



**BORSALARIN KAR AMAÇLI ŞİRKETLERE DÖNÜŞÜMÜ**

**Başuzman Oğuz ALTUN**

## İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ .....	4
II. SERMAYE PİYASALARININ DEĞİŞEN YAPISI VE EĞİLİMLER .....	6
II.1. Finansal Sistemdeki Gelişmeler .....	6
II.2. Finansal Sistemin Yapısında Değişim ve Eğilimler .....	8
III. BORSA KAVRAMI, TARİHSEL GELİŞİMİ VE İŞLEVLERİ .....	9
IV. BORSA ANLAYIŞI VE YAPISINDAKİ DEĞİŞİM .....	13
IV.1. Borsalarda Fiyat Keşfi .....	13
IV.2. Borsalardaki Yeni Dinamikler .....	16
IV.3. Avrupa Birliği Mali Hizmetler Direktifinin Finansal Piyasalara Katkısı .....	17
IV.4. Reg NMS Düzenlemesi .....	21
IV.5. Sarbanes-Oxley Kanunu ve Etkileri .....	21
V. BORSALARI KAR AMAÇLI ŞİRKETE DÖNÜŞÜMÜ .....	24
V.1. Borsaları Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşüme Zorlayan Faktörler .....	24
V.2. Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümünde Çıkar Çatışmaları .....	27
V.3. Borsa Düzenlemelerinin Kamusal Amaçları .....	32
V.4. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm .....	33
V.5. Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm Süreci ve Halka Açılmalar .....	36
V.6. Kar Amaçlı Şirkete Dönüşen Borsaların Düzenlemesi ve Denetlenmesi .....	40
VI. BORSALARDA BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR .....	43
VII. BORSALARA STRATEJİK YAKLAŞIM .....	51
VIII. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....	53
KAYNAKÇA .....	56

## TABLolar

Tablo 1: Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm Aşamaları.....	37
Tablo 2: Kar Amaçlı Şirkete Dönüşen Borsalar.....	38
Tablo 3: Borsalar Arası Birleşme ve Satın Almalar.....	47
Tablo 4: Yeni Dünya Düzeninde Borsaların Swot Analizi.....	51

## GRAFİKLER

Grafik 1: Küresel Finansal Stoklar.....	6
Grafik 2: Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı.....	7
Grafik 3: Borsa Kapitalizasyonlarının Dağılımı.....	48
Grafik 4: Borsaların Kar Amacına Göre Dağılımı.....	49
Grafik 5: Borsaların Kar Amacına Göre Bölgesel Dağılımı.....	49
Grafik 6: Borsaların Yasal Statüsü.....	50
Grafik 7: Yasal Statülerine Göre Borsaların Piyasa Kapitalizasyonları.....	50

*“Yeni finansal düzende borsaların başarısı müşteri odaklı, yenilikçi (inovatif) ve hızla uyum sağlayan yapıda olmalarına bağlıdır.”*

## I. GİRİŞ

Son yıllarda mali piyasalar operasyonel ve organizasyon anlamda önemli değişikliklere yönelmiştir. Mali piyasalarda yaşanan büyük dönüşüm içinde borsalar nitelik ve nicelik bakımından değişmektedir. Bu değişikliklerden en önemlisi borsaların üye sahipli ve kar amacı gütmeyen organizasyonlardan, kar amacı güden ve yatırımcı sahipli organizasyonlar dönüşümüdür. Borsalar bir yandan kar amacı güden şirketler haline dönüşürken, kar amacı güden borsalar da halka açılmaktadır. Bu eğilim yanında baş döndürücü bir hızla borsalar arasında birleşme ve satın almalar yaşanmaktadır.

Borsaların yapılarında bu değişim yaşanırken aynı zamanda borsalar belli saat dilimlerinde çalışan salon bazlı işlem sistemlerinden herhangi bir coğrafi sınır ve saat dilimine bağlı kalmaksızın küresel ölçekte işlem yapan elektronik işlem sistemlerine geçiş yapmaktadırlar. Dolayısıyla özünde borsa kavramı bir mekanı çağrışırsa da günümüzde küreselleşme ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerle fiziki mekan kavramı önemini yitirmiştir. Borsalar mevcut dünya düzeni içinde ya bölgesel ya da ürün bütünleşmesine yahut her ikisini bir anda yapan kurumlar haline dönüşmektedir.

Borsalar ve elektronik işlem platformları arasında sadece ulusal ölçekte değil bölgesel ve küresel ölçekte rekabet önemli ölçüde artmıştır. Yeni finansal düzen borsaları monopol olarak hayatta kalmalarını imkansız hale getirmiştir. Borsaların bu rekabet ortamında etkin işleyen işletmeler haline gelmesinden başka bir seçenek kalmamıştır. 1990’ların sonundan itibaren borsa birleşme ve satın almalarının hız kazandığı görülmektedir. Bu kapsamda yeni transatlantik ortaklıklar ortaya çıkmakta, her ülkenin en az bir borsası zihniyetinden bir grup altında küresel gücün bir parçası olma gayreti ana hedeflerden biri olmaktadır.

Geçmişte salon bazlı işlem platformlarına sahip borsalar, sınırlandırılmış üyelikle ile dar mekan ve sınırlı sayıda üyeleri ile işlemleri yapıp, monopol gücüyle hem borsayı kontrol ediyor hem de komisyon/üyelik ücretlerini istedikleri oran ve miktarlarda belirleyebiliyorlardı.

İletişim ve veri işleme sürecindeki teknolojik gelişmeler borsaların işlemleri ve yapısında ciddi değişikliklere neden olmuştur. Örneğin ağ teknolojisindeki gelişmeyle birlikte ulusal, bölgesel ve uluslar arası ölçekte eş anlı olarak sürekli müzayede imkanı doğmuş, alıcı ve satıcı emirleri otomatik karşılanır hale gelmiştir. Hatta alternatif işlem sistemleri ve elektronik işlem platformları nedeniyle aracısızlaşma (disintermediation) olgusuyla yüz yüze gelinmiştir.

Büyük borsaların oynadığı rol, geleneksel tezgahüstü ve dealer bazlı piyasalara elektronik işlem sistemleri, elektronik piyasa modelleri ve merkezi takas fonksiyonu sunmak şeklinde biçimlenmektedir.

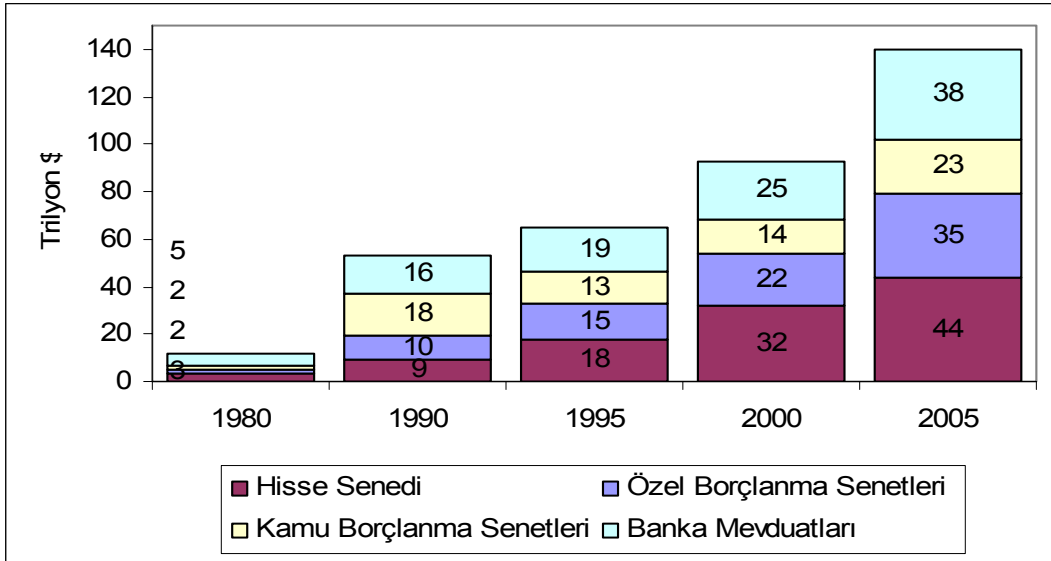
Borsalar bu yenilikleri takip ederken, aracılar da yeni açılımlar peşine düşmüştür. Aracılar müşterilerinin sınır ötesi emirlerini artırmak, onları uluslararası piyasalarda daha fazla işlem yapmaya teşvik etmek amacıyla geleneksel borsalarla işbirliği içinde işlem platformlarını yeniden düzenlemek ve dizayn etmektedirler. Aracıların bu girişimleri borsaların monopol olarak fiyat belirleme gücünü sınırlamaya dönük faaliyetler olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca aracı kurumlar büyük kurumsal yatırımcıların küçük montanlı işlemlerinde maliyetleri düşürme gayretindedirler. Bu amaçla geleneksel borsalardan işlemleri geçirmeden kendi piyasa şartlarını oluşturma gayretindedirler.

## II. SERMAYE PİYASALARININ DEĞİŞEN YAPISI VE EĞİLİMLER

### II.1. Finansal Sistemdeki Gelişmeler

Son 10 yılda mali piyasalar hızla değişmektedir. Finansal piyasalar artan bir hızda derinleşmekte, derinleşirken reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki makas giderek açılmaktadır. 1980'lerde 12 trilyon dolarlık finansal stoka karşılık Dünya Ekonomilerinin 10.1 trilyon dolar toplam milli geliri (GSYİH) bulunurken; 2005 yılında 1980'e göre dünya milli geliri 4 kat artarak, 44.5 trilyon dolara yükselmiş, finansal stoklar ise aynı dönemde 11 kat artarak 140 trilyon dolara ulaşmıştır. Bir başka anlatımla finansal derinlik<sup>1</sup> % 109'dan % 316'ya ulaşmıştır.

**Grafik 1: Küresel Finansal Stoklar (1980-2005)**



Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

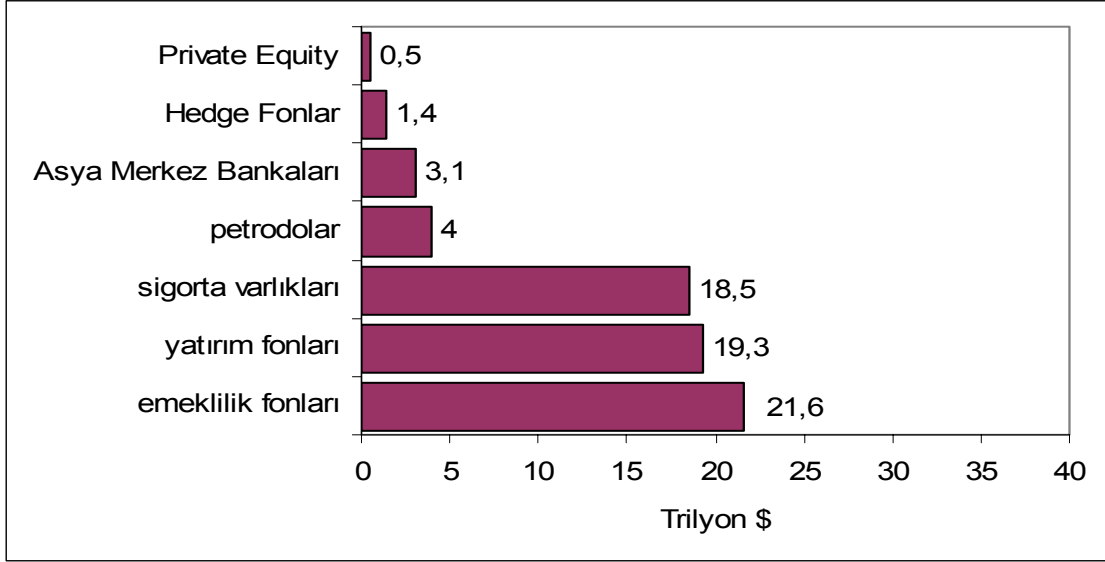
2005 yılı itibariyle 140 trilyon dolarlık toplam finansal stokun 50 trilyon doları ABD'de, 30 trilyon doları AB'de, 20 trilyon doları Japonya'da, 8 trilyon doları İngiltere, 5 trilyon doları Çin'de bulunmaktadır.

Finansal stoklar yükselirken sınır ötesi sermaye akımlarının da arttığı gözlenmektedir. Sınır ötesi sermaye akımları 1980'lerdeki 1 trilyon dolar seviyesinden 2005 yılında 6.2 trilyon dolara ulaşmıştır. Özellikle sınır ötesi sermaye akımlarının hızı 1990'ların başından itibaren hızlanmıştır. Sınır ötesi sermaye akımlarının önemli bölümü ABD, İngiltere, AB ve Japonya

<sup>1</sup> Finansal Derinlik= Finansal Stok/GSYİH

arasında gerçekleşmektedir. Ancak son yıllarda gelişmekte olan ekonomiler de sınır ötesi sermaye akımlarından pay almaya başlamışlardır. 2005 yılı itibariyle dünyadaki sınır ötesi sermaye akımlarının % 8'i gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir (518 milyar dolar).

### Grafik 2: Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı (2005)



Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

Finansal varlıkların sahiplik oranlarına bakıldığında fon ve sigorta şirketlerinin 59 milyar dolarlık varlık stoku ile önemli miktarda finansal varlığa sahip oldukları görülmektedir (toplam finansal varlıkların % 42'si). Kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan bu grup sahip oldukları finansal stok miktarı ile küresel finansal piyasaların en önemli aktörleri konumunda bulunmaktadır. Özel fonlar (private equity), hedge fonlar, petrol fiyatlarının artışıyla beraber büyük fonlara sahip olan Körfez ülkeleri ile Asya Merkez Bankaları ise son yıllarda finansal piyasaları derinden etkileyen oyuncular haline gelmişlerdir<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Altun, O. ve O. Can Mutan (2008) “ Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi” Yayın No: 23, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı.

## II.2. Finansal Sistemin Yapısında Değişim ve Eğilimler

Reel ekonomik faaliyetlerle finansal piyasalar arasında makas her geçen yıl artmaktadır. Bu artış eğilimi özellikle son 10 yılda daha belirgin hale gelmiştir. Bu gelişmenin arkasında iki temel belirleyicinin rol oynadığı söylenebilir: 1) Bilgi işlem teknolojisindeki gelişmelerle koşut iletişiminin kurumlar, bölgeler, ülkeler arasında artışı, 2) Küreselleşme eğiliminin artışı.

Yeni finansal düzende küresel rekabet ve ilişkilerin yoğunlaşması finansal algılayışı değiştirmektedir. Banka esasına dayanan finansal sistem giderek piyasa bazlı yapıya dönüşmektedir.

Bu gelişmelerden ulusal hukuk sistemleri de derinden etkilenmektedir. Bu etkileşim içinde hukuk sistemlerinin hiyerarşik yapısı değişmekte ve hukuk anlayışı, kuralları artan bir hızda birbirine yaklaşmaktadır. Hukuk anlayışındaki değişimle birlikte finansal düzenleme ve istikrar hem ulusal hem de uluslar arası düzeyde kamusal mal haline gelmektedir<sup>3</sup>.

Finansal yapısı ve anlayışı değişirken, sistemin tarafları da bu değişimden derinden etkilenmektedir. Finansal sistemin önemli paydaşlarından biri olan borsalarda önemli değişim ve dönüşümden geçmektedir. İletişim ve bilgi işlem teknolojisindeki ilerlemelerle birlikte menkul kıymet borsaları kurulu buldukları coğrafi sınırların ötesinde işlem yapma olanağına kavuşurken, aynı işlem kolunda faaliyet gösteren diğer menkul kıymet borsaları ile ciddi rekabet ortamına girmişlerdir. Bu gelişmeler sonrası borsalar bir yandan yerel avantajlarını kaybederken, diğer yandan içine girdikleri uluslararası rekabet ortamında düşük kar majları ile çalışmak zorunda kalmaktadır. Özellikle yerel avantajlarla sahip oldukları müşteri tabanını kaybetme riskinin yanında işlem hacimlerinde düşüş riskiyle karşı karşıya bulunmaktadır.

---

<sup>3</sup> Karacan, A.İ. (2003) “Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları - Türkiye İçin Model Arayışı” TSPAKB, İstanbul.



### III. BORSA KAVRAMI, TARİHSEL GELİŞİMİ VE İŞLEVLERİ

Borsalar, alıcı ve satıcıların buluştuğu mal, ürün, değerli kağıt v.b.'nin alım, satım ve değişiminin yapıldığı, fiyatın oluştuğu mekanlardır. Sözlük anlamı (webster) ile borsa profesyonel araçlar vasıtasıyla menkul kıymet işlemlerin yapıldığı yerdir. Bu tanımdan borsanın iki özelliği ön plana çıkmaktadır; birincisi menkul kıymet alım satımının yapıldığı bir alan/bina/meکانın bulunması, diğeri düzenlemelerle yetkilendirilmiş ve menkul kıymetler konusunda uzman araçlarla işlemlerin gerçekleştirilmesidir.

İlk borsanın Fransa'da 11nci yüzyılda ortaya çıktığı iddia edilmektedir. Buna göre bankalar adına tarımsal ürün borçlarının idaresi ve alım satımı ile uğraşan insanlar ilk borsa simsarı (broker) ve onların bir mekanda toplanıp borçların alım satımı yaptıkları yer de ilk borsa mekanı olarak kabul edilmektedir. Kelime anlamı ile borsa "bourse"nın Latince kökenli "bursa" kelimesinden geldiği düşünülmektedir. Bursa çanta anlamına gelmektedir. 13ncü yüzyılda Belçika'nın Bürj şehrinde tacirler belli mekanlarda buluşurlar ve o mekanların önüne para keseleri asılırdı. O mekanda toplanan tacirler daha sonra o yeri gayri resmi olarak Bürj Borsa'sı olarak adlandırmaya başlamışlardır. 14ncü yüzyılda Venedikli Bankerler kamu menkul kıymetlerinin ticaretini yapmaya başlamışlardır. Hollandalılar 16ncı yüzyılda risk sermayesi şirketleri kurarak yatırımcıları şirketlerine yatırım yapmaya davet etmişlerdir. Burada şirket katılımcıları kar'a olduğu kadar zarara da ortak olmaktadırlar. Amsterdam Menkul Kıymetler Borsasında ilk kez 1602 yılında Hollandalı Doğu Hindistan Şirketi hisselerini ihraç etmiştir. 1688'de ise Londra'da bir menkul kıymetler borsası işlem yapmaya başlamıştır.

