arasında da çıkar çatışmaları ortaya çıkabilmektedir. Finansal piyasaların işleyişinin ve düzenlemelerin hangi amaçlara dayandığının tanımlanmamış olmasının doğal bir sonucu olarak, yapılacak düzenlemelerin hizmet edeceği ekonomik birimler ve farklı birimler arasında gözetilecek dengeler de belirsizlik taşımaktadır.

ABD gibi, sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin temel amacının yatırımcıların korunması olarak belirlendiği ülkelerde dahi, dürüst ve düzenli bir piyasanın ve rekabetçi bir yapının oluşturulması, işlemlerin gerçekleşmesi için etkin bir mekanizmanın tesis edilmesi ile, belirlenmiş olan amacın gerçekleştirilmesi arasında ortaya çıkabilecek birbiri ile çelişen durumların ortadan kaldırılmasında sorunlarla karşılaşlabilmektedir (Lee. 1992:4).

### **1.1.1. ABD’de Borsa Tanımı**

Borsa kavramı Securities and Exchange Act of 1934’ün 3(a)(1) bölümünde; bir pazar yeri ya da menkul kıymet alıcı ve satıcılarını bir araya getiren araçları oluşturan, idare eden ya da sağlayan ya da diğer başka şekillerde menkul kıymetlerle ilgili olarak çoğunlukla, borsa sözcüğünün genellikle anlaşıldığı biçimiyle, bir borsa tarafından yerine getirilen fonksiyonları yerine getiren ve böyle bir borsa tarafından sağlanan pazar yeri ile pazar yerine ilişkin araçları da kapsayan tüzel kişiliğe sahip olan ya da olmayan organizasyon, birlik ya da kişilerden oluşmuş grup olarak tanımlanmaktadır.

Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından daha sonra konulan 3(a)-16 kuralı ise, bugünkü piyasa yapısı çerçevesinde tanımın daha anlamlı hale getirilmesini amaçlamaktadır. Buna göre; çok sayıda alıcı ve satıcının emirlerini bir araya getiren ve bu emirlerin birbirini etkilediği, emirleri giren alıcı ve satıcıların alım satımın şartlarında anlaştığı yerleşmiş ve tekdüze yöntemler kullanan organizasyon, birlik ya da kişilerden oluşmuş grup borsa olarak tanımlanmıştır.

SEC tarafından borsa tanımının yapılması sırasında yapılan değerlendirmede öncelikle, borsaları aracı kuruluşlar ve likidite sağlayan diğer kuruluşlardan ayıran en önemli özelliklerin alım satım işlemlerinin merkezileştirilmesi, alıcı ve satıcılara çeşitli şekillerde sürekli ya da düzenli olarak alım satım teklifleri oluşmasının sağlanması ve bu nedenle alıcı ve satıcıların sözkonusu fiyatlar üzerinden istedikleri anda alım ve satım yapabilecekleri fikrini edinmeleri gösterilmektedir (Domowitz. 1998:7). Öte yandan bu şartların oluşması için kullanılacak mekanizmalar bir işlem salonu, emirlerin merkezileştirildiği bir elektronik işlem sistemi ya da benzeri diğer şekillerde farklılık gösterebilecektir.

Ortaya konması gereken önemli bir nokta, borsaların geleneksel olarak fiziksel bir mekanla ilişkilendirilmelerine rağmen, bilgi iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler sonrasında, borsaların faaliyetlerinin farklı mekanlardan<sup>1</sup>, hatta bunun da ötesinde fiziksel bir mekan olmaksızın<sup>2</sup> sürdürülebilmesinin imkan dahilinde olduğudur. Bu çerçevede, borsa niteliği için fiziksel bir mekanın aranması günümüz koşullarında geçerliliğini kaybetmiştir (Clayton. 1999:4).

SEC tarafından yapılan borsa tanımı oldukça geniş ve belirsiz bir anlam içermektedir (Domowitz, 1998:11). Bazı alım satım sistemlerine ilişkin olarak alınan mahkeme kararlarında, mahkemeye konu olan alım satım sistemlerinin borsa sayılıp sayılmayacağı konusunda mahkemeler tarafından yapılan yorumlarda, yapılan tanımın yeterince açık olmadığı vurgulanmaktadır. SEC tarafından yapılan geniş ve belirsiz tanımlamanın temel sebebi, finansal piyasaların son derece dinamik bir alan olması ve katı bir tanım yapılmasının yaşanan hızlı gelişmeler karşısında çeşitli sorunlar ortaya çıkartma olasılığıdır. SEC'nin özellikle Alternatif Alım Satım Sistemlerinin (ATS) borsa kategorisine girip girmediği konusundaki değerlendirme ve yaklaşımları olay ve durum bazında olmuş ve sözkonusu sistemlerin piyasanın bütününe olan etkileri dikkate alınarak tavır takınılmıştır.

Uygulamanın yönlendirilmesinde ise zaman içerisinde bazı kalıpların ortaya çıktığını söylemek mümkün olmakla birlikte, SEC tarafından yapılan çeşitli açıklamalarda, herhangi bir alım satım sisteminin borsalara ait bazı karakteristikleri göstermekten kaçınmakla, borsa olarak SEC kaydına girmekten imtina etmelerinin mümkün olmadığı, borsa olarak kabul edilme durumunun olaya ve duruma ait özelliklerin tümünün bir arada irdelenmesi sonucunda değerlendirileceği ifade edilmiştir (Domowitz. 1998:11).

### **1.1.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında Borsa Tanımı**

Ülkemizde menkul kıymet ve vadeli işlem borsaların tanımına ilişkin hükümler SPKn'nun 40'inci maddesi ile Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararnamenin 3'üncü maddelerinde yer almaktadır.

SPKn'nun 40'inci maddesinin birinci fıkrasında "Sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır" hükmü yer almaktadır. Hükümde

---

<sup>1</sup> The Pacific Exchange faaliyetlerini, biri Los Angeles diğeri ise San Francisco'da olmak üzere iki farklı işlem salonu aracılığı ile sürdürmektedir.

<sup>2</sup> Nasdaq SEC tarafından henüz bir borsa olarak kabul edilmemiş olmakla birlikte, yazar tarafından fiziksel mekan olmaksızın faaliyet gösteren borsalara bir örnek olarak verilmiştir. SEC tarafından da tanınmış ilk elektronik borsa 26 Mayıs 2000 tarihinde faaliyete geçen International Securities Exchange'dir.

“güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında alım satım yapılabilmesini sağlamak” ve “oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek” ifadeleri ile daha çok borsaya yüklenen görevlere ve borsa tarafından yerine getirilen fonksiyonlara yer verilmiştir.

40’inci maddenin ikinci fıkrasında ise “Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. ... Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık karlarının %20’sinden fazlasını dağıtamazlar.” hükmü yer almakta ve temel olarak vadeli işlem ve opsiyon borsalarının anonim şirket şeklinde kurulabilmesine imkan vermeyi ve bununla ilgili yöntemleri belirlemeyi amaçlamaktadır.

Aynı maddenin dördüncü fıkrası “Kurul, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan sağlayacak piyasalar ile sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı diğer teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya yetkilidir” hükmünü içermektedir. Burada piyasa kavramı kullanılarak sermaye piyasası araçlarının alım satımının yapılacağı organize olmuş, fakat borsa kapsamında olmayan organizasyonları düzenleme konusunda SPK’ya yetki verilmiş bulunmaktadır. Söz konusu fıkra çerçevesinde ülkemizde de ABD’deki Nasdaq ya da Japonya’daki Jadaq benzeri piyasaların oluşturulmasına imkan tanınması amaçlanmıştır.

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararnamenin 3’üncü maddesinin birinci fıkrasının (1) no’lu alt bendi ise “Menkul kıymetler borsaları bu Kanun Hükmünde Kararnamede yazılı esaslar dairesinde menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır” hükmünü içermekte ve temelde SPKn ile getirilen tanımlamayla bir farklılık içermemektedir.

## **1.2. Borsaların Tanımlanmasına Alternatif Yaklaşımlar**

Yukarıdaki bölümlerde açıklananlardan hareketle tek bir borsa tanımının yapılmasının son derece güç olduğu ortaya çıkmaktadır. Düzenleyici otoritelerin borsaları açık olarak tanımlama ve bu çerçeve içerisinde düzenleme konusunda karşılaştıkları sorunların aşılmasında önerilen yaklaşımlar iki başlık altında incelenebilecektir (Lee. 1992:31).

### **1.2.1. Fonksiyonel Yaklaşım**

Fonksiyonel yaklaşım, düzenlemenin kurumsal temel üzerine oturtulması anlayışının terk edilmesine ve sadece ifa edilen fonksiyonlara odaklanılmasına dayanmaktadır. Borsaların temelde, işlemlerin gerçekleşmesini sağlayacak bir sistemin sağlanması, katılımcılara yönelik düzenleme faaliyetlerinde bulunulması ve menkul kıymetlerin kote edilmesi olmak üzere üç

ayrı fonksiyonu yerine getirmelerinin gerekli olduğu üzerinde genel bir anlayış birliği mevcuttur (Lee. 1992:33). Yapılacak belirlemeler de bu fonksiyonların yerine getirilip getirilmediği üzerinde yoğunlaşacaktır. Ancak, bu durumda, borsaların tanımlaması konusunda ortaya çıkan sorun, yerine getirilen faaliyetlerin tanımlanması sorunu olarak yeniden karşımıza çıkmakta, ayrıca piyasaların bazı fonksiyonlarının neden düzenlenmesi gerektiğinin yine sorgulanması gerekmektedir.

### **1.2.2. Fuzzy Logic Yaklaşım**

Bu yaklaşımın benimsenmesi halinde ise, piyasa katılımcılarına yönelik olarak hukuki bir tanımlamanın veya hangi kuruluşlar tarafından hangi fonksiyonların yerine getirileceği ya da getirilemeyeceği konusunda bir belirlemenin yapılmaması öngörülmektedir. Öte yandan sermaye piyasalarındaki belli faaliyetlerin belli nitelikleri taşıyan kuruluşlar tarafından yerine getirilmesine dayanan genel kabul görmüş yaklaşımdan vazgeçilmesi de sözkonusu değildir. Ancak düzenleyici otoritenin görevi, baştan katı olarak tanımlanmış bir kurallar setine bağlı olarak değil, genel anlamda kamu yararının gözetilmesine dayanmaktadır.

Bu şekilde bir anlayışın benimsenmesi halinde düzenleyici otorite, hukuki metinlere bağlı kalmak yerine, ortaya çıkabilecek farklı durumların özelliklerine göre amaçları doğrultusunda esnek bir tavır takınabilecektir. Bununla birlikte bu yaklaşımın güçlü yanları aslında aynı zamanda zayıflıklarını da oluşturmaktadır. Özellikle piyasa katılımcılarının yapacakları faaliyetleri planlamaları sırasında sözkonusu faaliyetlerin düzenleyici otorite tarafından ne şekilde değerlendirileceği konusunda yaşayacakları belirsizlikler sorun oluşturabilecektir (Lee. 1992:32). Bu açıdan bakıldığında, düzenleyici otorite tarafından ülke içerisindeki menkul kıymet alım satımının tek bir borsa bünyesinde yapılmasının kamu yararı açısından en etkin sonucu vereceğine ilişkin bir yargıya sahip olunması halinde, fuzzy logic yaklaşım işlerliğini yitirecek ve olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Zira bu durumda düzenleyici otorite tarafından kabul gören borsaya rakip olarak ortaya çıkabilecek tüm oluşumlar çeşitli gerekçeler gösterilerek kabul görmeyecek, bütün piyasa katılımcıları bir şekilde, düzenleyici otorite tarafından kabul görmüş tek borsaya yönlendirilecektir.

### **1.3. Borsalara Alternatif Oluşumlar**

Borsaların tanımlanması konusunun son yıllarda yeniden tartışmaya açılması ve özellikle gelişmiş finansal sistemlerde bu konuda tartışmalar çıkmasının ardında yatan temel sebeplerden biri, borsalara alternatif oluşturan, fakat buna karşın düzenleyici otoriteler tarafından borsa sayılıp sayılmamaları konusunda çeşitli tereddütler doğuran oluşumlardır.

On-line işlem imkanlarının artması ve diğer teknolojik gelişmeler günümüzde bir borsa ya da benzeri organizasyonun oluşturulmasının önündeki engelleri ortadan kaldırmış ve maliyetleri de önemli ölçüde düşürmüştür. Bu doğrultuda başta ABD’de olmak üzere çeşitli

ülkelerde doğrudan doğruya borsaların piyasa oluşturma fonksiyonları ile rekabet eden yeni sistemler ortaya çıkmıştır. ATS olarak adlandırılan bu sistemler, bir borsa gibi emir toplamakta, karşılaştırmakta ve gerektiğinde başka borsa ya da piyasalara yönlendirmektedirler. Bu sistemlerin bir borsa olarak tanınması tartışma konusu olmakla birlikte, ABD’de SEC tarafından yapılan düzenlemeler bunu mümkün kılmıştır.

1998 yılı Aralık ayı içerisinde yürürlüğe giren “Regulation ATS” düzenlemesi ile ATS’lere, faaliyetlerine ve işlem hacimlerine bağlı olarak ulusal menkul kıymet borsası ya da broker-dealer olarak kayıt yaptırmayı seçme hakkı verilmiş ve uyulması gereken kurallar belirlenmiştir. Halen ATS’lerin bir alt türü olan Elektronik İşlem Sistemlerinin (ECN) ikisi tarafından, borsa olarak kabul edilmek üzere SEC’ye yapılmış başvuru bulunmaktadır. Bunlardan “Island” 28 Haziran 1999, “NexTrade” 24 Mart 2000 tarihinde SEC’ye başvurularını yapmış olup, 11 Ağustos 1999 tarihinde başvurusunu yapmış olan Archipelgo ise Pacific Exchange ile işbirliğine giderek, sözkonusu borsaya teknolojisini kullandırma konusunda görüşmelere başlamış ve başvurusunu dondurmıştır.<sup>3</sup>

Bu sistemler, geleneksel borsaların aksine kotasyon hizmeti vermemekte, sadece alım satım faaliyetleri üzerinde yoğunlaşarak en aktif hisse senetlerinde işlem yapmaktadır. Bu şekilde borsalar tarafından yerine getirilen kotasyon işlemlerinin maliyetine katlanmaksızın, alım satım işlemlerinden kazanç elde etmektedirler.

Düzenleyici otoriteler yaptıkları düzenlemelerle bu tür oluşumları kurallara bağlamaya çalışırken, borsalar da beklentileri farklılaşan piyasa katılımcılarından gelen talepler ve düzenleyici otoritelerin koyduğu kurallar arasındaki sınırlı hareket alanı içinde bu sistemlerle rekabet etmeye çalışmaktadır.

---

<sup>3</sup> Archipelago’nun, Pacific Exchange’in iletişim ve alım satım mekanizması olarak kullanılmasına ilişkin başvuru, 25 Ekim 2001 tarihinde SEC tarafından kabul edilmiştir.

## II. BÖLÜM

### BORSALARIN FONKSİYONLARI VE SERMAYE PİYASALARINDA YAŞANAN GELİŞMELER ÇERÇEVESİNDE SÖZKONUSU FONKSİYONLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

#### 2.1. Borsaların Fonksiyonları ve Söz konusu Fonksiyonlarda Gözlenen Değişimler

Borsaların tanımlanması konusunda ortaya çıkan sorunlar dikkate alındığında kesin bir tanım yapmak yerine, bir borsa tarafından yerine getirilmesi beklenen fonksiyonların üzerinde durulması, borsalara ilişkin olarak yapılacak analizleri daha anlamlı kılacaktır. Bu fonksiyonlar temel olarak;

- Merkezileştirme,
  - İşlemlerin gerçekleşeceği mekanizmaları oluşturma,
  - Likidite sağlama,
  - Fiyat oluşumunu sağlama,
  - Kotasyon hizmeti verme,
  - Şirketlere ilişkin düzenli bilgi sağlama,
  - Borsada işlem yapacak üyeleri belirleme,
  - Borsada düzen ve disiplinin sağlanması için kurallar koyma ve izleme,
  - Gözetim ve denetim fonksiyonlarını yerine getirme,
  - Takas işlemlerinin gerçekleştirilmesini sağlama,
- olarak ortaya çıkmaktadır (Baumol.1965:2-8).

Günümüzde yukarıda yer alan fonksiyonların da tartışma konusu olması mümkündür. Ayrıca yukarıda yer alan fonksiyonların bazılarının birbirleri ile iç içe geçmiş durumda olduğu ve birbirlerinden ayrılmalarının mümkün olmadığı da vurgulanması gereken bir diğer önemli nokta olup, aşağıda yapılacak değerlendirmede de bazı fonksiyonlar tek başlık altında ele alınacaktır. Bu noktada, borsaların ikinci elde sağladıkları likidite ile ekonomiye kaynak sağlama, mülkiyeti tabana yayma, uzun vadeli yatırımların finansmanı gibi sermaye piyasalarının genel fonksiyonlarına da katkıda buldukları unutulmamalıdır.

##### 2.1.1. Likidite Merkezi Oluşturma

Borsaların merkezileştirme, işlemlerin gerçekleşeceği mekanizmaları oluşturma, likidite ve fiyat oluşumunu sağlama fonksiyonları bu başlık altında değerlendirilecektir.

Borsaların en büyük özelliği, yatırımcıların alım satım emirlerinin aracılar vasıtasıyla merkezi bir ortamda toplanarak bunların gerçekleştirilmesinin sağlanmasıdır. Bir menkul



kıymeti almak ya da satmak isteyen bir yatırımcının amacına kolaylıkla ulaşabilmesi, sözkonusu menkul kıymetin organize bir piyasada işlem görmesi ile yakından ilişkilidir. Organize bir piyasanın bulunmadığı durumda, yatırımcının sözkonusu menkul kıymetleri almak ya da satmak isteyen karşı tarafları bulmak için ilave bir çaba sarfetmesi gerekmektedir. Bunun için, menkul kıymet ile ilgilenen aracı kuruluşlara başvurmalı ve onların yardımını almalıdır. Ancak, merkezi bir ortamın bulunmamasının doğal bir sonucu olarak, aracı kuruluşların da yatırımcı için en avantajlı koşulları öneren karşı tarafı bulmalarında sorunlarla karşılaşılacaktır. Bunun ötesinde merkezi bir ortamın bulunmaması, aracı kuruluşun işlemin karşı tarafını ararken yeterli çabayı, hatta gerekli iyiniyet ve özeni gösterip göstermediği konusunda şüpheler oluşturacaktır. Borsaların organize nitelikleri ve merkezileştirme fonksiyonları bütün bu olumsuzlukların önüne geçilmesini sağlamaktadır.

Borsalar likidite sağlama konusunda da önemli bir görevi yerine getirmektedirler. Çok sayıda alıcı ve satıcının bir araya gelmesi, piyasada aynı anda hem alıcı hem de satıcıların olmasını sağlamakta ve yapılan bireysel bir alım - satım işlemi sırasında fiyatların çok fazla değişmesini önlemektedir. Yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymetleri belirlenmiş zamanlar içerisinde istekli başka karşı taraflara cari fiyatlardan ya da cari fiyatlara yakın seviyelerden satabilmelerinin imkan dahilinde olması sayesinde, menkul kıymetler birinci elde daha fazla talep görmekte ve şirketler sermaye piyasaları aracılığıyla fon toplama konusunda daha başarılı olabilmektedirler.

Öte yandan merkezileştirme ve likidite havuzu oluşturmada kullanılacak mekanizmalar bir işlem salonu, emirlerin merkezileştirildiği bir elektronik işlem sistemi ya da benzeri diğer şekillerde olmak üzere farklılık gösterebilecektir.

Borsalarda alım satım yapan geniş bir yatırımcı kitlesinin bulunmasının doğal bir sonucu olarak, oluşan fiyatlar çok farklı ekonomik birimlerin değerlendirme ve beklentilerinin etkileşimini yansıtmaktadır. Bu şekilde oluşan fiyatlar daha sağlıklı olarak nitelendirilmekte ve bir şirketin hisse senetlerinin fiyatına ilişkin kararların verilmesinde büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Ayrıca, borsalar yapılan işlemlerle ilgili olarak sistematik bilgileri piyasaya ulaştırmakta ve yatırımcıların bilgilenmesini sağlamaktadır. Bu amaçla fiyat ve işlem hacmi bilgileri düzenli ve genellikle anlık olarak yayımlanmaktadır.

Öte yandan borsalarda işlemlerin gerçekleştirilmesi ve fiyat oluşumuna yönelik yöntemler farklılık gösterebilmektedir. Temel olarak kullanılan fiyat belirleme yöntemleri sürekli alım satım yöntemi ve çağrı yöntemi olarak ikiye ayrılacaktır. Ancak, günümüzde bazı borsalarda sürekli alım satım yönteminin uygulanmasının yanı sıra, gün içerisinde belli aralıklarla çağrı seanslarının da yapılmasına dayanan karma sistemler de uygulanabilmektedir. Çağrı seansları genellikle açılışta, açılış fiyatının belirlenmesi ya da gün içerisinde arz ve talep arasındaki dengesizliklerin giderilmesi amaçlarıyla kullanılmaktadır.

### 2.1.2. Kotasyon Hizmeti Verme ve Şirketlere İlişkin Düzenli Bilgi Sağlama

Borsalarda her şirketin hisse senedi alınıp satılmamakta, sadece borsa kotunda bulunan sınırlı sayıda şirketin hisse senedi işlem görebilmektedir.

Borsa kotuna girebilmek için şirketlerin borsalarca belirlenen sayısal ve niteliksel koşulları yerine getirmeleri gerekmektedir. Sayısal koşullar; sahip olunabilecek en az sermaye, en az net dönem kârı, minimum halka açıklık oranı, şirketin faaliyette bulunduğu süre gibi şartlardır. Niteliksel koşullar ise her hisse senedinin oy hakkı olması, hisse senetlerinin alım satımı üzerinde herhangi bir engel bulunmaması gibi şartlardan oluşmaktadır. Ayrıca, şirketlerin borsa kotuna girdikten sonra borsa kotunda kalabilmek için de uyması gereken koşullar mevcuttur. Bunlar şirketlerin periyodik olarak borsalara standart bilgi raporları göndermeleri, mali tablolarının bağımsız denetime tabi tutulması ve çeşitli bilgilerin yayınlanması gibi koşullardır.

Geleneksel olarak bir şirket için menkul kıymetlerinin bir borsa tarafından kote edilmiş olması yatırımcılara yönelik bir sinyal olarak algılanmaktadır (Macey. 1999:7). Zira şirket, borsa tarafından aranan kriterleri sağlayarak kendini ispat etmiş sayılmaktadır. Şirketlerin kote oldukları borsalar yatırımcılara yönelik bir işaret olarak algılanmakta, örneğin New York Stock Exchange'de (NYSE) kote olan bir şirketin aranan yüksek koşulları sağladığı ve bu açıdan sağlam bir şirket olduğu, ayrıca borsaca konan kurallar çerçevesinde kamuya düzenli olarak bilgi açıklayacağı sonuçlarına ulaşılabilecek, öte yandan sadece bölgesel bir borsada ya da Nasdaq'ta kote olmuş bir şirket daha riskli olarak değerlendirilecek ve yatırımcılar risk - getiri tercihlerine göre kararlarını bu çerçevede alacaklardır. Ayrıca menkul kıymetleri ilk defa halka arz olunan şirketlerin yeteri kadar tanınmamalarının bir sonucu olarak, yatırımcıların sözkonusu şirketlerin menkul kıymetlerine talep göstermeleri büyük ölçüde menkul kıymetlerin bir borsaya kote edilmelerine bağlı bulunmaktadır.

Ancak günümüzde aracı kuruluşlar, yatırım bankaları, denetim şirketleri, yatırım danışmanları ve ülkeden ülkeye farklılık gösteren benzeri kuruluşlar tarafından borsaların bu fonksiyonları tehdit edilir hale gelmiştir (Macey. 1999:7-8). Örneğin halka arzda aracı kuruluş ya da yatırım bankalarına yüklenim yükümlülüğü getirilmesine ilişkin düzenlemeler ile artık sözkonusu kuruluşlar da bir anlamda şirketlere kefil olmaktadır. Bu anlamda finansal kuruluşların ölçek olarak kayda değer şekilde büyümeleri ve profesyonelleşmeleri, ayrıca ekonomi içerisindeki ağırlıklarının artmasına bağlı olarak yüklenimi gerçekleştiren kuruluşlar da yatırımcılar açısından önemli bir sinyal oluşturmaktadır.

Bunun ötesinde bir çok bağımsız denetim şirketinin danışmanlık bölümleri tarafından şirketlere ilişkin olarak detaylı araştırmalar yapılmakta ve yayımlanmaktadır. Ayrıca bir çok aracı kuruluşun araştırma bölümleri ve yatırım danışmanlığı şirketleri de yatırım olanakları konusunda yatırımcılara kapsamlı bilgi verebilmektedir. Zira gelişen teknoloji imkanları ile birlikte, geleneksel anlamda emirlerin yatırımcılardan alınıp piyasaya iletildiği aracılık modeli

de önemini yitirmekte, sözkonusu işlemlerin büyük bölümünün otomatik olarak yapılması imkan dahilinde bulunmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak finansal piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşlar giderek artan bir biçimde bilgi üretimine ve bu bilgilere dayanarak yatırımcılara daha nitelikli hizmet vermeye yönelmektedir. Bir şirketin borsaya kabul edilmiş olması yatırımcılara şirketin belli kriterleri sağladığı konusunda bir sinyal oluşturmakla birlikte, bir aracı kuruluş tarafından bir yatırımcıya yapılacak değerlendirme ve öneriler, aynı zamanda bir uygunluk analizini de içermesi ve yatırımcıların bireysel profiline de dikkate alınmış olması bakımından bir çok durumda daha anlamlı bulunmaktadır.

Ayrıca, halka açık şirketler bir borsaya kote olmasalar dahi, belli periyodlar halinde sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde talep edilen mali tablo ve raporlar ile düzenli bir bilgi akışını sağlamak zorundadırlar. Borsalar genellikle zaten var olan yükümlüklere çeşitli ilaveler yaparak, şirketlerden gelen bilgi akışını merkezileştirmekte ve yatırımcıların alım satım kararlarının verilmesi için daha sağlıklı bir ortam oluşturmaya çalışmaktadırlar. Gelişen teknoloji ile birlikte bilgi dağıtım kanallarının çeşitlenmesi, bilgiye erişimin kolaylaşması ve ucuzlaması bilgilerin çok değişik kuruluşlar tarafından merkezileştirilebilmesine de imkan tanımaktadır.

Tüm bunların doğal bir sonucu olarak şirketler tarafından düzenli bilgi açıklanmasına yönelik olarak borsalar tarafından yerine getirilen fonksiyonların görece olarak öneminin azaldığı söylenebilecektir.

Öte yandan borsaların kotasyon fonksiyonunun ortadan kalkıp kalkmadığı halen tartışma konusudur. ATS'ler bünyesinde menkul kıymetler kote edilmeksizin alınıp satılabilmekle birlikte, sözkonusu menkul kıymetlerin borsalar tarafından hali hazırda edildikleri ve yüksek işlem hacmine sahip oldukları bilinmektedir. Bu bakımdan, sadece düzenleyici otorite kaydında olan şirketlerin başkaca bir şarta bağlı olmaksızın alım satımının yapılabilmesinin mümkün olup olmadığı konusu yeterince açık değildir. Günümüzde OTC olarak nitelendirilen piyasalara kabul için dahi bazı kotasyon koşullarının arandığı dikkate alındığında, merkezi bir organizasyon tarafından kote edilmeksizin organize bir piyasada alınıp satılan menkul kıymetlere ilişkin örneklerin bulunmaması, kotasyon fonksiyonunun gereksizliği konusunda yapılabilecek değerlendirmelerin sağlıklı olmasına yol açacaktır. Bu çerçevede, kotasyon fonksiyonunun en azından kısa vadede ortadan kalkmayacağı, fakat görece öneminin azaldığını söylemek şu aşamada daha doğru bir değerlendirme olacaktır.

### **2.1.3. Üyelik ve Standart Kurallar**

Borsaların belirli kurallar çerçevesinde faaliyet gösteren ve işlemlerin daha etkin bir şekilde yapılmasını sağlayarak hem kendi faydalarını hem de diğer üyelerin faydalarını maksimize etmek gibi ortak bazı hedefleri paylaşan üyeleri bulunmaktadır. Borsalara üye

olabilmek için sermaye, bilgi verme, etik kurallara uyma gibi çeşitli şartların sağlanması gerekmektedir.

Genel olarak sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin borsaların oluşumundan sonra yapıldığı ve borsaların bunun çok daha öncesinde faaliyette bulunduğu bilinmektedir. Piyasalara ilişkin olarak düzenleyici otorite tarafından yapılan düzenlemelerin bulunmadığı dönemlerde dahi, borsaların düzenli bir şekilde işleyebilmesi amacıyla genellikle üyeler tarafından koyulan kurallar bulunmakta ve borsalarda işlemler bu kurallar çerçevesinde yürütülmekteydi. Örneğin, NYSE 1792 yılında bir grup aracının bir araya gelmesiyle imzalanan “Buttonwood Tree” anlaşması ile faaliyete başlamıştır.

Geçen zaman içerisinde düzenleyici otoriteler tarafından yapılan düzenlemeler ile birlikte borsaların kendi koydukları kuralların görece önemi azalmıştır (Macey. 1999:7). ABD’de sermaye piyasaları ile ilgili temel düzenleyici çerçeveyi oluşturan Securities Act of 1933 ve Securities and Exchange Act of 1934 büyük ölçüde NYSE’nin o tarihlerde var olan kural, uygulama ya da geleneklerinin aynen alınması ya da uyarlanması sonucu ortaya çıkmıştır (Macey. 1999:7). Bu çerçevede özellikle sözkonusu kanunlara dayalı olarak oluşturulan SEC kuralları ve daha sonrasında özdüzenleyici kuruluş National Association of Securities Dealers’ın (NASD) oluşturulması ile birlikte zaman içerisinde NYSE kurallarının ağırlığı ve önemi azalmıştır. Buna paralel olarak borsalar tarafından konulmuş olan bazı kuralların düzenleyici otoritelerin talebi üzerine kaldırılmaları da sözkonusu olmuştur. NYSE tarafından şirket yönetim ilkeleri (corporate governance) çerçevesinde konulmuş olan ve şirketlerin farklı yönetim imtiyazları içerecek farklı gruplarda hisse senedi ihraç etmelerini engellemeye yönelik “bir hisse bir oy” (one-share one-vote) kuralı buna örnek olarak verilebilecektir. Bu kurala aykırı olarak hareket etmenin cezası, borsa kotundan çıkarılmak olarak belirlenmiş, ancak General Motors, Dow Jones Inc. gibi önemli şirketler tarafından farklı yönetim imtiyazlarını içeren hisse senetleri ihraç edilmesi sözkonusu olduğunda, NYSE kurallarından taviz vermek durumunda kalmıştır. Zira sözkonusu firmalar hisse senetlerinin borsa kotundan çıkarılmaları halinde Nasdaq’ta kote olabileceklerini, yeterli likiditenin Nasdaq’ta da olacağı ve bu durumda yatırımcıların da zarar görmeyeceğini belirterek bir anlamda NYSE’yi tehdit etmişlerdir. Bunun üzerine SEC, NYSE tarafından konulmuş olan kuralı esneterek konuya ilişkin olarak 19c-4 adı verilen kuralı getirmiş ve bu kuralın uygulamasının kapsamını diğer borsalar ve NASD üyesi aracı kuruluşlar tarafından alım satımı yapılan tüm menkul kıymetleri içerecek şekilde belirlemiştir. Görüldüğü üzere piyasa koşullarında yaşanan değişim borsanın kendi koyduğu kuralları uygulanamaz hale getirmiş ve düzenleyici otorite müdahale alanını genişleterek soruna çözüm getirmek durumunda kalmıştır.