ABD'de ise borsa oluşumu olarak kabul edilebilecek faaliyetler simsarlar arasında birlik çatısı altında yapılan işlemler şeklinde yapılmıştır. ABD'de bu işlemler öz düzenleme anlayışı içinde düzenli bir piyasa oluşturmak biçiminde olagelmiştir. Ancak 1929 yılında yaşanan büyük finansal çöküş sonrası hükümetler menkul kıymetler piyasalarının işleyişine ilişkin kurallar getirmeye başlamışlardır.

Öz düzenleme yapısı içinde birlik üyeleri genelde yatırımcıdan ziyade kendi çıkarlarını ön planda tutar şekilde davranış sergilemişlerdir. Bu sakıncaları gidermek için kamu otoriteleri menkul kıymet piyasalarına kamu yararını gözetme fonksiyonun yerine getirmeleri için çeşitli yaptırım ve düzenlemeler getirmişlerdir.

Borsalar tarihi gelişimi içinde bir mekana bağlı olarak oluşmuşlardır. Bu da doğal bir oluşumdur: Çünkü belli bir coğrafyada bulunan piyasa katılımcılarına ulaşmak hem pratik hem de kolay bir çözümdür. Piyasalardaki entegrasyonun artması, ekonomik faaliyetlerin gelişmesi ve karmaşıklaşmasıyla borsalar kuruldukları ülkelere hizmet vermeye başlamışlardır.

2nci dünya savaşı sonrasında ekonomik yapılar değişip büyürken, finansal piyasalar daha karmaşık hale gelmiş ve borsaların önemi artmış, fonksiyonları çeşitlenmiştir.

Borsa kavramı bir mekanı çağırırsa da günümüzde küreselleşme ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerle fiziki mekan kavramı önemini yitirmiş bulunmaktadır.

Bilgi işlem teknolojisindeki gelişmeler ve küreselleşme olgusunun yaygınlaşması sonucu borsaların fiziksel bir mekana bağımlılığı oldukça azalmıştır. Borsalar faaliyetlerini farklı mekanlardan, hatta bir mekana bağlı olmaksızın yürütebilir hale gelmiştir. Örneğin 2000 yılında faaliyete başlayan Uluslar arası Menkul Kıymetler Borsası (International Securities Exchange) fiziki bir mekanı bulunmayan bütün işlemlerini sanal ortamda gerçekleştiren ilk borsadır. Dolayısıyla borsanın fiziki mekana bağlı olma şartı yaşanan gelişmeler sonucu önemini yitirmiştir<sup>4</sup>.

Menkul kıymet borsaları başta fiyat oluşturma ve likidite sağlama işlevlerinin yanında, merkezi bir pazar olma, menkul kıymetler ve onları çıkaran şirketlerle ilgili bilgi sağlama, kotasyon hizmeti verme fonksiyonlarını yerine getirirler. Bu fonksiyonların yanında menkul kıymet borsaları, piyasa işlem kurallarını koyma, işlemler ilgili gözetim ve denetimin, takas hizmetini de ifade ederler.

Borsalar aracılara ulaşan emirlerin merkezi bir ortamda toplanarak gerçekleşmesini sağlarlar. Borsanın merkezi bir fonksiyonu sağlaması yatırımcının alıcı veya satıcıyı bulmak için ilave çaba sarf etmesini dolayısıyla ilave maliyetlere katlanmasını önlemektedir.

Borsaların en önemli özelliklerinden biri likidite sağlama özellikleridir. Yatırımcının elinde bulunan kıymeti istediği anda piyasa fiyatından nakde çevirebilmesi, yatırımcılar için önemli esneklik sağladığı gibi bu kıymeti ihraç edecek şirketler kesimi için de önemli

---

<sup>4</sup> Aggarwal, R. (2002) "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges" Journal of Applied Corporate Finance, p. 105-113.

sinyaller içermektedir. İkinci el piyasasında menkul kıymetinin kolayca satılabildiğini gören şirketler ilave ihraçlarını daha cesaretle yapabilme ve finansman planlamalarını buna göre ayarlayabilme olanağına kavuşmaktadırlar. Menkul kıymetin istendiği anda nakte çevrilebilmesi, bir başka ifade ile lidikiteye dönüşebilmesi, her fiyat düzeyinde çok sayıda alıcı ve satıcının olmasıyla bağlıdır. Bu düzeyi layığıyla yapan borsalar derin piyasalar, her fiyat düzeyinde çok sayıda alıcı ve satıcıyı sağlayamayan borsalar ise sığ piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

Borsalar bünyelerinde işlem görecekt kıymeti özenle seçip, bu kıymetleri çıkaran şirketlerde belli nitelikler aramaktadırlar. Kotasyon olarak özetlenebilecek sınırlayıcı koşullara göre kıymetini borsada işlem görmesini isteyen şirketlerin belli nitelik ve koşulları sağlaması gerekmektedir. Şirketler, en düşük sermaye, net dönem karı, halka açıklık oranı gibi sayısal koşullar yanında; hisse senetlerinin alım satımı üzerinde bir kısıtlama olmaması, her hissenin bir oy hakkı olması gibi niteliksel koşulları sağlamak zorundadırlar. Borsa kotuna alınan şirketlerin de borsa yönetimince belirlenen belli yükümlülükleri devam ettirmesi gerekmektedir. Şirketler borsa kotuna girdikten sonra mali tablolarını bağımsız denetimden geçirmeleri, borsaca istenen standart bilgileri sunmakla yükümlü bulunmaktadır. Borsaya kote olmak bir şirket için prestij unsuru olduğu gibi, piyasadaki katılımcılara bu şirketin belli yükümlülükleri yerine getireceği, mali tablolarının daha sağlıklı hale geleceğinin sinyallerini de vermektedir.

Başlangıçta borsalar gerek üye gerekse işlem görecekt menkul kıymetlerle ilgili kendileri yaparken, zaman içinde bu sorumluluk ve yetkilerinin bir kısmını başka kesimlere aktarmak durumunda kalmışlardır. Borsaların sahip oldukları yetkilerin bir kısmı düzenleyici otoriteler ile öz düzenleyici otoritelere aktarılmıştır.

Özellikle borsalarda şirketleşme çalışmalarının hız kazanması ile birlikte, borsaların öz düzenleyici fonksiyonları da tartışma konusu olmuştur. Öz düzenleme görevinin borsalardan alınarak bu görevleri yerine getirecek bağımsız şirketlere verilmesi ya da işlemlere ilişkin düzenlemelerin yine borsalar tarafından yapılması; kotasyon, sermaye yeterliliği, kote olan şirketlere getirilecek yükümlülükler gibi işlemlerin gerçekleştirilmesi ile doğrudan ilişkili olmayan konularda düzenleme yetkisinin oluşturulacak bağımsız bir öz düzenleyici kuruluş tarafından yapılması; hatta bunun ötesinde tüm düzenleme fonksiyonlarının bizzat düzenleyici

otoriteler tarafından yerine getirilmesi gibi farklı alternatifler üzerinde durulmaya başlanmıştır.<sup>5</sup>

Yapay fiyat oluşturma, kamuya açık olmayan bilginin kullanılması gibi piyasada doğru fiyat oluşumuna engel olucu işlem ve fiillerin gözetimi ve bunların önlenmesi borsaların önemli görevleri arasında olagelmıştır. Piyasaların derinleşmesiyle birlikte piyasada doğru fiyat oluşumunu engelleyen kişi, kurum ve işlemlerin takibinde sorumluluk borsaların yanında düzenleyici otoriteler ve öz düzenleyici otoriteler tarafından paylaşılmaya başlanmıştır.

Alım satım sonrası menkul kıymetlerin el değiştirmesi ve nakdi denkleştirmeler aşaması olarak adlandırılan takas işlemlerine ilişkin mekanizmanın iyi oluşturulmuş olması ve buna ilişkin güvenilirlik borsada doğru fiyat oluşturulması çabaları kadar önemlidir. Takas mekanizması karşı taraf riskinin bertaraf edilmesini garanti ettiği gibi piyasanın güvenilirliği anlamında da çok önemli bir işlev görmektedir. Başlangıçta borsa bünyesinde gerçekleştirilen takas işlemleri zaman içinde teknolojinin gelişmesi, mali raporlama teknikleri ile elektronik transfer imkanlarının yaygınlaşmasıyla borsa dışında başka kurum/kuruluş ve şirketlerce üstlenmeye başlamıştır. Bu durum borsada gerçekleşen işlemlerle takas işlemlerinin ayrışmasına olanak sağlamıştır.

---

<sup>5</sup> Güngör, Ali İhsan (2001) “Borsalar Arası İşbirliği, Birleşme ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasaları” Yeterlilik Etüdü, SPK, Ankara. s.10

## IV. BORSA ANLAYIŞI VE YAPISINDAKİ DEĞİŞİM

### IV.1. Borsalarda Fiyat Keşfi

Mali piyasalar içinde yaşanan büyük dönüşüm içinde borsalar nitelik ve nicelik bakımından değişmektedir. Borsalar kar amacı güden şirketler haline dönüşürken, kar amacı güden borsalar da halka açılmaktadır. Bu eğilim yanında baş döndürücü bir hızla borsalar arasında birleşme ve satın almalar (merger and acquisition) artmaktadır.

Borsaların yapılarında bu değişim yaşanırken aynı zamanda borsalar belli saatler içinde salon bazlı işlem sistemlerinden hızla bir coğrafi sınıra ve saat dilimine bağlı kalmaksızın küresel ölçekte elektronik işlem sistemleriyle bütün dünyayla işlem yapabilir hale gelmektedir.

Borsalar artık etkin olmayan üye bazlı yapıdan büyümeyi hedef alan, hissedarlarına değer yaratan iyi işleyen halka açık şirketlere dönüşmektedirler. Yeni dünya düzeninde borsalar işlem kuralları ve kararlarında son kullanıcısı yani gerçek müşteri hedef almaktadır. Borsa hissedarları da müşteri memnuniyetinden birinci derecede istifade eder hale gelmişlerdir. Dolayısıyla borsada yaratılan değerden borsa üyelerinin menfaat sağlamaları ikinci plana itilmiştir. Bunların yerine borsada yaratılan değerden kurumsal ve bireysel hissedarlar birinci derece faydalanır hale gelmiştir.

Aracıların borsada bir fonksiyonu kalmadığını, artı değer katmadıklarını, işlemlerde aracılardan fonksiyonu ortadan kalktığını söylemek de doğru değildir. Aracılar finansal piyasalardaki ürün ve hizmetlerin kullanılması bakımından yaratılan değer zincirinin bir parçası olmaya devam edeceklerdir. Bu değer zinciri içinde aracı piyasalar (dealer market) büyük gelişme potansiyeli taşıdıkları gibi büyük aracılardan borsalar gibi faaliyet göstermeye başlayacaklar ya da borsaların tamamlayıcı parçaları haline geleceklerdir<sup>6</sup>.

Şikago Mal Borsası (CME) gibi büyük borsaların oynadığı rol, geleneksel tezgahüstü ve dealer bazlı piyasalara elektronik işlem sistemleri, elektronik piyasa modelleri ve merkezi takas fonksiyonu sunmak şeklinde biçimlenmektedir. Örneğin İngiltere haber ajansı Reuters ile Şikago Mal Borsası % 50, % 50 ortaklığa giderek merkezi takas ve küresel döviz piyasa platformunu (Global Foreign Exchange Marketplace) kurmuşlardır. Bu dünyanın ilk tezgahüstü döviz piyasalarına yönelik elektronik merkezi takas piyasası olması özelliğini

---

<sup>6</sup> Donohue, Craig S. (Jan.2008) The Changing Structure of Capital Markets, Focus, World Federation of Exchange.

taşımaktadır. Tezgahüstü döviz piyasasında günlük 2 trilyon doların üzerinde işlem hacmi gerçekleştiği göz önüne alındığında bu ortaklığın önemi daha rahat anlaşılabilir. Burada Şikago Mal Borsası takas ve işlemleri eşleştirme hizmeti sunarken; Reuters işlemlere erişim, işlem sonucunun bildirilmesi ve piyasa için veri sağlama hizmeti vermektedir.

Şikago Mal Borsası bu ortaklığın yanında Swapstream'ı da bünyesine katmıştır. Swapstream orta ve uzun vadeli faiz oranları swap'ına yönelik dizayn edilmiş çok taraflı elektronik piyasa ve işlem sistemidir. Swapstream'den günlük 1 trilyon doların üzerinde faiz oranı swapı geçmektedir.

Şikago Mal Borsası bu yenilikleri uygulamakta yalnız değildir. New York Borsası da (NYSE) bünyesini yeni ürün ve teknolojiye adapte etme eğilimindedir. Bu amaçla gelişen kredi türev piyasasına girmek, tezgahüstü piyasa işlemlerini gerçekleştirmek ve takas hizmeti sunmak gayretindedir.

Borsalar bu yenilikleri takip ederken, aracılar da yeni açılımlar peşine düşmüştür. Aracılar müşterilerinin sınır ötesi emirlerini artırmak, onları uluslararası piyasalarda daha fazla işlem yapmaya teşvik etmek ve geleneksel borsalarla işbirliği içinde işlem platformlarını yenide düzenlemek ve dizayn etmektedirler. Aracıların bu girişimleri borsaların monopol olarak fiyat belirleme gücünü sınırlamaya dönük faaliyetler olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca aracı kurumlar büyük kurumsal yatırımcıların küçük montanlı işlemlerinde maliyetleri düşürme gayretindedirler. Bu amaçla geleneksel borsalardan işlemleri geçirmeden kendi piyasa şartlarını oluşturma gayretindedirler.

Tukuaz projesi (Project Turquoise) gibi oluşumlarla hem borsada hem de kamuya açık olmadan, piyasa şartları dışında müşterilerine en iyi hizmeti en düşük maliyetle verebilen oluşumlar ortaya çıkmıştır. Bu projede birkaç büyük yatırım bankası hem borsada hem de dark pool denen normal piyasa koşulları dışında büyük montanlı işlemler için çok düşük maliyetle az sayıda müşterileri için işlem yapmaktadır.

Avrupa ortaya çıkan bu oluşum için Avrupa Birliği Mali Hizmetler Direktifi (MiFID) yeni kurallar getirmektedir. Çünkü bu ve bunun gibi oluşumların gelişme potansiyelinin oldukça yüksek olduğu tahmin edilmektedir. Örneğin dark pool işlemleri (dark pool of liquidity) 2007 yılında ABD hisse senedi piyasa işlemlerinin % 12'si gibi büyük bir hacme erişmiş durumdadır. 2010 yılında bu işlemlerin % 18'e ulaşması öngörülmektedir.

MiFID'in mali hizmetler aksiyon planının bir parçası olan finansal hizmetler düzenlemesi, alanında tek, harmonize edilmiş bir piyasa oluşturmaya yöneliktir.

Ne yazık ki son yıllarda düzenleyici otoriteler borsalar, borsa ücretleri ve aracılarn işlem maliyetlerine odaklanmış durumdadırlar. Piyasanın son kullanıcısı üzerinde, piyasanın toplam maliyetindeki artış ile işlem hacminin düşük seviyelere gelmesinin yaratacağı etki, işlem maliyetlerinin yaratacağı etkinin çok üzerindedir. Örneğin Şikago Mal Borsası'nda bir bölünme sonucu takas ücretlerinin % 10 düşmesine karşın piyasadaki işlem maliyetinin % 1 artabileceği hesaplanmakta, piyasadaki son kullanıcı bu durumda 100 milyon dolar tasarruf sağlarken, işlem maliyetinin faturası 12 milyar doları aşabilmektedir.

Piyasa düzenleyici otoriteleri sadece işlem maliyetleriyle değil bütün piyasanın etkinliğiyle uğraşmalıdır. Düzenli piyasalarda halka açık olduğu fiyatın keşfi daha şeffaf ortamda gerçekleşir. Ancak düzenlenmemiş tezgahüstü piyasalarda işlem hacmi düzenli piyasaların çok üzerindedir. Örneğin ABD'de borsaların işlem hacmi 84 trilyon dolar iken tezgahüstü piyasanın işlem hacmi 370 trilyon dolardır. Tezgahüstü piyasalarda şeffaflık yoktur, dağıtım kanalları daha kötüdür, etkin fiyat rekabeti (piyasa yapıcılar ve dealerlar arasında) yoktur.

2006 yılında 5 lider borsanın (CME, CBOT, NYSE, Deutsche Bourse, Londra Borsası) toplam karı 2.3 milyar dolar iken; 5 yatırım bankasının (Citigroup, J.P.Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley ve Merrill Lynch) karı 60.1 milyar dolardı.

Mali piyasa düzenleyicileri fiyat keşfi konusunda piyasa bölüntülenmesinin etkilerini düşünmelidirler. Piyasa bölüntülenmesinin risk transferi ve sermaye piyasalarındaki bilgi üzerine ikincil etkilerini de gözönüne almaları gerekmektedir. Borsa dışı işlemler güçlü fiyat rekabetini engeller, bu engelleme alış satış marjlarının açılmasına, daha az derinliği ve yükselen işlem maliyetlerine neden olur.

## IV.2. Borsalardaki Yeni Dinamikler

Borsa kavramı bir mekanı çağrıştırırsa da günümüzde küreselleşme ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerle fiziki mekan kavramı önemini yitirmiştir. Borsalar mevcut dünya düzeni içinde ya bölgesel (örn. OMX) ya da ürün bütünleşmesine (bir borsa bünyesinde hem türev hem de esas ürünün işlem görmesi) veya her ikisini bir anda yapan (NYSE Euronext) oluşumdan geçmektedir.

Menkul kıymet borsaları yeni düzen içinde faaliyet alanlarını genişlettikleri gibi ürün bileşimlerini de değiştirmek zorunda kalmaktadırlar. Borsalar geleneksel olarak alım satım platformu olma, bilgi üretme ve yayma, takas işlemi, ödemelerin yapılmasıyla özetlenebilecek dikey örgütlenmeleri yapılarına sahiptir. Yeni finansal sistem içinde borsalar geleneksel fonksiyonlarının bir bölümünü başka kurum ve kuruluşlara aktarmak durumunda kalmışlardır: Özel servis sağlayıcılar borsaların geleneksel fonksiyonlarını üstlenmeye başlamıştır (yatay örgütlenme). Borsaların karşı karşıya kaldıkları rekabet hem borsalar arasında hem de özel servis sağlayıcılar ile borsalar arasında yaşanmaktadır.

**Borsaları da doğrudan etkileyen, sermaye piyasaları şu dinamiklerin etkisi altında bulunmaktadır<sup>7</sup>:**

- **Müşteri Dinamikleri:** Büyüyen hedge fonlar, otomatik işlemler, sınır ötesi işlem ve yatırımlar,
- **Düzenleyici Dinamikler:** MiFID, Reg NMS, SOX
- **Rekabet Dinamikleri:** Küreselleşme, yeni ticaret mekanları,

Teknolojideki hızlı değişim ve bu değişime borsaların uyum zorunluluğu borsalara ilave maliyetler yüklemektedir. Yeni uyum maliyetleri borsaların finansman ihtiyacını artırmaktadır. Borsaların günümüzde borsalar iki noktaya odaklanmış durumdadırlar: Sermayelerini nasıl yönetecekleri ve olası borsalar arası birleşmelere karşı kendi pozisyonlarını nasıl koruyacaklarıdır.

---

<sup>7</sup> S. Karmel, Roberta (2005) "Stock Exchange Governance And The Future Of Self-Regulation" Brooklyn Law School, New York, U.S.A.



Bir yandan rekabet baskısı bir yandan teknolojiye uyum maliyetleri borsalar arasında birleşme ve satın almaları artırmaktadır. Bu rekabet ortamında; coğrafi monopollerden kıtalararası oligopollerin oluşma potansiyeli bulunmaktadır.

Ocak 2008 itibariyle Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) üyesi borsaların toplam piyasa kapitalizasyonu 57.2 trilyon dolardır. Bu piyasa kapitalizasyonun % 58'i beş büyük borsanın elindedir. (NYSE Euronext, Londra, Tokyo, Şangay ve Nasdaq). NYSE ile Euronext birleşmesiyle oluşan yeni NYSE Euronext borsasının toplam piyasa kapitalizasyonu içindeki payı tek başına % 32 düzeyindedir.

### **IV.3. Avrupa Birliği Mali Hizmetler Direktifinin Finansal Piyasalara Katkısı**

Son yıllarda finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcı sayısındaki artış, işlemlerin karmaşıklaşması ve hizmet kapsamının genişlemesiyle birlikte, hukuki çerçevenin yatırımcıya yönelik faaliyetlerin tamamını içerecek biçimde genişletilmesi ve değiştirilmesi zorunluluk haline gelmiştir. Avrupa'da, yatırımcıları maksimum düzeyde koruyacak ve yatırım şirketlerinin belli bir düzenleme çerçevesi içerisinde tek pazarda bu faaliyetleri yürütebilmesini sağlayacak yeni bir düzenleme yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyaçlar doğrultusunda 2004 yılında Avrupa Birliği Mali Hizmetler Direktifi (MiFID)<sup>8</sup> yürürlüğe girmiştir.

MiFID esas olarak üç konu başlığı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar; aracılar ve hizmetleri, düzenlenmiş piyasalar<sup>9</sup> ile yetkili otoriteler arası işbirliğidir. Direktif temel olarak yatırım şirketleri ile düzenlenmiş piyasalara uygulanmaktadır. Ayrıca, Direktif'in yatırım hizmetlerine yönelik belli başlı esaslarını düzenleyen maddeleri bu faaliyetleri yürüten kredi kuruluşlarına da uygulanmaktadır. Direktif'te, yatırım şirketlerine yapılacak ilk yetkilendirme, faaliyet koşulları, menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirilmesi sırasında uyulacak esaslar, işlem öncesi ve sonrası kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, düzenlenmiş piyasa dışında

---

<sup>8</sup> 21 Nisan 2004 tarih ve 2004/39/EC sayılı 85/611/EEC ve 93/6/EEC sayılı Konsey Direktifleri ile 2000/12/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifini Tadil Eden ve 93/22/EEC sayılı Konsey Direktifini Yürürlükten Kaldıran Finansal Araç Piyasaları Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi<sup>8</sup> (MiFID).

<sup>9</sup> Düzenlenmiş piyasa (regulated market): Piyasa işletmecisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, finansal araçlardaki çok taraflı alım satım menfaatlerini, belli kurallar çerçevesinde ve ona uygun olarak, bir sözleşmeyle sonuçlanacak şekilde bir araya getiren ya da bir araya gelmesini kolaylaştıran, finansal araçların kendi kuralları ve/veya sistemleri altında işlem görmesine izin veren ve Direktif hükümlerine uygun olarak yetkilendirilen ve düzenli faaliyet gösteren çok taraflı sistemi ifade etmektedir.

yapılan işlemlere ilişkin esaslar, tek pasaport kuralı çerçevesinde bir başka Üye Devlet'te hizmet sunarak ya da şube açarak faaliyette bulunma esasları; düzenlenmiş piyasaların faaliyet ve yetkilendirilmelerine ilişkin esaslar; yetkili otoritelerin atanması, yetkileri, işbirliği esasları gibi konularda ayrıntılı hükümlere yer verilmektedir.

MiFID ile birlikte borsaların yanı sıra yeni işlem platformları ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla daha önce işlemlerin sadece borsada yapılması kuralı (concentration rule) artık ortadan kalkmıştır. Diğer işlem platformları;

1) MTF (Multi trading facilities çok taraflı emir karşılaştırma sistemleri)

2) Sistematik içselleştiriciler (systematic internalisers- fiyat kotasyonu vererek emirleri kendi bünyesinde/portföyünden karşılayanlar).

Ancak piyasanın bütünlüğünü sağlamak üzere işlem öncesi ve sonrası kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir. Diğer taraftan çok büyük miktartlı emirler de bu yükümlülüklerin bazılarında muaf tutulabilmektedirler.

MiFID'in Temel Özellikleri ve MiFID ile Getirilen Yenilikler

- Direktif temel olarak yatırım şirketleri ile düzenlenmiş piyasalara uygulanmaktadır.
- Düzenli olarak yaptığı iş gereği profesyonel anlamda yatırım hizmetleri sunan ve/veya yatırım faaliyetleri icra eden kuruluşlar Direktif kapsamında yer almaktadır.
- Direktif kapsamındaki yatırım hizmetleri sunan ve/veya yatırım faaliyetleri icra eden kişilerin, yatırımcıları ve finansal sistemin istikrarını korumak için kendi orijin Üye Devletleri tarafından yetkilendirmeye tabi olmaları esası benimsenmiştir.
- Kredi Kuruluşlarının Faaliyetlerinin Yürütülmesi ve Takibine İlişkin 20 Mart 2000 tarih ve 2000/12/EC sayılı Direktif<sup>10</sup> çerçevesinde yetkilendirilen kredi kuruluşları yatırım hizmetleri sunmak ya da yatırım faaliyetleri icra etmek için Direktif çerçevesinde başka bir yetkilendirmeye gerek olmaksızın faaliyette bulunabilmektedirler. Ancak yetkili otoritelerin yetkilendirmeyi yapmadan önce Direktif'in ilgili hükümlerine uyulduğunu tespit etmesi gerekmektedir.
- Tüzel kişi olan yatırım şirketlerinin tescil edilmiş ofislerinin/merkez ofislerinin bulunduğu Üye Devlet'te; tüzel kişi olmayan yatırım şirketlerinin ise merkez ofislerinin bulunduğu Üye Devlet'te yetkilendirilmeleri öngörülmüştür. Buna ek

---

<sup>10</sup> Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions.

olarak, Üye Devletlerin yatırım şirketlerinin merkez ofislerinin her zaman orijin Üye Devlet'te bulunmasını ve bizzat orada faaliyet göstermesini zorunlu tutması gerekmektedir.

- Ev sahibi Üye Devlet yetkili otoritesinin, şubeye yakın olması ve şubenin faaliyetlerinin tespiti ve mevzuat aykırılıklarına müdahalede daha iyi konumlanmış olması nedeniyle bazı yükümlülüklerin doğrudan ev sahibi Üye Devlet yetkili otoritesi tarafından yerine getirilmesi öngörülmektedir.
- Yatırım şirketlerinin tümünün Topluluk çapında düzenlenmiş piyasalara katılma ya da erişimde eşit fırsatlara sahip olmaları ve bu kapsamda düzenlenmiş piyasalara erişim üzerindeki teknik ve yasal kısıtlamaların kaldırılması gerekmektedir.
- Yatırımcıların kişisel tavsiyelere artan oranda bağımlı hale gelmeleri nedeniyle, MiFID'de yatırım danışmanlığı yetkilendirme gerektiren bir yatırım hizmeti olarak dikkate alınmaktadır.
- Geleneksel finansal araçlara benzer düzenlemelerin oluşmasını sağlamak üzere, finansal araçlar tanımına belirli mala dayalı türev araçlar ile bu şekilde oluşturulan ve işlem gören, kredi riskinin transferine yönelik türev araçlar, nakdi olarak uzlaşması yapılabilen, iklim değişkenleri, nakliye ücretleri, emisyon ödenekleri veya enflasyon oranları veya diğer resmi ekonomik istatistiklere dayalı, opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap, vadeli oran/fiyat anlaşmaları gibi diğer araçlar dahil edilmiştir.
- Direktif ile getirilen önemli kavramlardan bir tanesi de profesyonel müşteri kavramıdır<sup>11</sup>. Bu şekilde sunulan hizmet ve müşterinin katlanacağı maliyet ile üstlenilecek yükümlülükler müşteri kategorisine göre değişmekte bu da işlemlerin ve tarafların çok daha fonksiyonel ve konumlarına uygun hizmet almasına yardımcı olmaktadır.
- Yatırımcı işlemlerinin gerçekleştirilmesinde yüksek seviyede kalite sağlamak ve finansal sistemin bütünlüğünü ve genel etkinliğini desteklemek amacıyla, finansal araçlarla yapılan işlemlerde Avrupa finansal piyasalarında hali hazırda aktif olarak

---

<sup>11</sup> Profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını vermek üzere gerekli deneyim, bilgi ve uzmanlığa sahip olan ve bunlardan doğacak riskleri gereği gibi değerlendiren müşteri olarak tanımlanmıştır. Direktif profesyonel müşteri olarak değerlendirilebilecek kategorileri sıralamıştır. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşlar, şirket bazında belli büyüklüklere ulaşmış kuruluşlar, çeşitli kamu kurumları, uluslararası ve uluslararası üstü kuruluşlar ve esas faaliyeti finansal araçlara yatırım yapmak olan diğer kurumsal yatırımcılar bu kategoride değerlendirilmektedir.

uygulanan emir gerçekleştirme sistemlerinden biri olan “ok Taraflı İşlem Sistemleri” MTF’ler” Direktif kapsamına alınmıştır.

- Yatırımcıların menkul kıymetlere ilişkin mülkiyet ve diğer benzeri hakları ile şirkete emanet ettikleri fonlar üzerindeki haklarının korunabilmesi için bunların, özellikle şirket varlıklarından ayrı tutulması esası getirilmiştir. Bununla birlikte, şirketlerin kendi namına, yatırımcı hesabına iş yapması, işlemin niteliği gereği ve yatırımcıyla anlaşma yapılması hallerini, örneğin ödünç hisse senedi işlemlerini, engellememesi gerektiği öngörölmüştür.
- ıkar atışmalarının müşterilerin menfaatini olumsuz etkilemesini önleyecek kurallar getirilmiştir.
- Direktif ile yatırım şirketlerinin müşterilerin emirlerini en uygun koşullarla yerine getirmesini sağlayacak “en iyi işlem gerçekleştirme” yükümlölüğu getirilmektedir.
- Adil ve etkin rekabet ortamının sağlanması amacıyla piyasa katılımcıları ve yatırımcıların işlem platformlarında (örneğin, düzenlenmiş piyasalar, MTFler ve aracılar) yayımlanması zorunlu tutulan fiyatların karşılaştırmasını yapabilmelerini teminen şeffaflık yükümlölükleri öngörölmektedir.
- Belli büyüklüğün üzerinde yapılan işlemlerde kamuya açıklama yükümlölüğünde muafiyet ya da bilgilerin gecikmeli yayımlanması imkanları getirilmiştir.
- Birden fazla yatırım şirketi hesabına yatırım hizmeti sunan kişiler, acente değil, yatırım şirketi olarak sayılmaktadır.
- Direktif acentelerin Direktif kapsamında olmayan finansal hizmetler ve ürünler ile ilgili faaliyetleri üstlenmelerini engellememektedir.
- Sınır ötesi işlemlerin sonuçlandırılmasını kolaylaştırmak için, işlemlerin ilgili Üye Devletteki düzenlenmiş piyasalar yoluyla yapılıp yapılmadığına bakılmaksızın, yatırım şirketlerinin Topluluk çapında takas sistemlerine erişiminin sağlanması gerekliliği vurgulanmaktadır.
- Yatırım şirketlerinin yanı sıra, düzenlenmiş bir piyasa işletenler de Direktif uyarınca bir MTF de işletebilmektedir.
- Üye Devletlerin Direktif’te öngörölen geniş kapsamlı yükümlölükleri uygulamak için farklı yetkili otoriteler tayin etme imkanı bulunmaktadır.

- Direktif'te yetkili otoriteler arasında bilgi değişimi ve karşılıklı olarak ihtiyaç duyulan yardım ve işbirliği konularına y6nelik ayrıntılı h6k6mlere yer verilmektedir.

#### **IV.4. Reg NMS D6zenlemesi**

ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC) 2005 yılında Reg NMS d6zenlemesiyle bir dizi piyasa yapısına ilişkin reformu y6r6rl6ęe koymuştur. Bu d6zenlemeler 6zetle aracıları ve borsaları yatırımcılara en iyi fiyatı garanti etmelerini ve bu fiyatın belirlenmesinde otomatik eşleştirme sistemini kullanmalarını zorunlu kılmaktadır. D6zenleme ile ABD'deki borsaları ve perakende aracılar iki yıl içinde IT teknolojilerini yenilemek zorunda tutulmuştur. Bu d6zenleme 6zelikle New York Menkul Kıymetler Borsası gibi salon bazlı işlem gerçekleştiren borsaları elektronik otomasyona geçmesini zorlayıcı bir d6zenleme olmuştur. Bu d6zenleme ile 6nemli piyasa katılımcıları elektronik iletişim ağlarına (ECNs) bağlanma zorunluluğu ile karşı karşıya kalmışlardır<sup>12</sup>.

#### **IV.5. Sarbanes-Oxley Kanunu ve Etkileri**

Amerika Birleşik Devletlerinde ortaya çıkan Enron, WorldCom gibi dev şirketlerde yaşanan skandallar sonucunda, 6lkedeki kurumsal y6netim uygulamalarını iyileştirmek amacıyla son derece radikal h6k6mler içeren bir kanun (Sarbanes-Oxley) Temmuz 2002'de y6r6rl6ęe konmuştur. Sarbanes-Oxley Kanunu, ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonunun (SEC) kurulduğu 1934 yılından bu yana halka açık şirketler açısından getirilmiş olan en 6nemli d6zenlemedir. Bu kanun, ABD y6netiminin Enron ile başlayan s6rece bir yanıtı; en yalın şekliyle ise kamuoyunun sermaye piyasalarına olan g6venini yeniden sağlama çabasıdır.

Sarbanes-Oxley kanununun amacı; şirketlerin sermaye piyasası mevzuatı veya diğer nedenlerle halka yapacakları açıklamaların ve açıklayacakları finansal tabloların doğruluğunu ve g6venirliğini artırmak suretiyle yatırımcıları korumak olarak belirlenmiştir.

Enron skandalı sonrasında pek çok konu; muhasebe ve denetim kuruluşları, sosyal g6venlik mevzuatı, hisse senedi (kamuoyunun bilgilendirilmesi), resmi federal kuruluşlar, siyaset ve kurumsal bankacılık gibi konular, ABD'de sorgulanır hale gelmiştir. Enron

---

<sup>12</sup> Aggarwal, R., Ferrell, A. ve Jonathan K. (2006) "US Securities Regulation in a World of Global Exchanges" [www.sec.gov/news/speech/2006/spch062006aln.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2006/spch062006aln.htm).

skandalı her ne kadar ABD’de ortaya çıksa da; bu skandal ile ortaya çıkan problemler ve Sarbanes-Oxley Kanun’u ile getirilen düzenlemeler global ölçekte dir.

## **Enron Olayı**

Enron, 1985 yılında iki doğal gaz şirketinin birleşmesiyle kurulmuş ve ABD’de enerji piyasalarının serbestleşmesiyle hızla büyümeye başlamıştır. Enerjiye ilaveten çelik ve orman ürünleri ticareti, yayıncılık, internet hizmetleri ve vadeli işlem sözleşmeler gibi geniş bir alana yayılmıştır. 2000 yılına gelindiğinde ise 100 milyar dolarlık geliri, 65.5 milyar dolarlık aktifi ve 19.000 çalışanı ile dünyanın en büyük 10 şirketi arasında yer almıştır.

2001 yılı Ekim ayında şirketin 16 yıldır denetimini yapan denetçi şirketi Arthur Andersen, Enron’un iştiraklerinden bir bölümündeki borç ve zararın, Enron’un mali tablolarında yer alması gerektiğini kamuoyuna duyurmuştur. Bu açıklama ile Enron’un dönem faaliyetlerinden dolayı yaklaşık 1 milyar dolar zararda olduğu anlaşılmıştır. Bunun üzerine SEC, Adalet Bakanlığı ve ABD Kongresi konu ile ilgili soruşturmalar açmıştır.

Enron’un mali tablolarında görünen yüksek kazanç nedeniyle artan hisse senedi fiyatları soruşturmalarla birlikte değer kaybetmeye başlamış; 60 dolarlara kadar yükselen dünya enerji devinin hisseleri birkaç sente kadar gerilemiştir.

Soruşturmanın ilerleyen aşamalarında soruşturma, Enron’a aynı zaman da danışmanlık hizmeti veren denetçi şirketini de içerecek şekilde genişletilmiştir. Soruşturmada Enron’un iştiraklerindeki borç ve zararın hileli işlemler ile gizlendiği; finansal raporlama yolsuzluğu olarak bilinen, vergi öncesi karın şişirilmesi yolsuzluğu yapıldığı ortaya çıkmıştır.

Hileli işlemlerin açığa çıkması beş büyük denetim şirketinden biri olan Arthur Andersen şirketinin kapanmasına neden olmuştur. Enron’un iflas etmesiyle dünya ekonomisi tarihinin en büyük iflası gerçekleşmiştir.