Ayrıca özellikle borsalarda şirketleşme çalışmalarının hız kazanması ile birlikte, borsaların özdüzenleyici fonksiyonları da tartışma konusu olmuş ve özdüzenleme görevinin

borsalardan alınarak bu görevleri yerine getirecek bağımsız şirketlere verilmesi ya da işlemlere ilişkin düzenlemelerin yine borsalar tarafından yapılması, ancak kotasyon, sermaye yeterliliği, kote olan şirketlere getirilecek yükümlülükler gibi işlemlerin gerçekleştirilmesi ile doğrudan ilişkili olmayan konularda düzenleme yetkisinin oluşturulacak bağımsız bir özdüzenleyici kuruluş tarafından yapılması; hatta bunun ötesinde tüm düzenleme fonksiyonlarının bizzat düzenleyici otoriteler tarafından yerine getirilmesi gibi farklı alternatifler üzerinde durulmaya başlanmıştır.

#### **2.1.4. Gözetim ve Denetim**

İkinci el piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin gözetimi dürüst ve düzenli bir piyasanın varlığının sağlanması bakımından büyük önem taşımaktadır. Bir borsada içerden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon ve piyasa katılımcılarının haksızlığa uğramasına sebep olabilecek diğer olayların (örneğin yatırımcılar ve aracılar arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmaların önüne geçilmesini sağlayan kurallara aykırılıklar) sık sık meydana gelmesi yatırımcılar, aracı kuruluşlar ve piyasada kote olan şirketler tarafından da arzu edilmemekte ve piyasanın genelini etkilemektedir.

Yatırımcılar piyasa profesyonelleri tarafından haksız yollarla para kazanılmasını ve piyasanın diğer katılımcılarının zarara uğratılmasının önüne geçilmesini talep etmektedir. Aynı durum şirketler için de sözkonusudur. Zira yatırımcılar tarafından bir hisse senedinin değerinin ve o hisse senedine ödenecek bedelin belirlenmesi sırasında, piyasanın düzenli bir şekilde işlememesinden dolayı ileride ortaya çıkabilecek olumsuzluklar da hisse senetlerinin fiyatından bir şekilde iskonto edilmektedir. Bu durum gerek şirketlerin ilk halka arzı sırasında gerekse sermaye artırımını ile şirkete ek kaynak temininde bir dezavantaj oluşturmaktadır. Doğal olarak ihraççı şirketler kote olacakları borsaların yatırımcılar tarafından güvenilir kabul edilmesini talep etmektedirler. Benzer şekilde aracı kuruluşlar da uzun vadede hem karlılıklarını hem de firma değerlerini maksimize edebilmek için faaliyette buldukları borsanın güvenilir olması ve bu yolla müşteri tabanlarının genişlemesi amacını gütmektedirler.

Bu analize paralel olarak uzun yıllar NYSE gibi borsalar işlemlerin gerçekleştirilmesine ilişkin kuralları ve mekanizmaları ile piyasa katılımcılarının zarara uğramasına yol açabilecek faaliyetlerin gözetimi açısından başarılı bir imaj oluşturmuş ve piyasa katılımcılarına bu bakımdan verdiği güven ile likiditenin merkezi haline gelmişlerdir (Macey, 1999:5). Ancak, özellikle 1987 krizi sırasında bir çok aracı kuruluşun başta müşteri öncelikleri olmak üzere, bir çok kuralı hiçe sayarak yatırımcıları büyük ölçüde zarara uğratması ve bu davranışların önüne geçilmesi ve tesbitinde yaşanan sorunlar nedeniyle, bir borsa ya da OTC piyasada yürütülen gözetim faaliyetleri arasında yatırımcıların korunması açısından, özellikle bu korunmaya gerçekten ihtiyaç duyulan kritik zamanlarda, gerçekte kayda değer bir farklılık olmadığı yolunda görüşler ortaya çıkmaya başlamıştır. Ayrıca

alternatif alım satım sistemleri tarafından oluşturulan kapsamlı elektronik gözetim sistemlerinin de borsaları aratmayacak kadar, hatta onlardan daha etkin olarak çalıştıkları ifade edilmektedir (Macey. 1999:5).

Kısaca teknolojide yaşanan gelişmeler ve işlemlerin büyük ölçüde elektronik ortamda gerçekleşmesi ya da gerçekleştirilen işlemlerinin raporlamasının elektronik ortamda yapılmasının bir sonucu olarak gözetim faaliyeti, otomasyona dayalı olarak daha kolay bir şekilde yapılabilmekte ve borsaların bu konuda sağladıkları avantajlar görece önemini kaybetmektedir.

### **2.1.5. Takas İşlemleri**

Borsada işlemlerin gerçekleşmesi ve taraflara bildirilmesi ile birlikte, alım satımı yapılmış menkul kıymetlerin ve buna karşılık gelen nakdin karşılıklı olarak el değiştirmesi, yani takas aşaması başlamaktadır. Bu aşama, gerçekleşen işlemlerin sonuçlandırılmasıyla ilgili son aşama olması dolayısıyla piyasa katılımcıları açısından son derece önemlidir. Bir piyasada yüksek likidite yakalanmış, fiyat mekanizmasının çok iyi çalışması sağlanmış olsa da gerçekleşen işlemlerin sonuçlandırılması sürecinde ortaya çıkabilecek sorunlar piyasa katılımcılarının mağdur olmalarına yol açabilecek ve bu durum piyasanın çekiciliğini ortadan kaldıracaktır. Borsalar, üyeleri arasında gerçekleşen işlemlerin netleştirilip takasın gerçekleşmesini bizzat kendi bünyelerinde oluşturdukları organizasyon ile sağlamak ya da bağlı ortaklıkları, iştirakleri veya anlaşmalı oldukları başka kuruluşlar ile anlaşarak sağlamaktadırlar. Oluşturulan takas mekanizmasının sağladığı güvenlik sayesinde tarafların işlemin karşı tarafının kredibilitelerini inceleme gereği ve karşı taraf riski büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır.

Öte yandan son yıllarda teknolojide yaşanan gelişmeler, takas sistemleri üzerinde de etkilerini göstermiş ve bir çok takas kuruluşu ve banka tarafından borsalar kadar güvenli şekilde takas hizmetleri verilmesi yaygın olarak görülmeye başlanmıştır (Macey. 1999:9). Ayrıca, modern raporlama teknikleri ve elektronik transfer sistemleri müşterilerin kendi takas şirketlerini kullanarak işlemlerin takasını borsa dışında kendi aralarında yapmalarının risklerini de azaltmıştır. Bir çok borsa tarafından takas hizmetlerinin başka kuruluşlar vasıtasıyla yaptırılmasının da takas hizmetlerinin diğer borsa işlemlerinden ayrılabilirliğinin fiili bir örneğini oluşturduğu düşünülmektedir. Bu anlamda borsalar tarafından verilen takas hizmetleri de önemli bir fonksiyon olma niteliğini zaman içerisinde kaybetmektedir (Macey. 1999:9).

## 2.2. Borsaların Fonksiyonlarında Meydana Gelen Değişimlerin Sonuçları

### 2.2.1. Borsalar: Likidite Satan Şirketler

Yukarıda da açıklandığı üzere sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler borsaların faaliyetlerini sürdürdükleri ortamı büyük ölçüde farklılaştırmıştır. Özellikle son on yıl içerisinde yaşanan değişimin doğal bir sonucu olarak borsaların gelecekte ne şekilde faaliyet gösterecekleri ve ülke ekonomileri içerisinde ne tip roller üstlenecekleri önemli bir tartışma konusu haline gelmiştir.

İlk olarak borsaların ekonomik fonksiyonlarının gitgide daha özel bir alana kaydığı ve ihtisaslaşmaya doğru gittiği görülmektedir. Borsaların fonksiyonlarında ortaya çıkan ihtisaslaşmanın en önemli sebebi, borsalar tarafından yerine getirilmekte olan fonksiyonların bir kısmının gerekliliğinin ortadan kalkmasıdır. Artık bir şirketin menkul kıymetlerini borsaya kote ettirerek borsalardan bir “kotasyon satın almaları”nın yasal zorunluluklar dışındaki yegane sebebi, şirketlerinin menkul kıymetlerine likidite sağlamaktır (Macey. 1999:10). Bu durumun doğal bir sonucu olarak borsalar giderek artan bir şekilde normal şirketler tarafından sergilenen davranışları sergilemektedirler. Borsaların örgütlenmelerinde de bu doğrultuda değişiklikler ortaya çıkmış ve üyelerin bir araya gelmesiyle oluşmuş birlik ya da kamu kuruluşu şeklinde örgütlenen borsalar şirketleşme eğilimi içine girmişlerdir. Performans ve müşteri odaklı bu yeniden yapılanma sürecinin amacı gelişmeye elverişli bir örgütlenme ile rekabet gücünün artırılmasıdır. Borsalar her geçen gün gelişmiş teknolojilere daha fazla ihtiyaç duymakta ve bir çok borsa yeni teknoloji yatırımlarını yapabilmek için gerekli kaynakları yaratabilmek amacıyla şirketleşmenin yanı sıra halka açılmakta ve kendi menkul kıymetlerinin kotasyonunu gerçekleştirmektedir. Bunun ötesinde borsalar ve teknoloji şirketleri arasında stratejik işbirliklerine gidilmesi de sıklıkla gözlenmeye başlamıştır.

Borsaların katılımcıları (müşterileri) ile olan ilişkileri de değişim göstermiştir. Borsa işletme işi bir ilişki yürütme işinden (relationship business), mal pazarlama işine doğru bir değişim göstermiştir. Geleneksel tarzda, borsalar ve borsalara kote olan şirketler birbirlerine karşılıklı olarak yatırım yapmış olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin menkul kıymetlerinin bir borsaya kote olması ile birlikte bu işten kazançlı çıkan sadece borsaya kote olan şirket olmayıp, aynı zamanda borsanın kendisi ve diğer şirketler de bu işten kazançlı çıkmaktadır. Yeni bir kotasyon ile birlikte borsanın ürün yapısı çeşitlenmekte, buna bağlı olarak endeks kalitesi de artmaktadır. Daha önceden kote olmuş şirketler de kalitesi daha yüksek bir pazar yerinde işlem görüyor olmanın sağladığı avantajlardan faydalanmaktadırlar. Bu tip bir ilişkide taraflar birbirine bağımlı hale gelmekte, zira karşılıklı tarafların yatırımlarının değeri birbirlerinin sergiledikleri davranışlardan etkilenmektedir. Ancak ATS’lerin gelişiminin de gösterdiği gibi kote olma - işlem görme bağının kopması ile birlikte borsalar ile şirketler

arasındaki geleneksel bağ zayıflamış ve borsaların bir anlamda likidite satan kuruluşlar haline gelmesi ile birlikte aradaki ilişki de normal müşteri - satıcı ilişkisine dönmüştür.

Borsalar arasında gözlenen işbirliği, birleşme ve entegrasyon çalışmalarının değerlendirilmesi sırasında yukarıda açıklanan çerçeve dikkate alınmalıdır.

### **2.2.2. Artan Rekabet ve Rekabetin Global Boyutu**

Yaklaşık 10 yıl öncesine kadar borsaların sadece birbirleri ile rekabet ettikleri dönemlerde rekabetin boyutları çeşitlilik göstermekteydi. Borsaların değişik müşterilerinin (kote olan şirketler, aracı kuruluşlar, kurumsal ve bireysel yatırımcılar) çok farklı ve bir çok durumda da birbiri ile çelişen beklentileri bulunmaktaydı. Bunun bir sonucu olarak farklı beklentilere hitap eden ve farklı rekabet stratejileri belirlemiş olan borsalar, hitap ettikleri kitle sözkonusu borsaların yaşamasına imkan verecek derecede büyük olduğu takdirde, varlıklarını sürdürebilme imkanı bulmaktaydılar. Bu doğrultuda farklı rekabetçi politikaların başarıyla uygulanması sebebiyle borsa müşterilerinin tek veya bir kaç borsaya kayması gibi bir durum ortaya çıkmamaktaydı.

Günümüzde ise borsaların birbirleri ile rekabet ettikleri alan çok daha açık hale gelmiş ve basitleşmiştir. Bir diğer ifade ile günümüzde rekabetin saikini likiditeyi kendine çekme çabası oluşturmaya başlamıştır. Borsalar likiditeyi kendilerine çekme konusunda başarılı oldukları ölçüde varlıklarını sürdüreceklerdir (Macey. 1999:1). Bu durum borsalararası rekabetin şiddetlenmesine sebep olmaktadır. Bunun ötesinde gelişmiş finansal piyasalarda borsaların rakiplerini artık sadece birbirleri değil, başta ATS'ler olmak üzere likidite sağlayan ve belki de bugün itibariyle niteliği henüz tam olarak belirlenemeyen diğer kuruluşlar da oluşturmaktadır. Bu doğrultuda dünyanın belli başlı bütün büyük borsaları pazarlama faaliyetlerine büyük önem vermekte, birbirleriyle işbirliği yapma ya da ortak platformlar oluşturma yolları aramaktadır. Bu şekilde borsalar bir anlamda ürünlerini çeşitlendirmekte ve farklı yatırımcı profillerinin ihtiyaçlarına cevap vermeyi amaçlamaktadırlar.

Ayrıca, iletişim teknolojisinin sağladığı imkanların borsalar ve aracı kuruluşlar tarafından etkin bir şekilde kullanılması ile birlikte, çok farklı ülkelerdeki yatırımcılar tarafından yabancı piyasalardaki menkul kıymetlere erişimin kolaylaşmasının bir sonucu olarak, ulusal sınırlar önemini yitirmekte ve alım satım işlemleri artan bir şekilde global hale gelmektedir. Buna bağlı olarak işlem ve kayda alma konusunda borsalar arasındaki rekabet artmaktadır. Bir borsa sınır ötesine ulaşıp farklı işlem ücretleri ve ürünler sunarak, yabancı bir borsadan işlem hacmi ve likidite çekebilmektedir.

Finans piyasalarının birbirleri ile entegre olması ve karşılıklı uyumlaştırma yönünde yapılan çalışmalar sonucunda ortaya çıkan çeşitli kutuplaşmalar artan bir biçimde önem kazanmaktadır. Bu durum işbirliği, birleşme ve entegrasyon çalışmalarının uluslararası niteliğinin önemini ortaya koymaktadır.





### **III. BÖLÜM**

## **BORSALAR ARASI İŞBİRLİĞİ, BİRLEŞME VE ENTEGRASYONLARA TEORİK BİR BAKIŞ**

Önceki bölümde açıklanan ve borsalar arasında yürütülen işbirliği, birleşme ve entegrasyon çalışmalarını tetikleyen faktörlerin yanı sıra, normal şirketlerde görülen birleşme ve işbirliğine gitme gibi davranışların kaynağı, ekonomik olarak anlamlılığı ve olası sonuçlarının borsalar özelindeki değerlendirmelerinin irdelenmesi de konunun dinamiklerinin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, bu bölümde borsalarda ölçek ekonomileri, ağ etkisi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan dışsallıklara ilişkin olarak yapılan çeşitli çalışmalara yer verilecektir.

Konu hakkında yapılan çalışmalarda borsalar birer şirket gibi değerlendirilerek, normal şirket davranışlarını sergileyecekleri varsayımı ile hareket edilmiştir. Bu durum, ikinci bölümde yapılan değerlendirmeler sonucunda, borsaların günümüz şartlarına bağlı olarak yaşadıkları değişimler hakkında çizilen resim ile de paralellik göstermektedir.

#### **3.1. Borsalar ve Ölçek Ekonomisi**

Ekonomi teorisinin genel çerçevesinden bakıldığında, ölçek ekonomilerinin yeterince büyük olması durumunda, teknolojik imkanların el vermesi ve hukuki engellerin ortadan kalkması halinde menkul kıymet alım satımının tek bir merkezden yapılması beklenmektedir (Malkamaki. 2000:2). Gelişen teknoloji imkanları ve uluslararası harmonizasyon çalışmalarının hız kazanması ile birlikte dünya genelinde tek ya da en azından dünyada yer alan üç ana zaman diliminde hakim birer borsanın oluşup oluşmayacağı sorusuna verilecek olan cevabın bağlı olduğu faktörlerden bir tanesi de borsaların maliyetlerinde ölçek ekonomisinin yeterli düzeyde var olup olmadığıdır.

Borsalar tarafından yürütülen faaliyetlerde ölçek ekonomisinin sözkonusu olup olmadığına ilişkin olarak Malkamaki tarafından yapılan analizde, borsaların temel olarak iki fonksiyonu yerine getirdikleri ve iki değişik çıktı ürettikleri varsayımı yapılmıştır. Buna göre birinci fonksiyon olarak alt yapı, işlem sistemi ve yazılım ile alım satım mekanizmasının sağlanması belirlenmiş ve kısaca alım-satım fonksiyonu olarak tanımlanmıştır. Borsalar tarafından şirketlerin kote edilmeleri ve bunların izlenmesi ise ikinci fonksiyon olarak belirlenmiş ve kısaca kotasyon fonksiyonu olarak adlandırılmıştır. Üretilen ürünler ise alım-satım fonksiyonu için işlem hacmi ya da işlem sayısı; kotasyon fonksiyonu için ise borsaya kote olan şirket sayısı ya da kote olan şirketlerin piyasa değeri olarak ifade edilmiştir. Bu doğrultuda ölçek ekonomisinin var olup olmadığı da borsalar tarafından yerine getirilen değişik fonksiyonlar bazında ayrı ayrı incelenmiştir.

### 3.1.1. Ölçek Ekonomisi ve Standartlaştırma

Ekonomik literatürde, basit bilgilere dayalı olarak yapılan işlemlerin standartlaştırılmasının ve merkezileştirilmesinin daha kolay olduğu varsayımı kabul görmektedir. Borsalar tarafından emirlerin tiplerinin, piyasaya iletilme esaslarının ve eşleşme şartlarının sıkı bir şekilde düzenlendiği ve işlemlerin belirlenmiş olan kurallar dışındaki yöntemlerle gerçekleşmesinin mümkün olmadığı dikkate alındığında, bir borsaya iletilen emirlerin de standartlaşmış bilgiler olarak kabul edilmesi mümkün görünmektedir. Bu standartlaştırılmış bilgilerin işlenmesi yani emirlerin eşleştirilmesi de standart bir işlemi gerektirmektedir. Dört kıtada faaliyet gösteren 38 farklı borsanın yıllık faaliyet raporlarının incelenmesi sonucunda, borsaların işlem sistemlerine ilişkin giderlerin toplam giderler içerisindeki payının Güney Afrika örneği haricinde büyük paralellik gösterdiği de dikkate alındığında, alım satım emirlerinin eşleştirilmesi sürecinin teknolojiye dayalı standart bir alan olduğu söylenebilecektir.

Öte yandan teorik olarak, yürütülen faaliyetlerin ve yapılan işlemlerin komplike bilgilere dayanması durumunda, bilginin merkezileştirilmesi ve standartlaştırılmasının etkin bir sonuç elde edilmesi konusunda sorunlara yol açabileceği de kabul edilmektedir. Komplike bilgilere dayanan işlemlerin yüz yüze ilişkiyi ve tarafların birbirlerini tam ve doğru olarak algılamalarını gerektirdiği, sözkonusu bilgilerin merkezileştirilmesi ve standartlaştırılması durumunda bilgi akışında tıkanıklıkların ve ilave maliyetlerin ortaya çıkabileceği görüşü yaygın olarak kabul görmektedir. Bu doğrultuda borsalar tarafından verilen kotasyon ve ilişkili hizmetlerin yerel nitelikleri önem taşımaktadır.

Yukarıda açıklanan çerçeve borsa işlemlerinde ölçek ekonomisinin varlığı konusundaki incelemenin sonuçlarının değerlendirilmesinde temel oluşturacaktır.

### 3.1.2. İstatistikî Çalışmalar

Yapılan istatistikî çalışmalar sonucunda, borsaların çıktılarının ölçülmesinde alım-satım fonksiyonu için işlem hacmi, kotasyon fonksiyonu için ise borsada kote olan şirket sayısının esas alınmasının daha anlamlı sonuçlar vereceği anlaşılmıştır.

Alım-satım fonksiyonuna ilişkin maliyetlerin ölçülebilmesi için işlem sistemi ile ilişkilendirilebilen giderler, kotasyon fonksiyonuna ilişkin maliyetlerin ölçülebilmesi için ise personel giderleri kullanılmıştır. Türev ürünlerin de işlem gördüğü ya da takas hizmetlerini de kendisi sağlayan borsaların yapılan incelemenin sonuçlarını saptırmasını önlemek için oluşturulan modelde bir "dummy" değişkene yer verilerek sorun çözülmüştür.

Translog modeli ile yapılan regresyon analizi sonucunda borsalarda işlem hacmindeki %100'lük bir artışın, alım-satım fonksiyonundan kaynaklanan maliyetleri %40, şirket sayısında meydana gelecek %100'lük bir artışın ise kotasyon faaliyetinden kaynaklanan maliyetleri %81 oranında arttırmasının beklenmesi gerektiği sonucu ortaya çıkmıştır.

Görüldüğü üzere kotasyon fonksiyonu ile ilgili işlerde de ölçek ekonomisi bulunmakla birlikte, alım-satım fonksiyonundan kaynaklanan işlemlerdeki ölçek ekonomisi belirgin bir şekilde öne çıkmaktadır. Öte yandan hem işlem hacminin hem de şirket sayısının ikiye katlanması durumunda genel maliyetlerdeki artış %117'yi bulmakta ve ölçek ekonomisinden söz etmek pek mümkün görünmemektedir.

Ortaya çıkan sonucun daha iyi değerlendirilebilmesi için borsalar, kote olan şirket sayısı bir gösterge olarak alınarak büyüklüklerine göre dört farklı gruba ayrılmış ve bu şekilde analize tabi tutulmuştur. En küçük gruba dahil olan borsalarda işlem hacminde yaşanan artışın önemli ölçek ekonomileri sağladığı görülmüş, fakat kote olan şirket sayısının ikiye katlanması durumunda maliyetlerin %162 arttığı ve maliyet tasarrufu sağlanamadığı saptanmıştır. En büyük gruba dahil olan borsalarda ise hem işlem hacminin hem de kote olan şirket sayısının ikiye katlanması durumunda maliyetlerin sadece %62 oranında arttığı görülmüştür.

Yukarıda açıklanan durumdan, ölçek ekonomilerinin borsaların büyüklüğü ile doğru orantılı olarak artan bir fonksiyon olduğu sonucu çıkmaktadır. Bu çerçevede, büyük borsaların maliyet avantajı sağlayabilmek için birbirleri ile birleşmelerinin son derece etkin bir sonuç doğuracağı söylenebilecek olup, küçük ölçekli borsalar için öncelikli olarak işlem hacimlerini arttıracak işbirliklerine gidilmesi ya da işlemlerin gerçekleştirilmesi için ortak platformlar oluşturulması ve kotasyon hizmetlerinin yerel olarak verilmeye devam edilmesinin daha rasyonel bir davranış biçimi olacağı ortaya çıkmaktadır.

Çalışmadan çıkartılan bir başka önemli sonuç da küçük borsaların verdikleri hizmetleri fiyatlamaları ile ilgilidir. Küçük borsaların optimum olmayan büyüklükleri sonucunda ortaya çıkan yüksek maliyetlerin verilen hizmetlerin fiyatlarına yansıtılması, piyasa katılımcıları için daha yüksek işlem maliyetleri anlamını taşımaktadır. Bu durum bir çok ülkede borsaların tekeli bir konuma sahip olmalarına bağlanmakta olup, dünya sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere bağlı olarak sözkonusu borsaların varlıklarını sürdürmelerinin giderek güçleşeceği ifade edilmektedir.

Konu hakkında yapılan benzeri başka araştırmalarda da finansal piyasalarda coğrafya kavramının önemli olduğu, zira yapılan analizlerde ihmal edilen vergiler, operasyonel maliyetler gibi unsurların gerçek hayatın birer parçası olarak varlığını sürdürdüğü belirtilmektedir. Bu durumda bir borsanın sadece daha düşük işlem maliyetleri sağlayarak likiditeyi kendisine toplaması mümkün olamamaktadır. Finansal piyasalardaki yapılanmayı belirleyecek olan faktörler merkezi ve merkezkaç güçler olmak üzere iki ayrı kategoride değerlendirilmektedir. Özellikle alım-satım, ödeme ve takas sistemleri ile sağlanan ölçek ekonomileri en temel merkezi güçler olarak görünmekte, öte yandan piyasaya erişim maliyetleri ve finansal piyasalara ilişkin bilgilerin yerelliği ise merkezkaç güçler olarak nitelendirilmektedir.

Özetle, borsaların alım satım fonksiyonlarının oluşturulacak ortak bir havuzda toplanması, maliyetler ve dolayısıyla yatırımcılara yansıtılan fiyatlarda olumlu sonuçlar doğurmakla birlikte, kotasyon fonksiyonu ile ilgili hizmetlerin yerel özellikleri bu hizmetlerin merkezileştirilmesinin aynı sonuçları doğurmasının önüne geçmektedir. Bu doğrultuda denge noktasının bu iki farklı durumun ortasında bir yerde oluşması beklenmelidir. Borsalar orta ve uzun vadede ölçek ekonomisi olduğunu keşfettikleri hizmetleri merkezileştirecekler ve bir elden yerine getirecekler, diğer fonksiyonların ise yerel olarak yerine getirilmesi sürdürülecektir. Bu doğrultuda işbirliklerine gitme ve ortak platformlar oluşturma konusundaki gözlenen gelişmelerin devam etmesi beklenmektedir. Daha uzun vadede gerek harmonizasyon çalışmalarının bir sonucu olarak kotasyon fonksiyonunun daha standart hale gelmesi, gerekse bilgi iletişim teknolojilerinin daha etkin olarak kullanımı ile kotasyon işlemlerinin yerel niteliklerin azalmasına bağlı olarak borsalar arası birleşme trendi yaygınlaşacaktır.

### **3.2. Borsalarda Ağ Ekonomisi Kavramı ve Dışsallıklar**

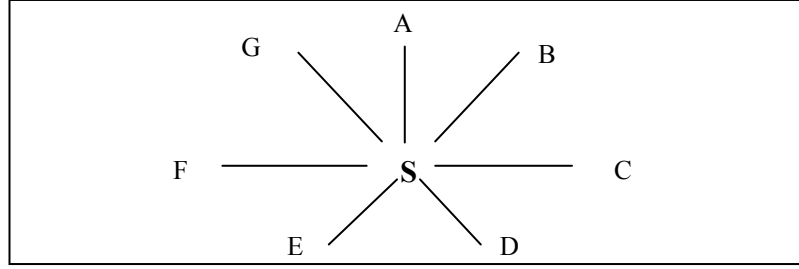
Endüstriyel ekonomi teorisinde ağlar ve ağ dışsallıkları son yıllarda artan bir şekilde gündeme gelmektedir. Telekomünikasyon ve demiryolları gibi geleneksel olarak ağ ekonomilerinin örneğini oluşturan sektörlerin dışında finans sektöründe de ağ ekonomileri üzerinde çeşitli çalışmalar yapılmaktadır.

#### **3.2.1. Ağ Ekonomisi Kavramı**

Tipik bir ağda, yeni bir müşteri ya da birimin katılımı, diğer katılımcıların ağ hizmetlerine biçtiği değeri artırmaktadır. Zira yeni katılımcıların eklenmesi ağın üzerinde daha önce mevcut olmayan yeni malların ortaya çıkmasını sağlamakta ve katılımcıların sağladıkları faydayı arttırmaktadır (Economides. 1993:89).

Bir örnek ile açıklanacak olursa; A, B, C abonelerine sahip bir S telefon şebekesinde ilk aşamada üretim, abonelerin birbirlerine edebilecekleri telefonları ifade eden ASB, BSA, ASC malları ile sınırlı olacaktır. Burada ortaya çıkan mallar, birbirini tamamlayan parçalardan oluşan birleşik mallar olarak nitelendirilebilecektir. Örneğin ASB malı, AS ve BS hatlarının birbirlerini tamamlaması sonucunda ortaya çıkmış birleşik bir maldır. Şebekeye yeni bir birimin, örneğin G'nin eklenmesi durumunda ortaya çıkan GS hattının diğer hatlarla olan kombinasyonları, ortaya çıkan mal sayısının üçe katlanmasını sağlayacaktır. Bu şekilde sisteme dahil olan her yeni birim diğer birimlerin de fayda fonksiyonlarını etkileyerek, toplam faydayı artan oranlı bir şekilde fazlalaştıracaktır.

**Şekil 1**

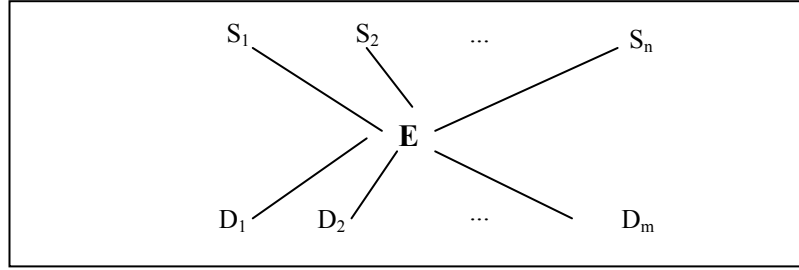


### 3.2.2. Borsalarda Ağ Ekonomisi

Ağ ekonomilerinin ortaya çıkabilmesi için birimler arasındaki tamamlayıcılık (complementarity) ve uygunluk (compatibility) öncelikli gerek şartlar olarak kabul edilmektedir (Economides. 1993:89). Ancak, birimler arasındaki tamamlayıcılık özelliğinin ortaya çıkması otomatik olarak gerçekleşebileceği gibi, başka bir mekanizmaya da ihtiyaç duyulabilmektedir. Örneğin, küçük bir miktar şeker kahvede kendiliğinden dağılılabirken, şekerin miktarının artması bir kaşığa ihtiyaç duyulmasına sebep olmaktadır. Bu durumda iki birim arasında tamamlayıcılık sadece bir potansiyel olarak mevcut iken üçüncü bir kuvvetin bunu harekete geçirmesi gerekmektedir. Finansal anlamda bakıldığında da borsalar tarafından sağlanan merkezi işlem sistemleri örnekte sözü edilen mekanizmayı oluşturmaktadır. Ayrıca, tamamlayıcılık potansiyelinin ortaya çıkartılabilmesi için ağ birimleri arasındaki uyum ve koordinasyonun da sağlanması gerekmektedir. Bu durum örneğin demiryolları için rayların birbirlerine olan uzaklıklarının aynı standartta olması ve oluşturulacak sinyalizasyon sistemi ile demiryolu trafiğinin kontrollü bir şekilde akmasının sağlanması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Aynı durum borsalar örneğinde de geçerlidir. Birimlerin, yani borsa üyelerinin belli bazı yazılım ve donanımları kullanmaları, emirlerini borsada belirlenmiş standart emir tiplerinde vermeleri ve işlemlerin düzenli bir şekilde gerçekleştirilmesi için borsa tarafından konulmuş diğer kurallara uymaları gerekmektedir.