Finansal tabloların zamanında ve gerçeğe uygun şekilde gösterilmemesi, gerçek durumun gizlenmesi, Enron’un birkaç sene daha yaşamasına olanak sağlamıştır. Ancak bu durumun ABD’de önemli sonuçları olmuştur.

Sarbanes-Oxley Kanunu’nda kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Kamunun aydınlatılması dışındaki bölümlerde ağırlıklı olarak cezai hükümlere yer verilmiştir. Bundaki amaç sermaye piyasası suçlarının cezalarını arttırarak caydırıcı olmak olarak hedeflenmiştir. Ceza hükümleri dışında Sarbanes-Oxley Kanunu’nda Muhasebe Denetim ve Gözetim Kurulu’na ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Kanunda ayrıca

Çalışmalar ve Raporlar başlıklı bölümünde kayıtlı muhasebe firmalarına, kredi derecelendirme kuruluşlarına ve yatırım bankalarına ilişkin çeşitli hükümlere yer verilmiştir.

## **V. BORSALARI KAR AMAÇLI ŞİRKETE DÖNÜŞÜMÜ**

1990'lardan itibaren menkul kıymet borsaları küresel ölçekte önemli değişimlere uğramıştır. Geçen zaman içerisinde sermaye piyasalarına ilgi ve yönelim artarken, hız ve etkinlik getiren yeni bilgi/iletişim teknolojisindeki gelişmelerle finansal piyasalar ve yaptıkları işlemler küresel ölçekte entegre olmuştur. Bu sürecin bir yansıması olarak borsalar kar amaçlı şirketler halinde yeniden örgütlenmeye yönelmişlerdir.

### **V.1. Borsaları Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşüme Zorlayan Faktörler**

Borsaları kooperatif tarzı ortaklıklardan kar amaçlı şirketlere dönüşümünde iki temel faktörün rol oynadığı söylenebilir: Artan küresel rekabet ve teknolojiye gelişme.

İletişim ve veri işleme sürecindeki teknolojik gelişmeler borsaların işlemleri ve yapısında ciddi değişikliklere neden olmaktadır. Örneğin ağ teknolojisindeki gelişmeyle birlikte ulusal, bölgesel ve uluslar arası ölçekte eş anlı olarak sürekli müzayede (continuous electronic auction) imkanı doğmuş, alıcı ve satıcı emirleri otomatik karşılanır hale gelmiştir. Hatta ABD alternatif işlem sistemleri (ATSS) ve elektronik işlem platformları nedeniyle aracısızlaşma (disintermediation) olgusuyla yüz yüze gelmiştir.

Bu sistemlerin borsalara göre avantajı sabit giderlerinin olmayışı ve yönetim masraflarının asgari düzeyde oluşudur. Bir faaliyet alanından yoğunlaşmak işletme giderlerini en düşük seviyede olmasına yol açmaktadır. Bu platformlar büyük miktarda emirler ile aktif senetler üzerine işlem yaparak borsalara ciddi rakip olabilmektedir.

Bazı büyük aracı kurumlar ise alıcı ve satıcıları kendileri bir araya getirmekte ve borsayı devreden çıkarmaktadır. İçselleştirme olgusu işlem maliyetleri düşmekle birlikte sermaye piyasaları alanında en büyük zararı şeffaflık konusunda vermektedir. Bu işlemlerin şeffaf olmaması piyasanın fiyat oluşum mekanizmasına zarar vermektedir.

Borsalar ve elektronik işlem platformları (ECNs) arasında sadece ulusal ölçekte değil bölgesel ve küresel ölçekte rekabet önemli ölçüde artmıştır. Yeni finansal düzen borsaları monopol olarak hayatta kalmalarını imkansız hale getirmiştir. Borsaların bu rekabet ortamında etkin işleyen işletmeler haline gelmesinden başka bir seçenek kalmamıştır.

Geçmişte salon bazlı işlem platformlarına sahip borsalar, sınırlandırılmış üyelikle ile dar mekan ve sınırlı üye ile işlemlerini yapabiliyor ve monopol gücüyle hem borsayı kontrol edebiliyor hem de komisyon/üyelik ücretlerini istedikleri oran ve miktarlarda belirleyebiliyorlardı.



Yeni rekabet ortamında bir yandan kar amaçlı şirketler teknoloji yatırımı için ilave sermaye imkanına kavuşmakta diğer yandan piyasa katılımcıları arasındaki çıkar çatışmaları ve anlaşmazlıklar kurumsal yönetim anlayışı ile çözümlenebilmektedir. Eski sistemde borsa üyelerinin gelirlerini korumayı amaçlayan anlayış, yerini yeni sistemle birlikte borsa hisse sahiplerinin gelirlerini etkin yönetimle birlikte maksimize etmeye odaklanmıştır. Yeni sistemle birlikte borsa üyelerinin etkisinin yok olacağı anlamı çıkarılmamalıdır, bazı durumlarda kar amaçlı şirkete dönüşümle birlikte borsa üyelerinin ağırlığı sürüyor olabilir ancak burada karar alma sürecinin ve borsa sahipliğinin daha geniş katılımlı bir yapıya devri söz konusudur. Böylece karar alma süreci profesyonel yönetim ekibine geçerken, bu yönetimle borsanın hissedarlarına odaklı, borsa işlemlerinde kar ve etkinliğin ön planda tutulduğu bir anlayış hakim olmaktadır.

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 yönlendirilmektedir. ABD’de 1998 yılında 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, kurallar belirlenmiştir. ATS’ler ve bir alt türü olan Elektronik İşletim Sistemleri geleneksel borsaların aksine kotasyon hizmeti vermemekte sadece alım satım faaliyeti üzerinde yoğunlaşarak en aktif hisse senetlerinde işlem yapmaktadır. Bu şekilde borsalar tarafından yerine getirilen kotasyon işlemlerinin maliyetine katlanmaksızın alım satım işlemlerinden kazanç elde etmektedirler<sup>13</sup>.

1997 yılından buyana Instinet, Island ve Archipelago gibi elektronik işlem platformları müşteri emirlerini otomatik ve eşanlı olarak karşılaştırmaktadır. Bu sistemler vasıtasıyla kurumsal yatırımcılar herhangi bir aracıya ihtiyaç duymaksızın işlemlerini kendileri gerçekleştirebilmektedir. ENCs Nasdaq hisse senetleri işlem hacminin % 30’unu tek başına elinde bulundurmaktadır. Nasdaq piyasa payını koruyabilmek adına, ENCs’lerin sunduğu bazı hizmetleri bünyesinde barındıracak merkezi limitli emirden oluşan sistemi Süper Montaj (SuperMontage) devreye sokmuştur. 2002 yılından itibaren Island ENCs ile Nasdaq ortak bir projeye uygulamaktadırlar. Bu sistemde alıcı ve satıcılar çoklu fiyat sistemiyle emirlerini iletebilmekte, piyasa yapımcılar istediklerinde 5 fiyat düzeyinde (en iyi fiyat değil) istedikleri senetleri diledikleri fiyatlardan alım satımını yapabilmektedirler. Bu sistemle piyasa derinliği artarken, daha şeffaf ortamda alıcı ve satıcı karşılaşılabilmektedir.

---

<sup>13</sup> Güngör, Ali İhsan (2001) s.5

Pek çok borsanın kar amaçlı şirkete dönüşmesi piyasaların birleşmesi yönünde baskıları artırmaktadır. Kar amaçlı şirkete dönüşümle eş zamanlı olarak alternatif işlem sistemlerinin gelişmesi düşük işlem maliyetleri ile sınır ötesi işlemleri kolay ve yoğun olarak yapılmasını olanağını doğurmuştur. Bu gelişmelerle piyasa katılımcılarının sayısı artmış, işlem boyutu büyümüş piyasaların derinliği artmış, yatırımcı tabanı genişlemiştir.

Alternatif işlem platformlarının ortaya çıkışıyla birlikte “yeni piyasa” olgusu ortaya çıkmıştır. İlk örneklerinden biri olan OM Grubu tarafından ABD ve Avrupa hisse senetlerinin işlemlerini gerçekleştirmek üzere 2000 yılında kurulan elektronik borsa Jiway, kısa bir süre (2002) sonra karlı olmadığı için kapatılmıştır.

Borsaları kar amaçlı şirketler halinde yeniden örgütlenmeleri zorunda bırakan diğer faktörleri şu şekilde ifade edilebilir: Düzenleme prosedürlerinin azaltılması ve çerçevesinin daraltılması eğilimi (deregulation), alım satım işlemlerinin ve pazarların küresel hale gelmesi, teknolojiyle işlem yapma kolaylığı yatırımcıları evlerinden erişebilir kılması, kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda ağırlığının artması.

Alım satım işlemlerinin ve pazarların küresel hale gelmesiyle bir menkul kıymetin birden fazla borsaya kote olması ve işlem görme olanağının ortaya çıkmasının yanında yerel bir borsanın kendi ülke sınırlarını dışına çıkıp yeni pazarlar bulabilmesi ve yabancı yatırımcıyı çekebilmesi mümkün hale gelmiştir. Maliyet avantajı ve yeni Pazar bulma arayışları şirketler kesiminin finansal anlamda dışa açılımını getirmiştir. Böylece bir ülkede faaliyet gösteren şirketler farklı bir ülkede menkul kıymet ihraç eder hale gelmişlerdir. Sermayenin küresel ölçekte bu derece hareketli olması yatırımcılar, araçlar ve şirketler kesimi kadar düzenleyici otoriteler ve borsaları da risk yönetimi üzerinde yoğunlaşmalarına neden olmuştur.

Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalarda ağırlığı artmaktadır. Önceleri geleneksel olarak yerel piyasa tercihinde bulunan kurumsal yatırımcılar, son yıllarda gelişmekte olan piyasalar da dahil küresel anlamda yatırım yapmaktadır. Kurumsal yatırımcıların önemini kavrayan ekonomiler bu yatırımcıları ülkelerine çekmenin yollarını aramaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar bir piyasaya uzun vade bakış açısının yanında istikrar kazandırıcı bir yapıda olmaları nedeniyle, bu yatırımcıların çekilmesi önem arz etmektedir. Kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları alanlar kadar finansal piyasa ve araçları titizlikle seçme eğilimindedirler. Maliyet avantajı, pazarın büyüklüğü ve esnekliği kurumsal yatırımcıların değerlendirdikleri önemli kıstaslar olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalarda önemli bir aktör

olan kurumsal yatırımcılar borsaları yönetim esnekliğinin artması ve hızla karar alabilme konusunda zorlamaktadır.

## **V.2. Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümünde Çıkar Çatışmaları**

Kar amacı gütmeyen borsalar genellikle kooperatif yapısında örgütlenmiş müteşebbislerdir. Burada karar alıcılar ile doğrudan borsada işlem yapanlar aynı kişilerdir, yani aracılardır. Kararlar her üyenin bir oy hakkına göre verileceği öngörülse de üye şirketleri temsil eden az sayıda üyenin iştirakiyle oluşturulmuş bir komite/yönetim kurulu tarafından verilir. Kar amacı gütmeyen bu örgütlenme tipinde ortaklık hakları serbestçe devredilemez. Bu geleneksel yaklaşım içinde borsalardan üyelik ve kotasyon gibi alanlarda düzenleyici fonksiyon üstlenmesi beklenir. Bu yapı içinde borsalar devletin düzenleyici otorite kollarından biri haline gelmişlerdir.

Kar amacı gütmeyen borsalarda üyelik hızlı karar alma sürecine imkan vermeyen hatalı bir yapıdır. Bu yapı ek sermaye ihtiyacı ortaya çıkana kadar rekabetçidir. Yapılan yatırımlar katılımcıları tatmin edecek getiri sağlanamadığında veya rekabet büyük ölçek ekonomileri gerektirecek kadar yoğunlaştığında ek sermaye ihtiyacı ortaya çıkarmaktadır. Böyle bir durumda kooperatif tarzı yapı daha fazla getiri sağlayamadığı gibi, hızlı büyümeyi sağlayıcı sermaye birikimine de kavuşmaktadır. Dolayısıyla kar amacı gütmeyen borsalar ek sermaye sağlanmasında güçlük yaşadıkları gibi, yönetim ve karar alma sürecinde etkin değildir. Artan rekabet ortamıyla ürün çeşitlendirme ve faaliyet alanını genişletmekte yeterli esnekliğe sahip olamayışları ve yürütülen faaliyetin kamusal niteliği ile üye çıkarları arasındaki çatışmalar kooperatif tarzı kar amacı gütmeyen borsaların yapısını tartışılır hale getirmiştir.

Kar amaçlı teşebbüslerin çoğunda karar alma süreçleri şirketin sahibi olan paydaşları tarafından alınır ve müşterilerle olan ilişkiler ile şirketin yönetimi tamamen ayrıştırılır. Şirketin hissedarları belli konularda şirket yönetim kurulunu yetkilendirebilirler. Ancak yönetim kurulunun yetkileri sonsuz değildir ve şirketin genel kurullarında bu yetki her zaman geri alınabilir. Hissedarların oy hakları şirketin ekonomik ihtiyaçları için kullanılır ve her hissede bir oy hakkı bulunur. Ve şirket yeni sermaye ihtiyaçları için çeşitli kaynaklardan sermayelerini arttırabilirler.

Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşümünde iki faktör önemli rol oynamıştır: Teknolojideki değişim ve artan rekabet. İşlem teknolojisinin hızla gelişmesi ve değişmesi bu teknolojinin takibini borsalar açısından maliyetli hale getirmiştir. Küreselleşmenin olgusunun yaygınlaşmasıyla borsalar kendi aralarındaki rekabet kadar elektronik işlem platformaları ve

diğer alternatif işlem sistemleriyle de rekabet etmek durumunda kalmıştır. Bu gelişmeler borsaları karar alma süreçlerinde ve faaliyetlerinde etkin olmak durumunda bırakmıştır.

Halka açık bir şirketin temel gayesi karını maksimize etmektedir. Ölçek büyüklüğü ne olursa olsun bu şirketler, hissedarlarının yatırımlarının karşılıklarını en iyi şekilde vermek üzere örgütlenir ve karar süreçlerini ona göre oluştururlar. Şirketin baskı altı olduğu en önemli alan şirket sahipleri arasında karın dağıtılması hususudur. Bu nedenle kar odaklı şirketler, kar elde edebilmek için örgütlenmesini, karar alma sürecini değiştirme konusunda büyük bir esnekliğe sahiptir.

Halka açık şirketler diğer şirketlerin rekabet baskısı ile disipline edilirler. Bu rekabet ortamı şirket yönetiminin performansını değerlendirebilme bakımında bir izleme mekanizması geliştirilmesini sağlar. Hissedarın ilgilendiği temel nokta düzenleme alanında ve piyasadaki gelişmelere şirketin uyum kabiliyetidir. Kar amaçlı olmayan kooperatif tarzındaki bir borsanın yönetim yapısı, her bir üyesinin faaliyet alanı ve onların kişisel ihtiyaçlarına odaklıdır.

Dışa kapalı bir şirketin dış sahipliğe kapılarını açması, onu yurt içi ve yurtdışı rekabet, teknolojiye uyum, değişen piyasa şartlarına göre faaliyetleriyle ilgili kararlarında esnekliğini artırdığı gibi, değişen piyasa koşullarıyla nasıl baş edileceği konusunda yoğunlaşmasını da sağlar.

Öz düzenlemenin faydaları şu şekilde özetlenebilir:

- i. Hissedarın idareye ve şirketin faaliyetlerine yönelik haklarını genişletir,
- ii. Karar alma sürecinde çıkar çatışmalarını ve etkin olmayan girişimleri engeller,
- iii. Borsa finansman ihtiyacı için gerektiğinde sermaye artırımına olanak verdiği gibi borsalar arasında birleşmeleri ve diğer ortaklık girişimlerini kolaylaştırır.

Kar amaçlı olsun ister olmasın bütün borsaların üstlendikleri ortak roller vardır. Borsada ticari bir işletme olarak işlemlerin gerçekleştirilmesi yanında piyasanın düzgün biçimde işlemesiyle ilgili kural, uygulamaları koymak bunları takip edip, denetlemek de üstlendiği roller arasındadır.

Borsaların ticari işletme olarak rolü, hizmet sağlamak ve gelirleri toplamak olarak özetlenebilir. Borsalar kotasyon, işlem, takas hizmetleri ile piyasa verisi ve üyelik ücretlerinden gelir elde eder. Borsanın gelirler hizmeti satınlar ile kullananlardan toplanır:

Aracı kurumlar, kottaki şirketler, veriyi kullanan veri dağıtım şirketleri gibi geniş bir kesimden temin edilir.

Borsalar bir anlamda öz düzenleyici kuruluşlardır. Borsaların öz düzenleyici fonksiyonları, borsa işlemlerinin düzenlenmesi, kotasyon ve üyelere ilişkin düzenlemelerden oluşur. İşlemlere ilişkin düzenleme borsanın işlem sistemine katılacak yeni kullanıcıların kabulü, işlem kurallarının belirlenmesi ve bu kurallara uyulup uyulmadığının denetlenmesidir. Üyelere ilişkin düzenlemeler, üyelerin mali yapılarının izlenmesi ilişkindir. Kotasyona ilişkin düzenlemeler ile kote olunacak şirketlerin yeterliliklerinin ve mali kalitelerinin tespiti, kote olunmuş şirketlerin ise kamuyu aydınlatma standartlarına uyumlarının takibi yanında bunlara ilişkin şikayetlerin ve kotasyon kurallarına uymayan durumların izlenmesine yöneliktir.

Öz düzenlemenin avantajları şu şekilde özetlenebilir: İzleme faaliyeti, hukuki yetkilendirmelerle başka bir kurumun izlemesinden daha etkin yapılabilir. Çünkü işlemler borsaların bünyelerinde yapıldığı için pratik olarak piyasa gidişi ve işlerim yapılış biçimini daha rahat ve dikkatli takip edilir. Borsaların işlemlerin gerçekleştiriliş aşamalarında anında müdahale etme imkanı vardır. Diğer düzenleyici otoriteler ile hukuki süreç borsaların müdahale imkanlarına kıyasla zamansal anlamda gecikmelidir. Borsalar işlemlerin nasıl gerçekleştiği, işlemler ve işlemleri yapanlar hakkında uygulamadan kaynaklanan bilgilere sahiptirler. Bu nedenle borsa yönetimi ve düzenlemeden sorumlu görevliler piyasa işlemlerine ve oluş biçimlerine daha yakındırlar.