Finans sektöründe özellikle aracılık ve alım satım işlemleri sözkonusu olduğunda birimler arasındaki tamamlayıcılık ve uygunluk özellikleri yoğun olarak görülmektedir. (3.2.1.) bölümünde verilen örnekte A, B, C ve diğer birimlerin aracı kuruluşlar ve onlara bağlı müşterileri temsil ettiği, S noktasının da işlemlerin gerçekleştiği merkezi sistemi oluşturduğu rahatlıkla düşünülebilecektir. Öte yandan bir borsada müşteriler temel olarak alıcı tarafta olanlar ( $D_1, D_2, \dots, D_m$ ) ve satıcı tarafta olanlar ( $S_1, S_2, \dots, S_n$ ) olmak üzere iki farklı gruba ayrılmaktadır. Bu durumda borsalar için Şekil 1'in, aşağıda yer alan Şekil 2 gibi ifade edilmesi daha uygun olacaktır.

**Şekil 2**



Borsalarda piyasa katılımcılarının alıcı ve satıcı olarak ayrılmalarına rağmen, en nihayetinde hem alıcılar hem de satıcılar tarafından talep edilen şey “işlem” yani emirlerinin karşı emirlerle eşleşmesidir. Bu durumda her bir alım emri ( $D_iE$ ) için, ağda var olan satım emirlerinin ( $S_iE$ ) tamamlayıcılık fonksiyonunu yerine getirdiği ve telekomünikasyon örneğinde olduğu gibi bütün birimlerin birbirlerinin tamamlayıcısı olmadıkları görülmektedir. Ağlar bu açıdan ikiye ayrılabilir. İki yönlü ağlarda bütün birimler birbirlerinin tamamlayıcısı durumundayken, borsa örneğinde olduğu gibi sadece bazı birimlerin birbirlerinin tamamlayıcısı oldukları ağlar tek yönlü ağlar olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda borsaların tek yönlü ağlar olarak nitelendirilmesi doğru olacaktır.

### **3.2.3. Likidite Dışsallığı**

Borsaların genel olarak tek yönlü ağlar olarak sınıflandırılmasına sebep olan, bütün birimlerin birbirlerinin tamamlayıcısı olmamaları yaklaşımı basit anlamıyla doğru olmakla birlikte, derinlemesine değerlendirildiği takdirde, alım ya da satım yönünde borsaya gelen emirlerin sayısının artmasının birimlerin tamamının üzerinde olumlu bir etki yarattığı ortaya çıkacaktır. Zira, borsaya gelen ekstra bir emrin katkısı, sözkonusu emrin eşleştiği karşı emri veren piyasa katılımcısı ile sınırlı kalmamakta, yeni emir piyasada fiyat oluşumunun daha likit bir ortamda gerçekleşmesine katkı sağlayarak, diğer alıcı ve satıcıların da yararına olmaktadır.

Belirsizlik ortamında ağın yarattığı dışsallıklarla, alıcı ya da satıcıların piyasanın karşı tarafında daha fazla sayıda emir bulabilmeleri tüm katılımcıların faydalarını artırmaktadır. Ağ büyüdükçe piyasa fiyatlarının varyansı cinsinden ölçülebilecek belirsizlikler ve dalgalanmalar da azalmakta ve burada ağ dışsallıkları belirsizliklerin azalması olarak da kendini göstermektedir (Economides. 1993:3).

Bu durumda şirketler çok sayıda şirketin kote olduğu ve aracı kuruluşun işlem yaptığı borsalarda kote olmayı talep edecekler, aracı kuruluşlar da nihai müşterileri olan yatırımcılara daha cazip imkanlar sunabilmek için daha fazla şirketin kote olduğu ve daha fazla aracı kuruluşun işlem yaptığı borsalara üye olmak isteyeceklerdir (Di Noia. 1999: 9). Bu durum zaman içerisinde bir kartopu etkisine dönüşecektir.

Borsaların likidite ile yarattıkları dışsallıkların bir sonucu olarak, belirli optimum bir büyüklüğün altında kalan borsaların uzun vadede varlıklarını sürdürmeleri mümkün görünmemektedir (Economides. 1993: 4). Zira uzun vadede yarattığı likidite dışsallığı ile katılımcılarına en yüksek fayda seviyesini sağlayacak borsalar ayakta kalabilecektir.

#### **3.2.4. Fiyat Oluşumu Dışsallığı**

Borsalar tarafından yukarıda likidite yoluyla yaratılan dışsallıkların yanı sıra, bir diğer önemli dışsallık da borsada oluşan denge fiyat seviyesidir (Malkamaki. 2000:26).

Bir piyasada oluşan fiyatın gerçekliği ve geçerliliği, piyasanın büyüklüğünün bir fonksiyonu olup, piyasa ne derece büyükse oluşan fiyat o derece kabul görmektedir. Bu durumda örneğin daha küçük ölçekli bir piyasa için kendi bünyesinde oluşacak fiyatın kullanılması yerine, büyük piyasada oluşan fiyatın geçerli fiyat olarak kabul edilmesi ve işlemlerde kullanılması akla uygun görünmektedir. Ancak bu durumda, küçük piyasa tarafından fiyat oluşumunun maliyetlerine katlanılmaması sonucu daha düşük işlem maliyetleri sağlanması ya da diğer çeşitli yollarla büyük piyasadan likidite çalınması halinde, büyük piyasada oluşan fiyatın gerçekliği de sorgulanmaya başlayacaktır.

ATS'ler bu konuda iyi birer örnek oluşturmaktadır. Bessembinder ve Kaufman tarafından yapılan bir çalışmada küçük emirleri eşleştirme konusu üzerinde uzmanlaşmış bazı ATS'lerde oluşan işlem hacimlerinin, o hisse senetlerinin NYSE'de gerçekleşen işlem hacmini geçtiği tespit edilmiştir. Söz konusu ATS'lerde herhangi bir fiyat oluşumu gerçekleşmediği ve emirlerin NYSE'de belli periyotlarda oluşan fiyatlar üzerinden eşleştirildiği dikkate alındığında, bir süre sonra NYSE'de oluşan fiyatın gerçekliği tartışılır olmaya başlamıştır. Zira işlem hacminin büyük bir bölümü NYSE dışında bir ATS üzerinde gerçekleşmekle birlikte, ATS tarafından NYSE fiyatının referans alınması fiyatlar üzerinde yanlıgı yaratabilmektedir. Bu durum yatırımcılar açısından arzu edilir bir durum olarak görülmemekte ve piyasaların genel kalitesini de bozmaktadır. Bu duruma teorik olarak bulunan bir çözüm ise ATS'ler tarafından kullanılan borsa fiyatlarının "fiyatlanması" ve kullanıcılara fatura edilmesidir. Zira, borsalarda oluşan fiyatın da bir ekonomik değeri vardır ve bu değer borsanın ekonomik ölçeği ile doğru orantılıdır.

#### **3.2.5. Dışsallıklar ve Kilitlenme (Lock – In)**

Ağlarla ilgili bir başka önemli nokta da ağ sağlayıcılarının ağdaki standartları belirleme konusunda sahip oldukları güçtür (Malkamaki. 2000:26). Borsalar işlem sistemleri üzerinden işlem yapacak katılımcılar için kurallar koymakta ve bir anlamda piyasa katılımcıları için oyunun kurallarını belirlemektedirler. Likiditenin tek bir merkezde toplanması ve toplanan bu likiditenin yeni likidite kaynaklarını da bu merkeze çekmesi ile bir kısır döngü oluşmakta ve piyasa katılımcılarına daha ucuza, daha kaliteli hizmet verilmesini



sağlayabilecek yapıya ve kurallara sahip başka ağların yaşama şansı kalmayabilmektedir. Bu durum Pareto Opimal olmayan bir noktada kilitlenmeye yol açmakta ve literatürde tarihsel sürecin belirleyici olması (history matters) olarak anılmaktadır (Economides. 1993:5).

Bu durumu basit olarak açıklayabilmek için yaygın olarak kullanılan “qwerty” klavye örneği verilebilecektir. Yapılan çalışmalarda sözkonusu klavyenin, daha sonradan geliştirilmiş olması dolayısıyla daha az kullanılan “dvorak” klavyeye göre yazım konusunda etkinlik açısından önemli ölçüde geride olduğu tespit edilmiştir. Ancak buna rağmen, “qwerty” klavyenin yaygın olarak kullanılması, yeni bir klavye sistemine geçişin ve yeniden öğrenme sürecinin yaratacağı maliyetlerin yüksek olmasına yol açmakta ve toplum sosyal olarak optimum olmayan daha kötü bir klavye dizaynına kilitlenmiş bulunmaktadır.

Tarihsel süreçte optimum olmayan bir noktada kilitlenen borsaların katılımcılarının da bu duruma karşı tavır almaları bir çok durumda mümkün olamamıştır. Zira, borsa üyeleri için yeterince etkin çalışmadığını düşündükleri bir borsadan diğer bir borsaya ya da sisteme kaymanın da maliyetleri vardır. Piyasa katılımcılarının yapılanmaları da mevcut borsanın işlem sistemi ve kuralları dahilinde şekillenmiştir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak mevcut borsalardan daha etkin olarak çalışacak çok farklı şekilde işleyen yapıların ortaya çıkması da zorlaşmakta ve benzeşme kaçınılmaz olmaktadır (Economides. 1993:5).

### **3.2.6. Rekabet Ortamında Borsa Davranışları**

Gerek ölçek ekonomilerinin, gerekse dışsallıkların etkisiyle borsaların karşısına, birbirleri ile işbirliklerine gitmek ya da rekabet etmeyi tercih etmek konusunda iki alternatif çıkmaktadır. Di Noia tarafından yapılan analizde; borsaların açık veya gizli olarak anlaşarak işbirliğine gitmek suretiyle, verdikleri hizmetlerin marjinal maliyetlerindeki mukayeseli üstünlüklerini kullanarak daha yüksek karlar elde edebilecekleri ortaya konmuştur (Di Noia. 1999:10).

Öte yandan likiditenin artmasının olumlu sonuçlarından yararlanmak amacıyla borsalar arasında işbirliğine gidilmesi sırasında, rekabet politikaları açısından üzerinde durulması gereken hususlar ortaya çıkmaktadır. Daha geniş ağ, likidite etkisi ve etkin fiyat oluşumu ile sağlanan toplumsal faydayı arttırmakla birlikte, rakipler arasındaki rekabeti ortadan kaldırmak suretiyle toplumsal faydayı olumsuz etkileme potansiyeline de sahip bulunmaktadır (Economides. 1993:9). Bu durum özellikle işbirliğine giden borsaların birbirlerinin alternatifi olması, yani yatay bir ilişki içinde bulunmaları halinde belirginleşmektedir. Daha öncesinde rakip olan iki borsanın fiyatlarını aynı ya da koordineli olarak belirlemeleri, uzun vadede piyasa katılımcıları ve toplumun aleyhine sonuçlar doğurabilecektir.

Bu açıdan piyasaların merkezileşmesi sırasında, özellikle fiyatlamada bir tekelleşmenin ortaya çıkması ve yıkıcı politikalarla yeni rakiplerin piyasaya girişinin

engellenmesinin önüne geçilmesi, uzun vadede düzenleyici otoriteler açısından büyük önem taşımaktadır.

## IV. BÖLÜM

### TARİHSEL PERSPEKTİFTE BÖLGESEL BORSALARIN BİRLEŞME SÜRECİ

Borsaların gelişim süreci istisnasız bir şekilde belli coğrafi alanlarda bulunan şirketlere ve piyasa katılımcılarına hizmet vermek amacını taşımıştır. Geniş alana ya da federal yapıya sahip ülkelerde, borsalar ülkenin belirli bir bölgesine hizmet vermek üzere kurulmuşlar, zamanla baskın bir veya daha fazla sayıda borsa bütün ülkeye hizmet vermeye başlamıştır.

ABD gerek geçmişte yaygın olarak bulunan bölgesel borsaları, gerekse veri elde etme bakımından sağladığı avantajlarla bu konunun incelenmesinde elverişli bir örnek teşkil etmektedir. Öte yandan Avrupa'da da benzeri bir sürecin hüküm sürdüğü ve zaman içerisinde örneğin Almanya'da 9, İspanya'da ise 4 borsanın birleştiği (Malkamaki. 2000:8); Asya'da da Hong Kong'ta 4 farklı menkul kıymet borsasının birleştiği hatırlatılmalıdır.

#### 4.1. Bölgesel Borsaların Önemli Olduğu Dönemler

19 uncu yüzyılda ABD'de ülke genelinde 100'den fazla borsanın olduğunun bilinmesi, menkul kıymet ihracı, sahipliği ve alım satımının tamamen yerel düzeyde gerçekleşmekte olduğunun en iyi göstergesini oluşturmaktadır (Arnold. 1999:1084). Örneğin American Telephone & Telegraph (AT&T) gibi günümüzün Microsoft'u ile eşdeğer tutulabilecek ve 1940'lı yıllarda ülke genelinde yaygın bir yatırımcı kitlesinin elinde bulundurmaya başladığı bir şirketin hisse senetlerine olan ilgi dahi, şirketin kuruluşunun ilk yıllarından itibaren uzunca bir süre, telefonun icat edildiği ve seri imalatı için gerekli finansman kaynaklarının sağlandığı Massachutes Eyaleti ile sınırlı kalmıştır. Bir çok bölgesel borsanın kuruluşu da o bölgedeki büyük şirketlerin halka arzı ile ilişkili olarak gerçekleşmiştir. Örneğin ABD'nin batısında yoğun olarak faaliyet gösteren madencilik şirketlerinin menkul kıymetlerinin işlem görmesi için 1862'de San Fransisco'da; petrol şirketleri tarafından yeni yeni halka arz edilmeye başlanmış olan menkul kıymetlerin işlem görebilmesi için de Pittsburgh ve Los Angeles'da 19 uncu yüzyılın sonlarında yeni borsalar faaliyete geçmiştir. Bunun temel sebebi, menkul kıymetlerin dolaşımının, ancak yerel düzeyde borsalar tarafından tam anlamıyla yerine getirilebilecek bazı gereklilikleri ortaya çıkarmış olmasıdır. Teleks, telefon ve telgraf gibi cihazların olmadığı ya da son derece yüksek kullanım maliyetlerini beraberinde getirdiği dönemlerde fiziksel bir mekanda bir araya gelerek pazarlık yapılması, menkul kıymetlerin alım satımının düzenli bir piyasada gerçekleşebilmesi için tek yol olarak ortaya çıkmıştır. 1929 yılında ABD'de en yoğun olarak alım satımı yapılan 9 menkul kıymet, sözkonusu menkul kıymetleri ihraç eden şirketlerin merkezlerinin yer aldığı bölgelerdeki borsalarda işlem

görmekteydi. O dönem itibariyle 9 menkul kıymet arasında aynı zamanda NYSE’de de işlem gören tek şirketin ise AT&T olduğu bilinmektedir (Arnold. 1999:1085).

#### **4.2. Bölgesel Borsaların Göreli Öneminin Azalması**

1930’lu yıllar ile birlikte alım satım işlemlerinin kompozisyonu değişmeye başlamış ve bölgesel borsaların birincil rolleri yerini NYSE ve New York Curb Stock Exchange’in<sup>4</sup> (NY Curb) yanında bir nevi yardımcılığa bırakmaya başlamıştır.

Bölgesel borsaların önemini yitirmesinin sebeplerinin başında 1920 ve 30’lu yıllar içerisinde telekomünikasyon sektöründe yaşanan gelişmeler ve bu alandaki maliyetlerde yaşanan düşüşün kullanıcılara yansımaları gelmektedir (Arnold. 1999:1086). 1915 yılı içerisinde ülkeye baştan başa hizmet veren bir telefon şebekesi oluşturulmuş, 1926 yılı içerisinde AT&T firması tarafından uzun mesafeli telefon görüşme ücretlerinde ciddi indirimlere gidilmiş, 1926-1929 yılları arasında yapılan indirimlerin oranı %25; 1925-1940 arasında ise toplamda %60’ı bulmuştur. Ayrıca, 1930 yılı itibariyle NYSE ve bazı bölgesel borsalarda oluşan fiyatlardan ülke genelinde yatırımcıların haberdar olmalarına imkan verecek teknolojik seviyeye ulaşılmış bulunmaktaydı. Tüm bunlar, şirketlere ait menkul kıymetlerin şirket merkezine en yakın bölgesel borsada işlem görmesine dayalı motiflerin zayıflamasına sebep olmuş ve sermaye piyasası işlemlerine daha ulusal bir nitelik kazandırmıştır.

Bunun ötesinde, 1929 Ekonomik Krizi sonrasında menkul kıymetler sektörünün düzenlenmesi için bir dizi düzenlemeler yapılmıştır. Securities Act of 1933 ve Securities and Exchange Act of 1934 ile federal düzeyde menkul kıymetler sektörünün düzenleyici çerçevesi çizilerek gerek kamuyu aydınlatma, gerekse menkul kıymetlerin alım satım işlemleri için daha katı kurallar konulmuştur. Ayrıca, eyaletler tarafından yürürlüğe konulan ve Blue Sky Laws<sup>5</sup> olarak bilinen kanunlar da bölgesel düzeydeki menkul kıymet işlemlerindeki kuralların standartlarını yükseltmiştir. Bu durum bölgesel borsalarda geçerli olan kotasyon koşullarının ve diğer kuralların NYSE ve NY Curb düzeyine yaklaşmasına ve büyük şirketlerin bölgesel borsalardan NYSE’ye kaymaya başlamalarına sebep olmuştur. Aynı dönem içerisinde OTC piyasaların kullanımının da yaygınlaşması bölgesel borsalara olan talebin azalmasında rol oynamıştır (Arnold. 1999:1086).

1949 yılı itibariyle ABD’de en önemli 9 bölgesel borsanın işlem hacimleri toplamı 1929, 1939 ve 1949 yılları Ocak ayları itibariyle incelendiği takdirde, sözkonusu borsaların değişen konumları daha iyi ortaya çıkmaktadır. 1929 yılında 9 bölgesel borsada gerçekleşen işlem hacmi toplam işlem hacminin %63,7’sini oluştururken, bu oran 1939’da %23,4’e, 1949

---

<sup>4</sup> Borsa daha sonra 1953 yılında AMEX adını almıştır.

<sup>5</sup> ABD’de her eyalet tarafından çıkarılan ve menkul kıymetlerin halka arzı, satışı, alım satımı, aracı kuruluşların lisanslanması gibi konuları düzenleyen kanunlar genel olarak Blue Sky Laws olarak adlandırılmaktadır.

yılında ise %18,3'e gerilemiştir. Aynı dönemde NY Curb'ün işlem hacminden aldığı payda da %27,7'den %7,5'e bir gerileme olduğu ve NYSE'nin likiditeyi çekmeye başladığı ortaya çıkmaktadır.

İşlem hacimlerinde gözlenen değişime paralel bir hareket bölgesel borsalara kote olan şirket sayısında da görülmüştür. Bu konuda SEC'ye raporlanan en eski veriler 1938 yılına ait olup, o tarih itibariyle bölgesel borsaların 1.412 şirket ile borsalarda kote olmuş toplam şirket sayısının %37'sini kote ettikleri görülmektedir. Bu rakam NYSE ve NY Curb'den daha yüksek bir rakamı ifade etmektedir. 1993 yılı sonu itibariyle ise bölgesel borsalarda kote olan şirketlerin sayısının borsalarda kote olan şirket sayısının %10'unun altına düştüğü görülmektedir. Değerlendirmenin işlem gören şirketlerin piyasa değeri üzerinden yapılması halinde ise bölgesel borsaların 1951 yılında %2,1 olan paylarının 1961 yılında %1'in altına düştüğü görülmektedir.

Bölgesel borsaların menkul kıymetlerin kotasyonuna ilişkin rolleri zayıflamakla birlikte 1936 yılında Securities and Exchange Act'da yapılan bir değişiklik ile herhangi bir borsaya kote olmuş bir menkul kıymetin, kote olmadığı herhangi bir borsa üzerinde de alınıp satılmasına imkan tanınması<sup>6</sup> ve 1940 yılında NYSE'nin üyelerinin NYSE'de kote olmuş menkul kıymetleri başka borsalarda alıp satmalarını engelleyen kuralının SEC tarafından kaldırılması ile birlikte, bölgesel borsalar NYSE ile daha yakından bağlı hale gelmişler ve aracı kuruluşlarca müşterilerden alınan emirlerin kendi borsalarında gerçekleştirilmesini sağlama konusunda yoğun bir rekabete girmişlerdir. Teknolojide yaşanan gelişmelerin aracı kuruluşlara farklı borsalara emir iletiminde sağladığı kolaylıklara paralel olarak, zaman içerisinde bölgesel borsaların işlem hacminden aldıkları payın %10 civarında seyrettiği görülmektedir. Bu noktada bazı eyaletlerin, eyalet içindeki borsalarda gerçekleşen işlemleri alım-satım vergisinden muaf tutmalarının, aksi halde NYSE'ye kayması muhtemel işlemlerin bölgesel borsalarda gerçekleştirilmesine yol açtığı da göz ardı edilmemelidir.

### **4.3. Bölgesel Borsalar Arası Birleşmeler**

Bölgesel borsaların rollerinin zayıflaması ve artan rekabet sonrasında bir çok bölgesel borsa birbirleri ile birleşme yoluna gitmiş, bazı borsaların faaliyetleri ise son bulmuştur. 1940 yılında 18 olan bölgesel borsa sayısı 1980'de 7'ye düşmüştür. Günümüzde ise Boston, Cincinnati, Midwest (Chicago), Pacific, Philadelphia olmak üzere halen 5 bölgesel borsa faaliyetlerini sürdürmektedir (Arnold. 1999:1090).

1949 yılı Mart ayı içerisinde gerçekleşmiş olan Philadelphia - Baltimore borsaları birleşmesi, 1949 Aralık ayında St. Louis, Cleveland ve Mineapolis borsalarının birleşmesi ile

---

<sup>6</sup> Tanınan bu imkan Kote Olmaksızın Alım Satım Ayrıcalığı (Unlisted Trading Privileges - UTP) olarak adlandırılmaktadır.

oluşturulan ve günümüzde Chicago Borsası adını almış olan Midwest Exchange ve 1957 yılı Ocak ayı içerisinde San Francisco ve Los Angeles Borsalarının birleşmesi ile ortaya çıkan Pacific Exchange ilk bölgesel birleşme örneklerini oluşturmaları sebebiyle birleşmelerin rekabet konusunda amaçlanan sonuçları verip vermediğinin incelenmesinde örnek olarak kullanılmıştır. Philadelphia - Baltimore birleşmesi görece küçük kalmakla birlikte, Midwest ve Pacific oluşumları büyüklükleri itibariyle önemli bulunmaktadır (Arnold. 1999:1090).

#### **4.3.1. Birleşmeler Sonrasında İşlem Hacimlerinde Gözlenen Değişim**

Yapılan analizde borsaların birleşmenin bir ay öncesinde ayrı ayrı gerçekleştirdikleri işlem hacimleri ile birleşmeyi takip eden bir ay içerisinde gerçekleşen işlem hacimlerinin karşılaştırılması sonucunda kısa vadede işlem hacminin arttığı anlaşılmaktadır. Artışların genel piyasa koşullarındaki değişimlerden etkilenip etkilenmediğinin kontrol altında tutulabilmesi için, ülke içerisindeki bütün borsalardaki işlem hacminde meydana gelen artış dikkate alınmış ve birleşen borsaların işlem hacimlerindeki artıştan çıkarılmak suretiyle değerlendirmenin yapılmasında görece artış oranı dikkate alınmıştır. Görece artış Midwest Exchange’de %24’ü bulmuş, Pacific Exchange’de %12, Philadelphia – Baltimore Exchange’de ise %6 olarak gerçekleşmiştir (Arnold. 1999:1092).

Daha uzun vadeli bir analiz için ise birleşme öncesi 4 yıl ve birleşme sonrası 4 yılda, birleşmeye konu olan borsaların toplam işlem hacmi içinden aldıkları pay incelenmiş, birleşme öncesi 4 yılda işlem hacminden alınan payın %5, birleşme sonrası 4 yılda ise %7 olduğu görülmüştür. Birleşmeyen önemli borsalardan Boston Stock Exchange’in zaman içerisinde işlem hacminden aldığı payın azaldığı, Midwest birleşmesine katılmayı reddeden Detroit Stock Exchange’in ise NYSE’de minimum komisyon oranı uygulamasının kaldırılmasından sonra kapandığı dikkate alındığında, birleşmelerin uzun vadede de başarılı olduğu, en azından borsaların ortadan kalkmasının önüne geçilmesini sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır (Arnold. 1999:1093).

Ayrıca yapılan bir başka çalışmada borsaların işlem hacimlerinden aldıkları paydaki artışın NYSE ya da AMEX’den değil, çevre eyaletlerdeki borsalardan alınan işlem hacimlerinden kaynaklandığı ortaya çıkmıştır.

#### **4.3.2. Birleşmelerin Diğer Etkileri**

Borsalarda fiyat oluşum sürecinin etkinliği daha önce de açıklandığı üzere yatırımcılar açısından büyük önem taşımakta ve değerlendirilmesi gereken konular arasında yer almaktadır. Likit olmayan piyasalarda alım satım fiyatları arasındaki farklar açılmakta ve bu durum yatırımcıların aleyhine sonuçlar doğurmaktadır. Yapılan çalışmada birleşen borsalarda genel olarak alım satım fiyatları arasındaki marjların daraldığı görülmektedir. 1947-1960 yılları arasındaki verilerin kullanıldığı analizde, özellikle Midwest Stock Exchange’deki

daralma kayda değer şekilde olmuş, aynı dönemde NYSE ve birleşmeyen bölgesel borsaların marjlarında ise anlamlı bir değişim tespit edilememiştir (Arnold. 1999:1098).

Birleşmelerin borsaların değerlerini ne şekilde etkilediğine ilişkin olarak yapılan çalışmada ise, mevcut veriler içerisinde en anlamlı sonucun borsa üyelik fiyatında meydana gelen değişimin ölçülmesi ile elde edilebileceği varsayımından hareket edilmiştir. Zira, bir başka üyeden üyelik hakkını satın alacak aracı kuruluş tarafından ödenecek fiyat, borsanın gösterdiği gelişmeyi içerecek şekilde belirlenecektir. Birleşen borsaların üyelik hakkı fiyatlarının genel olarak yükseldiği, aynı dönemde gerek NYSE ve AMEX, gerekse birleşmeyen diğer borsaların üyelik hakkı fiyatlarının ise düştüğü görülmektedir. Fiyatlardaki olumlu ve olumsuz etkilerin birleşme açıklamasının yapıldığı tarihe yakın periyotlarda daha yoğun olduğu da tespit edilmiştir. Yaşanan değişimler kıyaslamaların yapıldığı dönemlere göre farklılaşmakla birlikte, genellikle %5-15 arasında gerçekleşmiştir. Ancak yapılan çıkarımların, bölgesel borsaların üyelik haklarının NYSE’de olduğu gibi yoğun olarak alım satıma konu olmaması sebebiyle kesin anlamlar ifade edemeyeceği de gözardı edilmemelidir (Arnold. 1999:1099).

Birleşmelerin borsaların maliyet yapıları üzerindeki etkileri ise yeterli veriye ulaşılamaması sebebiyle incelenememiştir. Ancak 1955 – 1965 yılları arasında NYSE’nin işlem hacmi başına düşen dolar cinsinden ortalama maliyetlerinin, diğer borsalara en yakın olduğu yılda dahi %40 daha az olduğu bilinmektedir (Arnold. 1999:1091).

## V. BÖLÜM

### GÜNCEL GELİŞMELERDEN ÇEŞİTLİ ÖRNEKLER

Günümüzde dünya sermaye piyasalarının gündeminde ulusal işlem platformlarını bir araya getiren uluslararası ağlar oluşturma çabaları yer almaktadır. Bu bölümde; önümüzdeki yıllarda dünya sermaye piyasalarının şeklini belirlemesi muhtemel entegrasyon çalışmaları üzerinde durulacak, önemli bulunan örnekler verilecek, ayrıca Nasdaq ve NYSE tarafından iki ayrı kutup halinde yürütülen çalışmalara değinilecektir. Dünya borsaları tarafından yürütülen işbirliği, birleşme ve entegrasyon çalışmalarının 1999 yılından itibaren izlediği seyrin kronolojik özeti ise (Ek/1)'de yer almaktadır.

Güncel gelişmeler hakkında bilgi verilmeden önce vurgulanması gereken bir konu da dünya üzerindeki borsa sayısına bakıldığında, zaman içerisinde birleşmelerin olması sebebiyle bir azalma beklenmekle birlikte, günümüz ile 1950 yılının kıyaslanması halinde dünya üzerindeki borsa sayısının artığının görülmesidir (Clayton. 1999:12). Ancak bu durum bir yanılgıdan ibaret olmaktadır. Zira sayıdaki artışın temel sebebini Asya-Pasifik bölgesi ile Doğu Avrupa gibi gelişmekte olan bölgelerde yaşanan finansal liberalizasyona paralel olarak kurulan yeni borsalar oluşturmaktadır.

Uluslararası alanda borsalar tarafından yürütülen entegrasyon çalışmalarının, karşılıklı terminaller yerleştirilmesi suretiyle uzaktan karşılıklı üyelik imkanı tanınması veya borsalar arası ortak işlem platformları oluşturulması şeklinde yoğunlaştığı görülmektedir.

Uzaktan karşılıklı üyelik, aracı kuruluşlara doğrudan emir giriş imkanı vermesi, farklı piyasalara üye olmanın getireceği maliyetleri azaltması, yüksek likidite ve daha iyi fiyat oluşumunu sağlaması gibi nedenlerle tercih edilen bir yöntem olmaktadır. Ortak işlem platformu ise işlem sistemi ve takasa ilişkin kuralların karşılıklı olarak uyumlaştırıldığı daha ileri bir düzeyi ifade etmektedir.

Bunun yanı sıra bir çok düzenleyici otorite ve borsa arasında yoğun şekilde bilgi ve teknoloji paylaşımı, ürün geliştirme ve işlemlerin gözetimi gibi konularda çeşitli anlaşmalar ve mutabakat zabıtları imzalanmaktadır.

#### **5.1. Aynı Ülke İçerisindeki Borsaların Birleşmeleri**

Aynı ülke içerisindeki borsaların birleşmelerinin çoğunlukla ülkedeki menkul kıymet borsaları ile vadeli işlem borsalarının aynı çatı altında toplanması şeklinde olduğu görülmektedir. Birbirlerinden bağımsız olarak kurulan spot ve vadeli borsaların zaman içerisinde belirli bir olgunluğa eriştikten sonra birleşmeleri, ülke içerisindeki aracı kuruluşların farklı farklı borsalara üye olmaksızın tek kanaldan hem spot piyasadaki menkul kıymetlerin



hem de vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımını yapabilmelerine imkan vermektedir. Böylece borsalar her türlü ürünün bulunduğu finansal süpermarketler haline gelmektedirler.

Örneklere birleşmelerin kurulan bir holding çatısı altında yapıldığı ve genellikle takas kuruluşlarının da birleşmeye dahil edildiği görülmektedir. Bu anlamda yapılan birleşmelerin dikey birleşmenin özelliklerini taşıdığını söylemek doğru olacaktır. Zira farklı alanlarda faaliyet gösteren birimler bir araya gelmekte ve verilen hizmetlerin yelpazesi genişlemektedir.

Birleşmeler sırasında yapılan açıklamalarda, ülkenin rekabet gücünün artırılması ve maliyetlerden sağlanacak tasarrufların gerek direkt olarak daha düşük işlem maliyetleri yoluyla ya da yapılacak yatırımlarla alım satım sistemlerinin daha etkin hale getirilmesiyle yatırımcılara daha avantajlı bir ortamın yaratılmasını amaçladığı vurgulanmaktadır.

Bu durum, önceki bölümlerde açıklanan ve diğer fonksiyonlarının öneminin azalmasına paralel olarak, borsaların giderek alım satım mekanizması sağlayan birer şirket haline geldikleri savı ile de örtüşmektedir. Zira borsaların ana amacı, üzerlerinde alım satımı yapılan ürünler için yatırımcıların taleplerine cevap verecek yeterlilikte bir sistemi oluşturma yönünde ağırlık kazanmaktadır. Bu mekanizma üzerinde alım satımı yapılan “şeyin” bir hisse senedi, devlet tahvillerine dayalı bir vadeli işlem sözleşmesi, elektrik enerjisi<sup>7</sup> ya da petrol olması arasındaki ayırım marjinalleşmekte; tek bir ekran ya da terminalden farklı farklı finansal ürünlere erişim imkanı sağlanması, yatırımcılar tarafından talep edilen özel emir tiplerine sistemde yer verilebilmesi, daha az teminatla işlem yapılabilmesi, özellikle takas işlemlerinin daha entegre ve farklı piyasalar arasında gerçekleştirilen işlemlerde mahsup imkanlarını içerecek şekilde ya da spotta alınan pozisyonların vadeli piyasadaki teminat hesaplamalarında dikkate alınması önemli olan konular haline gelmektedir. Sözkonusu sistemlerin geliştirilmesinin ayrı ayrı borsalar tarafından yapılması yerine tek elden bu konu üzerinde yoğunlaşılması kaynakların daha etkin olarak kullanılmasını ve maliyetlerin düşmesini de sağlamaktadır.

Malkamaki tarafından yapılan çalışmada menkul kıymet borsaları tarafından, menkul kıymet alım satımı dışında takas hizmetleri verilmesi ya da türev araçların alım satımının da yapılması gibi farklı faaliyetlerde bulunulması durumunda borsanın genel maliyetleri üzerindeki artışın %22-28 düzeyinde kalacağı saptanmıştır (Malkamaki. 2000:21). Ancak yapılan çalışmada türev ürünlerin menkul kıymet borsalarında işlem gördüğü durumlarda, genellikle borsada işlem gören türev ürün sayısının bir kaç kontratla sınırlı olduğunun, türev araçların takas işlemlerinin aynı holding çatısı altında olsa dahi ayrı şekilde örgütlenmiş takas

---

<sup>7</sup> Spot elektrik ve vadeli enerji sözleşmelerinin alınıp satıldığı European Energy Exchange 8 Ağustos 2000 tarihinde faaliyete geçmiş ve sözkonusu borsanın alım satım sistemi (EEX Release 1.0.) EUREX tarafından geliştirilmiştir.

merkezleri tarafından yapıldığı ve gider hesaplarının incelemenin yapıldığı mali tablolarda yer almadığının dikkate alınması gerektiği ifade edilmiştir.

Normal şirket işbirlikleri ile ilgili olarak yapılan bir çalışmada, birbirleri ile ilişkili sektörlerdeki şirketler arasında, tarafların teknolojik bilgi ve tecrübe açısından birbirlerini tamamlamasına dayanan işbirliklerinin daha olumlu sonuçlar doğurduğu ortaya konmuştur (Chan 1997:213).

Aşağıda verilen örnekler dışında menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarının birleştiği diğer ülkelere İsviçre (1993), Finlandiya, Hollanda, Avusturya (1997), İsveç (1998), İtalya, Belçika ve Singapur (1999) örnekleri de verilebilecektir. Ayrıca, Almanya'da da Frankfurt Stock Exchange ve Deutsche Terminbörse<sup>8</sup> 1993 yılından sonra faaliyetlerine Deutsche Börse AG çatısı altında devam etmişlerdir.

### **5.1.1. Fransa**

1 Haziran 1999 tarihinde Fransa'daki spot menkul kıymetler borsası Paris Bourse, vadeli işlemler borsaları Matif ve Monep ve gelişme potansiyeli taşıyan küçük ölçekli işletmelere yönelik olarak kurulmuş olan Société du Nouveau Marché; Paris Bourse SA adını alarak birleşme işlemlerini tamamlamışlardır. Yapılan açıklamada birleşme operasyonunun; işlemlerin gerçekleştirilmesi, takas ve diğer hizmetlerin sağlanması konusunda spot ve vadeli piyasaları bir bütün olarak içeren zenginleştirilmiş bir altyapı ile aracı kuruluşlara hizmet sunulabilmesi ve Fransız sermaye piyasalarının rekabet gücünün artırılması amaçlarını taşıdığı ifade edilmiştir.

Birleşme sonrasında Matif ve Monep'de işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımı devam etmiş ve bunlar ParisBourse SA'nın birer pazarı şeklinde çalışmaya başlamışlardır. Nouveau Marché de aynı şekilde faaliyetlerine devam etmiştir. Birleşme sonrasında Matif ve Nouveau Marché tarafından daha önce hayata geçirilmiş uluslararası işbirlikleri aynen devam etmiş, herhangi bir etkilenme sözkonusu olmamıştır.

### **5.1.2. Hong Kong**

1999 yılı içerisinde artan global rekabet ortamında Hong Kong sermaye piyasalarının rekabet gücünün korunabilmesi için ülkedeki menkul kıymet ve vadeli işlemler borsası ile takas kuruluşlarının tek çatı altında toplanmasını da içeren bir dizi reform çalışmalarına başlanmıştır.

Reform planı çerçevesinde, Hong Kong'ta spot menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştiği Stock Exchange of Hong Kong Limited, vadeli işlemler borsası Hong Kong Futures Exchange ve takas kuruluşu Hong Kong Securities Clearing Company; Hong Kong

---

<sup>8</sup> Daha sonra da açıklanacağı üzere, borsa 1998 yılında Swiss Options and Financial Futures Exchange

Exchanges And Clearing Limited (HKEx) adı altında birleşmişlerdir. Hong Kong Futures Exchange'in takas işlemlerini yürüten bağlı ortağı da HKEx bünyesine geçmiştir. Birleşme işlemi 6 Mart 2000 tarihinde tamamlanmış olup, birleşmeyi müteakip 17 Haziran 2000 tarihinde HKEx kendi hisse senetlerinin borsaya kotasyonunu gerçekleştirmiştir.

Vurgulanması gereken noktalardan biri de birleşmeye konu olan borsalardan Stock Exchange of Hong Kong Limited'in 1980 yılında çıkarılan bir kanunla ülkedeki dört farklı menkul kıymet borsasının bir şirket çatısı altında birleşmesi sonucu oluşmuş olmasıdır.

## **5.2. Farklı Ülke Borsaları Arasındaki Birleşmeler**

Farklı ülke borsaları arasında görülen birleşmeler menkul kıymet borsalarının birbirleriyle birleşmesi ya da vadeli işlem borsalarının birbirleriyle birleşmeleri şeklinde ortaya çıkmakta olup yatay birleşmeler olarak değerlendirilmelidir. Söz konusu birleşmelerde ölçek büyümekte, fakat yürütülen faaliyetlerin niteliğinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemektedir.

Farklı ülke borsaları arasındaki birleşmelerin ve birleşme çabalarının daha çok Avrupa kökenli olarak ortaya çıktığı görülmektedir. AB bünyesinde genel ekonomi anlamında sağlanan entegrasyon ve hukuki alanda uyumlaştırma konusunda katedilen mesafe dikkate alındığında bu durumun doğal olduğu sonucuna ulaşılabilecektir. Ayrıca, ABD borsaları ile rekabet etme çabasında olmakla birlikte, 250 milyon nüfuslu ve 18 yaş üstü nüfusunun yaklaşık %50'sinin çeşitli şekillerde hisse senedi sahibi olduğu ABD ölçeğinden uzak olan Avrupa borsalarının ölçek büyütme amacıyla yaptıkları çalışmalar yukarıdaki bölümlerde açıklanan ekonomi teorileri bağlamında da anlam ifade etmektedir.

### **5.2.1. EUREX**

EUREX Almanya'da Deutsche Börse AG çatısı altında yer alan vadeli işlemler borsası Deutsche Termin Börse (DTB) ile [Swiss Exchange Group çatısı altında yer alan](#) İsviçre Vadeli İşlemler Borsası Swiss Options and Financial Futures Exchange'in (SOFFEX) birleşmeleri ile 28 Eylül 1998 tarihinde oluşturulmuştur. EUREX'in oluşturulması için yürütülen çalışmaların başlangıcı 1996 yılına kadar dayanmaktadır.

EUREX hukuki olarak Deutsche Börse AG ile Swiss Exchange tarafından %50-50 ortak olunan Eurex Zürich AG ve Eurex Zürich AG'nin hisselerinin tamamına sahip olduğu Eurex Deutschland AG ile tüzel kişilik bulmaktadır. Hem Eurex Zürich AG hem de Eurex Deutschland AG'nin kendi organları vardır. Takas kuruluşu olarak faaliyet gösteren EUREX Clearing AG de EUREX Frankfurt AG'nin bağlı şirketi konumunda bulunmaktadır. Örgütlenme yapısı İsviçre ve Alman hukukundan kaynaklanan çeşitli hükümler çerçevesinde

---

(İsviçre) ile birleşerek EUREX adını almıştır.

belirlenmiş ve farklı şirketlerdeki organların görev ve yetki alanları tanımlanmıştır. Ayrıca uyuşmazlıkların çözülmesi ile yetkili bir ortak tahkim kurulu da bulunmaktadır.

Tamamen elektronik bir platform üzerinden işleyen bir borsa olan EUREX, erişim alanını Almanya ve İsviçre ile sınırlandırmamış, kendi ürünlerinin global düzeyde alınıp satılmasını amaçlayarak çok çeşitli ülkelerde<sup>9</sup> erişim noktaları oluşturmuştur. Farklı ülkelerde üyeler tarafından kullanılan terminaller öncelikle en yakındaki erişim noktası ile ilişkilendirilmekte, EUREX merkezi sistemi ile bağlantılar erişim noktaları aracılığı ile sağlanmaktadır. Bu çerçevede, diğer ülkelerden yapılan bağlantılarla EUREX terminallerinde işlem yapmak için borsa bazında bir işbirliğine gerek olmamaktadır. Böylelikle EUREX 17 ülkede yer alan terminalleri, 432 üyesi ve 2000 yılında yakaladığı 454 milyon kontratlık işlem hacmi ile kısa süre içerisinde dünya üzerindeki en büyük vadeli işlem borsası haline gelmiştir.<sup>10</sup>

EUREX'in ilk planda özellikle London International Financial Futures Exchange (LIFFE) karşısında elde ettiği çok önemli bir başarı dikkat çekmiştir. Daha önce 10 yıllık Alman Bund kontratlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin Almanya dışında LIFFE'de yoğun olarak işlem görmesi ve sözkonusu sözleşmelerin DTB'deki likiditesinin yok denecek kadar az olmasına rağmen, EUREX'in faaliyete geçmesi ile birlikte süreç tersine işlemeye başlamış ve işlemler EUREX'e kaymıştır. EUREX'in elde ettiği başarı karşısında sesli pazarlık yönteminin önde gelen savunucularından olan LIFFE elektronik alım satıma geçme kararı almıştır. Günümüzde LIFFE'de gerçekleşen işlemlerin yarısına yakın bölümü elektronik sistem aracılığı ile yapılmaktadır.

EUREX'in yakalamış olduğu başarı uluslararası düzeyde oluşturulan ağların, başka ülkelerdeki fiziksel mekanlara dayalı borsaların yerini alabilmesi konusunda iyi bir örnek teşkil etmektedir. (Malkamaki. 2000:2) Ayrıca, EUREX'in LIFFE karşısında elde ettiği başarının iki borsanın yönetim yapısındaki farklılıklardan da kaynaklanmış olabileceği üzerinde durulmaktadır. Hart ve Moore tarafından yapılan bir çalışmada LIFFE'deki üye birliği şeklinde örgütlenmenin bir sonucu olarak, üyelerin kısa vadede kendi pozisyonlarını zayıflatacak, fakat uzun vadede çıkarlarına olacak değişikliklere karşı koyabildikleri, EUREX'te ise şirket şeklinde örgütlenmenin karar alma mekanizmasında sağladığı esnekliklerin önemli bir avantaj olarak ortaya çıktığı vurgulanmaktadır.

Genel olarak bakıldığında, EUREX tarafından elde edilen başarının tamamen Alman ve İsviçre vadeli işlem borsalarının birleşmesine bağlanması pek anlamlı olmayacaktır. Başarı daha ziyade ustalıklı planlanmış bir stratejinin ürünü olup, bilgi işlem teknolojilerinin sermaye

<sup>9</sup> 2000 yılı sonu itibarıyla ABD, Hollanda, Finlandiya, İngiltere, İspanya, Fransa, Japonya ve Hong Kong erişim noktaları olarak belirlenmiştir.

<sup>10</sup> İşlem hacmi bakımından EUREX ile kıyaslanabilecek borsaların 2000 yılı işlem hacimleri şu şekildedir: Chicago Board Options Exchange (CBOE) 326 milyon kontrat, Chicago Board of Trade (CBOT) 233

piyasalarında etkin kullanımı, doğru ürünlerin seçimi ve etkin pazarlama çalışmaları sonucu ortaya çıkarmıştır.

EUREX türev ürünler konusunda yakaladığı başarı ile yetinmemiş, hazine bonusu ve devlet tahvillerinin alım satımının yapılması ve repo işlemlerinin gerçekleştirilmesi için de Avrupa’da bir ECN oluşturmuştur.

### 5.2.2. EURONEXT

Yürütülen çalışmalar sonucunda, 22 Eylül 2000 tarihinde Amsterdam, Brüksel ve Paris borsaları birbirleriyle aynı çatı altında birleşme kararı almışlar ve EURONEXT’i oluşturmuşlardır. Borsaların büyüklükleri ile bağlantılı olarak oluşturulan ortaklık yapısında Paris’in %60, Amsterdam’ın %32, Brüksel’in ise %8’lik bir payı bulunmaktadır. Yapılan açıklamada yeni oluşumun, işbirliği yapılması ya da ortak bir platform oluşturulması ile karıştırılmaması gerektiği, yapılmak istenenin tam anlamıyla bir birleşme olduğu özellikle vurgulanmıştır. Ayrıca, amaçlananın Euro’ya geçiş ile birlikte ortaya çıkacak olan avantajı değerlendirerek Avrupa genelinde bir likidite havuzu oluşturmak, birleşme ile sağlanacak maliyet tasarrufları ile yatırımcılara daha düşük işlem maliyetleri ile işlem yapma fırsatı yaratmak olduğu belirtilerek, birleşmeye gelecekte başka borsaların da katılımının arzu edildiği ifade edilmiştir. Birleşme sadece hisse senetleri piyasalarını değil, tahvil ve bono piyasaları ile türev ürünleri de kapsamaktadır.

Başlangıç aşamasında her üç borsanın da adlarının başına EURONEXT olarak ayrı ayrı faaliyetlerine devam etmesi kararlaştırılmış, bu arada borsaların birbirleriyle bağlantılı hale getirilmesi için çalışmalara başlanmıştır. 4 aşamalı olarak tasarlanan birleşme planına göre;

- İlk aşama: Birleşme ile ilgili prosedürlerin tamamlanması ve üyelerin karşılıklı tanınması,
- İkinci aşama: Her üç borsadaki menkul kıymet işlemlerinin tamamının Paris Bourse tarafından kullanılmakta olan NSC sistemi üzerine taşınması,
- Üçüncü aşama: Takas işlemlerinin merkezileştirilmesi,
- Dördüncü aşama: Türev ürünler için de tek bir ortak alım satım sisteminin (Euronext Derivative System) kullanılmaya başlaması,

aşamalarının tamamlanması ile nihai hedefe ulaşılmış olacaktır. Şirketler kote olmak için üç ülkeden herhangi birine başvurmak konusunda serbest bırakılmıştır.

Tasarlanan sistemlerin oluşturulması, borsaların sahip oldukları donanımlara uygun hale getirilmesi ve geliştirilmesi için Atos Origin adlı, bilişim teknolojisi alanında Avrupa çapında tanınmış bir şirket ile %50-50 ortaklığa gidilerek ATOS-EURONEXT adlı bir şirket

de kurulmuştur. Böylelikle EURONEXT'in derin bir bilişim teknolojisi havuzuna uygun bir maliyetle ve teknoloji ile ilgili işleri dışarıdan bağımsız bir firmaya yaptırma alternatifine göre kontrolün çok daha fazla elde tutulabileceği bir modelle ulaşabilmesi sağlanmıştır.

Birleşme ile birlikte EURONEXT Avrupa'da piyasa kapitalizasyonu bakımından ikinci büyük borsa durumuna gelmiştir.

23 Nisan 2001 tarihinde Brüksel Borsası'nın NSC sistemi üzerine taşınma işlemi tamamlanmış olup, EURONEXT Paris ve Brüksel'de yer alan menkul kıymetler tek bir platform üzerinde alınıp satılmaya başlanmıştır. 27 Temmuz 2001 tarihinde yapılan açıklamada, 2001 yılı Ekim ayı sonunda Amsterdam Borsası'nın ortak platforma taşınma işlemlerinin tamamlanmasının hedeflendiği ifade edilmiştir.

### **5.2.3. iX International Exchange Girişimi**

3 Mayıs 2000 tarihinde Deutsche Börse ve London Stock Exchange (LSE) bir Avrupa Borsası oluşturmak üzere eşit olarak pay sahibi olacakları iX-International Exchange adlı bir şirketin kuruluş çalışmaları içerisinde olduklarını, aynı zamanda oluşturulacak yeni borsa adına Nasdaq-Europe<sup>11</sup> ile de gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere yönelik bir piyasa oluşturmak konusunda işbirliği anlaşması imzalandığını açıklamışlardır. iX girişiminin Deutsche Börse'nin Clearstream'deki %50'lik payı haricinde her iki borsa tarafından yürütülen tüm faaliyetleri kapsamı benimsenmiştir. Oluşturulacak yeni organizasyonun başta hisse senetleri olmak üzere borsalarda işlem gören menkul kıymetler, türev ürünler ve malları da kapsamı tasarlanmış ve bilgi sistemleri teknolojisinin olanaklarından yararlanılması suretiyle Avrupa genelinde bir likidite havuzu oluşturulması hedeflenmiştir. 23 Mayıs 2000 tarihinde Deutsche Börse'nin yetkili organlarından gerekli onaylar alınmış ve çalışmaların 2000 yılı sonundan önce sonuçlandırılması öngörülmüştür.

Yapılan plan çerçevesinde her iki borsanın başarılarının temelini oluşturan ve uzmanı oldukları konuların ön plana çıkartılması esası benimsenmiş; bu açıdan Deutsche Börse'nin alım satım sistemleri oluşturma konusunda Xetra<sup>12</sup> ve EUREX ile gösterdiği başarı kabul edilmiş ve iX'de de Deutsche Börse tarafından sağlanacak sistemlerin kullanılması, Londra'nın ise bir finans merkezi olarak yarattığı imaj ve İngiltere'nin sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelerinin aracı kuruluşlar, ihraççılar ve uluslararası yatırımcılar tarafından daha çok kabul görmesi sebebiyle şirket merkezi olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır.

Yine yukarıda ifade edilen anlayışa paralel olarak, Deutsche Börse bünyesindeki Neuer Markt'in küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik piyasa olarak gösterdiği önemli başarı dikkate alınarak, LSE bünyesindeki benzer pazar olan techMARK ve Nasdaq-Europe

<sup>11</sup> Nasdaq-Europe hakkında (5.4.1.1.) bölümünde detaylı açıklama yapılacaktır.

<sup>12</sup> Deutsche Börse AG çatısı altında faaliyetlerini sürdüren Frankfurt Stock Exchange'in elektronik alım

ile koordineli olarak oluşturulacak Avrupa çapındaki gelişme potansiyeli taşıyan şirketleri hedefleyen pazarın (Pan-Europen Growth Market) işletiminin Frankfurt, bu pazarı tanıtmaya yönelik olarak oluşturulacak pazarlama şirketinin ise Londra merkezli olması öngörülmüştür. Görece büyük şirketlerin işlem hacmi yüksek hisse senetlerinin (blue chip) alım satım işlemlerinin ise bu konuda görece üstünlüğü olan Londra merkezli olarak yapılması kararlaştırılmıştır. Öte yandan şirketlere hangi pazarlarda işlem görecekları konusunda herhangi bir zorunluluk getirilmemesi ve seçimin şirketler tarafından yapılması, ayrıca mevcut durumda Deutsche Börse ya da LSE’de herhangi bir pazarda işlem gören bir şirketin yeni oluşturulacak pazarlara geçmek istememesi ihtimaline bağlı olarak, sözkonusu pazarların da faaliyetlerine devam etmesi esası benimsenmiştir. Bunun ötesinde menkul kıymetlerin iX bünyesinde kote olmaksızın alınıp satılması imkanlarının da değerlendirileceği belirtilmiştir.

Takas işlemlerinin bir süre için mevcut durumda olduğu gibi Clearstream ve CrestCo Limited aracılığıyla yürütülmesi, ancak uzun vadede merkezi karşı taraf fonksiyonunu da yerine getirecek ve “straight through processing”<sup>13</sup> (STP) imkanı sağlayacak bir takas mekanizmasının oluşturulması için girişimlerde bulunulması ya da ortaya çıkacak girişimlerin desteklenmesi anlayışı benimsenmiştir.

Ancak, 12 Eylül 2000 tarihinde LSE tarafından, İsveçli teknoloji firması OM Group tarafından LSE’yi satın almak üzere pay sahiplerine yapılan ve LSE yönetimi tarafından düşmanca bir alım teklifi olarak yorumlanan çağrı ile mücadele etmeye daha iyi konsantre olmak için iX girişiminden çekildiği açıklanmıştır. Böylesi önemli bir girişimin, çözülmesi gereken bir çok sorunu da beraberinde getirdiği, bu sorunların borsanın pay sahipleri, müşteriler, düzenleyici otoriteler gibi LSE’nin kontrolü dışında olan boyutları olduğu ve OM Group tarafından borsanın satın alınmak istendiği bir ortamda bunların üstesinden gelmenin güç olduğu ifade edilmiştir.

LSE’nin geri çekilmesinin ardında yatan en önemli nedenlerden birisinin iX’in teknolojik alt yapısının Deutsche Börse’ye dayanması olduğu düşünülmektedir. OM tarafından LSE pay sahiplerine yapılan çağrılarda bu durum ısrarla vurgulanmış, LSE’nin mevcut yönetiminin borsanın teknolojisinin geliştirilmesi ve rekabet gücünün korunması için gerekli çalışmaları yapmadığı ve bunun bir sonucu olarak Deutsche Börse’ye teslim olmak zorunda kaldığı teması işlenmiştir.<sup>14</sup> LSE tarafından gerek iX projesi, gerek OM Group teklifi ile mücadele edilebilmesi için katlanılan ilave maliyet 2000 yılı faaliyet raporunda 18,9 milyon Sterlin olarak açıklanmıştır.

---

satım sistemidir.

<sup>13</sup> Merkezi karşı taraf fonksiyonu ve “straight through processing” kavramları (5.5.) bölümünde açıklanmaktadır.

<sup>14</sup> 25 Eylül 2000 tarihinde çağrı ile ilgili olarak yapılan OM Group açıklamasında “LSE has: No strategy; No management; No vision” ifadeleri kullanılmıştır.

Proje hayata geçirilebilmiş olsaydı Avrupa genelindeki işlem hacminin yaklaşık yarısı iX bünyesinde gerçekleşmeye başlayacak ve Avrupa'nın en büyük 300 şirketinin %45'i iX tarafından kote edilmiş olacaktır.

### **5.3. Farklı Ülke Borsaları Arasındaki İşbirlikleri**

Varlıklarını bağımsız olarak sürdürmek isteyen ancak global rekabet ortamında ayakta kalabilmek için gerekli likiditeyi bulma konusunda sorunlar yaşamaması muhtemel borsaların, işbirlikleri yoluyla rekabet güçlerini korumaya çalıştıkları gözlenmektedir.

Bu yolla öncelikli olarak işbirliğine dahil olan borsaların üyelerine karşılıklı üyelik imkanları tanınmakta, zaman içerisinde işlem sistemlerinin uyumlu hale getirilmesi ve daha ileri aşamada işlemlerin tek bir platformda gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır.

Aracı kuruluşlar için yönetim, finansal yükümlülükler, sermaye yeterliliği şartları gibi konulardaki düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bunların çözümü ve ortak bir standarda kavuşturulması, karşılıklı üyelik imkanının işleme bakımından önem taşımaktadır. Bu doğrultuda karşılıklı üyelik imkanının her aracı kuruluşa değil, belirli şartları taşıyan aracı kuruluşlara verilmesi sözkonusu olabilmektedir. AB bünyesindeki tek pasaport yaklaşımı, karşılıklı üyelik konusunun AB ülkeleri arasında daha kolay bir şekilde çözülmesine imkan verebilmektedir.

Ulusal borsalarda kote edilmiş menkul kıymetlerin, işbirliği kapsamında borsalarca karşılıklı kotasyonunun (çapraz kotasyon) gerçekleştirilmesi ile birlikte, ihraççı şirketler sadece kendi ülke borsalarına kote olarak çok daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşma imkanını elde ederken, işbirliği kapsamındaki farklı ülkelerin yatırımcıları da kendi ülkelerinde bulunan aracı kuruluşlar vasıtasıyla bu şirketlerin hisse senetlerine erişebilme, bir başka ifade ile yabancı menkul kıymetlere kendi ülkelerinde yatırım yapma imkanına kavuşmaktadır. Bu açıdan bakıldığında aynı anda farklı iki borsada kote olma (çifte kotasyon) şirketlerin kendi insiyatifi ile gerçekleşen bir süreç iken, karşılıklı iki borsanın pazarlarını birbirlerine açmaları aynı sonuçlara daha etkin bir şekilde ulaşılmasını sağlamaktadır. Böylelikle şirketler başka ülke borsalarına kote olmanın maliyetinden kurtulurken, yatırımcılar da kendi ülkelerinin menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında karşı karşıya kaldıkları maliyetlerden farklı olmayan maliyetlerle işlem yapma imkanına kavuşmaktadır. Ayrıca, fiyatların daha yüksek bir likidite ile oluşması borsalara olan güveni arttırmaktadır.

Üye ülkeler arasında menkul kıymetlerin ve ihraççıların tabi olacağı düzenlemelerin asgari standartlarının, işbirliğine katılan ülkelerin ulusal hukukları ile çelişmeyecek şekilde belirlenmesi ilk aşamada çözülmesi gereken konulardan birini oluşturmaktadır. İşbirliği kapsamına dahil olacak menkul kıymetler için asgari düzeyde kotasyon kriterlerinin de belirlenmesi gerekecektir. Zira, işbirliği kapsamına borsaların tüm pazarları değil, belirli nitelikteki menkul kıymetlerin işlem gördüğü pazarların dahil edilmesi de tercih



edilebilmektedir. Kottan çıkarma, işlemlerin durdurulması, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların menkul kıymetlerin sağladığı hakları kullanmalarına ilişkin olarak da ortak şartlar üzerinde anlaşılmalıdır. Konuların niteliği itibariyle, sadece borsalar arası işbirliği yapılması yeterli olmayıp bir çok durumda, farklı ülkelerin düzenleyici otoritelerin de devreye girmesi gerekebilmektedir.

Uzun vadede, düzenlemeler arasında uyumun mümkün olan en üst düzeyde sağlanması işbirliğine giden ülkeler için önemli bir çalışma alanı olarak ortaya çıkmaktadır.

### **5.3.1. EURO.NM**

EURO.NM, Avrupa'da bulunan farklı ülke borsalarının, gelişme potansiyeli taşıyan küçük ölçekli şirketlere yönelik olarak oluşturdukları bir borsalar grubudur. Söz konusu grubun üyeleri; Parisbourse (Le Nouveau Marché), Deutsche Börse (Neuer Markt), Amsterdam Exchanges (EURO.NM Amsterdam), Brussels Exchanges (EURO.NM Belgium) ve Italian Exchange'den (Nuovo Mercato) oluşmaktadır. Ayrıca, Stockholm Stock Exchange, Copenhagen Stock Exchange, Swiss Exchange, Oslo Stock Exchange ve Helsinki Stock Exchange tarafından da gruba katılım gösterilmesi beklenmektedir.

EURO.NM ile kendi ülkelerinde faaliyet gösteren borsaların işlem sistemlerinin bir platform üzerinde birbirine bağlanması amaçlanmaktadır. Burada merkezi bir anlayış yerine, var olan sistemlerin birbirine bağlanması ve borsaların kendi ülkelerindeki varlıklarını sürdürmelerine dayanan bir anlayış benimsenmiştir.<sup>15</sup> Böylece, her bir borsanın daha düşük kriterler koyarak, görece küçük ölçekli şirketlerin işlem görmelerini amaçladıkları pazarlar birbirine bağlanmıştır. İşlemler sürekli müzayedede, günlük çağrı seansları ve piyasa yapıcılığı esaslarına göre yapılmaktadır.

Mevzuatların uyumlaştırılması, karşılıklı üyelik, bilgi paylaşımı ve pazarlama üye ülkeler arasında, işbirliği alanları olarak belirlenmiştir.

Piyasaya 2000 yılı sonu itibariyle toplam 567 şirket kote olmuş bulunmaktadır. Ancak ağırlık 338 şirket ile Deutsche Börse (Neuer Markt) ve 158 şirket ile de Parisbourse (Le Nouveau Marché) tarafından oluşturulmaktadır. Diğer üç ülke borsası aracılığı ile kote olan şirket sayısı ise 71 ile sınırlı kalmaktadır.

### **5.3.2. NOREX**

Avrupa borsaları arasında artan rekabete bağlı olarak, rekabet güçlerini arttırabilmek amacıyla 1997 yılı Haziran ayı içerisinde Copenhagen Stock Exchange (Danimarka) ve Stockholmsbörsen (İsveç) aralarında ortak bir işlem platformu oluşturmak, alım satım

---

<sup>15</sup> EURO.NM yetkilileri tarafından yapılan açıklamalarda bu noktanın üzerinde önemle durulmakta ve platform üzerinde ulusal kimliğin korunduğu vurgulanmaktadır.

kuralları ve üyelikle ilgili düzenlemelerde karşılıklı uyumlaştırmaya gitmek üzere bir stratejik işbirliği anlaşması imzalamışlardır. Yapılan çalışmalar sonucunda 1998 yılı Ocak ayı içerisinde işbirliği anlaşmasının şartları kesinleşmiş ve 1999 yılı Haziran ayı ile birlikte iki borsadaki işlemler de ortaklaşa oluşturulmuş olan, uzaktan erişim imkanı SAXESS sistemi üzerinden gerçekleştirilmeye başlanmıştır. 2000 yılı Haziran ayı ile birlikte Iceland Stock Exchange (İzlanda) anlaşmaya dahil olmuş ve Ekim ayından itibaren SAXESS sistemine geçmiştir. 2000 yılı Aralık ayı içerisinde Oslo Borsası (Norveç) oluşuma dahil olmuş olup, sözkonusu borsanın 2002 yılının ikinci yarısından itibaren SAXESS sistemini tam olarak kullanmaya başlaması planlanmaktadır.