Öz düzenleyici kuruluşlar olarak borsalar, diğer düzenleyici otoritelere kıyasla piyasa hakkında daha fazla deneyim, uzmanlık ve bilgiye sahiptirler. Çünkü borsalar diğer düzenleyici otoritelerle temasın dışında düzenlemeler konusunda ilgili taraflarla (şirketler kesimi ve üyeler) düzenlemelerin yansımaları hakkında doğrudan tepkilerini alabilirler. Bu yüzden borsalardaki düzenlemeler dışardan empoze edilen önerilerden ziyade endüstrinin ve piyasa katılımcılarının doğrudan ihtiyaçları doğrultusunda hazırlanır.

Borsalar gelirlerini piyasadan karşılar ve giderlerini bu gelirlerine göre yaptıklarından, diğer otoritelere göre daha etkin ve daha az maliyetle düzenleme ve gözetim faaliyetlerini yerine getirirler. Ayrıca borsalar diğer organizasyonların aksine piyasadaki yeni gelişmeler karşısında kuralları değiştirebilme esnekliğine sahiptirler. Hükümet kurumlarının bürokratik yapısı hem katıdır ve kuralların değiştirilmesi belli prosedürlerin yerine getirilmesini gerektirir. Rekabetin baskısı altında çalışan borsaların değişen piyasa şartlarına göre hızla ve düşük maliyetle düzenlemeleri yenilemelerine ihtiyaç duyulur.

Öz düzenlemenin dezavantajları ise şu şekilde özetlenebilir:

Öz düzenleyici organizasyonlar, diğer düzenleyici otoriteler gibi statü itibariyle yeterli yaptırım gücüne sahip değildir. Bu yüzden yaptırım gücünün kullanılmasında bazı kredibilite kayıplarına uğrayabilirler.

Öz düzenleyiciler kendileriyle doğrudan bağlantılı bir çok tarafın (üyeler, müşteriler, şirketler vs) isteklerini yerine getirmek durumundadırlar. Bu durum bazen taraflar arasında mutabakatın sağlanmasını güçleştirdiği gibi etkin olmayan kararların da alınmasına yol açabilir. Özellikle üyeliğin borsa yönetiminde üstlendiği rol nedeniyle borsanın kritik konularda alacağı kararları üzerinde etkisi olabilir. İşlemlerin gözetimi ve denetimi ile düzenlemeler konusunda borsanın önemli fonksiyonlarında borsa yönetiminin performansını olumsuz etkileyebilir.

Öz düzenleyici organizasyonların tekelci konumda olmaları nedeniyle kendi pozisyonlarını korumak ve güçlendirmek adına üyelerin, müşterilerin ve genel anlamda kamunun zararına davranabilirler. Üyelikten oluşan, kar amacı gütmeyen borsalarda ise bu durum üyelerin menfaatleri ön planda tutma biçiminde tezahür eder. Öz düzenleyiciler finansal anlamda yük oluşturması halinde yapılması gerekli ve zorunlu bazı düzenlemeleri (örn.küçük yatırımcıları koruma anlamında) yapmaktan imtina edebilirler.

Eğer kamunun düzenleme yapması yasal bir zorunluluk ise öz düzenleyicilerin de iradeleriyle düzenleme yapma gayretleri, aynı konularda çifte düzenlemeler yapılmasına yol açacak ve bunun ekonomiye ilave maliyetleri olacaktır. Yine benzer şekilde piyasanın izlenmesi ve gözetlemede birkaç kurumun faaliyet göstermesinin de ilave maliyetleri olacaktır.

#### **Kar amaçlı şirkete dönüşüm sonrasında ortaya çıkabilecek olası çatışmalar:**

*Kaynak Çatışması:* Kar amaçlı şirketin yeterli kaynağını düzenlemeler için ayırıp ayırmayacağı,

*Yöneticinin Yeterli Zaman Ayırma Konusundaki Çatışma:* Borsanın yönetim kademesi zamanının ne kadarını düzenlemeler ne kadarını kar elde etmek için harcayacağı ve yönetim kademesinin kar elde etmek için sarf edeceği çabayı düzenlemeler için de harcayıp harcamayacağı,

*Kote Alınan ve Alınacak Şirketler Üzerinde Çatışma:* Kar amaçlı şirkete dönüşüm sonrasında yeni kote alınacak şirketlere ilave kolaylıklar sağlanacak mı, mevcut kotta bulunan

şirketlere özen azalacak mı? Borsaya yeni şirket kazandırmaya dönük kote alma kurallarında gevşemeler yapılacak mı?

*Aracı Kurum Denetim Çatışması:* Borsanın şikayetleri inceleyen bölümü aracı kurumlara ilişkin şikayetleri eskisine nazaran daha az özenle mi inceleyecek? Çünkü eskinde üyesi ve ortağı olduğu borsada, kar amaçlı şirkete dönüşümle beraber aracı kurum, borsanın müşterisi haline gelmiştir.

### **Bu çatışmaları önlemenin yolları:**

*Faaliyet alanlarını daraltmak:* Çatışmaya neden olan borsanın ilgili bölümlerinde düzenlemeye giderek yetkiyi kaldırmak ya da daraltmak.

*Ayırma Seçeneği:* Borsanın düzenleyici faaliyetlerinden borsanın normal seans/işlem birim ve faaliyetlerini ayırştırmak. Örneğin Avustralya Borsası (ASX) kar amaçlı şirkete dönüşüm sonrasında ayrı bir Soruşturma ve Denetim Birimi kurmuştur.

*Dış gözetim ve denetim seçeneği:* Borsanın denetim fonksiyonunu dış denetime açmak.

*Kamuyu Aydınlatma Seçeneği:* Düzenleyici faaliyet sonuçlarını kamuoyu ile paylaşmak, bu amaçla yayımlarında düzenleyici faaliyetlerine ilişkin geniş açıklamalarda bulunmak.

*Sahipliğin şirket üzerindeki yetkilerini sınırlandırmak:* Sahiplerin borsa faaliyetleri üzerindeki etkisini ve kontrol çabalarını sınırlandırmak. Örneğin bir kişi veya grubun şirket hisselerinin çoğunluğunu eline geçirmek riskine karşı hisse dağıtımında sınırlamalar koymak. Örneğin ASX’de bir kişi veya grup toplam oy hakkının % 5’ini geçebilecek düzeyde borsada pay sahibi olamaz<sup>14</sup>.

Kar Amaçlı şirkete dönüşüm sürecinde borsada sahip olunacak paylara azami bir sınır getirilmektedir. Pek çok borsa örneğinde bu oran % 5 ile sınırlandırılmıştır. Bundan daha fazlasına sahip olunması için belli koşullara bağlanmıştır. Ayrıca dönüşüm sonrası alınan paylar belli bir süre elden çıkarılmaması konusunda sınırlamalarda mevcuttur. Mülkiyet üzerindeki sınırlamalardaki amaç bir kişi veya grubun borsanın kontrolünü ele geçirme olasılığına karşı tedbirdir.

---

<sup>14</sup> Holthouse, David (2002) “Demutualization of Exchanges- The Conflicts of Intrest (An Australian Perspective)” Demutualization of Stock Exchanges- Problems, Solutions and Case Studies, Edit by Shamshad Akhtar, Asian Development Bank.

Borsalar üstlendikleri fonksiyonlar itibariyle yarı kamusal niteliğe sahiptir, borsaların üzerinde birer düzenleyici otorite olmalarının getirdiği sorumluluklar vardır. Kooperatif tarzı organizasyonlarda mülkiyet hakkı, sahiplerine firma yönetimine katılma konusunda haklar sağlar. Örn. Yönetim kurulunun seçimi, dönüşümle birlikte mülkiyet ve yönetim hakları birbirinden ayrışır. Kar amaçlı şirkete dönüşüm mülkiyet haklarını, işlem haklarından ayırır. Üyelerin işlem hakları korunduğu halde, mülkiyet hakları paylara dönüşmektedir. Hukuki şartları sağlayan ve gerekli ücretleri ödeyenler işlem yapabilmektedir.

### **V.3. Borsa Düzenlemelerinin Kamusal Amaçları**

Menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerin kamusal amaçları benzerlik gösterir. Uluslar arası Menkul Kıymet Komisyonu'nun (IOSCO) menkul kıymet düzenleme amaç ve prensiplerine göre düzenlemenin amacı, yatırımcının korunması, piyasaların doğru, etkin ve açıklıkla çalışmasına ve sistemik riskin azaltılmasına yönelik olmalıdır.

ABD Menkul Kıymetler Yasası öz düzenleyici kuruluşların menkul kıymet düzenlemelerinin temel amaçlarına öncelik vermek zorunda olduklarını ifade etmektedir<sup>15</sup>. Anılan yasada temel amaçlar yatırımcının korunması ve kamu menfaati olarak belirtilmektedir. ABD'de düzenleyici otorite (ABD Menkul Kıymetler Komisyonu SEC), öz düzenleyici kuruluşların uygulamalarını takip eder, gerektiğinde kuralların uygulanması konusunda yaptırım uygulayabilir, kavuşturma dahi açabilir.

Borsalar tarihsel olarak çıkar çatışmalarının önlenmesi bakımından öz düzenleyici kurumlar olarak tanımlanmaktadır.

Kar amaçlı şirkete dönüşmüş borsalarda öz düzenlemeden kaynaklanan çıkar çatışmaları azalabilir. Kar amaçlı şirkete dönüşüm borsa sahibi ile kullanıcısının birbirinden ayrılmasına yol açar. Borsanın sahipleri olan hissedarlar üye ihtiyaçlarından çok daha geniş bir kesime odaklanacaklardır. Borsa sahipleri ne kadar çok geniş kesime yönelirlerse, o kadar da kamunun ihtiyaçlarına yaklaşacaklardır. İtibar, normal şirketlerde olduğu gibi belki daha fazlası borsalar için geçerlidir. Kar amaçlı şirkete dönüşmüş borsalarda kar elde etmek önemli amaçlardan bir olduğu için itibarın artışı aynı zamanda karın artışını da beraberinde getirecektir<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> 1934 tarihli ABD Menkul Kıymetler Yasası Section 21(a).

<sup>16</sup> Steil, Benn (2002) "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences" 02-15, The Wharton School, University of Pennsylvania



#### V.4. Gelişmekte Olan Ekonomilerde Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm

Küresel emir akışına yönelik artan rekabet geliştirmekte olan ekonomilerin borsalarının kar amaçlı şirkete dönüşümünde en önemli itici güdülerden birini oluşturmaktadır<sup>17</sup>. Aslında bu baskı gelişmiş ülkelerde hissedilen baskıdır, ancak bu baskı geliştirmekte olan ülke piyasalarında oldukça belirgindir. Küreselleşme ve teknolojik gelişmelerin sonucu olarak artan bölgesel ve uluslar arası rekabet ortamı geliştirmekte olan ülke piyasalarının bu koşullara uyumunu zorlamaktadır. Bir piyasadan ziyade birden fazla piyasa giriş imkânına sahip olmak muhatap alınan piyasanın büyüdüğünü gösterirken, rekabetin artışı ise sermayenin maliyeti düşürmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde borsaların kar amaçlı şirkete dönüşümü düzenleyici otoriteler veya hükümetler tarafından önerilmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise kar amaçlı şirkete dönüşüm borsaların karar mekanizmalarıyla içinde bulunan endüstri ve piyasa şartları göz önüne bulundurularak alınmaktadır.

Örneğin Filipinler’de borsanın belli bir zaman diliminde kar amaçlı şirkete dönüşümü yasal bir metne bağlanmış iken, Pakistan’da Borsaların entegrasyonu ve kar amaçlı şirkete dönüşümü bir İhtisas Komisyonuna bırakılmıştır. Komisyon, Pakistan Sermaye Piyasası Kurulu’na Pakistan’daki 3 borsanın kamu menfaatleri gözetilerek entegrasyonu ve kar amaçlı borsaya dönüşümü konusunda öneride bulunmuştur. Komisyonun önerileri arasında, eğer bir yıl içinde üç borsa birleştirilemez ve kar amaçlı şirkete dönüştürülemezse yeni bir borsanın ulusal borsa olarak faaliyet göstermesi de bulunmaktadır<sup>18</sup>.

Bazı borsalarda kar amaçlı şirkete dönüşümü seçmeme taraftarı olsalar dahi, politika yapıcılar kar amaçlı şirkete dönüşümle ilgili karar oluşumunda etkili olabilmektedirler. Örneğin Tayland’da Maliye Bakanlığı Tayland Menkul Kıymetler Borsasının kar amaçlı şirkete dönüşümünü gündemine almasına yönelik bir icracı komite atamıştır.

Bu eğilimler geliştirmekte olan ekonomilerde hükümet ve düzenleyici otoritelerin borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümünde teşvik edici, düzenleyici ve borsaları bu yönde reform yapmaya zorlayıcı önemli roller üstlendiklerini göstermektedir.

---

<sup>17</sup>Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commission (April, 2005) “Exchange Demutualization in Emerging Market”.

<sup>18</sup> Khan, R.R. (2008) “Corporatization, Demutualization and Integration”, Securities and Exchange Commission of Pakistan, Islamabad.

Bu noktada hükümet/düzenleyici müdahalelerinin fayda ve zararlarından bahsetmekte fayda bulunmaktadır. Eğer hükümet/düzenleyici otoriteler kar amaçlı borsa oluşumu için yeterince şartlar oluşmadan bu çabalara öncülük edip, zorlayıcı olurlarsa bu girişimin başarılı olması düşünülemeyeceği gibi önemli ekonomik zararları da oluşabilecektir. Örneğin sermaye piyasaları yeterince serbest olmayan, görece kapalı gelişmekte olan ekonomilerde kar amaçlı borsalara dönüşümü zorunlu kılmak ekonominin yeterince dışa açık olmaması nedeniyle borsaların kar elde edememesine ve neticede önceden var olan işleyişten daha kötü bir yönetim/işleyişe neden olabilecek, ekonomik faydası minimum düzeyde kalabilecektir. Ancak ticari ve düzenleyici dengeleri iyi kurulmuş, şirketler/aracılık kesimi ile konsensüse varılmış, kurumsal pratik ihtiyaçlara yanıt veren bir yaklaşımla hükümet/düzenleyici otoriteler kar amaçlı şirkete dönüşümde önemli faydalar sağlayabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde var olan hissedarların menfaatlerinin korunması ve/veya bu menfaatlerde bir değişiklik olacaksa bu değişiklikler üzerine karşılıklı bir anlaşmanın sağlanması gerekmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde borsaların kar amaçlı şirkete dönüşümü konusunda hükümet ve düzenleyici otoriteler kilit rollere sahiptir. Politika yapıcılar mevcut hisse sahiplerinin yapılacak değişiklikleri engelleme ve lobi faaliyetlerine yönelik olarak uzlaştırıcı bir tavır sergilemelerinin önemi bulunmaktadır. Genellikle kooperatif tarzı örgütlenmiş borsalarda doğrudan hissedarlar borsa üyesi bulunan aracılar iken diğer hissedarlar borsanın yönetiminde direkt görev almayan yatırımcılar ve kote olmuş şirketlerdir.

Dolayısıyla kooperatif tarzı yapıdan kar amaçlı şirkete dönüşümün iyi planlanması, güçlü bir stratejik planın olması, politika uygulayıcılarının bu değişime yönelik güçlü desteğinin bulunması gerekmektedir. Hükümet ve düzenleyici otoriteler böyle bir değişiklik için bir karar alma sürecinin başlayıp başlamadığına bakmaksınız, işlemlerin/dönüşümün hızlandırması adına yasal ve düzenleyici alt yapı hazırlıklarını yapabilirler. Bu konuda Malezya'nın kar amaçlı şirkete dönüşüm deneyimi iyi bir örnek oluşturmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde temel sorunsal kar amaçlı dönüşüm sonrasında borsanın düzenleme fonksiyonunun nasıl olacağı yönündedir. Bazı görüşlere göre kar amaçlı dönüş sonrasında borsaların ana faaliyet amaçlarının dışına çıkarak borsanın değerini yükseltme gayretlerine yoğunlaştıkları yönündedir. Bu açmaz borsaların bazı düzenleyici yetkilerini/fonksiyonları düzenleyici otoriteye aktarmak ya da düzenleme fonksiyonlarını ifa eden ve borsadan ayırıştırılmış yarı bağımsız kurumlar oluşturmakla giderilmeye (ASX ve TSX deneyimleri örnek verilebilir) çalışmaktadır.

### ***Malezya Deneyimi***

Malezya’da mevcut hissedarların menfaatleri ve beklentileri bir konsensüs içinde iyi yönetilmiş ve borsanın kar amaçlı şirkete dönüşüme katkı sağlamıştır. Malezya deneyiminin başarısının altında yatan nedenler şu şekilde özetlenebilir:

-Aracı Cephesinden, borsanın yönetimi ile borsa üyeliğinin ayrıştırılmasında ısrarcı olunmamış, birinci öncelik olarak ele alınmamış. Aracılar kara dönüşümle birlikte borsadan bağımsız olarak fayda sağlayacaklarını görmüşler ve bu sürece destek olmuşlar.

-Kar amaçlı şirkete dönüşümle birlikte Borsa Yönetimi yeni fırsatların doğacağı öngörüsü ile bu sürecin temel destekleyicilerinden biri olmuştur. Fiili kar amaçlı şirkete dönüşümden iki yıl öncesinden başlayarak borsa yönetimi sürece ilişkin bir master plan hazırlamış, operasyonel etkiliği gözeterek “yönetim akım şeması”nı çıkarmış, kar amaçlı şirkete dönüşümle ilgili alt yapıya ilişkin planlamaları yapmıştır.

-Hükümet ve Düzenleyici Otoriteler ise borsanın kar amaçlı şirkete dönüşüm kararına yönelik hissedar grupları arasında yoğun istişarelerde bulunarak, ilgili tarafları hem sürece dahil etmiş hem de menfaat çatışmalarını asgari düzeyde tutmuştur. Bu aşama sonrasında geniş kesimli hissedarlarının desteğini alan hükümet ve düzenleyici otorite yoğunluğunu borsanın yeni düzenleyici çevresi üzerine odaklamıştır. Bu kapsam da yeni dizayn edilen borsanın etkili yönetim mekanizmasını oluşturmaya dönük olarak kesimler arası menfaat çatışmalarını en alt düzeye indirecek tedbirler almıştır.