NOREX, işbirliğine katılan borsaların aynı alım satım sistemini kullanması ve bunun bir sonucu olarak alım satım kuralları ile üyelik esaslarının ülkeler arasında uyumlu hale getirilmesinde ilk örnek olması bakımından önem taşımaktadır. Üye ülke borsalarının mevcut üyelerine karşılıklı üyelik imkanı tanınmış olup, ortak bir likidite havuzuna tek bir kanaldan ulaşılması sağlanmış bulunmaktadır. 1999 Haziran ayında 4 olan karşılıklı üyelik sayısı zaman içerisinde 30'un üzerine çıkmıştır.

NOREX borsalarının teknolojik yapılandırılmasının sağlanması için üye borsaların ortaklığı ile NOREX A/S adında bir şirket oluşturulmuştur. Yapılan açıklamalarda ortak bir işlem sistemi kullanılmasının; işlem sistemi oluşturma, kullanma ve geliştirme maliyetlerinde önemli tasarruflar sağladığı ve bunun 2000 yılından itibaren NOREX borsalarına yeni üye olacak aracı kuruluşlar için üyeliğe giriş ücreti alınmaması şeklinde bir karar alınmasını sağladığı belirtilmektedir.

### **5.3.3. GLOBEX**

1999 yılı Şubat ayı içerisinde Chicago Mercantile Exchange (CME), Parisbourse SA (Paris Bourse) ve Singapore Exchange Derivatives Trading (SGX-DT) arasında her bir borsada yoğun olarak işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin, ortak bir işlem platformunun üzerinde alınıp satılması amacıyla bir anlaşma imzalanmıştır. GLOBEX Alliance olarak adlandırılan sistem üç ayrı kıtada, üç farklı ülkenin ekonomik göstergeleri ile yakından korelasyonu olan vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı bir platform olarak tasarlanmıştır. İşlem sistemi olarak Paris Bourse'un vadeli işlemler pazarı olarak faaliyet göstermeye başlayan Matif'in sisteminin kullanılması benimsenmiş olup<sup>16</sup>, sistemin geliştirilmesi ile ilgili olacak giderlerin üye borsalar arasında paylaşılması öngörülmüştür. Daha sonra çeşitli tarihlerde Bolsa de Mercadorias & Futuros (Brezilya), Montreal Exchange

---

<sup>16</sup> 1997 yılında Matif ve CME bir anlamda teknoloji değiş tokuşu olarak ifade edilebilecek bir anlaşmaya gitmişler, bu doğrultuda Matif tarafından kullanılan NSC elektronik alım satım sistemi CME'ye adapte edilmiş, buna karşılık CME ve New York Mercantile Exchange'in birlikte geliştirdikleri Clearing 21 adlı takas programının lisansı da Matif'e verilmiştir.

(Kanada) ve Mercado Oficial de Futuros & Opciones (İspanya) de GLOBEX platformuna dahil olmuşlardır.

Katılımcı borsaların üyelerine diğer borsalarda belirlenmiş olan bazı sözleşmeler üzerinde elektronik olarak işlem yapabilme konusunda ayrıcalıklar tanınmıştır. Ayrıca takas sistemleri de birbirleriyle bağlantılı hale getirilerek çapraz teminatlandırma<sup>17</sup> mekanizmaları oluşturulmuş ve üyelere daha az teminatla daha büyük tutarlarda işlem yapabilme kolaylığı sağlanmıştır.

İşbirliğinin Avrupa ile sınırlı bölümü olarak nitelendirilebilecek EURO GLOBEX ise ParisBourse ve Mercado Oficial de Futuros & Opciones'in (İspanya) yanı sıra Mercato Italiano dei Future'in da (İtalya) katılımıyla oluşturulmuştur. Anlaşma ile sözkonusu borsaların üyeleri, üç farklı borsada işlem gören vadeli işlem sözleşmelerini alıp satma imkanına kavuşmuşlardır. Yapılan anlaşmanın başta Euribor sözleşmeleri olmak üzere, Euro cinsinden türev araçlar için daha geniş ve likit bir pazar yaratması beklenmektedir.

#### **5.3.4. EUREX-CBOT İşbirliği**

EUREX ile dünyanın en büyük mala dayalı vadeli işlem ve opsiyon borsalarından biri olan Chicago Board of Trade (CBOT) arasında Ekim 1999'da ortaklık oluşturan bir anlaşma imzalanmıştır. Anlaşma, tek bir ekrandan üyeler ve yatırımcılara dünyadaki en aktif vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde işlem yapma imkanı sağlamaktadır. Her iki borsanın da üyeleri tek bir ekrandan tüm CBOT ve EUREX ürünlerinde işlem yapabilmektedir.

EUREX terminallerinin ABD'ye yerleştirilmesi sırasında, vadeli işlemlerle ilgili ABD düzenleyici otoritesi Commodity Futures Trading Commission'dan (CFTC) izin alınması, ayrıca bu terminallerde işlem görecektir sözleşmeler için de CFTC'nin onayının aranması gerekmiştir. Ayrıca, üyeler hakkında düzenli ve yeterli bilgi alınabilmesi açısından CFTC ile Alman düzenleyici otoritesi BAWe arasında bilgi alışverişi anlaşması imzalanmıştır.

#### **5.4. Dünya Geneline Ağlar Oluşturma Amacıyla Yürütülen Çalışmalar**

Aynı ülke içerisindeki borsaların birleşmeleri, coğrafya olarak birbirlerine yakın bölge borsaları arasında işbirliklerine gidilmesi ya da benzer nitelikteki ürünlerin alım satımının yapıldığı borsaların birbirlerine karşılıklı üyelik imkanı tanımalarının ötesinde, teknolojinin sermaye piyasalarına olan etkilerinin gelecekte daha yoğun olarak hissedilmeye başlaması ile birlikte dünya üzerinde çok daha kapsamlı çalışmaların yürütülmekte olduğu görülmektedir.

---

<sup>17</sup> Çapraz teminatlandırma (cross margining) temel olarak, vadeli işlem sözleşmeleri için farklı borsalarda alınan ve risk açısından birbirlerini nötrleyen pozisyonların ya da diğer bir takas merkezindeki teminat hesabı fazlasının dikkate alınması suretiyle üyelerin pozisyonları karşılığında yatırımları gerekli olan teminatların optimum olarak belirlenmesi amaçlarıyla yapılmaktadır.

Gelecekte global düzeyde kaç tane borsanın varlığını sürdürebileceği yoğun olarak tartışılmaktadır. Uzun vadede üç ana zaman dilimi içerisinde farklı ağların birleşmesi sonucunda, dünya üzerinde birkaç global platformun oluşması ihtimali giderek daha artan bir şekilde kabul görmektedir.

#### **5.4.1. Nasdaq Tarafından Yürütülen Çalışmalar**

Nasdaq tarafından uluslararası alanda yürütülen çalışmaların temel amacının 3 ana zaman dilimi içerisinde oluşturulacak olan ağların daha sonra birbirlerine bağlanmak suretiyle Nasdaq'ı dünya genelinde elektronik ortamda 24 saat faaliyet gösteren bir global ağ haline getirmek olduğu ifade edilmektedir.

##### **5.4.1.1. Avrupa Ayağı**

Nasdaq'ın Avrupa'ya açılma amaçlı ilk girişimi 5 Kasım 1999 tarihinde NASD tarafından Japon teknoloji firması Softbank, News Corporation risk sermayesi fonu “epartners” ve Vivendi risk sermayesi fonu “Viventures Capital” işbirliği ile yeni bir pan-Avrupa borsası kurulması yönünde anlaşma yapıldığının açıklanması ile ortaya çıkmıştır. Nasdaq-Europe olarak adlandırılan borsanın, 2000 yılının son çeyreğinde faaliyete geçmesi ve Avrupalı yatırımcılara düşük maliyetli ve internet ortamında da erişilebilir bir işlem platformunda yatırım yapma olanağı sunması tasarlanmaktaydı. Ancak, Deutsche Börse ve London Stock Exchange tarafından iX-International Exchange'in oluşturulması çalışmaları sürerken, yeni oluşum ile Nasdaq-Europe'un anlaşarak %50-50 oranında ortak bir girişim kuracağı açıklanmıştır. Daha sonra iX girişiminin askıya alınması ile birlikte projenin akıbeti belirsiz hale gelmiştir.

Öte yandan 27 Mart 2001 tarihinde yapılan bir açıklama ile Nasdaq'ın, Avrupa'da bölgesel entegrasyonu gerçekleştiren ilk borsa örneği sayılabilecek, büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere yönelik olarak faaliyet gösteren Easdaq'ın çoğunluk hisselerini (%58) almak üzere anlaşmaya vardığı açıklanmış, 20 Mart 2001 tarihinde ise anlaşma Easdaq genel kurulu tarafından onaylanmış ve şirketin adı Nasdaq-Europe olarak değiştirilmiştir. 30 Eylül 1996 tarihinde Belçika Bankacılık ve Finans Komisyonu düzenlemelerine tabi olarak şirket statüsünde faaliyete başlayan Easdaq'ın kotasyon kriterleri, Nasdaq'ın model alınmış olması ve SEC standartları ile sağladığı uyum dolayısıyla hali hazırda şirketlere her iki borsaya da çapraz kotasyon imkanı vermekteydi. Easdaq'ın, ortakları arasında Avrupa Birliği, İsrail ve ABD'de faaliyet gösteren çok sayıda aracı kuruluş yer almaktaydı. Böylece Nasdaq, Avrupa pazarına hazır bir borsa üzerinden giriş yaparak ulaşmak istediği hedef doğrultusunda başlangıç aşamasında önemli bir avantaj yakalamıştır. Yapılan açıklamada Nasdaq-Europe'un Avrupa'da daha geniş katılımlı ortaklıklara gitme konusunda istekli olduğu ve Avrupa'daki konumunu güçlendirmek istediği belirtilmiştir.

Easdaq'da 2000 yılı itibariyle 63 şirketin hisse senetleri işlem görmekte iken, Nasdaq-Europe'da; Easdaq kotunda bulunan şirketlerin yanı sıra, Nasdaq'da kote olmuş bazı şirketlerin de hisse senetleri de işlem görmeye başlamıştır. Borsa hem ABD şirketlerinin hisse senetlerine Avrupa'da likidite kazandırmayı, hem de Avrupalı şirketler için halka açılmada öncelikli tercih haline gelmeyi amaçlamaktadır. Başlangıç aşamasında Easdaq'ın mevcut sistemleri kullanılmaya devam edilmiş, 8 Haziran 2001 tarihinde ise Nasdaq tarafından geliştirilen European Trading System (ETS) devreye alınmıştır.

#### **5.4.1.2. Asya - Pasifik Ayağı**

Nasdaq ile Softbank, Japonya'da da işbirliğine gitmiş ve 15 Haziran 2000 tarihinde Nasdaq-Japan'ın kuruluşu açıklanmıştır. Yapılan açıklamada Nasdaq'ın ABD'de kullandığı alım satım sistemine benzer bir sistemin Japonya'da da oluşturulacağı ve borsada, gelişme potansiyeli taşıyan Japon şirketleri ve Nasdaq'ta kote olmuş şirketlerin hisse senetleri ile yine Nasdaq'ta alım satımı yapılan endekse dayalı ürünlerin işlem göreceği ifade edilmiştir.

Fakat daha sonra, projenin kısa sürede hayata geçebilmesi için 19 Nisan 2000 tarihinde Osaka Securities Exchange (OSE) ile yapılan anlaşmayla, Nasdaq-Japan'ın OSE'nin bir pazarı olarak faaliyet göstermesi konusunda anlaşmaya varılmıştır. Bu durum Nasdaq-Japan'a zaman kazandırmanın yanı sıra, OSE'ye de Tokyo Stock Exchange tarafından küçük ölçekli işletmelere yönelik olarak oluşturulmuş "Mothers" pazarı ile rekabet edebilme şansı tanımıştır. OSE yönetimi tarafından, Nasdaq adının OSE ile birlikte anılmasının dahi, piyasayı küçük ölçekli işletmeler için bir cazibe merkezi haline getirmesi bakımından önemli bir adım olduğu ifade edilmiştir.

Söz konusu anlaşma çerçevesinde Nasdaq-Japan 19 Haziran 2000 tarihi itibariyle faaliyete geçmiş bulunmaktadır. 10 Ağustos 2001 itibariyle işlem gören şirket sayısı 62'dir. İşlemlerin gerçekleştirilmesi için OSE tarafından kullanılan mevcut sistemden yararlanılmakta, kotasyon başvurularının değerlendirilmesi, takas ve gözetim faaliyetleri de OSE tarafından yerine getirilmektedir. Nasdaq-Japan bu aşamada genel yönetim ve pazarlama faaliyetleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ayrıca, ABD Nasdaq ile paralel bir alım satım sisteminin oluşturulması çalışmaları da devam etmektedir.

Nasdaq tarafından Japonya'da yürütülen faaliyetlerin yanı sıra, Hong Kong'ta da Nasdaq'ta işlem gören hisse senetlerinin alınıp satılmasına imkan sağlayacak çalışmalar yapılmaktadır. Bu doğrultuda, 31 Mayıs 2000 tarihinde başlayan pilot bir uygulama ile Nasdaq'ta işlem gören 7 hisse senedi Hong Kong Futures Exchange'de işlem görmeye başlamıştır.

#### **5.4.2. NYSE Tarafından Yürütülen Çalışmalar: GEM**

7 Haziran 2000 tarihinde NYSE tarafından yapılan bir açıklama ise, uluslararası bir hisse senedi piyasasının oluşturulabilmesi için atılan en geniş katılımlı adım olarak nitelendirilebilecektir. Bu girişim ile NYSE'nin yanı sıra Amsterdam, Brüksel ve Paris borsalarının birleşiminden oluşan Euronext, Avustralya, Hong Kong, Meksika, Sao Paulo, Tokyo ve Toronto borsalarının katılımıyla GEM-Global Equity Market adlı bir platformun oluşturulması yönünde müzakereler başlatılmış ve katılımcı borsaların birbirlerine bağlanması suretiyle 24 saat işlem yapılabilecek global bir platformun oluşturulması amaçlanmıştır. Katılacağı açıklanan borsalarda kote olan hisse senetleri, bütün dünya hisse senetlerinin %60'ını temsil etmektedir.

Bu noktada dikkat çekici olan hususlardan biri NYSE tarafından yürütülen çalışmaların açıklanmasının, (5.2.3.) bölümünde açıklanan iX girişiminin açıklanmasından hemen sonraya rastlamasıdır. Bu durum, yaşanan yoğun rekabetin bir göstergesi olarak görülebilecektir.

Ancak anlaşmanın yapılmasını müteakip, henüz resmi olarak daha ileri bir aşamaya gelindiği açıklanmamıştır. Öte yandan çalışmaların devam ettiği ve NYSE tarafından ilgili borsalarla ikili görüşmelerin yapıldığı bilinmektedir. Yürütülen görüşmelerde ortaya çıkan detay hususlar ilerlemeyi yavaşlatmaktadır. Örneğin platforma kabul edilecek menkul kıymetler için belirlenecek minimum standartlar, platformda kullanılacak teknoloji ve alım satım sistemi konuları üzerindeki tartışmaların zaman alması beklenmektedir.

#### **5.5. Takas ve Saklama Hizmetlerinin Süreçten Etkilenmeleri**

Entegrasyon çabalarının bir başka boyutunda da takas ve saklama işlemleri yer almaktadır. Daha önceleri gerek ortaya çıkan yüksek işlem maliyetleri, gerekse operasyonel zorluklar nedeniyle entegrasyon sürecinin önündeki önemli engellerden birini oluşturan takas ve saklama sistemleri günümüzde büyük gelişmeler kaydetmiş, sınır ötesi işlemlerde yatırımcılara güvenli ve kaliteli hizmet sunan ve aynı zamanda borsalarla entegre bir şekilde çalışan bir çok takas kuruluşu ortaya çıkmıştır.

##### **5.5.1. Teknolojide Yaşanan Gelişmelerin Yansımaları**

Teknolojide yaşanan gelişmeler piyasa katılımcılarının takas ve saklama kuruluşlarından olan beklentilerinin seviyesini hızla yükseltmiştir. Günümüzde, piyasa katılımcılarının, değişik piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemlerin sonuçlandırılmasındaki karmaşıklıkların ve operasyonel risklerin ortadan kaldırılabilmesi yönündeki taleplerine cevap verilebilmesi takas ve saklama kuruluşlarının temel hedeflerinden birini oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, menkul kıymetler sektöründe alım satım öncesi ve sonrası işlemlerin tamamen otomatik hale gelmesi ve işlemin sonuçlandırılmasına kadar tüm aşamaların tarafların

karşılıklı olarak sistemlerine yaptıkları tek bir girişle otomatik olarak gerçekleşmesi giderek imkan dahilinde olmaya başlamış ve sürecin bu şekilde işlemesi STP olarak adlandırılmıştır. STP, yatırımcı bir alım veya satım kararı verdiğinde, karmaşık işlem prosedürünü (emrin alınması, iletilmesi, eşleşmesi, gerçekleşmesi, onaylanması ve takası) basitleştirmeyi, insan faktörünü en aza indirmeyi, işlemlerin hızını ve etkinliğini arttırmayı amaçlamaktadır. STP'nin uluslararası bazda uygulamaya geçirilmesinin sınır ötesi işlemleri büyük ölçüde kolaylaştıracağı düşünülmektedir.

Bu amaçla, uluslararası menkul kıymet işlemlerinde karşılaşılan veya ileride karşılaşılabilecek muhtemel sorunlara çözüm getirebilmek ve STP sisteminin gerçek anlamda hayata geçebilmesini sağlamak amacıyla 18 Eylül 1998'de uluslararası düzeyde faaliyet gösteren aracı kuruluşlar ve takas ve saklama kuruluşları tarafından Global STP Association kurulmuştur.

### **5.5.2. Takas ve Saklama İşlemlerinde İşbirlikleri**

Artan sınır ötesi işlem hacimleri ve takas sürelerinin kısalması yönünde ortaya çıkan talepler takas sistemlerinde risk yönetiminin ön plana çıkmaya başlamasına yol açmıştır. Gerek STP'nin uygulanabilirliği, gerekse risk yönetiminde etkinliğin sağlanmasının en önemli şartlarından bir tanesi de takas ve saklama sistemlerinin birbirleri ile daha entegre hale gelmesidir. Piyasa katılımcılarının farklı ülkelerde ve piyasalarda yaptıkları işlemlerin artması takas ve saklama kuruluşları arasındaki bağlantıları ve entegrasyonu kaçınılmaz kılmaktadır.

Son dönemde gözlenen kayda değer gelişmeler arasında, merkezi saklama kuruluşları arasında artan işbirliği çalışmalarının bölgesel platformlara taşınması bulunmaktadır. Bu çerçevede, Amerika'da America's Central Securities Depositories Association (ACSDA), Avrupa'da European Central Securities Depository Association (ECSDA) ve Central Eastren European Central Securities Depository Association (CEECSDA) ve Asya-Pasifik bölgesinde Asia-Pacific Central Securities Depository Group (ACG) gibi merkezi saklama kuruluşları arasında birliklerin oluşturulduğu görülmektedir. Farklı ülke merkezi saklama kuruluşlarının birlikte yürüttükleri çalışmalar sonucunda ortak standartların oluşturulması yönünde önemli adımlar atılmaktadır. Üye kuruluşların yeni oluşumlara adapte olması, sınır ötesi takas risklerinin azaltılması, sınır ötesi bağlantılar ve bölgesel işbirliklerinin artması başlıca çalışma konularını oluşturmaktadır.

Yapılan çalışmalar sadece bölgesel bazla sınırlı kalmamakta, piyasaların talepleri doğrultusunda ortaya çıkan özel konularda da çok daha geniş bir coğrafyayı temsil eden takas ve saklamacı kuruluşların birbirleri ile işbirliğine gidebildikleri görülmektedir. Örneğin, son yıllarda piyasa katılımcılarının gerçekleştirdikleri işlemlerin sonuçlandırılması sırasında karşı taraf riskine maruz kalmak istememelerinin bir sonucu olarak, takas kuruluşlarının merkezi

karşı taraf rolünü<sup>18</sup> üstlenmelerine ilişkin olarak ortaya çıkan eğilim konusunda, aralarında The Depository Trust& Clearing Corporation (ABD), Eurex Clearing AG (Almanya), London Clearing House (İngiltere) ve Tokyo Stock Exchange'in de (Japonya) bulunduğu dünya üzerindeki önde gelen 12 takas ve saklama kuruluşu işbirliğine gitmeye karar vermişlerdir. Bu çerçevede, 31 Temmuz 2001 tarihinde merkezi karşı taraf hizmetlerinin geliştirilmesini amaçlayan "Central Counterparty 12" adlı bir birlik kurulmuştur. Birlik üyeleri; bilgi paylaşımı, teminat sistemlerinin geliştirilmesi, işbirliği fırsatlarının değerlendirilmesi ve risk yönetimi uygulamaları için asgari standartların ortaya konması için birlikte çalışma kararı almışlardır.

Gelişen teknoloji ile birlikte gelecek 5 – 10 yıl içerisinde takas ve saklama sistemleri önemli ölçüde gelişecek, ancak bu gelişmiş sistemlere yatırım yapmak belirli maliyetleri de ortaya çıkartacaktır. Bu durumda aynı araştırma geliştirme çalışmaları ile yatırımların farklı kuruluşlar tarafından ayrı ayrı yapılmasının ortaya çıkartacağı maliyetlerin önüne geçilebilmesi, birlikte hareket etmeyi gerektirmektedir.

### **5.5.3. Takas ve Saklama İşlemlerinde Konsolidasyon**

Takas ve saklama kuruluşları arasında birleşmelere ya da işbirliklerine gidilmesi günümüzde yaygın bir şekilde görülmektedir. Özellikle Avrupa'da takas hizmetleri konusunda büyük bir rekabet yaşandığı ve yakın gelecekte Avrupa'daki takas hizmetlerini domine edecek bir kaç büyük takas kuruluşunun kalacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Zira Avrupa'da borsalarda gerçekleşen işlemlerin takasının yapılması ve tamamlanması sürecinin ABD'ye kıyasla yaklaşık 10 kat daha pahalı olduğu dikkate alındığında birleşmeler ve devralmalar kaçınılmaz olarak görünmektedir. (Skeete. 2000:4) LSE başkanı tarafından 26 Nisan 2001 tarihinde yapılan bir açıklamada Avrupa için en ideal modelin takas ve saklama işlemlerindeki ölçek ekonomisinden faydalanılabilmesini sağlayacak iyi düzenlenmiş bir monopol oluşturmak olduğu ifade edilmiştir. (6.3.) bölümünde açıklanan Lamfalussy Raporu'nda da Avrupa genelinde ideal bir takas ve saklama sistemi oluşturulmasının özel sektörün elinde olduğu, ancak bunun özel sektör kanalıyla başarılamaması halinde, bu konuda kamusal müdahalenin gerekebileceği ifade edilmektedir.

Öte yandan yukarıda sözü edilen sürecin işlemeye başladığı görülmektedir. 19 Ocak 2000 tarihinde, Lüksemburg kökenli uluslararası takas ve saklama kuruluşu Cedel International ve Deutsche Börse Clearing birleşme işlemlerini tamamlamışlar ve oluşturulan yeni şirket Clearstream adını almıştır. Birleşmeye ilişkin olarak yapılan açıklamada halen diğer takas ve

---

<sup>18</sup> Takas kuruluşlarının vadeli işlemler piyasalarında olduğu gibi menkul kıymetler piyasalarında da alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı olarak işlemlerin karşı tarafı olmaları.



saklama kuruluşları ile de yürütülen görüşmeler olduğu ve birleşmelerin piyasa için gerek hizmet kalitesi gerekse maliyetler bakımından en etkin sonuçları doğuracağı ifade edilmiştir.

Euroclear'in, Fransız merkezi saklama ve takas kuruluşu Sicovam ile birleşmesi ve CIK (Belçika) ve Negicef (Hollanda) merkezi takas ve saklama kuruluşları ile de görüşmelerin sonuçlanmasının beklendiği dikkate alındığında takas ve saklama konusunda Avrupa genelinde Clearstream ve Euroclear arasında bir rekabetin ortaya çıktığını söylemek yanlış olmayacaktır. Öte yandan iki önemli rakip Clearstream ile Euroclear arasında da birleşme konusunda görüşmeler yrtldğu bilinmektedir. Sözü edilen birleşme gerçekleştiği takdirde, Avrupa genelinde sınır ötesi takas ve saklama işlemlerinin tek elden yürütülmeye başlanacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak, bunun önündeki en önemli engellerden birini, borsaların takas kuruluşlarını bünyelerine alarak dikey birleşmelere gitmeleri oluşturmaktadır. Bu durumda takas ve saklama işlemlerinin tek bir elden yürütülmesi daha karmaşık hale gelmektedir.

ABD'de de merkezi saklamacı kuruluş Depository Trust Company (DTC) ile ABD'deki takas işlemlerinin %90'ından fazlasını gerçekleştiren National Securities Clearing Corporation (NSCC) birleşmeye gitmişler ve oluşan yeni şirket Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) adını almıştır. Avustralya'da Sydney Futures Exchange ve Austraclear arasında gerçekleştirilen birleşme operasyonu da borsalar ve takas kuruluşları arasındaki dikey birleşmelere bir örnek teşkil etmektedir.

## VI. BÖLÜM

### YAŞANAN GELİŞMELERİN AVRUPA BİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Yapılan çeşitli girişimlere rağmen Avrupa borsaları arasında tam bir işbirliğinin sağlanamaması, likidite ve kote olan şirket sayısı bakımından ABD ölçeğine ulaşamamasına yol açmıştır. Bu durumun altında yatan temel sebeplerden biri, uzunca süre borsaların milli birer değer olarak kabul edilmesi ve bu durumlarının korunması anlayışının benimsenmesidir. Bir çok Avrupa borsasının kendi ülkelerinin ekonomik gelişme düzeyini yansıtmaktan uzak olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. 2000 yılı sonu itibarıyla NYSE ve Nasdaq'ın piyasa kapitalizasyonları toplamı 20,6 trilyon ABD Doları iken, Euro bölgesi borsalarının piyasa kapitalizasyonları toplamı ise 6,1 trilyon Euro olarak gerçekleşmiştir. Benzeri bir farklılık özel sektör tahvilleri açısından da geçerlidir. ABD'de özel sektör tahvilleri 2 trilyon ABD Doları iken, Euro bölgesi ülkelerinde özel sektör tahvilleri tutarı yaklaşık 0,5 trilyon Euro'dur.

#### 6.1. Tek Paraya Geçişin Etkileri

2002 yılının başından itibaren Euro'nun tedavüldeki tek para olarak kullanılmaya başlamasının AB sermaye piyasaları üzerinde önemli etkilerinin olması beklenmektedir. AB bünyesinde yapılacak sınır ötesi yatırımlarda üye ülkelerden herhangi birinin hisse senetlerine yatırım yapma konusunda verilecek kararlar kur riskinden bağımsız hale gelecektir. Bu durumda yatırım kararlarının verilmesi sırasında yapılacak değerlendirmelerde, ülke faktöründen ziyade sektörlerin kârlılık ve getirileri ön plana çıkacaktır. Böylelikle bir dönem doğal monopol olarak görülen ulusal borsaların bu durumları ciddi ölçüde sarsılacaktır. Özellikle vadeli işlem borsaları döviz cinsinden bir çok enstrümanlarını kaybetmiş olacaklardır.

Yatırım yaparken ülke faktörünün ortadan kalkması sonucunda daha önceden kendi ülkesi içerisindeki yatırımcılardan talep gören bazı şirketler verimli çalışmadıkları ve yatırımcılara gelecek için potansiyel vaatmedikleri takdirde, bu şirketlerin hisse senetlerine olan talep azalacaktır. Zira, yatırımcıların yatırım alternatifleri ülke sınırlarını aşacağı için, şirketlerin hisse senetleri arasında daha yoğun bir rekabet yaşanacaktır. Yatırımcılar geniş bir yatırım aracı yelpazesine kavuşurken şirketlerin kendi yatırım araçlarına talep yaratma konusunda daha fazla rekabetle karşılaşmaları muhtemeldir. Bu durumun büyük şirketler ve bu şirketlerin işlem gördüğü büyük borsalar için daha avantajlı bir ortam yaratacağı şeklinde bir değerlendirme yapılabileceği gibi, şimdiye kadar küçük borsaların ve bu borsalarda işlem gören şirketlerin menkul kıymetlerine portföylerde yer verilmemesinin temel sebebinin kur

riski olduğu ve bunun ortadan kalkması ile birlikte hem sözkonusu şirketlere, hem de bunların işlem gördüğü borsalara olan talebin artabileceği de söylenebilecektir (Di Noia. 1999:17).

İşlemlerde aynı para biriminin kullanılması sonucunda daha önceden farklı kuruluşlarca yerel düzeyde verilen hizmetlerin, daha büyük kuruluşlar tarafından ya da mevcut kuruluşların tek çatı altında toplanması suretiyle verilmesi ile birlikte, işlem maliyetlerinde önemli düşüşler sağlanabilecektir. Farklı ülke borsalarına yatırım yapmanın maliyetleri azalacak ve farklı para birimlerinin kullanılmasının yarattığı operasyonel sorunlar ortadan kalkacaktır.

Ülke sınırlarından bağımsız olarak geniş çaplı analiz ve değerlendirme yapma imkanları sayesinde sahip oldukları kaynakları çok çeşitli alanlara plase etme imkanına sahip olacak kurumsal yatırımcılar, portföylerini çeşitlendirerek, çok farklı alanlara yatırım yaparak risklerini dağıtabileceklerdir.

## **6.2. Muhtemel Gelişmeler**

AB bünyesinde, Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin üye ülkeler tarafından amacına uygun olarak uygulanmaya başlaması ve tek paraya geçiş sürecinin tamamlanması ile birlikte borsalar arasındaki rekabetin artması ve finansal entegrasyon sürecinin hızlanması beklenmektedir (Di Noia 1999:7). Borsalar, oluşacak olan bu yeni ortama uyum sağlayabilmek ve rekabet güçlerini koruyabilmek için yoğun olarak çalışmakta ve kendilerini yeniden yapılandırmaktadırlar.

Öte yandan en azından kısa vadede, Avrupa borsaları arasındaki entegrasyon çalışmalarının birleşmelerden ziyade, ortak platformlar oluşturma ve işbirliklerine gitme eksenini etrafında odaklanacağı düşünülmektedir. Bu durum Avrupa bünyesindeki değişik kültürel özellikler, diller, muhasebe standartları ve iflas düzenlemeleri ile ilgili farklılıklar dikkate alındığında rasyonel bir yaklaşım olarak görülmektedir (Malkamaki. 2000:10). Bu doğrultuda Avrupa borsalarında öncelikle alım satım işlemlerinde kullanılan teknolojilerde bir standartlaşma sağlanması ya da kullanılan farklı yazılım ve donanımların birbirleri ile uyumlu hale getirilmesi büyük önem taşımaktadır. Ancak, tüm Avrupa borsalarının birbirlerine ulaşabilir duruma gelmesi ve ortak bir likidite havuzunun yaratılmasının önündeki en önemli engellerden bir tanesi, elde edilecek gelir ve giderlerin paylaşımı sorunudur (Malkamaki. 2000:25). Bu konu, yapılacak olası anlaşmaların temel noktasını oluşturacak ve belki de farklı çözümlerin ortaya çıkmasına sebep olabilecektir.