-Yatırımcı ve İhraççılar açısından bakıldığında belli başlı kurumsal yatırımcı ve ihraççılar sürecin içinde merkezi bir rol üstlenmemişlerdir. Bununla birlikte bunların görüşleri geniş bir yelpaze içinde değerlendirilmiştir. Bu da Malezya deneyiminde, farklı hissedar grupları içinde görüş alış verişleriyle gruplar arası uyumun sağlanmasına özen gösterildiğine işaret etmektedir.

Pratik ve optimal çözüm olarak kar amaçlı şirkete dönüşecek borsaların düzenleme fonksiyonları sınırlandırmak olabilir. Burada düzenleyici otorite ile borsalar arasında istişareler yapıp, piyasa yapısına zarar vermeyecek, hassas ayar yaklaşımıyla borsaların

mevcut düzenleyici fonksiyonlarının hangilerin ne ölçüde sınırlandırılabilceği konusunda bir mutabakatın sağlanmasına ihtiyaç (MoUs- Mutabakat Zaptı) bulunmaktadır.

Dolayısıyla piyasa kısıtlamalarının yoğun olduğu ekonomilerde politika seçenekleri sınırlıdır. Böylesi piyasa şartlarında önemli değişiklik ihtiyacı halinde, bu değişikliklerin yapılmasını tümüyle piyasaya bırakmak yerine düzenleyici otoritelerin lider pozisyonu üstlenmesi gereklidir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde kar amaçlı şirkete dönüşüm konusunda piyasanın inisiyatifi yeterli olmayacağı gibi her gelişmekte ekonominin de şartları birbirine benzemeyebilir. Böyle bir ortamda düzenleyici otorite ve hükümete önemli roller düşmektedir<sup>19</sup>.

### **V.5. Borsaların Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm Süreci ve Halka Açılmalar**

1990'ların başında itibaren menkul kıymetler borsaları operasyonel ve organizasyon anlamında önemli değişikliklere yönelmişlerdir. Bu değişikliklerden en önemlisi borsaların üye sahipli ve kar amacı gütmeyen organizasyonlardan, kar amacı güden ve yatırımcı sahipli organizasyonlar dönüşümüdür.

Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşüm sürecinde ilk safhada kooperatif şeklinde kurulmuş ve borsa üyelerinin kontrolündeki Borsa'da, üyelere hisse verilerek Borsa'nın yasal sahibi haline getirilmiştir. Sonra sermaye artırımına gidilerek tahsisli satış yoluyla üyeler ve üye dışındaki kesimlere hisse satışı gerçekleştirilmiştir. Böylece borsa tahsis edilmiş paylarla kar amaçlı özel şirkete dönüştürülür. Kar amaçlı özel şirket haline dönüşmüş borsanın önünde iki seçenek vardır<sup>20</sup>:

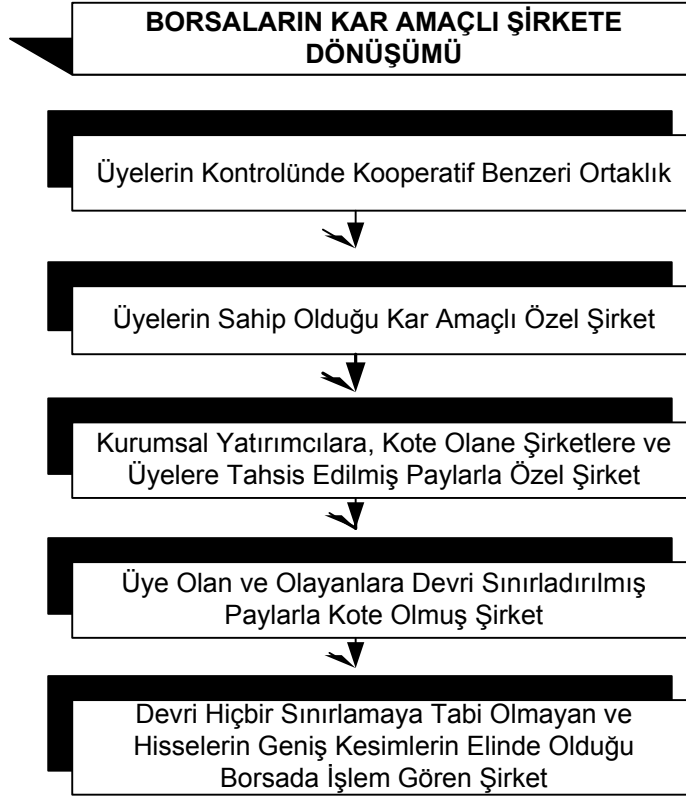
- i. Borsa, hisselerini devretmeksizin özel şirket olarak faaliyetlerini devam ettirmek,
- ii. Ya da borsanın kotasyonuna gidilerek hisse senetlerinin işlemleri üzerindeki bütün sınırlamalar kaldırılmasıdır.

---

<sup>19</sup> Elliott, J. (2002) "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective" IMF Working Paper, WP/02/119, IMF.

<sup>20</sup> Aggarwal, R. ve Sandeep D. (2006) "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchange" Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 18, No:3.

**Tablo 1: Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm Aşamaları**



İspanya ve İsviçre Borsaları kar amaçlı şirkete dönüşmüş olmalarına rağmen, borsaya kote olmamışlardır. Hisse senetleri borsada işlem görmemektedir. Ancak kar amaçlı şirkete dönüşen pek çok borsa sonradan borsaya kote olarak, hisse senetlerinin halka arz etmiş ve hisse senetleri borsalarda işlem görmeye başlamıştır.

Bir başka yöntem ise kar amaçlı işletme haline dönüşmüş borsa tek başına şirket olarak faaliyet göstermek yerine halka açılmış başka bir şirketin bağlı ortaklığına girmesidir. Örneğin İsveç Borsası (the OM Stockholmsbörsen AB) 1993 yılında kar amaçlı şirkete dönüştükten sonra borsada kote olan ve hisseleri halka arz olmuş OM Grup'un bağlı ortaklığı halinde faaliyet göstermektedir.

Birçok borsa kar amaçlı şirkete dönüştükten sonra sahiplik ve oy haklarında sınırlama getirmiştir. Örneğin borsanın sahipliği veya oy hakkı bir kişi ve grupça en fazla % 5'le sınırlandırılmıştır<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Ramos, Sofia Brito (2006) "why do stock exchanges demutualize and go public?" Swiss Finance Institute Research Paper No: 06-10

**Tablo 2: Kar Amaçlı Şirkete DönüŖen Borsalar**

Borsalar	Kar Amaçlı Şirkete DönüŖüm Tarihi	Halka Açıldığı/Borsa Kotuna Alındığı Tarih	İŖlem Gören BaŖlıca Ürünler	Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$)
<b>Avrupa Borsaları</b>				
Stockholm Menkul Kıymetler Borsası (OMX Nordic Borsası)	1993	1 Ocak 1993	Hisse Senedi, Hisse Senedi ve Faiz Türev İŖlemleri	1.118
Helsinki Menkul Kıymetler Borsası	1995			2003'de OMX Stockholm Borsasıyla BirleŖti.
Kopenhag Menkul Kıymetler Borsası	1996			2003'de OMX Borsasıyla BirleŖti.
Amsterdam Menkul Kıymetler Borsası	1997			2000'de Euronext'e katıldı.
İtalyan Borsası	1997	Planlamıyor	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İŖlemleri	959
İzlanda Menkul Kıymetler Borsası	1999			2006'da OMX Nordic Borsasıyla BirleŖti.
Atina Menkul Kıymetler Borsası	1999	28 Temmuz 2000	Hisse Senedi	232
Londra Menkul Kıymetler Borsası	2000	20 Temmuz 2001	Hisse Senedi	3 474
Alman Borsası (Deutsche Börse)	2000	5 Ŗubat 2001	Hisse Senedi, Hisse Senedi ve Faiz Türev İŖlemleri	1 858
Euronext	2000	10 Temmuz 2001	Hisse Senedi İŖlemleri ile Hisse Senedi, Döviz, Mal ve Faiz Türev İŖlemleri	3 728
Oslo Borsası	2001	28 Mayıs 2001	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İŖlemleri	285
BME İspanya Borsası	2001	Planlamıyor	Hisse Senedi, Hisse Senedi ve Faiz Türev İŖlemleri	1 618
İŖviçre Borsası	2002	Planlamıyor	Hisse Senedi	1 206
<b>Amerika Borsaları</b>				
Toronto Menkul Kıymetler Borsası	2000	12 Kasım 2002	Hisse Senedi	2 032
Nasdaq Menkul Kıymetler Borsası (AMEX dahil)	2001	1 Temmuz 2002	Hisse Senedi	3 703
Ŗikago Mal Borsası*	2002	6 Aralık 2002	Hisse Senedi, Döviz, Mal ve Faiz Türev İŖlemleri	25 170
Uluslar arası Menkul Kıymetler Borsası (ISE)*	2002	8 Mart 2005	Hisse Senedi Türev Ürünleri	2007'de Euronext ISE'yi satın aldı.

<b>Tablo 2- Devam</b>				
<b>Borsalar</b>	<b>Kar Amaçlı Şirkete Dönüşüm</b>	<b>Halka Açıldığı/Borsa Kotuna Alındığı</b>	<b>İşlem Gören Başlıca Ürünler</b>	<b>Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar \$)</b>
CBOT*	2005	19 Ekim 2005	Hisse Senedi, Mal ve Faiz Türev İşlemleri	CME ile 2006'da bileşti.
CBOE*	2007	Piyasa şartları düzelirse 2008 içinde.	Hisse Senedi, Faiz Türev İşlemleri	12 000
NYSE	2006	7 Mart 2006	Hisse Senedi	14 611
Amerikan Hisse Senedi Borsası	2007	2008?	Hisse Senedi	248
Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası (BM&F)	2007	Ekim 2007	Türev Ürünler.	Şubat 2008'de CME Grup BM&F'nin %10'unu satın aldı.
<b>Asya Borsaları</b>				
Avustralya Menkul Kıymetler Borsası	1998	14 Ekim 1998	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İşlemleri	1 159
Singapur Menkul Kıymetler Borsası	1999	16 Kasım 2000	Hisse Senedi, Hisse Senedi ve Faiz Oranı Türev İşlemleri	469
Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası	2000	27 Haziran 2000	Hisse Senedi, Hisse Senedi ve Faiz Oranı Türev İşlemleri	2 209
Sidney Vadeli İşlem Borsası*	2000	16 Nisan 2002	Hisse Senedi, Döviz, Mal ve Faiz Türev İşlemleri	2006 Yılında Avustralya Menkul Kıymetler Borsası ile Birleşti.
Filipinler Menkul Kıymetler Borsası	2001	15 Aralık 2003	Hisse Senedi	94
Osaka Menkul Kıymetler Borsası	2001	2 Nisan 2004	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İşlemleri	190
Tokyo Menkul Kıymetler Borsası	2001	2006	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İşlemleri	4 552
Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası	2003	4 Haziran 2003	Hisse senedi	45
Bursa Malezya	2004	18 Mart 2005	Hisse Senedi, Hisse Senedi Türev İşlemleri	318
Tayvan SE Borsası	Planlamıyor	Planlamıyor	Hisse senedi	596
Kore Borsası	Planlamıyor	Planlamıyor	Hisse Senedi ve Hisse Senedi, Döviz, Faiz Türev İşlemleri	957

\* Türev Ürün Borsaları

Kar amaçlı borsalara dönüşümün ilk öncüsü İsviçre'deki Stockholm Menkul Kıymetler Borsasıdır. Stockholm Borsası 1993 yılında kar amaçlı şirket haline dönüşmüştür. Stockholm Borsasını Helsinki (1995), Kopenhag (1996), Amsterdam (1997), Avustralya (1998) borsaları takip etmiştir.

Kar amaçlı işletmeler haline dönüşen borsaların bir sonraki aşaması hisselerinin halka arz edilip, teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesidir. Bunun ilk örneğinin Avustralya Menkul Kıymetler Borsası gerçekleştirmiştir. 1996 yılında kar amaçlı borsa çalışmalarına başlayan Avustralya Borsası 1998 yılında bu çalışmalarını nihayetlendirip şirket haline dönüşürken aynı yıl hisselerini halka arz etmiş ve kendi borsasında kote olup, hisseleri borsada işlem görmeye başlamıştır. Avustralya Borsasını, Atina, Londra, Toronto Borsaları ile Euronext takip etmiştir. Kar amaçlı şirkete dönüşen borsaların nihayetinde halka açılıp hisselerini borsalarda pazarlamaları ve işlem gördürmeleri genel bir teamül haline gelmiştir. Son ve önemli örnekleri ise Şikago Ticaret Borsası (CBOT, 2005), New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE, 2006) gibi dünyanın dev borsalarıdır.

## **V.6. Kar Amaçlı Şirkete Dönüşen Borsaların Düzenlemesi ve Denetlenmesi**

Borsalar gerek finansal sektör gerekse ekonominin bütünü bakımından önemli fonksiyonlar üstlenmektedir. Borsaya kayıtlı şirketlerin sermaye artırımında güçlüğü düşmesi veya kar performanslarının gerilemesi oluşacak likidite kayıpları yatırımcılar üzerinde önemli olumsuz sonuçlar doğurabilir. Gelirlerini önemli ölçüde kaydı altındaki şirketlerden sağlayan kar amaçlı şirkete dönüşen borsaların da, bu gelir kayıpları karşısında diğer şirketlerde olduğu gibi hata yapmaları ve ciddi problemlerle karşılaşma riskleri bulunmaktadır. Borsalar arasındaki rekabet ortamı, zayıf performans gösteren borsalardan yatırımcıları güçlü borsalar yönlendirme ve böylece hataların en aza indirilmesine katkı sağlayabilir<sup>22</sup>. Ancak her ne durumda olunursa olsun düzenleyici otoritelerin kar amaçlı şirkete dönüşmüş borsaları yakından gözetimi ve denetimi altında bulundurmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Örneğin Toronto Borsası erken uyarı sisteminin sonuçlarını ve finansal rasyolarını bir rapor halinde herhangi bir şikayet şartına bağlı bulunmaksızın düzenleyici otoritesine sunmaktadır.

Kar amaçlı şirkete dönüşen borsalar faaliyet izni alabilmek, iç kural ve işlem sistemlerinin onayı için düzenleyici otoriteye başvuruda bulunmak zorundadır. Ancak ABD’de ve bazı gelişmiş ülkelerde düzenleyici otoriteler borsalar üzerindeki yetkilerini öz düzenleyici kurumlara (SROs) aktarmış durumdadırlar. Ancak düzenleyici otoriteler arasında şöyle bir anlayış hakimdir: Kar amaçlı şirketler haline dönüşen borsaların karlarını maksimize etme ve hissedarlarının getirilerini yükseltebilme güdüsüyle iç denetim ve gözetim

---

<sup>22</sup> Reynier, H. (2005) “The Outlook for Stock Markets: The Behaviour of Actors and Public Authorities” IOSCO.



masraflarını azaltma ve azalan bu giderlerle fonksiyonlarını layıkıyla yerine getirmeme olasılığı bulunmaktadır. Borsaların genel olarak iç düzenleme fonksiyonu şunlardan oluşmaktadır:

- i. **İşlem Kuralları:** Borsa işlemleri için kural oluşturma, bu kurallara uyup uyulmadığını gözetimi ve denetimi,
- ii. **Piyasa bozucu davranışların önlenmesi:** Piyasadaki normal işlem akışını bozan ve adil fiyat oluşumuna engel olan manipülasyon gibi iş ve işlemlerin önlenmesi.
- iii. **Üyelik:** Üyelik ile ilgili usul ve esasları belirlemek, üyeler arasındaki anlaşmazlıkları gidermek.

Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşümü sonrası çıkar çatışması önplana çıkmaya başlamaktadır. Kar amaçlı oluşumunu tamamlanmış bir borsa, gelirlerini sağlayana karşı denetim ve cezai yaptırım konusunda eskisine nazaran daha çekinik olabilmektedir. Burada tartışılması gereken nokta “borsa gelirlerinin artırılması, bu yolla hissedarlarının hisse değerlerinin artırılması mı” yoksa “borsanın marka değeri ve piyasalarda edinilmiş marka değeri mi” daha önemli olduğudur. Hiç şüphesiz borsanın ticari başarısından daha önemli olan onun marka değerinin korunmasıdır. Bu alanda İsveç OM Grup şöyle bir yöntem geliştirmiştir: Piyasa ve otoritelerce ihtiyaç gösterilmedikçe aşırı düzenleme ve aşırı denetime gitmeyecektir. Ancak iyi bir denetim ve gözetimin çevresini oluşturup bunu en iyi şekilde uygulamak borsanın tek başına sorumluluğu altındadır.

Borsaların kar amacıyla kurulmuş şirketlere dönüşümü sonrasında düzenleyici fonksiyonları ile diğer fonksiyonlarının ayrıştırılması bir yöntem olarak önerilebilir. Örneğin Nisan 2000 başında NASD, kar amaçlı şirkete dönüşüm çalışmalarını başlattığında ikili bir yapı öngörmüştür. Bu yapıda NASDR (NASD Düzenleyici Şirketi) NASD'nin düzenleme fonksiyonunu yerine getirirken, NASDAQ ise borsa faaliyetlerini yani ticari işletme mantığı ile alım satım ve diğer fonksiyonlarını yapmaktadır. Bu yapı çıkar çatışmalarını en aza indirecek özellik taşımaktadır.

Kar amaçlı şirkete dönüşen borsalar denetim ve düzenleme fonksiyonunu bağımsız üçüncü bir tarafa da devredebilir. Bu yaklaşım, çıkar çatışması olgusunu tamamıyla önleyebilecek mahiyet taşımaktadır. Ancak üçüncü tarafın çok iyi seçilmesi önemlidir. Üçüncü taraf otoriteler ve piyasalar nezdinde saygın, hatırı sayılır bir kurum olmasının yanında Borsanın marka değerine zarar verebilecek bir kurum olmaması gerekir. ABD'deki

vadeli işlem piyasalarında için taraf olarak Ulusal Vadeli İşlem Birliği (National Futures Association) birkaç borsa için yukarıda sayılan fonksiyonları tek başına yerine getirmektedir.