Avrupa Birliği üyesi ülkelerin belli başlı borsaları tarafından oluşturulacak bir platformun NYSE ve Nasdaq ile rekabet edebilecek derecede büyük olması, likiditenin Avrupa'ya çekilmesi bakımından uzun vadede Avrupa sermaye piyasaları için büyük önem taşımaktadır (Malkamaki. 2000:26).

### **6.3. Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi**

11 Mayıs 1999 tarihinde AB bünyesinde finansal hizmetler için tek pazar oluşturulması amacıyla yönelik olarak, gelecek 5 yıl için AB Komisyonu tarafından belirlenen politika hedefleri ve bunlara ulaşmak için kullanılacak araçlar “Finansal Hizmetler Aksiyon Planı” adı altında açıklanmıştır. AB bünyesinde menkul kıymet ihraçlarının önündeki engellerin kaldırılması, şirketlerin mali tabloları için ortak standartlar belirlenmesi, bireysel yatırımcılara yönelik olarak verilen sınır ötesi finansal hizmetlerin önündeki kısıtlamaların kaldırılması, finansal entegrasyon sürecinde engel teşkil eden vergisel farklılıkların önüne geçilmesi ve buna benzer amaçlar içeren plan çerçevesinde yapılan çalışmalarda, ülkelerin ulusal hukuklarından kaynaklanan engellerin ortadan kaldırılması için tedbir alınabilecek 42 nokta belirlenmiştir. Ayrıca, 23-24 Mart 2000 Lisbon zirvesinde AB finansal piyasalarının düzenlenmesinde 2005 yılına kadar ideal düzenleyici çerçevenin oluşturulması önemli bir hedef olarak ortaya konmuştur. Bu doğrultuda 17 Temmuz 2001 tarihinde, mevcut durumda sermaye piyasalarına ilişkin AB düzenlemelerinin yapılaş şeklinin ortaya konması ve sermaye piyasalarında yaşanan hızlı değişimlerin ortaya çıkardığı ihtiyaçlara en iyi şekilde cevap verebilecek bir düzenleyici mekanizmanın ne şekilde oluşturulabileceğinin belirlenmesi konuları ile görevli bir komite oluşturulmasına karar verilmiştir. Komite tarafından hazırlanan ve Lamfalussy Raporu<sup>19</sup> olarak adlandırılan raporda, AB'nin gelecekteki düzenleyici anlayışının ne olması gerektiği konusunda çeşitli belirlemeler yapılmış bulunmaktadır.

Raporda özetle, mevcut durumda AB'nin sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme yaklaşımının iyi çalışmadığı, yetersiz olduğu ve üye ülkeler arasında uyumlaştırma konusunda bulunulması gereken noktadan uzak olduğu ifade edilmiştir. Örnek olarak ihraççılar için tek bir AB pasaportu uygulamasının halen teoride kaldığı, şirketlerin kendi ülkeleri dışında ihraç yapabilmeleri için ilgili yerel düzenleyici otoriteler tarafından istenen ekstra şartları sağlamalarının pek çok durumda mümkün olmadığı, bunun ötesinde halka arzın ne ifade ettiği üzerinde dahi ortak bir anlayış birliği oluşturulamadığı verilmiştir. Ayrıca, organize borsaların AB bünyesinde sınır ötesi faaliyette bulunmalarının kısıtlamalara tabi olduğu, yatırım firmalarının da tek bir pasaporta sahip olmalarına rağmen üye ülkelerin farklı faaliyetleri (aracılık, yatırım danışmanlığı vb.) farklı şekillerde düzenlemeleri sonucu zorluklarla karşılaştıkları vurgulanmıştır.

Raporda, yukarıda açıklanan sorunların temel sebebi olarak AB düzenleyici sisteminin yavaşlığı, düzenleme metinlerinde muğlak ifadeler kullanılması, üye ülkelerin düzenlemeleri kendi ülkelerinde uygulamaya geçirmelerinde yaşanan gecikmeler ve AB'nin buna müdahale etmemesi, bazı hassas alanların hiç düzenlenmemiş olması ve düzenlemelerdeki aksaklıkların giderilebilmesi için karar alma mekanizmalarının yeterince hızlı çalışmaması gösterilmektedir.

---

<sup>19</sup> Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Market.

Ayrıca, Finansal Hizmetler Aksiyon Planının tamamlanması için 2005 yılı olarak belirlenen tarihin çok geç olacağı, bu doğrultuda son tarihin 2004 olarak belirlenmesi ve bazı hedeflerin bunun da önüne alınması gerektiği belirtilmiştir.

Raporun en önemli sonuçlarından bir tanesi, bu aşamada AB bünyesinde tek bir düzenleyici otorite oluşturulmasının amaçlanan sonuçları vermeyeceği, zira tek bir düzenleyici otorite oluşturulması için gerekli şartların henüz oluşmadığıdır. Buna gerekçe olarak; AB bünyesindeki piyasaların entegre bir şekilde çalışabilmesi için gerekli temel düzenlemelerin henüz ülkeler bazında tam anlamıyla uyumlu bir şekilde oluşturulmamış olması, düzenlemelerdeki eksikliklerin giderilebilmesi için hızlı hareket edilmesi gerektiği ve hızlı hareket etme zorunluluğunun mevcut düzenleme anlayışının ancak Roma Anlaşması hükümlerinin elverdiği ölçüde değiştirilebilmesini zorunlu kılması gösterilmiş, ayrıca tek bir düzenleyici otorite oluşturulması fikrinin sözkonusu değişikliklerin sonuçları görüldükten sonra değerlendirilmesinin yerinde olacağı ifade edilmiştir.

Önerilen dört aşamalı düzenleme anlayışına göre; birinci aşamada mevcut durumda olduğu gibi AB Komisyonu tarafından düzenleme önerisi getirilecek ve sözkonusu düzenleme önerisi genel çerçeveyi çizerek nelerin hangi politikalara hizmet edecek şekilde düzenleneceğini belirleyecektir. Avrupa Parlamentosu ve Bakanlar Konseyi tarafından sözkonusu düzenleme önerilerin kabulü halinde, bunu takip eden aşamada düzenleme ile çizilen genel çerçevenin içini dolduracak alt detayda düzenlemeler yapılacaktır. Bu aşamada oluşturulacak iki yeni komitenin devreye girmesi önerilmiştir. Ulusal düzenleyicilerin en yetkili kişilerinden oluşacak “Securities Regulatory Committee” sözkonusu düzenlemelerin oluşturulması konusunda Avrupa Komisyonu’na danışmanlık yapacak, ayrıca üçüncü aşama olarak belirlenmiş olan ulusal düzenleyici otoritelerin AB düzenlemelerini daha tutarlı ve amacına uygun bir şekilde uygulamalarını da sağlayacaktır. İkinci aşamada devrede girecek bir başka komite de “Securities Committee” olacaktır. Sözkonusu komite AB Komisyonu tarafından önerilen detay düzenlemeleri kendisine tanınacak (genellikle 3 ay olması öngörülmektedir) süre içerisinde oylayacak ve sonuç olumlu olduğu takdirde, düzenlemenin yürürlüğe girmesi için gerekli prosedürler AB Komisyonu tarafından yerine getirilecektir. Bu açıdan Securities Committee bir anlamda düzenleyici bir rol üstlenmiş olacaktır. Sözkonusu komite aynı zamanda AB Komisyonuna, özellikle birinci aşamada olmak üzere danışmanlık da yapacaktır. Komitenin düzenleyici otoriteler tarafından görevlendirilecek üst düzey temsilcilerden oluşması öngörülmektedir. Düzenleme anlayışının dördüncü aşamasını ise AB Komisyonu tarafından, düzenlemelerin üye ülkelere gerektiği gibi uygulanmasının daha sıkı bir şekilde takip edilmesi oluşturmaktadır.

Lamfalussy Raporunda yer alan öneriler 23-24 Mart 2001 tarihinde Stockholm’de yapılan toplantıda Avrupa Konseyi tarafından da kabul edilmiştir. Buna göre Securities Committee’nin 2002 yılı başına kadar işler hale getirilmesi kararlaştırılmıştır.

#### 6.4. Entegrasyon Sürecini Hızlandıracak Bazı Direktif Çalışmaları

Avrupa Parlamentosu 15 Mart 2001 tarihinde Avrupa Komisyonu tarafından menkul kıymetlerin borsalara kote edilmesine ve buna bağlı bilgi verme yükümlülüklerine ilişkin olarak 1979-1988 yılları arasında çıkarılmış 7 direktif üzerinde yeniden çalışılması ve “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Söz konusu Menkul Kıymetlere İlişkin Olarak Açıklanacak Bilgilere İlişkin Direktif”<sup>20</sup> adı altında tek bir direktifte toplanmasına ilişkin olarak getirilen öneriyi kabul etmiştir. 6 Temmuz 2001 tarihinde yürürlüğe giren direktifin amacı, düzenlemelerdeki yoruma açık ve net olmayan noktaların ortadan kaldırılması ve AB genelinde uygulanabilir bir standardın yakalanmasıdır. Düzenlemenin amacına uygun şekilde uygulanması halinde AB bünyesinde kotasyon hizmetlerinde sağlanacak standartlaşma, borsaların kotasyon fonksiyonlarının yerel özelliklerini en azından AB bünyesinde zayıflatmış olacaktır. Böylelikle sadece işlemlerin gerçekleştirilmesinin değil, kotasyon hizmetlerinin merkezileştirilmesinin de yolunun açılması, maliyetlerde önemli avantajlar sağlayacak ve borsalar arasında ortak platformlar oluşturulmasının ötesinde, birleşme eğilimlerinde de hızlanma görülecektir.

AB sermaye piyasalarının entegrasyonunda bir başka sorun da işlenecek suçlar konusunda ortaya çıkmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin direktif 10 yıldan daha uzun bir süre önce (1989 yılında) yürürlüğe girmiş olup, AB piyasalarında ve hukukunda meydana gelen değişimler sonucunda söz konusu direktifin güncellenmesi gereği ortaya çıkmıştır. Öte yandan halen manipülasyona ilişkin herhangi bir AB düzenlemesi bulunmamakla birlikte, hem manipülasyon hem de içerden öğrenenlerin ticaretini içerecek bir direktif hazırlığı bulunmaktadır.<sup>21</sup>

Avrupa genelinde manipülasyona ilişkin olarak ortak hükümler olmaması ve üye ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunması, AB içerisindeki piyasalarda rekabeti bozucu etkiler yaratmaktadır. Yatırım firmaları ve ekonomik aktörler; kavramlar, tanımlar ve cezalar konusunda belirsizliklerle karşılaşmakta ve sınır ötesi işlemlerde ortaya çıkan artışla birlikte sorunlar daha da büyümektedir. Direktif ile bu sorunların çözülmesi amaçlanmaktadır.

Özetle, AB bünyesinde her konuda standartlaştırma arayışının artan bir şekilde görüldüğü söylenebilecektir. Önceki bölümlerde de açıklandığı üzere AB direktiflerinin ülkeler arasında yorumlanmasında ortaya çıkan farklılıklar AB sermaye piyasalarının en büyük sorunlarından birini oluşturmaktadır. Bu durum uluslararası ekonomi literatüründe kullanılan “tarife dışı engeller” kavramı ile büyük benzerlikler göstermektedir. Bu noktada vurgulanması gereken bir başka konu da AB sermaye piyasalarının entegrasyonu konusunda atılması gereken adımların bir çoğunda, yetkilerin düzenleyici otoritelerin değil, siyasi

<sup>20</sup> “The Directive on the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing and on the Information to be Published on those Securities”

<sup>21</sup> “The Market Abuse Directive”

iradelerin elinde bulunmasıdır. Bu husus dinamik bir alan olan sermaye piyasalarında sorun oluşturabilmektedir. Bu çerçevede, siyasi iradelerin de entegrasyon yönündeki isteklerini açıkça belli eder şekilde hareket etmeleri gerekmektedir.

## VII. BÖLÜM

### DÜZENLEYİCİ OTORİTELERİN FARKLILAŞAN ROLLERİ

Borsaların faaliyet gösterdikleri şartların ve ekonomik özelliklerinin değişmesi, düzenleyici anlayışta da önemli farklılıklar ortaya çıkmıştır. Borsaların fonksiyonlarında ortaya çıkan ihtisaslaşmaya paralel olarak düzenleyici otoritelerin rolleri de monopol olarak faaliyet gösteren kuruluşların faaliyetlerinin izlenmesi ve disipline edilmesi görevinden ziyade, ortaya çıkan rekabetçi ortamı ülkenin genel çıkarlarına paralel olarak yönetme görevine doğru kaymaktadır. Bu bağlamda örneğin ABD’de borsalara ilişkin düzenlemeler ABD borsalarının dünya genelindeki rekabetçi konumlarının korunmasına yönelik olarak yeniden yapılandırılırken<sup>22</sup>; Kanada, İngiltere, Fransa, Almanya gibi ülkelerde de düzenlemelerin ülke borsalarının daha fazla şirketi çekmesi ve piyasa payının artırılması yönünde olduğu görülmektedir (Macey. 1999:3).

Yirminci yüzyıl boyunca devletler borsalara kamu yararını sağlama sorumluluğunu yüklemeye yönelik hukuk kuralları geliştirmişler ve borsalar üye birliği şeklinde örgütlenmiş olsalar dahi yarı kamusal kuruluşlar haline gelmişlerdir. Ancak günümüzde borsaların şirketleşmeleri ve en önemlisi rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilmeleri için ekonomik davranışlarının da normal şirket davranışlarını yansıtmaya başlaması ile birlikte, uzunca yıllar geçerliliğini koruyan geleneksel özdüzenleme yaklaşımı yoğun bir şekilde tartışılmaya başlanmıştır. Zira, özdüzenlemenin öz çıkarlara yönelik düzenlemelere yol açmasının ortaya çıkartacağı sorunlar, kar motifinin bir çok durumda düzenli ve adil işleyen piyasa ile çelişebileceği düşünüldüğünde günümüzde daha dikkat çekici olabilecektir. Buna paralel olarak borsaların özdüzenleme görevlerinin zayıflatılması ve düzenleyici otoritelerin borsalar tarafından yerine getirilen bazı düzenleme fonksiyonlarını üzerlerine almaları konusunda bir eğilimin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu çerçevede, gelecekte borsalara ilişkin düzenleyici yaklaşımların, işlemlerin gerçekleştirilmesi konusu üzerinde yoğunlaşması ve işlemlere ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisinin borsalarda kalması, ancak diğer konularda düzenleyici otoritelere daha çok rol düşmesi beklenmelidir.

İngiltere’de 1999 yılının sonlarına doğru gündeme gelen bir plan dahilinde kotasyon koşullarını belirleme yetkisini elinde tutan ve LSE tarafından idare edilen United Kingdom

---

<sup>22</sup> Tek bir hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmeleri ihdas edilmesinin önündeki engellerin; ABD vadeli işlem borsalarının, diğer ülkelerin vadeli işlem borsaları ile rekabet edebilme konusunda yaşadıkları sıkıntıların ortadan kaldırılabilmesi için yaptıkları yoğun talepler üzerine 21 Aralık 2000 tarihinde yürürlüğe giren “Commodity Futures Modernisation Act of 2000” ile kaldırılması bu duruma örnek olarak verilebilecektir.



Listing Authority'nin bu yetkisini 1 Mayıs 2000 tarihinden itibaren Financial Services Authority'ye devretmesi, Hong Kong'ta düzenleyici otorite Securities and Futures Commission ve HKEx arasında yapılan bir anlaşma ile borsa üyelerine yönelik düzenlemeler yapma konusunda HKEx'in bazı yetkilerinin azaltılması buna örnek olarak gösterilebilecektir.

### **7.1. Globalleşme ve Sermaye Piyasası Düzenlemeleri**

Sermaye piyasalarının giderek daha global hale gelmesi ile birlikte düzenleyici otoritelerin ve düzenlemelerin sınırlarının çizilmesi de güçleşmektedir. Bu doğrultuda, her ülkenin yetkili otoriteleri tarafından yapılacak düzenlemelerin ortak bir standarda oturtulması büyük önem taşımaktadır. Zira globalleşme beraberinde sistemdeki genel risklerde bir artışı da beraberinde getirmiştir. Örneğin, sermaye yeterliliği düzenlemeleri açısından daha gevşek düzenlemelere tabi bir kaç katılımcının mali açıdan zor duruma düşmesi dahi global sistemin tümünü tehlikeye atabilecektir (Chapman. 1991: 205).

Şirketlerin performanslarının karşılaştırma yapabilmeye elverişli bir şekilde belirlenebilmesi için gerekli muhasebe standartları, bunların doğruluğunun düzenli bir şekilde kontrol edilebilmesi için birbiri ile uyumlu bağımsız denetim standartlarının oluşturulması, uluslararası takas işlemlerinde merkezleşmenin ya da farklı takas ve saklama kuruluşları arasındaki uyumun sağlanması, işlemleri yapan aracı kuruluşların tabi olacakları ortak kurallar ve sermaye yeterliliği şartlarının belirlenmesi, vergisel farklılıkların giderilmesi, işlemlerin gözetimi ve denetimi konusunda yetki sınırlarının çizilmesi gibi konular düzenleyici otoritelerin karşısına ilk aşamada çıkan sorunlar olmaktadır (Chapman. 1991: 205). Bu konuda, Uluslararası Sermaye Piyasası Düzenleyici Otoriteleri Birliği (International Organization of Securities Commissions) gibi uluslararası kuruluşlara büyük görev düşmektedir.

Öte yandan düzenlemelerin global düzeyde koordineli bir şekilde yapılması tahmin edilenin üzerinde bir çabayı gerektirebilecektir. Her ülkenin kendi ulusal çıkarlarını ön plana çıkarmak istemesi bu noktada önemli bir sorun oluşturacaktır (Chapman. 1991:206). Bu konuda verilebilecek en iyi örneklerden biri, SEC tarafından ABD menkul kıymetlerine likidite sağlayacak anlaşma ve işbirliklerine izin verilirken, diğer ülke borsaları tarafından ABD'ye yerleştirilecek terminaller vasıtasıyla ABD'li yatırımcıların diğer ülkelerin menkul kıymetlerine yatırım yapmalarına kısıtlamalar getirilmesi gösterilebilecektir.

### **7.2. Uluslararası Tek Bir Düzenleyici Çerçevenin Oluşturulması Alternatifi Üzerine Değerlendirmeler**

Globalleşen sermaye piyasalarının düzenleyici alanda doğurduğu sorunların aşılabilmesi için; uluslararası bir düzenleyici otoritenin oluşturulması, belirlenecek bir ülkenin düzenleyici otoritesinin lider düzenleyici olarak tayin edilmesi, belirlenecek asgari kriterler

açısından düzenlemelerde ülkeler arasında uyumlaştırmaya gidilmesi, faaliyetlerin borsanın yerleşik bulunduğu ya da faaliyetlerini yönelttiği ülke otoritesi tarafından düzenlenmesi gibi çeşitli alternatifler gündeme gelmektedir (Lee. 1992:35).

Farklı ülkeler arasında ortaya çıkan problemlerin çözülmesi ancak yerel düzenleyici otoritelerin gerektiğinde kendi yetkilerini diğer düzenleyici otoritelere devretmeleri ile mümkün olabilecek, bu ise ancak yerel düzenleyici otorite ile yetkilerin devredileceği düzenleyici otoritenin amaçsal yaklaşımları birbiri ile paralel olduğu takdirde mümkün olacaktır. Avrupa Birliği tarafından Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin oluşturulması sırasında tanımlamaların yapılması aşamasının, yaşanan anlaşmazlıkların temel noktasını oluşturması, farklı ülkelerin düzenleyici otoriteleri tarafından farklı amaçların benimsenmesinin ortaya çıkardığı sorunlara örnek olarak gösterilebilecektir. Bütün alım satım işlemlerinin düzenlenmiş piyasalarda yapılıp yapılmaması ve düzenlenmiş piyasa kavramının tanımlanması direktifin oluşturulmasında ana sorunlardan birini teşkil etmiştir (Lee. 1992:36).

Bütün dünya ülkelerine birbirinin benzeri bir düzenleme formatı empoze edilebilmesi imkan dahilinde görülmemektedir. Zira bu sadece bir tek düzenleme amacı seti bulunduğu ve bu ideal sete ulaşmak için tek bir düzenleyici yapı bulunacağı anlamına gelmektedir. Ayrıca farklı ülkelerin düzenleyici otoritelerinin kendi ülkelerini daha cazip hale getirmek için birbirleri ile rekabet etmelerinin önüne geçilmiş olacak, bunun bir sonucu olarak da genel anlamda piyasaların düzenlenmesindeki etkinlik azalacaktır. Bu durum, piyasa katılımcıları açısından günümüze göre bir çok dezavantajın ortaya çıkmasına yol açabilecektir. Örneğin yatırımcıların yüksek düzeyde korunması amacıyla bağlı olarak katı kurallar ile düzenlenen ve bunun sonucunda katılımın görece pahalı olduğu piyasalarda işlem yapmak isteyen piyasa katılımcıları ile bunun tam tersi koşullardaki piyasalarda işlem yapmak isteyen piyasa katılımcıları için belirlenecek tek tip düzenleyici yaklaşım, büyük olasılıkla her iki grubun da ihtiyaçlarına tam olarak cevap veremeyecektir.

Öte yandan düzenleyici otoritelerin birbirleri ile rekabet etmelerinin düzenlemelerin daha etkin olmasına katkı sağlayacağı fikri, her alanda yapılan rekabetin faydalı olacağı anlamını taşımamaktadır. Piyasalarda istikrarın sağlanması için vazgeçilmez olarak görülen bazı konularda (örneğin manipülasyon) evrensel bir tavır belirlenmesi ve bunun için düzenleyici otoritelerin birbirleri ile işbirliği içinde olmaları faydalı bulunmaktadır.

Evrensel olarak kabul görmüş bir hukuki zeminin oluşması, bir çok alanda uluslararası menkul kıymet işlemlerinde belirsizliklerin azalmasını sağlamak dahil bir çok avantaj teşkil etmekle birlikte, uluslararası işlemlerin gerçekleşmesi için gerek şart oluşturmamaktadır. Örneğin Eurobond piyasası, bir çok bakımdan son derece basit ve serbest bir şekilde düzenlenmiş bir piyasa örneği olarak uluslararası piyasada gittikçe büyüyen bir öneme sahip olmaktadır. Bu noktada, düzenleyici anlayışı uluslararası bir kalıba oturtmak ya da tek bir düzenleyici otorite oluşturmak sözkonusu olduğunda, böyle bir yaklaşımın sağlayacağı

avantajlar ile getireceği kısıtlamaların karşılaştırmasının dikkatli bir şekilde yapılması gerekmektedir (Lee. 1992:37).

## VIII. BÖLÜM

### İMKB TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN ULUSLARARASI FAALİYETLER

Ülkemizde yıllardır süren ekonomik istikrarsızlıklar ve kamu kesiminin yüksek finansman açığı sebebiyle menkul kıymet stokları içerisinde aldığı yüksek pay<sup>23</sup> sermaye piyasalarımızın ülkemizin sahip olduğu potansiyeli yansıtmayacak şekilde gelişmemesine yol açmıştır. Ülkemizdeki menkul kıymet stoklarının GSMH'ye oranları incelendiğinde yıllar itibariyle bir artış gözlenmekle birlikte (1994'te %19; 2000 yılında %35), menkul kıymet stoklarının içindeki kamu ağırlığı da dikkate alındığında sözkonusu oranın yurtdışı piyasalara göre düşük olduğu görülmektedir.

İkinci el piyasalar açısından bakıldığında ise, yıllar itibariyle İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerinde önemli aşama katedildiği, 1990 yılında 19 milyar ABD Doları olan piyasa değerinin 1993 yılında 38, 1997'de 62 milyar ABD Doları olarak gerçekleştiği ve 1999 ve 2000 yılları içerisinde 100 milyar ABD Dolarını geçtiği, 2000 yılı sonu itibariyle ise 70 milyar ABD Doları olduğu görülmektedir.<sup>24</sup> Uluslararası Borsalar Federasyonu (International Federation of Stock Exchanges) üyesi borsalara ilişkin olarak (Ek/2)'de yer alan istatistiklere bakıldığında İMKB'nin, 2000 yılı sonu itibariyle piyasa kapitalizasyonu açısından dünya borsaları arasında 28'inci, işlem hacmi bakımından ise 27'nci sırada olduğu görülmektedir. İşlem gören şirket sayısı bakımından yapılacak değerlendirmede ise İMKB, 2000 yılı sonu itibariyle 316 şirket ile; Atina Borsası (310), Stockholm Borsası (311), Lisbon Borsası (110) gibi örneklerin önünde yer almakta, ancak Tel Aviv (665), Kuala Lumpur (790) ve Madrid (1.036) gibi örneklerin de oldukça gerisinde kalmaktadır. 2000 yılı sonu itibariyle ülkemizin en büyük 500 sanayi kuruluşundan sadece 136'sı borsa kotunda bulunmaktadır.

İMKB; teknik alt yapısı, elektronik alım satım sistemi, piyasanın işleyişine ilişkin kurallar bakımından dünyadaki benzer örnekleri ile paralel özellikler göstermekte ve uluslararası standartlarda bir borsa olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan İMKB'nin dünya genelinde orta ölçekli bir borsa olduğu, gelişmekte olan piyasalar arasında da önemli bir yeri ve potansiyeli bulunduğu söylenebilecektir.

Öte yandan borsalar arasında süregelen entegrasyon çabaları, ortaya çıkardığı rekabetçi ortam nedeniyle ulusal borsaları tek başlarına güçsüz kılmakta ve işbirliği konusunda diğer borsalarla girişimlerde bulunmaya zorlamaktadır. Borsaların varlıklarını sürdürmeleri teknolojiye ciddi yatırımlar yapılmasını gerektirmekte ve bu durum büyük

---

<sup>23</sup> 2001 yılı toplam menkul kıymet stoğunun %91'i kamu menkul kıymetlerinden oluşmaktadır.

<sup>24</sup> 2001 yılı Ağustos ayı sonu itibariyle piyasa değeri 37 milyar ABD Dolarıdır.

borsaları dahi maliyet tasarrufu amacıyla farklı stratejilere yönelmektedir. Bu durumda, küçük borsaların giderek önemsizleşme ya da uluslararası bir ağın içinde yer alma konusunda bir tercih yapmaları gerekmektedir. 1999 yılı içerisinde İsrail’de Tel Aviv Borsası’na kote olan İsraili şirket sayısının Nasdaq’ta kote olan İsraili şirket sayısından az olması bu konuda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Tel Aviv Borsası, yerel olarak sağladığı imkanlar ve likiditeyle Nasdaq ile rekabet edememekte ve şirketler yerel piyasalarına kote olmayı gereksiz görmekteydiler (Macey. 1999:14).

İMKB’nin de sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmaz görünmekte ve bu doğrultuda çeşitli çalışmalar yürütülmektedir.

### **8.1. SECI Projesi**

Birleşmiş Milletler Avrupa Ekonomik Komitesi’nin öncülüğünde Güneydoğu Avrupa ülkeleri arasında çeşitli konularda işbirliği yapılmasını, birlikte hareket edilmesini ve bölgenin AB ile entegrasyonunu kolaylaştırmayı sağlamaya yönelik olarak oluşturulmuş bulunan Güneydoğu Avrupa İşbirliği Girişimi (Southeast European Cooperation Initiative - SECI) Projesi çerçevesinde belirlenmiş alanlar arasında, sermaye piyasaları da yer almaktadır. Sermaye Piyasaları Arasında İşbirliği Projesi, İMKB’nin koordinatörlüğünde resmi olarak ülkemiz tarafından yürütülmektedir. Söz konusu proje kapsamında üye ülkelerin (Arnavutluk, Bulgaristan, Hırvatistan, Makedonya, Macaristan, Romanya, Slovenya, Yunanistan) temsilcilerinin katılımları ile oluşturulan Borsalar Alt Grubu ve Düzenleyiciler Alt Grubu olmak üzere iki alt grup bulunmaktadır.

Borsalar Alt Grubu’nun ilk toplantısı 15-16 Haziran 1998 tarihinde İstanbul’da düzenlenmiştir. Söz konusu toplantının ardından yürütülen çalışmalar çerçevesinde, İMKB tarafından Ocak 1999 tarihli “Güneydoğu Avrupa Ülkeleri Borsalarının Elektronik Ortamda Birbirlerine Erişimi” hakkında rapor hazırlanmıştır. Borsalar Alt Grubu’nun 2’nci toplantısı ise İMKB organizasyonunda 12 Temmuz 1999 tarihinde İstanbul’da gerçekleştirilmiştir. Yürütülen çalışmalar çerçevesinde temel olarak; üye ülkeler arasında merkezi bir ortak işlem platformu oluşturulması ve projeye ivme kazandırılması, ayrıca kurumsal yatırımcıların ilgisini bölgeye çekmek amacıyla bölgedeki potansiyeli yansıtabilecek göstergeler niteliğinde bir SECI endeksinin oluşturulmasına karar verilmiştir. Üye ülkelerin katılımıyla oluşturulan Kotasyon ve Alım-Satım İşlemleri Komitesi tarafından hazırlanan ve içeriği (Ek/3)’de açıklanan rapor işbirliğinin ne şekilde işleyeceğine ilişkin genel çerçeveyi çizmektedir.

Borsalar Alt Grubu tarafından yürütülen çalışmaların sermaye piyasaları düzenleyici otoriteleri tarafından değerlendirilmesi amacıyla 10 Nisan 2000 tarihinde Düzenleyiciler Alt Grubu Toplantısı yapılmıştır. Düzenleyici otoriteler arasında işbirliği ve bilgi alışverişine imkan sağlayacak bir mutabakat zaptı imzalanması ve ülkeler arasındaki düzenlemelerin uyumlaştırılmasında üzerinde çalışılması gereken konuların tespit edilmesi çalışmaları halen

devam etmektedir. Ayrıca 2001 yılı içerisinde üye ülkeler arasında çok taraflı mutabakat zaptı imzalanması çalışmaları kapsamında hazırlanan taslak üye ülkelere gönderilmiştir.

Projenin gerçekleşmesi ile likidite dışsallıklarından ve ölçek ekonomilerinden faydalanılacak, aynı zamanda kotasyon fonksiyonunun yerel olarak gerçekleştirilmesi sayesinde bu fonksiyonun merkezileştirilmesinin ortaya çıkartabileceği sakıncalar da giderilmiş olacaktır. SECI projesinin kısa ve orta vadede İMKB tarafından uluslararası alanda yürütülen en önemli proje olduğu ve dünyadaki örneklerine benzer bir bölgesel entegrasyonun gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir.

## **8.2. FEAS Çalışmaları**

Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS), AB üyeleri haricindeki Avrupa ve Asya ülkelerinin borsalarını kapsayan ve kar amacı gütmeyen bölgesel bir federasyondur. Merkezi İstanbul'da bulunan federasyon, 16 Mayıs 1995 tarihinde İMKB'nin öncülüğünde kurulmuştur. Kuruluş aşamasında 12 olan üye borsa sayısı, daha sonra 22'ye<sup>25</sup> ulaşmıştır. Üyelik, federasyonun en üst organı olan ve 22 üyenin temsilcisinden oluşan genel kurul tarafından onaylanmak kaydıyla Avrupa ve Asya'da bulunan diğer borsalara da açıktır.

Federasyonun amacı; üye ülkelerin adil, etkin ve şeffaf piyasa yapılarına sahip olmaları ve üye ülkeler arasında yapılan alım satım işlemlerindeki engellerin asgari düzeye indirilmesi olarak belirlenmiştir. Federasyon üyesi ülkeler arasında alım satım işlemlerine ilişkin düzenlemelerin uyumlaştırılması, kullanılan teknolojilerin geliştirilmesi ve çapraz kotasyon imkanları sağlanması hedeflenmektedir.

Federasyon bünyesinde, üye ülkeler arasında bir veri tabanı oluşturmak ve teknolojik konularda işbirliği yapmak üzere bir Teknoloji Komitesi; mali tablolarında ortak bir standardın oluşturulması, içerden öğrenenlerin ticareti, şirket yönetim ilkeleri ve gözetim konuları üzerinde ortak çalışmalar yürütmek üzere bir Mevzuat Komitesi ve FEAS üyeleri için pazarlama stratejileri geliştirmek ve uygulamak üzere bir Pazarlama Komitesi oluşturulmuştur.

Mevzuat Komitesi bünyesinde oluşturulan bir alt komite tarafından yürütülen çalışmalar sonucunda; kotasyon, kamuyu aydınlatma ve menkul kıymet sahipliğinin sağladığı hakların kullanımı konularında FEAS üyeleri için bazı standartlar belirlenmiştir. Ayrıca, alım satım işlemlerinin yürütülmesi sırasında üye ülke borsaları tarafından uygulanmak üzere borsaların sorumlulukları, alım satım işlemleri, takas ve saklama, veri dağıtımı gibi konularda asgari bazı standartların belirlendiği bir alım satım esasları kitapçığı hazırlanmıştır.

---

<sup>25</sup> Borsaları FEAS üyesi olan ülkeler; Arnavutluk, Azerbaycan, Bangladeş, Bulgaristan, Ermenistan, Filistin, Gürcistan, Hırvatistan, İran, Kazakistan, Kırgızistan, Makedonya, Mısır, Moğolistan, Moldova, Özbekistan, Ukrayna, Ürdün, Pakistan (2), Türkiye ve Türkmenistan'dır.

Üye borsalarda kote olan şirket sayısı 2000 yılı sonu itibariyle 9.548 olup, toplam piyasa kapitalizasyonu 104 milyar ABD Doları, ortalama günlük işlem hacmi ise 974 milyon ABD Doları'dır.

FEAS üyesi ülkelerin özellikle doğal kaynakları bakımından taşıdıkları potansiyellerin değerlendirilebilmesi için sermaye piyasalarından yararlanılması büyük önem taşımaktadır. Yapılan çeşitli çalışmalarda bölgenin 200 milyar ABD Doları tutarında bir yatırıma ihtiyaç duyduğu ortaya çıkmıştır. FEAS kapsamında yürütülecek çalışmalarla üye ülkelerin standartlarının yükselmesi ile birlikte, bölgenin yabancı yatırımcılar açısından daha cazip hale gelmesi beklenmektedir.

İMKB üye borsalar arasında en gelişmiş piyasa olarak kabul edilmekte ve piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi gibi kriterlerde Federasyonun içinde yaklaşık %50'lik bir büyüklük teşkil etmektedir.

### **8.3. Diğer Çalışmalar**

Dünya üzerinde oluşan kutuplaşmaya İMKB'nin de kayıtsız kalamadığı ve bu doğrultuda çalışmalar yürüttüğü görülmektedir. Bu çerçevede, 31 Temmuz-1 Ağustos tarihlerinde Nasdaq tarafından organize edilen "Orta Doğu Hisse Senetleri Piyasalarının Global Bağlantı Olanakları" konulu, katılımcıları arasında Yunanistan, Mısır ve İsrail Borsalarının da bulunduğu geniş katılımlı bir toplantıya iştirak edilmiştir. Nasdaq tarafından yapılan açıklamada, amaçlanan uzun vadeli bir girişimin temellerini atmak olduğu ifade edilmiştir. İMKB'nin, NYSE ile de çeşitli görüşmeler yürütüldüğü bilinmektedir.

Öte yandan, FEAS'tan bağımsız olarak, Kazakistan ve Kırgız borsaları gibi Kafkas borsaları ile işbirliği yapılması ya da ortaklıklara gidilmesi çalışmaları ise uzun vadede Orta Asya'da ortaya çıkabilecek potansiyellerin değerlendirilmesini amaçlamaktadır. Söz konusu ülkelerin taşıdıkları gelişme potansiyelinin harekete geçirilmesi ile birlikte İMKB tarafından bölgede üstlenilecek lider borsa konumu ülkemize avantaj sağlayacaktır.

## SONUÇ

Sermaye piyasalarında ortaya çıkan teknolojik yenilikler, deregülasyon ve uyumlaştırma sürecinin hızlanması borsaların faaliyetlerini sürdürdükleri ortamı büyük ölçüde farklılaştırmıştır. Yaşanan gelişmelere paralel olarak, borsalar tarafından yerine getirilmekte olan fonksiyonların bir kısmının gerekliliği ortadan kalkmış ya da görelî önemi azalmıştır. Bu durum borsaların ekonomik fonksiyonlarının giderek daha özel bir alana kaymasına ve ihtisaslaşmaya doğru bir gidişin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Mümkün olduğunca geniş bir likidite havuzu oluşturmak ve piyasa katılımcılarının bu havuzdan en etkin şekilde yararlanacakları mekanizmaları kurmak, üzerinde ihtisaslaşılana ana unsurunu oluşturmaktadır. Bu açıdan günümüzde borsaları likidite satan şirketler olarak değerlendirmek ve likiditeyi kendilerine çekme konusunda başarılı oldukları ölçüde varlıklarını sürdüreceklerini söylemek doğru olacaktır. Bunun bir sonucu olarak borsalar giderek artan bir şekilde normal şirketler tarafından sergilenen davranışları sergilemekte, rekabet edilen alanın da çok daha açık hale gelmesi ve basitleşmesi ile birlikte borsalar arası rekabet hızlanmaktadır.

İletişim teknolojisinin sağladığı imkanların borsalar ve aracı kuruluşlar tarafından etkin bir şekilde kullanılması ile birlikte, çok farklı ülkelerdeki yatırımcılar tarafından yabancı piyasalardaki menkul kıymetlere erişimin kolaylaşması, borsalar için ulusal sınırların önemini ortadan kaldırmakta ve rekabet dünya ölçeğine taşınmaktadır. Yoğun rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilme ve konumlarını koruma mücadelesi içindeki borsalar arasında yoğun bir entegrasyon, birleşme ve stratejik işbirliği hareketi gözlenmektedir. Orta vadede bölgesel süper borsaların ortaya çıkmasının, uzun vadede ise her biri global düzeyde entegre bir şekilde hizmet sunan rakip ağların oluşmasının kaçınılmaz olduğu düşünülmektedir.

Birleşme ve işbirliklerine gidilmesi, ortaya çıkan ölçek ekonomileri ile borsaların maliyet yapılarında büyük avantajlar sağlamakta, ayrıca ağ etkisi sonucu yaratılan dışsallıklar gerek yaratılan likidite, gerekse daha etkin fiyat oluşumu sebebiyle piyasaları daha cazip hale getirmektedir. Bu çerçevede uzun vadede yerel kalan borsaların önemsizleşmeleri olasılık dahilindedir. Alım satım işlemlerindeki yerel özelliklerin azalmasına bağlı olarak şirketlerin, kendilerine daha yüksek bir likidite imkanı sağlayan piyasaları tercih etmeleri beklenmelidir. Bu açıdan bakıldığında, mali durumları ve geleceğe yönelik beklentileri güçlü olan şirketlerin ulusal borsaya kote olmaksızın uluslararası bağlantılı piyasalara kote olmaları, ulusal borsaların konumlarını olumsuz yönde etkileyebilecek ve ulusal borsalar menkul kıymetleri uluslararası piyasalarda işlem göreceği düzeyde olmayan şirketlerin alım satımının yapıldığı piyasalar haline gelebilecektir.

Bu süreç ülkemiz sermaye piyasalarını ve İMKB'yi de etkileyecektir. Bu çerçevede, öncelikle yakın coğrafyamızdan başlamak üzere, dünya sermaye piyasalarında yaşanan



gelişmelere kayıtsız kalınmamalı ve entegrasyon sürecinde ortaya çıkan kutuplaşmalar içerisinde alınabilecek pozisyonlar tespit edilmelidir.

Bu açıdan SECI projesi olumlu bir başlangıç olarak görülmektedir. Projenin tasarlanan işleyiş biçiminde, ölçek ekonomilerinin kayda değer şekilde ortaya çıktığı alım satım işlemlerinin merkezi hale getirilmesi ve likidite dışsallıklarından faydalanılması, ancak bilgilerin yerel niteliğine bağlı olarak ölçek ekonomilerinin sınırlı olarak bulunduğu kotasyon işlemlerinin ulusal düzeyde yürütülmeye devam edilmesi tasarlanmaktadır.

Öte yandan, ölçek ekonomilerinin borsaların büyüklüğü ile orantılı olarak artan bir fonksiyon olduğu dikkate alındığında, SECI projesine dahil olan ülkelerin borsalarının entegrasyonu dünya ölçeğinde yetersiz kalabilecektir. Ancak, bugüne kadar yürütülen birleşme ve entegrasyon çalışmalarının daha çok birbirleri ile eşit taraflar arasında görüldüğü dikkate alındığında, bölgesel anlamdaki entegrasyon ile oluşacak platformun daha üst düzeydeki oluşumlar için avantaj yaratacağı düşünülmektedir.

Entegrasyon sürecinin ülkemiz için bir başka önemi de AB bünyesinde Euro'nun tek para olarak kullanılmaya başlamasının sermaye piyasalarımız üzerinde yaratması muhtemel olumsuz etkilerin, en azından belli ölçülerde bertaraf edilmesi imkanının yaratılmasıdır. Euro'nun tek para olarak kullanılmaya başlaması ile birlikte, özellikle ekonomik potansiyel olarak ülkemize yakın ülkeler ile rekabet etme konusunda bir takım sıkıntıların ortaya çıkabileceği düşünülmektedir. Örneğin yatırımcıların dünya çapında tanınmış bir Yunan şirketi ile aynı özelliklere sahip bir Türk şirketi arasındaki tercihlerini Yunan şirketinin hisse senedine kaydırmaları beklenmelidir. Zira, Türk şirketine yapılan yatırım aynı zamanda bir kur riskini de beraberinde taşıyacaktır. Bu olumsuz durum dünya piyasalarından uzak kalınması ile birleşince rekabet gücümüzü önemli ölçüde azaltacaktır.

Borsalar arasında yürütülen işbirliği çalışmalarında karşılıklı kotasyon ve üyelik imkanları tanınması, üzerinde durulması gerekli konulardan birini oluşturmaktadır. Karşılıklı kotasyon borsanın katılımcı sayısını arttıracak ve likidite havuzunu genişletecektir, ancak aynı zamanda ulusal menkul kıymetlere olan talebin yabancı menkul kıymetlere kaymasına da yol açabilecektir. Dolayısıyla, yapılacak değerlendirmelerde içinde bulunduğumuz makro ekonomik şartların da dikkate alınması gerekmektedir. Özellikle, gerek genel ekonomi, gerekse şirketler kesimi açısından zayıf olduğumuz dönemlerde bu tip oluşumlara gidilmesi halinde, oluşturulacak ortak bir platform ile ülkemiz yatırımcılarına yabancı menkul kıymetlere daha kolay erişim imkanı verilmesi, likiditenin yabancı menkul kıymetlere kaymasına sebep olabilecektir.

Bununla birlikte, uzun vadede entegrasyon sürecinden kopuk kalmamızın da mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira yatırımcılara yurt dışı piyasalarda işlem yapma konusunda tanınmış olan serbesti, teknolojideki ilerlemeler ile birlikte erişim imkanlarının kolaylaşmasına paralel olarak yatırımcılar tarafından daha sık olarak kullanılacaktır. Ayrıca, iletişim

teknolojisindeki gelişmeler nedeniyle yerel olmanın sağladığı bilgisel avantajlar gün geçtikçe azalmaktadır. Bu açıdan, orta vadede makro ekonomik durumumuzda beklenen iyileşmenin gerçekleştirilememesi halinde dahi İMKB'nin yerel, dünya ölçeğinde önemli olmayan bir borsa olmasının önüne geçilebilmesi için entegrasyon sürecine dahil olunması gerektiği düşünülmektedir. Makro ekonomik istikrarın sağlanmasının beklenmesi halinde geç kalınmış olabilecektir. Zira, borsalarda likidite dışsallığı, yani likiditenin ilave likiditeyi çekmesi bir kar topu etkisi yaratmakta ve bu ivmenin kaybedilmesi halinde tekrar yakalanması güç olmaktadır. Bu durum finansal piyasalarda tarihin önemli rol oynaması ile de açıklanabilecektir. Bu çerçevede, zamanlamanın doğru belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Karşılıklı üyelik konusu da bir diğer tartışma noktasını oluşturmaktadır. Aracı kuruluşlar için yönetim, finansal yükümlülükler, sermaye yeterliliği şartları gibi düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu açıdan ülkemizden daha düşük standartlar belirlemiş olan ülkelerin aracı kuruluşlarının karşılıklı üyeliklerine izin verilmesinin, ülkemiz aracı kuruluşlarının haksız rekabet ile karşılaşmalarına yol açacağı dikkate alınmalıdır. AB bünyesindeki tek pasaport yaklaşımı, karşılıklı üyelik konusunun AB ülkeleri arasında daha kolay bir şekilde çözülmesine imkan verebilmektedir. Bu doğrultuda, aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerimizin AB ile paralellik göstermesi büyük önem taşımaktadır.

Sadece aracılık faaliyetleri ile ilgili konularda değil, menkul kıymetlerin borsalara kotasyonu, takas işlemleri gibi konulardaki düzenlemelerimizin de AB ile uyumlu bir şekilde yapılması büyük önem taşımaktadır. Zira, AB üyeliği hedefimiz de dikkate alındığında, orta vadede, SECI aşamasından sonra ya da SECI projesi gerçekleşmeksizin AB bünyesindeki borsalar arasında ortaya çıkması muhtemel bir oluşumun içinde yer almamız sözkonusu olabilecektir.

İMKB tarafından yürütülen ve 2001 yılı sonu itibariyle büyük ölçüde tamamlanması beklenen uzaktan erişim projesi entegrasyon süreci bakımından büyük önem taşımaktadır. Günümüzde birleşme ve işbirlikleri sözkonusu olduğunda, borsalar arasındaki işlemler uzaktan erişim yoluyla gerçekleşmektedir. Bu çerçevede, sistemin oturtulması ve diğer borsaların sistemleri ile entegre bir şekilde çalışabilir hale getirilmesi gerekmektedir.

Türev araçların daha standart özellikler taşıması ve yerel niteliklerinin sınırlı olması, teoride vadeli işlem borsalarının işbirliklerine gitmelerini ya da ortaklıklar oluşturmalarını kolaylaştırmaktadır. 10.09.2001 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmasına karar verilen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin (VİOB) yabancı borsalarla yapacağı ve SPK onayı ile yürürlüğe girecek olası anlaşmaların değerlendirilmesi sırasında teori ve pratik olasılıklar bir bütün olarak değerlendirilmelidir.

Bu aşamada İMKB, İstanbul Altın Borsası, VİOB, Takasbank ve küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yönelik olarak oluşturulması tasarlanan teşkilatlanmış piyasanın aynı çatı altında bir holding şeklinde yapılandırılması üzerinde değerlendirme yapılması için erken

olduđu dűşűnűlmektedir. Zira, konu hem İMKB'nin űzelleřtirilmesi, hem de VİOB'un yabancı borsalarla iřbirliđi yapıp yapmayacađı ve ne řekilde, hangi fonksiyonlarla iřleyeceđi ile yakından iliřkilidir. Ayrıca, kűçük ve orta bűyűklűkteki iřletmelere yűnelik piyasa da henűz oluřturulmamıř bulunmaktadır.

Sűz konusu hususların açıklığa kavuşması ile birlikte űlkemiz içerisinde dikey bir birleşmeye gidilmesi suretiyle bir finansal holding yaratılması, aynı nitelikteki yurt dışı kuruluşlarla yatay entegrasyonlara gidilmesi ya da ortaya çıkan gereklilikler çerçevesinde bu iki modelin arasında karma bir modelin belirlenmesi alternatifleri değerlendirilebilecektir.

21'inci yűzyılda finansal piyasalarda "basitleřtir, standart ve otomasyona elveriřli hale getir ve űleđini bűyűt" řeklinde űzetlenebilecek bir anlayıřın hakim olacađı ve sermaye piyasalarımızın rekabet gűcűnűn korunmasının da bu dođrultuda hareket edilmesi ile műmkűn olabileceđi dűřűnűlmektedir.

## KAYNAKÇA

ARNOLD T. ve başk.

1999 “Merging Markets” The Journal of Finance Vol. LIV No.3 1999

BAUMOL W.J.

1965 “The Stock Market and Economic Efficiency” The Millar Lectures Number Six 1965, Fordham University Press New York

BESSEMBINDER H. ve KAUFMAN H.M.

1997 “A Cross-Exchange Comparison of Execution Costs and Information Flow for NYSE-Listed Stocks” Journal of Financial Economics 46 (1997) s.293-319

CLAYTON M.J., JORGENSEN B.N. and KAVAJECZ K.A.

1999 “On the Formation and Structure of International Exchanges” The Stern School of Business Working Papers, s.35

[www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/](http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/)

CHAN S.H. ve başk.

1997 “Do Strategic Alliances Create Value?” Journal of Financial Economics 46 (1997) s.199-221

CHAPMAN A.B.

1991 “International Securities Regulation in a Global Economic Environment” Innovation and Technology In the Markets Chapter 12 s.187-207

DI NOIA C.

1999 “The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers and Corporate Governance” Commissione Nazionale Per Le Societa e La Borsa Studi e Ricerche s.47

[www.consob.it/produzione/docum/Quaderni/quad33.pdf](http://www.consob.it/produzione/docum/Quaderni/quad33.pdf)

DOMOWITZ I. ve LEE Ruben

1998 “The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems” Pennsylvania State University and Oxford Finance Group s.55

<http://papers.ssrn.com>

ECONOMIDES N.

1993 “Network Economics with Application to Finance” Financial Markets, Institutions & Instruments, vol.2 no.5 1993 s.89-97

<http://www.stern.nyu.edu/networks/fmii93abs.html>

HART O. ve MOORE J.

1996 “The Governance of Exchanges: Members’ Cooperatives Versus Outside Ownership”  
Oxford Review of Economic Policy, Vol.12, No.4  
<http://netec.mcc.ac.uk>

HERRING R.J. ve LITAN R.E.

1995 “Financial Regulation in the Global Economy” The Brookings Institution Washington,  
DC S.187

LEE Ruben

1992 “What is an Exchange – A Discussion Paper” Capital Markets Forum s.43

MACEY J.R. ve O’HARA M.

1999 “Globalization, Exchange Governance and the Future of Exchanges” Brookings-  
Wharton Papers on Financial Services, s.32  
[www.brookings.edu](http://www.brookings.edu)

MALKAMAKI M.

2000 “Economies of Scale and Implicit Mergers in Stock Exchange Activities” Bank of  
Finland s.47  
<http://fmg.lse.ac.uk/events/conferences/pastcon/exchanges/papers/malkamaki.pdf>

SKEETE H.

2000 “The Future of Exchanges” Equities, Commodities & Energy, Reuters s.6

The Committee of Wise Men

2001 “Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities  
Market” 15 Şubat 2001 Brüksel

### **Web Siteleri**

[www.bourse-de-paris.fr](http://www.bourse-de-paris.fr)

[www.cbot.com](http://www.cbot.com)

[www.clearstream.com](http://www.clearstream.com)

[www.cme.com](http://www.cme.com)

[www.eurexexchange.com](http://www.eurexexchange.com)

[www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

[www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

[www.exchange.de](http://www.exchange.de)

[www.feas.org](http://www.feas.org)

[www.ft.com](http://www.ft.com)

[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

[www.omgroup.com](http://www.omgroup.com)

[www.nasdaqnews.com](http://www.nasdaqnews.com)

[www.nasdaq-japan.com](http://www.nasdaq-japan.com)

[www.nasdaqeuropa.com](http://www.nasdaqeuropa.com)

[www.norex.com](http://www.norex.com)

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)

[www.ses.com.sg](http://www.ses.com.sg)

[www.unece.org/sei](http://www.unece.org/sei)

**DÜNYA BORSALARI TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN İŞBİRLİĞİ, BİRLEŞME VE  
ENTEGRASYON ÇALIŞMALARININ 1999 YILINDAN İTİBAREN İZLEDİĞİ  
SEYRİN KRONOLOJİK ÖZETİ**

<b>Ocak 1999</b>	İsviçre ve Paris Borsaları	Yapılan anlaşma çerçevesinde iki borsa, ortak bir Orta ve Doğu Avrupa Borsası kurmayı amaçlamaktadır.
<b>Şubat 1999</b>	GLOBEX: Chicago, Paris, Singapur Borsaları	The Chicago Mercantile Exchange, SBF Paris Bourse ve Singapore Int. Monetary Exchange, futures ve opsiyon kontratlarının üç ana zaman diliminde işlem görebileceği GLOBEX adlı ortak bir elektronik işlem platformu kurmak üzere anlaşmışlardır.
<b>Şubat 1999</b>	Swiss Exchange ve Paris Bourse ortaklık planı	Plana göre iki borsa, düzenlemelere ilişkin ortak bir yapı benimsemiş, ortak bir elektronik işlem platformu kurma gibi konularda anlaşmaya gidecek.
<b>Nisan 1999</b>	Avustralya ve Sidney Vadeli İşlemler Borsası	İki borsa yapılan anlaşmayla birleşmiştir.
<b>Nisan 1999</b>	Ortak Bir Avrupa Borsası Kurulması Çalışmaları	Amsterdam, Brüksel, Frankfurt, Londra, Madrid, Milano, Paris ve Zürih Borsaları, Avrupa'da en çok işlem gören hisse senetlerinin alınıp satılabileceği ortak bir bölgesel piyasa kurmak üzere anlaşmışlardır. Piyasaya, 2000'den sonraki bir tarihte işlerlik kazandırılması planlanmaktadır.
<b>Temmuz 1999</b>	Hong Kong Borsaları	Hong Kong sermaye piyasalarının rekabet gücünün korunabilmesi için ülkedeki menkul kıymet ve vadeli işlemler borsası ile takas kuruluşlarının tek çatı altında toplanmasını da içeren bir dizi reform çalışmalarına başlanmıştır.
<b>Temmuz 1999</b>	Paris Bourse ve Warsaw Stock Exchange	İki borsa teknoloji, düzenleme, kotasyon şartları ve ortak işlem platformu gibi konularda işbirliği yapma kararı almıştır.
<b>Eylül 1999</b>	Ortak Bir Avrupa Borsası Kurulması Çalışmaları	Amsterdam, Brüksel, Frankfurt, Londra, Madrid, Milano, Paris ve Zürih Borsaları Kasım 2000'de alım/satım sistemleri arasında elektronik ortak bir link kurmayı kararlaştırdı.
<b>Ekim 1999</b>	Eurex ve Chicago Board of Trade	Avrupa ve ABD'nin en büyük türev araç borsaları, ortak bir elektronik alım/satım platformu kurmak üzere anlaşmışlardır. Platformda her iki borsanın ürünleri alınıp satılabilecektir.
<b>Aralık 1999</b>	Sao Paulo Borsası ve Bloomberg	Sao Paulo Borsası'nın elektronik işlem platformu ile Bloomberg'in terminal ağı arasında bir bağlantı kurulması yönünde anlaşma yapılmıştır. Yeni sistemle 350.000 Bloomberg kullanıcısı Sao Paulo Borsası'na doğrudan işlem emri verebilecektir.
<b>Ocak 2000</b>	Brezilya Borsaları Birleşme Kararı Aldı	Sao Paulo ve Rio de Janeiro Borsaları alım satım, saklama ve takas işlevlerini tek bir noktada birleştirmek üzere birleşme kararı almışlardır.
<b>Ocak 2000</b>	Deutsche Börse ve Irish Stock Exchange.	Anlaşmaya göre İrlanda hisse senetleri ve tahvilleri Deutsche Börse'nin Xetra adlı alım/satım sistemi üzerinde Irish Stock Exchange'e ayrılmış bölüm üzerinde işlem görecektir.

<b>Şubat 2000</b>	JIWAY adlı yeni bir menkul kıymetler borsası kurulmuştur.	Morgan Stanley D.W. ve OM Group ortaklığıyla kurulan JIWAY İngiltere’de faaliyet gösterecektir. 6.000’e yakın ABD ve Avrupa hisse senedinin işlem göreceği Jiway’in elektronik bir borsa olacağı açıklanmıştır. JIWAY’de diğer borsalarda kote olmuş ve yoğun olarak işlem gören menkul kıymetlerin alım satımının yapılması amaçlamakta olup, bu sebeple işlem maliyetlerinde önemli avantajlar sağlanması beklenmektedir.
<b>Mart 2000</b>	EURONEXT	Paris, Amsterdam ve Brüksel Borsaları EURONEXT adı altında birleşeceklerini açıklamışlardır.
<b>Mart 2000</b>	NOREX (Norveç, İsveç ve Danimarka Borsaları)	1998 yılında Norveç, İsveç ve Danimarka borsalarının biraraya gelerek oluşturdukları NOREX, İzlanda Borsası ile gelecekte birlik üyesi olma yönünde bir anlaşma imzalamıştır.
<b>Mart 2000</b>	Hong Kong Borsaları	Hong Kong’ta spot menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştiği Stock Exchange of Hong Kong Limited, vadeli işlemler borsası Hong Kong Futures Exchange ve takas kuruluşu Hong Kong Securities Clearing Company; Hong Kong Exchanges And Clearing Limited (HKEx) adı altında birleşmişlerdir. Hong Kong Futures Exchange’in takas işlemlerini yürüten bağlı ortağı da HKEx bünyesine geçmiştir.
<b>Nisan 2000</b>	LSE ve Deutsche Bourse	Londra ve Frankfurt Borsaları %50’şer oranında ortak olacakları bir borsa oluşturmak üzere anlaşmalarını açıkladılar.
<b>Nisan 2000</b>	iX Projesi	LSE ve Deutsche Bourse’nin ortak bir borsa kurarak birleşme planları gerçekleşirse Nasdaq ile de küresel bir işbirliği yapılacağı açıklanmıştır. Böyle bir işbirliği ile LSE, Deutsche Bourse ve Nasdaq yatırımcılara tek bir platformda; Asya, Amerika ve Avrupa’da 24 saat boyunca işlem yapma olanağını sağlamayı amaçlamaktadır.
<b>Mayıs 2000</b>	NYSE ve Euronext	NYSE ve Euronext ortak bir link oluşturmak üzere görüşmelere başladıklarını açıklamışlardır. NYSE, Latin American Exchange ve Toronto Stock Exchange ile de benzer anlaşmaları daha önce yapmıştır.
<b>Haziran 2000</b>	GEM: Global Equity Market	NYSE, Tokyo, Avustralya, Paris, Brüksel, Amsterdam, Toronto, Hong Kong, Meksika ve Sao Paolo Borsaları dünya hisse senedi piyasasının % 60’ını kontrol edecek ve 24 saat boyunca işleyecek küresel bir borsa kurma planını açıklamışlardır.
<b>Haziran 2000</b>	Nasdaq-Japan	Nasdaq-Japan, Osaka Stock Exchange’in bir piyasası olarak işlemlerine 19 Haziran’da başlamıştır.
<b>Temmuz 2000</b>	NOREX ve Baltık Borsaları	Norveç, İsveç ve Danimarka borsaları tarafından oluşturulan NOREX birliği, Letonya, Litvanya ve Estonya’dan oluşan Baltık Borsaları Birliğiyle, gelecekte birliğin üyesi olma yönünde bir anlaşma yapmıştır. Norex bünyesinde alım-satım işlemi, kotasyon ve piyasa gözetimi ilgili ortak kuralları belirlemek için bir proje grubu kurulmuştur.
<b>Ağustos 2000</b>	Australian Stock Exchange ve New Zealand Stock Exchange	İki borsa arasında birleşme konusunda görüşmelerin yürütüldüğü açıklanmıştır.
<b>Eylül 2000</b>	Sydney Futures Exchange ve Austraclear	Sydney Futures Exchange ve Austraclear arasında birleşme kararı alındığı açıklanmıştır.



<b>Ekim 2000</b>	Tokyo Stock Exchange ve Chicago Merchantile Exchange	İki borsa, sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senetlerine dayalı türev araçlar konusunda ortak bir global platform oluşturma olasılığını da içermek üzere, birlikte çalışmak konusunda görüşmeler yürüttüklerini açıklamışlardır.
<b>Kasım 2000</b>	Nasdaq-Canada	Kanada'da 10 aracı kuruluşa yerleştirilen terminaller vasıtasıyla Kanadalı yatırımcılara Nasdaq'ta işlem gören hisse senetlerine erişim imkanı sağlanması suretiyle, Nasdaq-Kanada projesinin ilk aşaması faaliyete geçirilmiştir.
<b>Kasım 2000</b>	Australian Derivatives Exchange ve Singapore Exchange	Australian Derivatives Exchange ve Singapore Exchange'in vadeli piyasası arasında karşılıklı üyelik imkanı sağlanması, türev ürünlerle ilgili işlemlerin gerçekleştirilmesi ve takas konusunda iki borsanın birbiri ile bağlantılı hale getirilmesi için çalışmalara başlandığı açıklanmıştır.
<b>Kasım 2000</b>	Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange ve Commodity and Monetary Exchange of Malaysia	İki borsa arasındaki birleşme görüşmelerinin sürdüğü açıklanmıştır.
<b>Aralık 2000</b>	Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx) ve Australian Stock Exchange	İki borsa arasında yapılan anlaşma çerçevesinde özellikle piyasaların izlenmesi ve gözetimine ilişkin konularda karşılıklı bilgi paylaşımında bulunulması öngörülmektedir.
<b>Aralık 2000</b>	Australian Derivatives Exchange	Avustralya Federal Hükümeti tarafından Vadeli İşlem Borsası olarak tescil edilen Australian Derivatives Exchange için 12 Ocak 2001 tarihi ilk işlem günü olarak belirlenmiştir.
<b>Aralık 2000</b>	Sydney Futures Exchange ve Austraclear	Sydney Futures Exchange ve Austraclear arasındaki birleşme kararı Avustralya New South Wales eyaleti Yüksek Mahkemesi tarafından onaylanmıştır.
<b>Ocak 2001</b>	Sydney Futures Exchanges ve Hong Kong Exchanges and Clearing	İki borsa arasında, Asya Pasifik Bölgesinde borsalarla ve OTC piyasalarda türev ürün alım satımı ve takası konularında yeni hizmetler gerçekleştirilmesi konusunda stratejik bir girişim için anlaşmaları açıklanmıştır. Girişimin ilk aşamasının detaylarının 2001 Mayıs ayı içerisinde netleşeceği belirtilmiştir.
<b>Şubat 2001</b>	EUONEXT ve AMEX	İki borsa arasında, borsada işlem gören fonlarla ilgili bir piyasa kurmak için bir ortaklık oluşturmak konusunda mutabakat zaptı imzalanmıştır. AMEX'nin borsada işlem gören fonlarla ilgili tecrubesi ve EURONEXT'in Avrupa'daki dağıtım kanallarının bir araya getirilmesi amaçlanmıştır.
<b>Şubat 2001</b>	Australian Stock Exchange ve New Zealand Stock Exchange	İki borsa arasında daha önce açıklamış olan birleşme çalışmalarının, gelinen aşamada her iki borsanın da ortaklarını tatmin edecek ortak bir zemin bulunamaması sebebiyle sona erdirildiği açıklanmıştır.
<b>Şubat 2001</b>	HEX (Finlandiya) ve Tallinn Stock Exchange (Estonya)	İki borsa arasında stratejik işbirliğine gidilmesi kapsamında HEX'in Tallinn Stock Exchange'in %50'sini satın alması konusunda görüşmelere başlanmıştır. HEX tarafından kullanılan alım satım sisteminin Tallinn Stock Exchange tarafından da kullanılması öngörülmüştür.