Düzenleme ve denetim konusu kar amaçlı şirkete dönüşüm sonrası daha ön plana çıkmasına rağmen, borsaların sınır ötesi birleşme ve satın almaların artışı düzenleme fonksiyonunun nasıl yapılacağını ve/veya yeterli düzenleme ve denetim olup olmadığına ilişkin soruları daha çok tartışılır hale getirecektir.

## VI. BORSALARDA BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR

Finansal piyasalarda son yıllarda ortaya çıkan bir başka eğilim ise borsalardaki ortaklıklar, birleşmeler ve satın almalarıdır. Borsalardaki birleşme, menkul kıymet borsalarının sınır ötesi borsalarla birleşmesi, stratejik işbirlikleri ya da türev araç borsalarıyla birleşmesi şeklinde olmaktadır (hatta ürün borsalarıyla).

Birleşme ölçek ekonomisinden yararlanma, yeni teknolojilere uyum, geniş bir ürün ve hizmeti bir çatı altında tutma güdüsünden kaynaklanmaktadır.

Teknolojideki gelişimle birlikte borsa dışı işlemlerdeki artış, büyük borsaların küçüklerin işlem yaptıkları piyasalara girişi gibi faktörlerle borsalar arası birleşme ve satın almalar sıklaşmıştır<sup>23</sup>.

Borsaların en önemli avantajı olan güvenli bir piyasa ortamında likidite sağlama ve her fiyat düzeyinde piyasa katılımcısına alım satım imkanı sunmak ve menkul kıymetlerin takasının gerçekleştirmek fonksiyonu piyasada var olmak için yeterli bir olmamaya başlamıştır. Bu sorunun çözümü için,

- ölçeğin büyütülmesiyle ölçek ekonomisinin katkısıyla maliyetlerin düşürülmesi,
- işlemlerin etkinliğinin artırılmasına yönelik olarak işlem ve takas teknolojisine yatırım

ana koşullar haline gelmiştir. Pek çok borsa bu yeni dünya düzeninde rekabet edebilecek donanım ve büyüklükten yoksundur. Bu nedenle borsalar arası birleşmelerle transatlantik dev borsaların ortaya çıkışı tesadüf değildir.

1998 yılından itibaren borsaların birleşme eğilimleri artmaya başlamıştır. Başarılı en önemli örneklerden biri 2000 yılında Amsterdam, Brüksel ve Paris borsalarının birleşmeleriyle ortaya çıkan Euronext N.V.'dir. Borsalar arası birleşme ve satın alma örneklerin bakıldığında finansal piyasalarda entegrasyonun yanında kıtalararası ortaklıklar ve oligopolistik bir yapının ortaya çıkmaya başladığı görülecektir. 100 milyar dolarlık toplam piyasa kapitilizasyonunun % 61'i beş büyük borsanın elindedir (CME, Deutsche Börse, NYSE, Euronext, HKEX).

---

<sup>23</sup> Culhane, Noreen (2007) "A Global View: Examining Cross-Border Exchange Mergers" NYSE.

Borsaların günümüzde borsalar iki noktaya odaklanmış durumdadırlar: Sermayelerini nasıl yönetecekleri ve olası borsalar arası birleşmelere karşı kendi pozisyonlarını nasıl koruyacaklarıdır. Borsalar arasında birleşme ve satınalmaların artışı, borsalar arasında rekabeti artırırken; yeni trend coğrafi monopollerden kıtalararası oligopollere doğrudur.

Şikago Mal Borsası (Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc., CME) ile Şikago Ticaret Borsası (Chicago Board of Trade Holdings Inc., CBOT) Ekim 2006'da Şikago Mal Borsası Grubu (CME Group Inc.) adı altında birleşti. Bu birleşme sonucu 25 milyar dolarlık piyasa kapitalizasyon değeri ile dünyanın en büyük türev borsası ortaya çıkmıştır.

Bu birleşme sonucu küresel ölçekte türev piyasalarda önemli bir atılım beklenirken; birleşmiş dev şirket ile uluslar arası rekabette önemli bir avantaj sağlanacağı beklenmektedir. Birleşme ile borsa üyeleri ve müşteriler için işlem maliyetleri ile operasyonel maliyetlerde düşüş beklenmektedir. Maliyetlerde sağlanacak avantajlarla şirketin hissedarlarının da önemli menfaatler sağlamaları öngörülmektedir. Birleşmeyle birlikte şirket günlük 4.2 trilyon dolarlık işlem hacmine (9 milyon sözleşme) erişmiştir. Birleşen şirket, gayrimenkulden enerjiye, faiz oranı, döviz kuru, tarımsal ürün vadeli işlem sözleşmelerine kadar geniş bir alanda faaliyet alanına kavuşmuştur. Bu birleşme sonucunda 24 saat işlem yapma olanağı bulunan CME Globex işlem platformuyla CBOT'un sesli pazarlık usulüne göre çalışan salon işlem sistemi müşterilere geniş bir seçim olanağı sağlayacak, bütün takas işlemleri ise CME'nin takas sisteminden geçecek.

### **Birleşmenin Stratejik Yararları**

- ***İşlem Hacminin Artışı:*** Birleşme sonucu artan işlem hacmiyle birlikte gelirlerde artış beklenmektedir.
- ***Sinerjiden Yararlanma:*** Yıllık olarak vergi öncesi maliyetlerde 125 milyon dolarlık tasarruf sağlanacaktır.
- ***Operasyonel Etkinlik:*** Her iki borsanın salon sistemi bulunmakta ancak birleşme sonrası salon sadece CBOT'ta kalacaktır. Salonun teke indirilmesi maliyet avantajı sağlayacaktır. Teknolojinin takibi ve uygulanması daha kolay hale gelecektir. Bilgi işlem teknolojisinin yoğun kullanıldığı CBOT ürünleri ise CME'nin Globex'e kaydırılarak operasyonel etkinlik sağlanabilecektir.
- ***Stratejik pozisyon sağlamak:*** İş hacmi ve alanında genişleme, yeni ürünlere adaptasyon ve tezgah üstü piyasalara erişim stratejik hedefler arasında bulunmaktadır.

Mart 2008'de CME Grup New York Mal Borsası'nı (NYMEX) satın almıştır. Bu satın alma sonucu şirketin gerek nakit piyasasında gerekse tezgahüstü piyasalarda öncü rol üstlenmesi ve hızla gelişen enerji piyasasında lider konuma gelmesi öngörülmektedir. Birleşme işlemi sonrasında şirket, finansal ve tarım borsaları ile düzenlenmiş enerji ve metal borsalarında lider konuma yükselecektir. CME Globex platformunun yardımıyla da dünya çapında 24 saat erişim olanağı sunacaktır.

Birleşme sonrasında NYMEX salon işlem sistemine devam edecektir. NYMEX sonrasında CME Grubun sözleşme sayısı günlük 1 milyon adet artacak (böylece 10 milyon sözleşmenin üzerine çıkılacak). NYMEX birleşmesi sonrasında enerji ve metal konularında şirket Ortadoğu ve Asya piyasalarına erişimi olanaklı hale gelecektir.

NYMEX dünyanın en büyük fiziksel ürünlerin işlem gördüğü borsasının olmasının yanında enerji vadeli ve opsiyon işlemlerinin, metal sözleşmelerinin işlem gördüğü bir borsa özelliğini taşımaktadır. NYMEX'in vadeli petrol ürün fiyatları, dünyada petrol fiyatlarında benchmark özelliği taşımaktadır.

NYSE Euronext 6 Mart 2008 tarihinde Amerikan Hisse Senedi Borsası (Amex) satın almak için Federal Ticaret Komisyonuna başvurdu. Ayrıca ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu'nun (SEC) birleşme için gerekli S-4 formunu (genel vekaletname ve izahname için) doldurup, üyelerine göndermeleri gerekiyor. Bu işlemlerden sonra birleşme nihayetlenmiş olacaktır.

OMX ile Nasdaq'ı birleşimi teknoloji sinerjiden faydalanılması anlamında önemli örneklerden biridir.

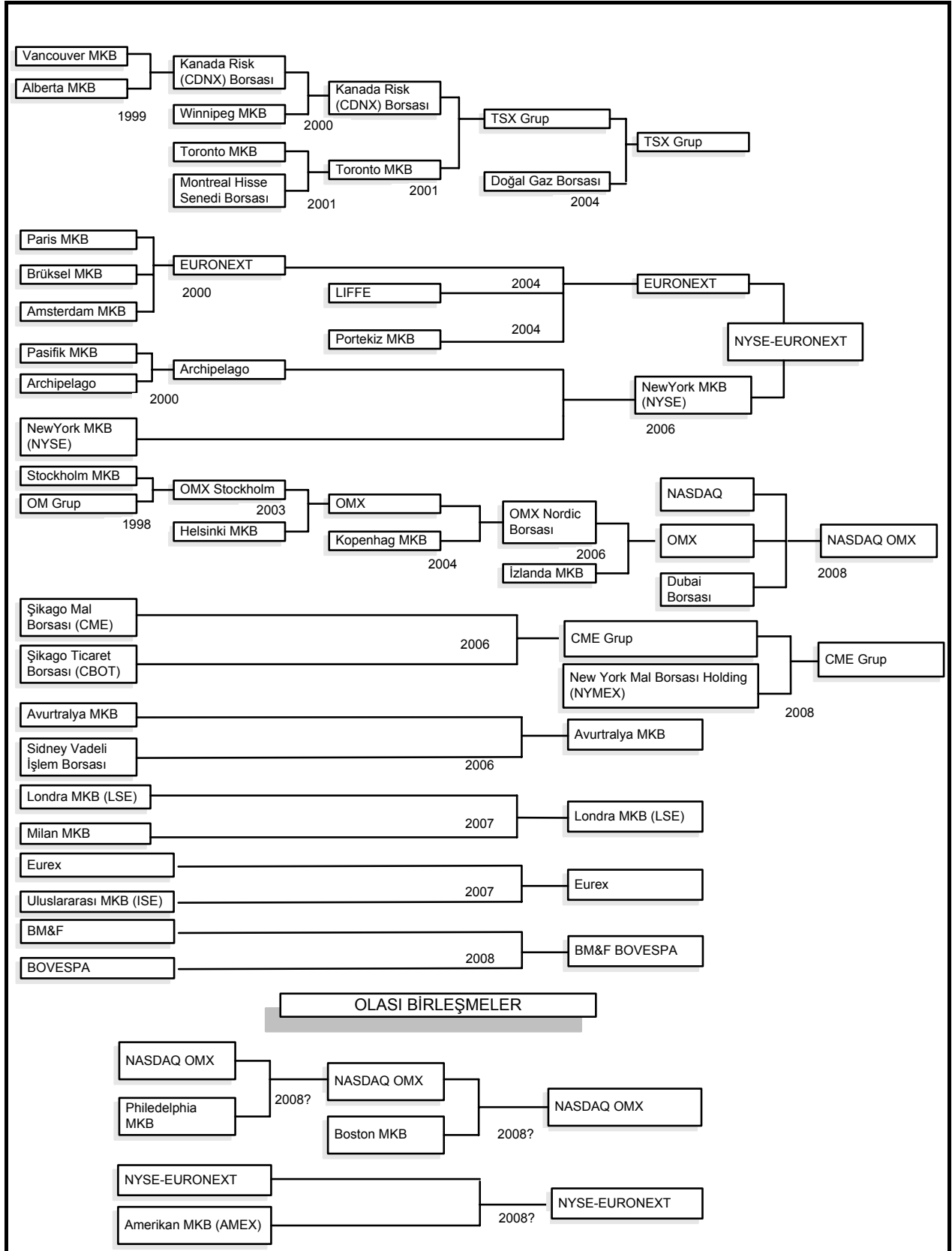
En son birleşme Güney Amerika'da gerçekleşmiştir. Brezilya'nın iki büyük borsası olan Sao Paulo Menkul Kıymetler Borsası (Bovespa) ile Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası (BM&F) 8 Mayıs 2008'de birleşme kararı alarak 22 milyar dolarlık piyasa değerinde BM&FBOVESPA SA adı altında bir birleşik borsa haline gelmiştir. Yeni şirket Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonunun kaydı altı altına girecek.

Yeni borsa Latin Amerika'nın en büyük borsası haline gelirken, piyasa kapitalizasyonu anlamında da dünyanın üçüncü büyük borsası olmuştur. Yeni yapısıyla borsa hisse senedi, türev ürünler, emtia, tezgahüstü piyasa gibi geniş bir yelpaze de hizmet verir hale gelmiştir. BMFBOVESPA salon bazlı işlemlerin yanında elektronik ve internet bazlı işlem olanaklarını vermekte, böylece müşterilerine uzaktan erişim yoluyla risklere karşı

korunma, piyasalar ve menkul kıymetler arasında arbitraj fiyatlaması yapabilme imkanları sunmaktadır.

Aşağıdaki diyagramdan da görüleceği üzere 1990'ların sonunda itibaren borsa birleşmelerinin ve satın almalarının hız kazandığı görülmektedir. 1990 öncesinde ulusal bir borsaya sahip olmak avantaj olarak görülüp, her ülke borsasını büyütmek için ayrıcalık ve teşvikler sağlarken, 2000'lerle birlikte bu trendin kırıldığı görülmektedir. Borsalar için yeni dönem küresel rekabet ortamını işaret etmektedir. Yeni transatlantik ortaklıklar ortaya çıkmakta, her ülkenin en az bir borsası zihniyetinden bir grup altında küresel gücün bir parçası olma gayreti ana hedeflerden biri olmaktadır. Artık menkul kıymet borsaları menkul kıymet borsalarıyla birleşir yaklaşımı terk edilmekte, hangi piyasada rekabet olanağı ve avantajı sağlanabileceği öngörülüyorsa her hangi bir kıstas olmaksızın birleşmeler gündeme gelmektedir. Bir menkul kıymetler borsası rahatlıkla elektronik bir işlem platformuyla ortaklık kurabildiği gibi türev piyasalarda faaliyet gösteren bir borsayla da ortaklık kurabilmektedir. Hatta borsalar düzenlenmemiş piyasalara yönelmekte, tezgahüstü piyasalardan pay kapabilmek için çeşitli satın alma birleşme, kendi iç organizasyonlarında değişikliklere gidebilmektedir. Eskinden sadece bir bölge, bir kıtada kurulu şirketlerle birleşme kavramı terk edilmiş, ABD'deki borsalar Avrupa'da kurulu olanlarla, Avrupa kurulu olanlar, Asya, Ortadoğu borsaları ile ortaklıklara, birleşmeler ve satın almalara yönelmektedir. İktisat literatüründe sermayenin vatanı olmaz yaklaşımı, günümüzde fiilen gözlemlenir olmuştur.

**Tablo 3: Borsalar Arası Birleşme ve Satın Almalar**



Kaynak: İlgili Borsaların Web Sayfaları, Yabancı Basın Haberleri ve WFE Focus March 2008.

Borsaların yasal statülerinde değişiklikler kadar birleşmelerin rakamlara aksetmesi de büyük değişime işaret etmektedir. Yeni oluşumda hizmet ağı, ürün çeşitliliği fazla transatlantik borsalar ortaya çıkarken, çoklu borsa yapısından daha az sayıda ama devasa şirketlerin boy gösterdiği bir anlamda oligopolistik bir piyasa yapısına geçiş süreci yaşanmaktadır.

**Grafik 3: Borsa Kapitalizasyonlarının Dağılımı (%)**



Kaynak: WFE

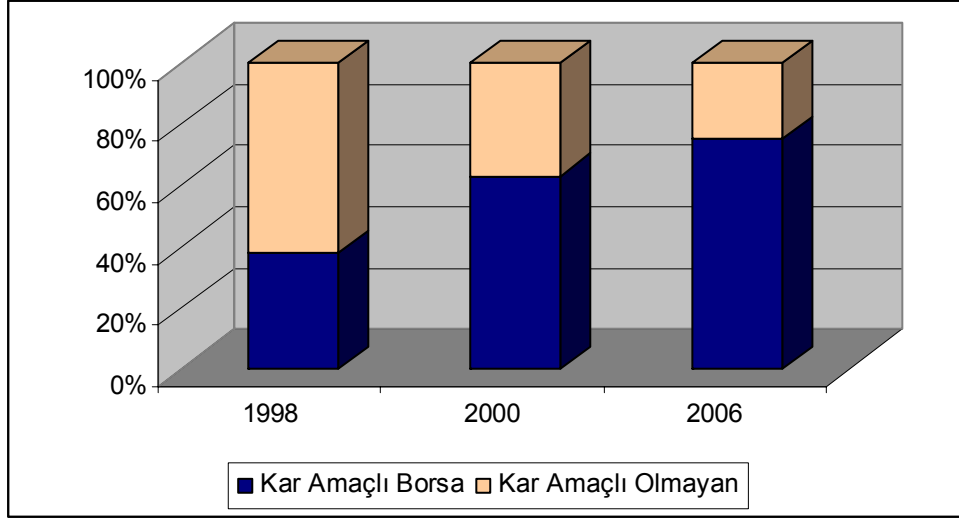
Dünya Borsalar Federasyonu'na (WFE) üye borsaların bölgeler itibariyle toplam piyasa değerlerine (kapitalizasyon) bakıldığında Amerika Kıtasının payının hızla azalmasına karşılık Asya Pasif borsalarının paylarının önemli oranda arttığı görülmektedir. Bunda Asya Pasif bölgesindeki ekonomilerin hızla büyümelerinin şirketler kesimine yansımalarının payı olduğu düşünülmektedir. 1998 yılında Amerika Kıtasındaki borsaların dünya borsa kapitalizasyonu içindeki payı % 54 iken, 2008 yılında % 41'e gerilediği, buna mukabil Asya Pasif ülke borsalarının ise aynı dönemde paylarını % 18'den % 32'e çıkardıkları görülmektedir. Avrupa, Afrika, Ortadoğu ülke borsalarının ise ele alınan dönem içinde % 30 civarındaki paylarında önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir.

Finansal piyasalarda 1990'larda başlayan borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşümünün 1998'den sonra hızlandığı görülmektedir. 1998 WFE üyesi borsaların sadece



% 38'i kar amaçlı şirkete dönüşmüş iken, bu oran 2000 yılında % 63'e, 2006 yılında ise % 75'e çıkmıştır. Bir başka ifade ile dünyada WFE üyesi borsaların dörtte üçü kar amaçlı şirkete dönüşmüş durumdadır.