<b>Mart 2001</b>	Mercado Oficial de Futuros & Opciones'in (İspanya) ve Swiss Federal Banking Commission	İspanyol vadeli işlemler borsası, İsviçre düzenleyici otoritesi tarafından İsviçre'de yabancı borsa olarak faaliyet göstermeye yetkili kılınmıştır. Böylece, İsviçre'li aracı kuruluşlar sözkonusu borsaya üye olma imkanını elde etmişlerdir.
<b>Mart 2001</b>	London Metal Exchange	Borsa, ABD vadeli işlemler düzenleyici otoritesi CFTC'den ABD'ye terminal yerleştirme izni almıştır.
<b>Mart 2001</b>	LIFFE ve Nasdaq	Nasdaq ve LIFFE, Nasdaq Liffe Markets adı altında bir ortaklık oluşturduklarını açıklamışlardır. Ortaklık, LIFFE'nin vadeli işlem sözleşmelerinde sahip olduğu tecrübe ile Nasdaq'ın ABD'deki pazarlama gücünün bir araya getirilmesini amaçlamaktadır. Ortaklık, ABD'de tek bir hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmesi düzenlenmesinin önündeki yasal engellerin ortadan kalkmasının ardından, ABD'li ve Avrupalı yatırımcılara yönelik olarak dünya çapında kabul görmüş hisse senetleri üzerine düzenlenmiş vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü bir borsa oluşturmayı hedeflemektedir. Borsada LIFFE tarafından kullanılmakta olan elektronik işlem sistemi (LIFFE Connect) kullanılacaktır.
<b>Mart 2001</b>	Nasdaq ve Easdaq	Nasdaq tarafından Easdaq çoğunluk hisselerinin satın alınması konusunda anlaşıldığı açıklanmıştır. Anlaşma Easdaq genel kurulunda kabul edilmiştir.
<b>Nisan 2001</b>	LSE ve JSE Securities Exchange (Güney Afrika)	İki borsa arasında; London Stock Exchange tarafından JSE Securities Exchange'e teknoloji desteği sağlanması, her iki borsanın birbirlerinden erişilebilir hale gelmesi ve karşılıklı uzaktan erişimli üyelik imkanları tanınması amaçlarını içeren bir ön anlaşma imzalanmıştır.
<b>Nisan 2001</b>	Singapore Stock Exchange ve AMEX	AMEX'de kote olan fonların 4 Mayıs 2001 tarihinden itibaren Singapore Stock Exchange'de de kote edileceği ve alım satımının yapılacağı, bu amaçla Singapur'da her iki borsanın eşit olarak pay sahibi olduğu bir şirket kurulduğu açıklanmıştır.
<b>Nisan 2001</b>	HEX (Finlandiya) ve Tallinn Stock Exchange (Estonya)	İki borsa arasında Şubat 2001'de başlayan görüşmeler sonuçlandırılmış ve HEX Tallinn Stock Exchange'in %52,4'ünü satın almıştır. Estonya düzenleyici otoritesinden de gerekli izinler alınmıştır.
<b>Nisan 2001</b>	Mercado Oficial de Futuros & Opciones (İspanya) ve Lisbon and Porto Stock Exchange (Portekiz)	İki borsa işlem sistemleri birbirleri ile bağlantılı hale getirilmiş ve her iki borsanın üyelerine diğer borsada işlem gören türev ürünlerde işlem yapma imkanı tanınmıştır.
<b>Nisan 2001</b>	Mercado Oficial de Futuros & Opciones, AIAF ve SENAF (İspanya)	Mercado Oficial de Futuros & Opciones ile İspanya'da özel sektör sabit getirili menkul kıymelerinin alım satımının yapıldığı AIAF ve kamu ve özel sektör tahvilinin alım satımının yapıldığı organize elektronik piyasa SENAF.SON üç şirketi tek bir çatı altında toplama kararlarını açıklamışlardır.
<b>Nisan 2001</b>	Singapore Exchange Derivatives Trading ve Bloomberg	Singapore Exchange Derivatives Trading'de işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin Bloomberg terminalleri vasıtasıyla tüm dünyadan erişilebilir hale geldiği açıklanmıştır.

<b>Mayıs 2001</b>	Toronto Stock Exchange ve Canadian Venture Exchange	Canadian Venture Exchange'in Toronto Stock Exchange tarafından satın alınması konusunda anlaşma imzalanmıştır.
<b>Mayıs 2001</b>	Hong Kong Exchanges and Clearing ve Stock Exchange of Thailand	İki borsa arasında bilgi paylaşımı konusunda anlaşma imzalanmıştır.
<b>Mayıs 2001</b>	Chicago Merchandise Exchange ve Chicago Board Options Exchange	İki borsa ABD'de tek bir hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmesi düzenlenmesinin önündeki yasal engellerin ortadan kalkmasının ardından, tek hisse senedi üzerine düzenlenecek vadeli işlem sözleşmeleri için yeni bir borsa oluşturmak üzere ortaklık anlaşması yaptıklarını açıklamışlardır.
<b>Mayıs 2001</b>	NOREX ve Baltık Borsaları	Norex ile Litvanya ve Letonya borsaları arasında işbirliğine gidilmesi amacıyla yürütülen çalışmalardan bir sonuç alınmadığı, NOREX ve görece daha küçük ölçekli Baltık borsalarının beklentilerinin farklı olduğu ve ortak bir noktada anlaşamadığı açıklanmıştır.
<b>Mayıs 2001</b>	Deutsche Börse ve EUREX	Deutsche Börse ve EUREX kendi işlem platformları üzerinden; üyelerinin Euro cinsinden ABD hisse senetlerinin, hisse senedi opsiyonlarının ve ABD borsalarında işlem gören fonların alınıp satılabileceği bir piyasa oluşturacaklarını açıklamışlardır. Böylelikle üyelerin ABD menkul kıymetlerine kendi ülkelerinden ve aynı maliyetlerle erişiminin sağlanmasının amaçlandığı ifade edilmiştir.
<b>Mayıs 2001</b>	Hong Kong Exchanges and Clearing, Shanghai Stock Exchange ve Shenzhen Stock Exchange	Hong Kong'lu yatırımcıların Çin'e olan ilgilerinin artması sonucu yatırımcılara şeffaf bir piyasa ortamı sağlanabilmesi amacıyla piyasa ve şirket bilgilerinin karşılıklı olarak sağlanmasına ilişkin anlaşma imzalanmıştır.
<b>Haziran 2001</b>	AMEX ve Tokyo Stock Exchange	Her iki borsada işlem gören yatırım fonlarının karşılıklı kotasyonu ve alım satımına imkan veren bir işbirliğine gidilmesi üzerinde anlaşıldığı açıklanmıştır. Bu çerçevede, ortak bir platform oluşturulması tasarlanmaktadır.
<b>Temmuz 2001</b>	Tokyo International Financial Futures Exchange ve LIFFE	Tokyo International Financial Futures Exchange tarafından elektronik alım satım sistemi olarak LIFFE'nin alım satım sistemi LIFFE Connect'in kullanılmasına karar verilmesi ile birlikte, iki borsa arasındaki işbirliğinin artacağı, yeni pazarlara girilmesi ve yeni ürünler geliştirilmesi konusunda birlikte çalışılabileceği açıklanmıştır.
<b>Temmuz 2001</b>	Powernext	Fransa'da enerji alım satımına yönelik bir borsa olarak Powernext SA kurulmuştur. Borsanın 2001 sonbaharında faaliyete geçmesinin beklendiği açıklanmıştır.
<b>Ağustos 2001</b>	Toronto Stock Exchange ve Canadian Venture Exchange	Canadian Venture Exchange'in Toronto Stock Exchange tarafından satın alınması işlemleri gerekli yasal onayların alınması ile tamamlanmıştır.
<b>Ağustos 2001</b>	Warsaw Stock Exchange ve National Stock Exchange of Lithuania	Polonya ve Litvanya borsaları arasında teknoloji, bilgi ve tecrübe paylaşımı konusunda işbirliği ve piyasa düzenlemelerinin uyumlaştırılması konusunda mutabakat zaptı imzalanmıştır.

<b>Ağustos 2001</b>	Stockholbörsen ve Oslo Bors	İki borsa piyasa gözetimi konusunda işbirliği yapılması konusunda niyet mektubu imzalanmıştır.
<b>Ağustos 2001</b>	Nasdaq-Liffe	Nasdaq Liffe Markets, CFTC tarafından vadeli işlem borsası ve özdüzenleyici kuruluş olma onayını almıştır.
<b>Eylül 2001</b>	Deutsche Börse	Deutsche Börse tarafından üyelerinin kendi işlem sistemi olan Xetra üzerinden; Euro cinsinden ABD hisse senetlerini alıp satabilecekleri bir piyasa oluşturulacağına ilişkin olarak 2001 yılı Mayıs ayı içerisinde yapılan açıklama çerçevesinde sürdürülen çalışmalar sonuçlanmış ve işlemler başlamıştır.
<b>Eylül 2001</b>	Tokyo International Financial Futures Exchange ve Korea Futures Exchange	İki borsa arasında yeni ürünler hakkında bilgi alışverişi yapılması, kontrat spesifikasyonları ve alım satım yöntemlerinde yapılacak değişiklikler ve işlemlerin gözetimi konusunda işbirliğine gidilmesi amacıyla bir mutabakat zaptı imzalanmıştır.
<b>Eylül 2001</b>	HEX (Finlandiya) ve EURONEXT	İki borsa arasında spot piyasa işlemlerinde karşılıklı üyelik ve alım satım imkanı tanınması konusunda işbirliği anlaşması imzalandığı açıklanmıştır.

**Tablo 1: Dünya Borsalarına Kote Olan Şirket Sayıları**  
(Kaynak: FIBV)

ZAMAN DİLİMİ	BORSA	2000			1999		
		TOPLAM	YERLİ	YABANCI	TOPLAM	YERLİ	YABANCI
Kuzey Amerika	AMEX	649	599	50	650	589	61
	Bermuda	47	22	25	45	22	23
	Canadian Venture Exch.	2,598	2,494	104	2,358	NA	NA
	Chicago	7	7	0	8	8	0
	Meksika	177	173	4	190	186	4
	Montreal	128	127	1	129	128	1
	NASDAQ	4,734	4,246	488	4,829	4,400	429
	New York Stock Exch.	2,862	2,429	433	3,025	2,620	405
	Toronto	1,421	1,379	42	1,456	1,409	47
Güney Amerika	Buenos Aires	125	122	3	125	124	1
	Lima	227	209	18	239	227	12
	Santiago	261	260	1	282	282	0
	Sao Paulo	467	464	3	487	486	1
Avrupa, Afrika, Orta Doğu	Atina	310	309	1	262	262	0
	Barselona	583	577	6	500	496	4
	Bilbao	307	304	3	275	273	2
	Kopenhag	235	225	10	242	233	9
	Deutsche Börse	989	744	245	851	617	234
	Euronext Amsterdam	392	234	158	387	233	154
	Euronext Brussels	265	161	104	278	159	119
	Euronext Paris	966	808	158	969	800	169
	Helsinki	158	154	4	150	147	3
	İrlanda	96	76	20	101	78	23
	İstanbul	316	315	1	286	285	1
	İtalya	297	291	6	270	264	6
	Johannesburg	606	583	23	658	635	23
	Lizbon	110	109	1	125	125	0
	Ljubljana	149	149	0	130	130	0
	Londra	2,374	1,926	448	2,274	1,826	448
	Lüksembourg	270	54	216	277	51	226
	Madrid	1,036	1,019	17	727	718	9
	Malta	14	14	0	9	9	0
	Oslo	215	191	24	215	195	20
	Stockholm	311	292	19	300	277	23
	İsviçre	416	252	164	412	239	173
	Tahran	285	285	0	277	277	0
	Tel-Aviv	665	664	1	654	653	1
Valencia	459	454	5	382	380	2	
Viyana	111	97	14	114	97	17	
Varşova	225	225	0	221	221	0	
Asya, Pasifik	Avustralya	1,406	1,330	76	1,287	1,217	70
	Hong Kong	790	779	11	708	695	13
	Jakarta	286	286	0	276	276	0
	Güney Kore	702	702	0	712	712	0
	Kuala Lumpur	790	787	3	752	749	3
	Yeni Zelanda	200	144	56	189	124	65
	Osaka	1,310	1,310	0	1,281	1,281	0
	Filipinler	230	228	2	226	225	1
	Singapur	480	417	63	408	354	54
	Tayvan	531	531	0	462	462	0
	Tayland	381	381	0	392	392	0
Tokyo	2,096	2,055	41	1,935	1,892	43	

**Tablo 2: Dünya Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları (Milyon ABD Doları)**  
(Kaynak: FIBV)

Zaman Dilimi	Borsa	2000	1999	% Değişim 1999-2000
Kuzey Amerika	AMEX	82,717.4	90,745.2	-8.8%
	Bermuda	2,100.0	1,323.3	58.7%
	Canadian Venture Exchange	9,413.6	11,735.0	-19.8%
	Chicago	183.7	244.9	-25.0%
	Mexico	125,203.9	154,043.8	-18.7%
	Montreal	-	448.5	-
	NASDAQ	3,597,085.9	5,204,620.4	-30.9%
	New York Stock Exchange	11,534,612.9	11,437,597.3	0.8%
	Toronto	770,116.3	789,179.5	-2.4%
Güney Amerika	Buenos Aires	45,839.3	55,847.6	-17.9%
	Brezilya	226,152.3	227,962.1	-0.8%
	Lima	9,749.8	12,091.9	-19.4%
	Santiago	60,400.8	68,227.5	-11.5%
Avrupa, Afrika, Orta Doğu	Atina	107,499.2	196,846.9	-45.4%
	Kopenhag	111,818.5	105,292.7	6.2%
	Deutsche Börse	1,270,243.2	1,432,167.0	-11.3%
	Euronext Amsterdam	640,456.3	695,196.0	-7.9%
	Euronext Brussels	182,481.0	184,135.5	-0.9%
	Euronext Paris	1,446,634.1	1,496,938.0	-3.4%
	Helsinki	293,634.7	349,393.6	-16.0%
	İrlanda	81,882.5	68,773.2	19.1%
	İstanbul	69,658.9	112,715.8	-38.2%
	İtalya	768,363.4	728,240.4	5.5%
	Johannesburg	131,321.0	180,462.9	-27.2%
	Lizbon	60,680.5	68,147.4	-11.0%
	Ljubljana	3,099.6	2,854.0	8.6%
	Londra	2,612,230.2	2,855,351.2	-8.5%
	Lüksemburg	34,016.4	35,938.7	-5.3%
	Malta	3,970.6	3,861.6	2.8%
	Oslo	65,774.0	63,695.3	3.3%
	İspanya	504,221.9	431,649.2	16.8%
	Stockholm	328,339.0	373,277.7	-12.0%
	İsviçre	792,316.4	693,132.9	14.3%
Tahran	5,892.5	17,242.5	-65.8%	
Tel-Aviv	65,337.5	63,472.3	2.9%	
Viyana	29,935.2	33,023.0	-9.4%	
Varşova	31,428.6	29,576.8	6.3%	
Asya Pasifik	Avustralya	372,794.4	427,655.4	-12.8%
	Hong Kong	623,397.7	609,090.4	2.3%
	Jakarta	26,812.5	64,044.7	-58.1%
	Japonya	3,193,934.4	4,554,886.3	-29.9%
	Tokyo	3,157,221.8	4,463,297.8	-29.3%
	Güney Kore	148,361.2	306,127.5	-51.5%
	Kuala Lumpur	113,155.3	139,907.9	-19.1%
	Yeni Zelanda	18,196.9	27,827.1	-34.6%
	Filipinler	25,261.4	41,536.1	-39.2%
	Singapur	155,125.6	198,039.5	-21.7%
	Tayvan	247,596.9	376,507.9	-34.2%
	Tayland	29,217.4	57,176.6	-48.9%

**Tablo 3: Dünya Borsalarının İşlem Hacimleri (Milyon ABD Doları)**  
(Kaynak: FIBV)

Zaman Dilimi	Borsa	2000	1999	% Değişim 1999-2000
Kuzey Amerika	AMEX	945,390.7	477,821.7	97.9%
	Bermuda	252,849.7	87,150.9	190.1%
	Canadian Venture Exchange	10,882.3	-	-
	Chicago	1,190,087.0	580,864.5	104.9%
	Mexico	45,768.4	35,172.3	30.1%
	Montreal	811.1	28,645.0	-97.2%
	NASDAQ	19,798,799.3	10,467,369.3	89.1%
	New York Stock Exchange	11,060,046.0	8,945,205.2	23.6%
	Toronto	636,535.3	357,442.5	78.1%
Güney Amerika	Buenos Aires	9,700.8	11,874.8	-18.3%
	Lima	2,517.9	2,728.7	-7.7%
	Santiago	6,083.3	6,859.4	-11.3%
	Sao Paulo	101,537.4	83,771.7	21.2%
Avrupa, Afrika, Orta Doğu	Atina	94,162.7	189,280.0	-50.3%
	Barselona	274,677.8	196,541.5	39.8%
	Bilbao	271,423.2	214,731.0	26.4%
	Kopenhag	102,636.1	66,605.0	54.1%
	Deutsche Borse	2,119,784.7	1,551,467.4	36.6%
	Euronext Amsterdam	678,763.7	471,226.3	44.0%
	Euronext Brussels	43,787.1	58,628.6	-25.3%
	Euronext Brussels	232,773.9	228,264.9	2.0%
	Euronext Paris	1,064,866.0	770,075.6	38.3%
	Euronext Paris	3,988,736.6	2,892,301.5	37.9%
	Helsinki	208,326.1	109,901.6	89.6%
	İrlanda	14,380.8	47,611.2	-69.8%
	İstanbul	178,997.6	81,098.9	120.7%
	İtalya	1,919,625.3	539,449.2	89.0%
	Johannesburg	77,446.1	86,838.1	-10.8%
	Lizbon	54,896.6	40,479.3	35.6%
	Ljubljana	924.5	1,203.1	-23.2%
	Londra	4,558,662.9	3,399,381.1	34.1%
	Lüksembourg	1,660.8	1,421.1	16.9%
	Madrid	985,401.5	739,670.1	33.2%
	Malta	188.1	52.7	257.3%
	Oslo	69,241.7	56,719.2	22.1%
	Stockholm	485,288.3	313,677.9	54.7%
	İsviçre	638,706.8	561,894.1	13.7%
Tahrán	1,043.3	2,273.2	-54.1%	
Tel-Aviv	28,538.5	20,957.6	36.2%	
Valencia	NA	41,500.5	-	
Viyana	9,641.6	12,733.9	-24.3%	
Varşova	19,305.4	11,139.4	73.3%	
Asya Pasifik	Avustralya	226,484.9	198,195.1	14.3%
	Hong Kong	376,664.1	230,032.2	63.7%
	Jakarta	15,109.3	17,241.3	-12.4%
	Güney Kore	556,246.3	733,422.7	-24.2%
	Kuala Lumpur	52,868.7	42,431.3	24.6%
	Yeni Zelanda	12,315.3	13,687.2	-10.0%
	Osaka	325,566.3	216,028.5	50.7%
	Filipinler	8,531.4	19,949.7	-57.2%
	Singapur	95,153.1	107,406.5	-11.4%
	Tayvan	986,271.7	913,609.9	8.0%
	Tayland	21,117.0	37,245.8	-43.3%
	Tokyo	2,315,501.8	1,675,640.6	38.2%

\* Borsalarda işlem gören yatırım fonlarının işlem hacimleri dahildir.

## SECI PROJESİ ÇERÇEVESİNDE TASARLANAN İŞLEYİŞ ESASLARI

Başlangıç aşamasında borsalar arasında karşılıklı kotasyon ve üyelik imkanları tanınması, daha ileri bir aşama olarak ise merkezi bir ortak alım satım sisteminin oluşturulması tasarlanmaktadır.

### 1. Karşılıklı Kotasyon

Borsalar tarafından üzerinde anlaşılmış olan taslakta, borsalar arasında karşılıklı kotasyon imkanının sadece belirli nitelikteki hisse senetleri ile sınırlı olması ve sözkonusu hisse senetlerinin kendi ülkelerindeki resmi borsa kotundan ayrı bir pazarda işlem görmesi anlayışı benimsenmiştir. Hisse senetlerinin depo sertifikaları şeklinde kote edilmesi ve bilgi akışında kullanılacak dilin İngilizce olması öngörülmektedir.

### 2. Karşılıklı Üyelik

Proje kapsamındaki ülkelerin büyük bir bölümünde, yabancı aracı kuruluşların ulusal borsada faaliyet gösterebilmesi, bazı hukuki düzenlemelerde yapılacak değişikliklere bağlı bulunmaktadır. Bu çerçevede, kısa vadede gerçekleştirilmesi kolay görünmemektedir.

Yürütülen çalışmalarda ilk aşamada üzerinde belirlemeler yapılması gereği ortaya çıkan konular aşağıda yer almaktadır:

- Karşılıklı üyeliğin prosedürleri,
- Karşılıklı üyeliğe uygun aracı kuruluşların tesbiti,
- Karşılıklı üyelik imkanı tanınmış aracı kuruluşların tabi olacakları kurallar,
- Disiplin kuralları ve uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin prosedürler,

Karşılıklı üyelere ilişkin olarak; mali durum bilgileri, gerçekleştirilen işlemler, saklama hesapları ve üyelerin durumlarını etkileyecek diğer önemli konularda bilgi alışverişinin sağlanabilmesi için borsalar arasında anlaşmalar yapılması gerekmektedir.

Karşılıklı üyelerin diğer ülkelerde birer temsilci ofis açmaları sözkonusu olabileceği gibi, çeşitli şekillerde uzaktan erişim imkanı tanınması da imkan dahilinde bulunmaktadır.

### 3. Veri Dağıtımı

Gerçekleşen işlemlerin, şirketlerin özel durum açıklamalarının, menkul kıymetlerin sağladığı hakların kullanımına ilişkin bilgilerin ve piyasa istatistiklerinin dağıtımı konusunda; katılımcı borsalar tarafından kendi kontrollerindeki bilgilerin sürekli güncellendiği ortak bir web sitesinin oluşturulması, veri dağıtım şirketlerinin hizmetlerinden yararlanılması, borsalar



arasında bir arayüz oluşturulması suretiyle bilgi paylaşımının sağlanması alternatifleri ortaya konmuştur.

#### **4. Ortak İşlem Platformu**

Projenin nihai hedefi olarak ortak bir işlem platformu oluşturulması hedeflenmektedir. Ortak işlem platformunun oluşturulmasının önündeki en önemli engeller teknolojiden ziyade, sistemin hukuki olarak bulunacağı ülke, gerçekleşen işlemlerin tabi olacağı ülke hukuku gibi konularda ortaya çıkmaktadır. Ortak işlem sisteminin hukuki statüsünün, ülkelerin düzenleyici otoriteleri tarafından tartışılması gerektiği sonucuna varılmış ve borsaların kota alma, alım satım, takas ve teknik altyapı konularının çerçevesini çizmeleri kararlaştırılmıştır.

##### **4.1. Ortak İşlem Platformunun İdaresi**

Ortak platformun kimin tarafından ve nasıl idare edileceği ya da idare etmek üzere ayrı bir organ veya organizasyonun gerekip gerekmediği üzerinde çeşitli tartışmalar yapılmış ve belirlenen prensipleri uygulamak, yenilemek ve değiştirmek konusunda yetkili olan ve katılımcı borsaların her birinin en üst düzey yöneticilerinin (başkan veya yönetim kurulu başkanı) katılımı ile oluşan bir yönetim komitesinin oluşturulması kararlaştırılmıştır. Ayrıca, ilerleyen aşamalarda sistemin işletilmesi için ayrı bir organizasyonun oluşturulmasına karar verilmesi halinde bunun bir tüzel kişiliğinin olması ve ortak işlem platformunun bulunduğu ülkede yer alması öngörülmüştür.

Ayrıca, katılımcı borsaların temsilcilerinden oluşan bir disiplin komitesi ve uyuşmazlık komitesi oluşturulması tasarlanmaktadır. Uluslararası tahkim kuruluşları, mahkemeler ve benzeri organizasyonlardan da yararlanmak mümkün olacaktır.

##### **4.2. Kotasyon**

Ortak işlem platformuna kote olma başvuruları şirketler tarafından kendi ülkelerindeki borsalar aracılığıyla yapılacaktır. Katılımcı borsalar sözkonusu başvuruyu, şirketin belirlenmiş kriterlere uygun olup olmadığını bakımından değerlendirerek yönetim komitesine ileteceklerdir. Ortak işlem sistemine kote edilecek menkul kıymetler de karşılıklı kotasyonda olduğu gibi depo sertifikası şeklinde olacaktır.

Kotasyon şartları rakamsal olarak belirlenmemiş olmakla birlikte;

- Ödenmiş sermaye,
- Dolaşımda bulunan hisse senetlerinin şirket sermayesine oranı,
- Faaliyet yılı,
- Karlılık,
- İşlem hacmi,
- Piyasa kapitalizasyonu,

- Hisse senedi ve hisse senedi sahipleri sayısı,
  - Aktif büyüklüğü,
- ve belirlenecek diğer şartların aranması kararlaştırılmıştır.

Yukarıda yer alan kriterlerin rakamsal olarak belirlenebilmesi için bir ön çalışma yapılması öngörülmektedir. Her bir borsanın, işlem hacmi ve piyasa kapitalizasyonu esas alınmak kaydıyla, ortak işlem platformunda işlem görmesini uygun gördüğü menkul kıymetleri belirlemesi; bunu yaparken de seçilen şirketlerin işlem hacmi ve kapitalizasyon bakımından borsanın en az %75'ini temsil eder nitelikte olmasının tercih edilmesi; ancak her bir borsa tarafından bildirilecek şirket sayısının mümkün olduğunca 20'nin altında kalmamasına çalışılması suretiyle, menkul kıymetleri ortak işlem platformunda işlem görmeye aday şirketlerden oluşan bir listenin hazırlanması planlanmaktadır. Söz konusu liste üzerinde yapılacak çalışmalar sonucunda kriterler rakamsal olarak da belirlenebilecektir.

Menkul kıymetlerin kendi ülkelerinin borsalarında geçici ya da sürekli olarak kottan çıkarılmaları, kamunun aydınlatılmasına ilişkin olarak belirlenecek yükümlülüklerin yerine getirilmemesi ve işlem hacminin belirlenecek seviyenin altına düşmesi kottan çıkarılma nedenleri olarak tespit edilmiştir.

Başlangıç aşamasında, ortak işlem platformu üzerinde işlem görecektir menkul kıymetlerin aynı zamanda ülkelerinin ulusal borsalarında da eşanlı olarak işlem görmesi imkan dahilinde olacak, ancak daha sonra yönetim komitesi tarafından ilgili borsanın başvurusu üzerine sözkonusu menkul kıymetin sadece ortak işlem sisteminde işlem görmesine karar verilebilecektir.

Yönetim komitesi, gerek gördüğü takdirde platform üzerinde farklı pazarlar oluşturabilecektir.

### **4.3. Üyelik**

Katılımcı borsalar kendi üyeleri arasından ortak işlem platformuna katılmasını uygun gördükleri aracı kuruluşları seçmekle görevlidirler. Seçim yaparken esas alınmak üzere belirlenmiş kriterler aşağıda yer almaktadır:

- Sermaye yeterliliği rasyosu,
- Ödenmiş sermaye,
- Özsermaye,
- Faaliyet yılı,
- Faaliyetler ile ilgili sicil,
- Diğer.

Ortak işlem platformunun güvenilirliği ve kredibilitesinin sağlanabilmesi için her bir borsa kendi üyelerinin mali durumunu, faaliyetlerini ve platform kurallarına uyumunu sıkı şekilde kontrol edecektir.

#### **4.4. Alım Satım Yöntemleri**

Sistemin emirlere dayalı sürekli müzayede yöntemine ve açılış ve kapanışta birer çağrı seansına olanak verecek şekilde yapılandırılması tasarlanmaktadır.

Anormal fiyat ve miktar hareketlerinin olması ya da menkul kıymetlerin işlemlerinin kendi ülke borsalarında durdurulması durumunda yönetim komitesine işlemleri durdurma yetkisi verilmesi öngörülmüştür.

Ortak platform üzerinde işlemlerin Euro ya da ABD Doları cinsinden yapılması, İngilizce'nin ortak dil olarak kullanılması kabul edilmiştir.

#### **4.5. Gözetim**

Ortak işlem platformu, platformda gerçekleşen işlemlerin gözetimi konusunda katılımcı borsalarla sürekli işbirliği içerisinde olacak, ayrıca katılımcı borsaların hem üyelerinin yaptıkları işlemler, hem de kendi borsalarında kote olan şirketlerin menkul kıymetlerinde gerçekleşen işlemlere ilişkin bilgilere erişimleri serbest olacaktır.

#### **4.6. Katılımcı Borsaların Görevleri ve Platformdan Ayrılma**

Katılımcı borsaların görevleri;

- Belirlenecek ortak kriterler çerçevesinde kendi borsalarında işlem gören menkul kıymetlerin ortak işlem platformuna kabul edilip edilmeyeceğini değerlendirmek ve yönetim komitesine başvuruyu iletmek,
- Menkul kıymetlere ilişkin kendi borsalarında kamuya açıklanan bilgileri platforma iletmek,
- Menkul kıymetlere ilişkin olarak kendi borsalarında alınan kararları ve yapılan işlemleri (geçici durdurma, kottan çıkarma) bildirmek,
- Uyuşmazlıkların çözümüne yardımcı olmak, gerekli inceleme ve denetimleri yapmak,
- Kendi üyeleri arasından ortak işlem platformuna katılmasını uygun gördükleri aracı kuruluşları seçmek,
- Kendi üyelerinin düzenleme ve kurallara uygun hareket etmelerini sağlamak,
- Platform ücretlerini ödemek,
- Belirlenebilecek diğer görevleri yerine getirmek,

olarak belirlenmiştir.

Öte yandan platform üyeliğinin sona ermesi, yukarıda yer alan yükümlülüklerin yerine getirilmemesi ya da katılımcı borsanın kendi isteği üzerine olacaktır. Katılımcı borsanın

platform üyeliğinden çıkarılması ya da çıkmasına ilişkin prosedürler, sözkonusu borsa kanalıyla platformda işlem gören menkul kıymetler ve borsanın platform üzerinde işlem yapan üyelerinin durumlarının, yatırımcıların korunması esası çerçevesinde değerlendirilmesi suretiyle belirlenecektir.

Platform ücretleri, borsaların üyelerinin platform üzerinde gerçekleştirdikleri işlemler üzerinden alacakları ücretlerden ödenecektir.