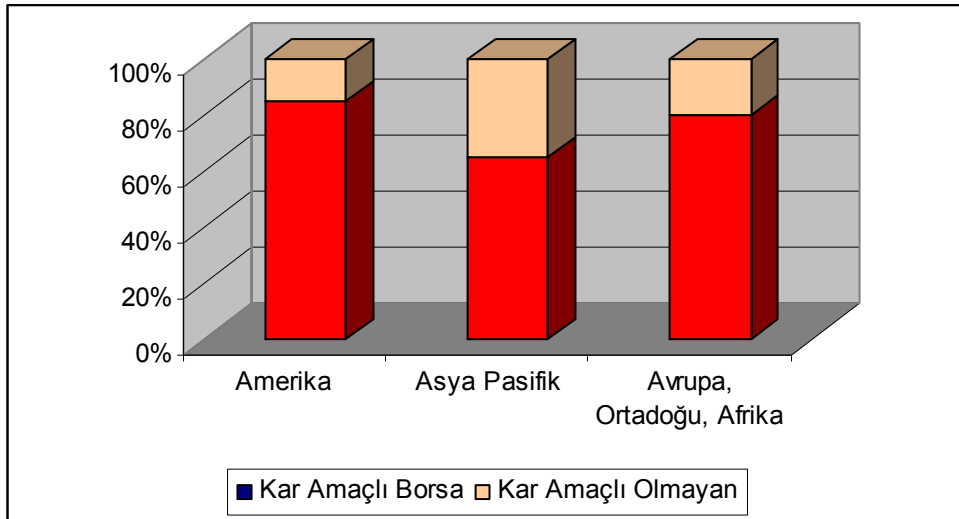
**Grafik 4: Borsaların Kar Amacına Göre Dağılımı (%)**



Kaynak: WFE "Cost&Revenue Survey 2006" Ekim 2007.

Bölgeler itibariyle bakıldığında kar amaçlı şirkete dönüşüm oranının en yüksek olduğu bölge Amerika Kıtası ülkeleri iken, en düşük oran Asya Pasifik ülke grubuna ait bulunmaktadır.

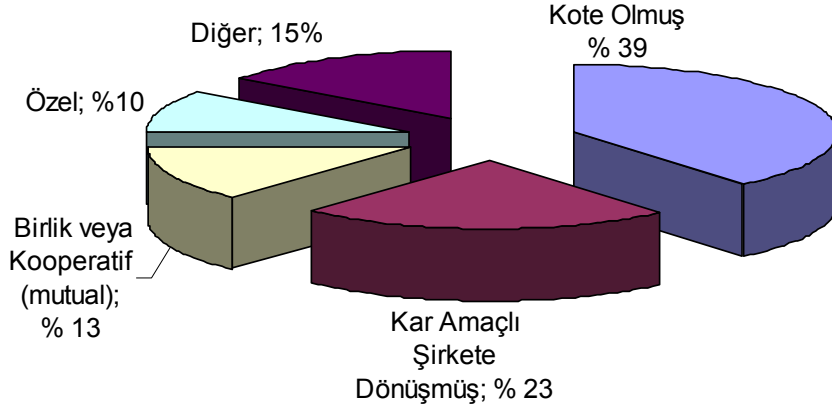
**Grafik 5: Borsaların Kar Amacına Göre Bölgesel Dağılımı (2006; %)**



Kaynak: WFE "Cost&Revenue Survey 2006" Ekim 2007.

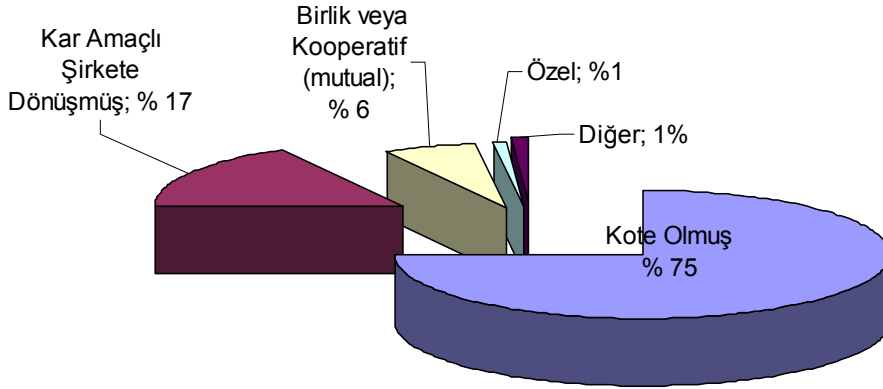
Yüksek gelir grubundaki ülkelerin borsalarının % 90'ndan fazlası kar amaçlı şirket olarak faaliyet gösterirken, düşük/orta gelir grubundaki ülkeler grubunda kar amaçlı şirkete dönüşüm % 52 civarındadır.

**Grafik 6: Borsaların Yasal Statüsü (2006; %)**



2006 yılı sonu itibariyle WFE üyesi borsaların % 39'unun hisseleri borsada işlem görmekte, % 23'ü kar amaçlı şirkete dönüşmüş durumdadır. Üyelerinin sahipliğine dayanan birlik veya kooperatif benzeri borsaların payı ise % 13 gibi düşük bir düzeyde bulunmaktadır.

**Grafik 7: Yasal Statülerine Göre Borsaların Piyasa Kapitalizasyonları (2006; %)**



Yasal statülerine göre borsaların piyasa değerlerine bakıldığında kote olmuş (hisseleri işlem gören) borsaların payı % 75'e çıkmaktadır. Üye sahipli borsaların payı ise ancak % 6 düzeyinde kalmaktadır.

## VII. BORSALARA STRATEJİK YAKLAŞIM

Ramos'un (2006)<sup>24</sup> 109 menkul kıymetler borsası ele aldığı çalışmasında, kar amaçlı şirkete dönüşüp, hisselerini halk arz eden borsaların bulunduğu ülkelerin ekonomik ve siyasi serbestilerinin olduğu ve bu ülke borsalarının uluslar arası ölçekte rekabetle mücadele etme zorunluluğu bulunduğunu ifade etmektedir. Normal şirketlerdeki halka açılma amaçlarıyla, borsaların halka açılma güdeleri aynı olmamakla birlikte; menkul kıymet borsalarının halka açılmasının diğer şirketlere göre daha riskli olduğuna ilişkin bir kanıt bulunamamıştır.

**Tablo 4: Yeni Dünya Düzeninde Borsaların Swot Analizi**

Swot Analizi	
<b>Tehditler</b> - Değişen emir akışı, piyasaya yeni girişler, marjın baskısı - Teknolojik hatalar - Fiyat baskısı - Düzenleme	<b>Fırsatlar</b> - Ana faaliyet konusu hisse senedi işlemlerinin ötesinde büyüme ve inovasyonu hedeflemek - Birleşme ve bütünleşmeye fırsatlarını yakalamak - Müşteri risk yönetiminde gelişmeler, maliyet ve sermayenin etkinliği, tezgahüstü piyasalar pastasından pay alma,
<b>Stratejik Hedefler</b>	
1. <i>Ana faaliyet konusunda optimizasyon</i> a. Müşteriler ilgili rollerin yeniden tanımlanması b. Alternatif işlem modelleri yaratmak c. Hizmet alanlarının farklılaştırmak, d. Borsada üretilen bilgiyle ilgili hizmet ağının geliştirilmesi	
2. <i>Büyümeye odaklanmak (hizmet ve müşteri bazlı)</i> a. Mevcut piyasa şartlarına uygun ve zekice yeni ürün tasarımı b. Aracılardan (broker/dealer) son kullanıcı olan müşterilere uzanan zincir içinde seçici hizmet anlayışını benimsemek c. Geleneksel ürünler dışında da büyümeyi hedeflemek d. Tezgahüstü piyasaları kapsam dışında bırakmadan, tezgahüstü piyasadan faydalanmak	
3. <i>Yönetişim (governance)</i> a. Stratejik karar almada “zamanlama”nın öneminin farkında olmak. Gerekliğinde “halka açılma mı yoksa başka borsa ve organizasyonlarla konsolidasyona mı gitmek daha faydalı ve mantıklı” olduğu konusunda net kararlar verebilmek. b. Stratejik ortaklığın gerekli özen ve değeri vermek	

<sup>24</sup> Ramos, Sofia Brito (2006) “why do stock exchanges demutualize and go public?” Swiss Finance Institute Research Paper No: 06-10

Kar amaçlı şirkete dönüşen borsalar bir süre sonra rekabet olanaklarını artırabilmek için diğer borsalarla birleşmeye yöneliyorlar. Kar amaçlı şirkete dönüşmeyen borsalarda genelde bölgesel tercihler ön plana çıkıyor. Özellikle Güney Amerika ve Ortadoğu kamu ve üye bazlı borsaları bu yönde eğilimdedir.

Kar amaçlı şirkete dönüşen, halka açılan ve nihayet birleşen borsaların bu dönüşümlerini gerçekleştirmelerindeki gaye ve hedefler Ramos'un işaret ettiği akademik bulgularla örtüşmektedir. Buradan çıkan sonuç bir borsanın yasal statüsünü değiştirmeden önce faaliyette bulunduğu piyasa, ekonomi ve uluslar arası rekabetteki konumunu iyi belirlemesi gerektiğidir. Amerika ülkelerinde yoğun kar amaçlı şirkete dönüşüm gözlenirken, Asya ülke borsalarında bu yoğunlukta bir dönüşüm gözlenmemektedir. Halbuki Asya Pasifik ülkeler borsalarının zaman içinde finansal piyasalardan aldıkları pay giderek artmaktadır. Dolayısıyla bir borsanın yapısını değiştirmeden önce fayda maliyet analizi yapması, böyle bir değişikliğin borsaya getireceği olası fırsatlar ile tehditlerin iyi tanımlanması ve ölçülmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Nihayetinde yasal statü değişikliğine gidecek borsanın stratejik hedeflerinin önceden hazır edilmesi gerekmektedir.

## VIII. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Yeni dünya düzeninde borsalar işlem kuralları ve kararlarında son kullanıcısı yani gerçek müşteri hedef almaktadır. Borsa hissedarları da müşteri memnuniyetinden birinci derecede istifade eder hale gelmişlerdir. Dolayısıyla borsada yaratılan değerden borsa üyelerinin menfaat sağlamaları ikinci plana itilmiştir. Bunları yerine borsada yaratılan değerden kurumsal ve bireysel hissedarlar birinci derece faydalanır hale gelmiştir.

Günümüzde borsalar iki noktaya odaklanmış durumdadırlar: Sermayelerini nasıl yönetecekleri ve olası borsalar arası birleşmelere karşı kendi pozisyonlarını nasıl koruyacaklarıdır. Bir menkul kıymetler borsası rahatlıkla elektronik bir işlem platformuyla ortaklık kurabildiği gibi türev piyasalarda faaliyet gösteren bir borsa ile da ortaklık kurabilmektedir.

Borsaların yasal statülerinde değişiklikler kadar birleşmelerin rakamlara aksetmesi de büyük değişime işaret etmektedir. Yeni oluşumda hizmet ağı, ürün çeşitliliği fazla transatlantik borsalar ortaya çıkarken, çoklu borsa yapısından daha az sayıda ama devasa şirketlerin boy gösterdiği bir anlamda oligopolistik bir piyasa yapısına geçiş süreci yaşanmaktadır. Borsalar arasında birleşme ve satın almaların artışı, borsalar arasında rekabeti artırırken; yeni trend coğrafi monopollerden kıtalararası oligopollerin oluşmasına neden olabilecek potansiyele sahiptir.

Kar amaçlı şirkete dönüşüp hisselerini halka arz eden borsalar, yeni rekabet ortamında bir yandan teknoloji yatırımı için ilave sermaye imkanına kavuşurken diğer yandan piyasa katılımcıları arasındaki çıkar çatışmaları ve anlaşmazlıklar kurumsal yönetim anlayışı ile çözümlenebilmektedir. Eski sistemde borsa üyelerinin gelirlerini korumayı amaçlayan anlayış, yerini yeni sistemle birlikte borsa hisse sahiplerinin gelirlerini etkin yönetimle birlikte maksimize etmeye odaklanmıştır. Yeni sistemle birlikte borsa üyelerinin etkisinin yok olacağı anlamı çıkarılmamalıdır, bazı durumlarda kar amaçlı şirkete dönüşümle birlikte borsa üyelerinin ağırlığı sürüyor olabilir ancak burada karar alma sürecinin ve borsa sahipliğinin daha geniş katılımlı bir yapıya devri söz konusudur. Böylece karar alma süreci profesyonel yönetim ekibine geçerken, bu yönetimle borsanın hissedarlarına odaklı, borsa işlemlerinde karar ve etkinliğin ön planda tutulduğu bir anlayış hakim olmaktadır.

Son yıllarda düzenleyici otoriteler, borsaların aldıkları ücretlere ve aracılardan işlem maliyetlerine odaklanmış durumdadırlar. Olması gereken düzenleyici otoritelerin sadece işlem

maliyetleriyle değil bütün piyasanın etkinliğiyle uğraşmalarıdır. Mali piyasa düzenleyicileri fiyat keşfi konusunda piyasa bölüntülenmesinin etkilerini düşünmelidirler. Piyasa bölüntülenmesinin risk transferi ve sermaye piyasalarındaki bilgi üzerine ikincil etkilerini de göz önüne almaları gerekmektedir. Borsa dışı işlemler güçlü fiyat rekabetini engeller, bu engelleme alış satış marjlarının açılmasına, daha az derinliği ve yükselen işlem maliyetlerine neden olur.

Düzenleyici otoriteler arasında şöyle bir anlayış hakimdir: Kar amaçlı şirketler haline dönüşen borsaların karlarını maksimize etme ve hissedarlarının getirilerini yükseltebilme güdüsüyle iç denetim ve gözetim masraflarını azaltma ve azalan bu giderlerle fonksiyonlarını layıkıyla yerine getirmeme olasılığı bulunmaktadır.

Borsaların kar amaçlı şirkete dönüşümü sonrası çıkar çatışması önplana çıkmaya başlamaktadır. Kar amaçlı oluşumunu tamamlanmış bir borsa, gelirlerini sağlayanlara karşı denetim ve cezai yaptırım konusunda eskisine nazaran daha çekinik olabilmektedir. Burada tartışılması gereken nokta “borsa gelirlerinin artırılması, bu yollar hissedarlarının hisse değerlerinin artırılması mı” yoksa “borsanın marka değeri ve piyasalarda edinilmiş marka değeri mi” daha önemli olduğudur. Hiç şüphesiz borsanın ticari başarısından daha önemli olan onun marka değerinin korunmasıdır.

Gelirlerini önemli ölçüde kaydı altındaki şirketlerden sağlayan kar amaçlı şirkete dönüşen borsaların da, bu gelir kayıpları karşısında diğer şirketlerde olduğu gibi hata yapmaları ve ciddi problemlerle karşılaşma riskleri bulunmaktadır. Borsalar arasındaki rekabet ortamı, zayıf performans gösteren borsalardan yatırımcıları güçlü borsalar yönlendirme ve böylece hataların en aza indirilmesine katkı sağlayabilir. Ancak her ne durumda olunursa olsun düzenleyici otoritelerin kar amaçlı şirkete dönüşmüş borsaları yakından gözetimi ve denetimi altında bulundurmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Düzenleme ve denetim konusu kar amaçlı şirkete dönüşüm sonrası daha ön plana çıkmasına rağmen, borsaların sınır ötesi birleşme ve satın almaların artışı düzenleme fonksiyonunun nasıl yapılacağını ve/veya yeterli düzenleme ve denetim olup olmadığına ilişkin soruları daha çok tartışılır hale getirecektir.

Bir borsanın yasal statüsünü değiştirmeden önce faaliyette bulunduğu piyasa, ekonomi ve uluslar arası rekabetteki konumunu iyi belirlemesi gerekmektedir. Dolayısıyla bir borsanın yapısını değiştirmeden önce fayda maliyet analizi yapması, böyle bir değişikliğin borsaya getireceği olası fırsatlar ile tehditlerin iyi tanımlanması ve ölçülmesine ihtiyaç bulunmaktadır.

Nihayetinde yasal statü değişikliğine gidecek borsanın stratejik hedeflerinin önceden hazır edilmesi gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

Aggarwal, R. (2002) "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges" Journal of Applied Corporate Finance, p. 105-113.

Aggarwal, R. ve Sandeep D. (2006) "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchange" Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 18, No:3.

Aggarwal, R., Ferrell, A. ve Jonathan K. (2006) "US Securities Regulation in a World of Global Exchanges" www.sec.gov/news/speech/2006/spch062006aln.htm.

Akhtar, S. (2002) "Demutualization of Stock Exchanges" Asia Development Bank, Malina/Philippines.

Altun, Oğuz (2008) "Borsa Anlayışındaki Değişim ve Borsaların Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşümü" Hizmete Özel Araştırma Raporu, SPK, Ankara.

Altun, O. ve O. Can Mutan (2008) " Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi" Yayın No: 23, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı.

Ayyıldız, M. (2000) "Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler" Yeterlik Etüdü, SPK, Ankara.

Campos, R.C. (2006) "Regulatory Role of Exchange and International Implications of Demutualization" US Securities and Exchange Commission, Armonk, New York.

Çikot, Ö. (2008) "Borsa Birleşmeleri ve Stratejik Ortaklıklar" Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 68, TSPAKB.

Culhane, Noreen (2007) "A Global View: Examining Cross-Border Exchange Mergers" NYSE.

Donohue, C.S. (2008) "The Changing Structure of Capital Markets" WFE Focus No:179.

Elliott, J. (2002) "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective" IMF Working Paper, WP/02/119, IMF.

Güngör, A.İ. (2001) "Borsalar Arası İşbirliği, Birleşme ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasaları" Yeterlik Etüdü, SPK, Ankara.



Holthouse, David (2002) “Demutualization of Exchanges- The Conflicts of Intrest (An Australian Perspective)” Demutualization of Stock Exchanges- Problems, Solutions and Case Studies, Edit by Shamshad Akhtar, Asian Development Bank.

Hughes, Pamela S. (2002) “Background Information on Demutualization” Demutualization of Stock Exchanges- Problems, Solutions and Case Studies, Edit by Shamshad Akhtar, Asian Development Bank.

Hughes, P.S. ve Ehsan Z. (2006) “Exchange Demutualization” Blake, Cassels&Graydon LLP.

Karacan, A.İ. (2003) “Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları - Türkiye İçin Model Arayışı” TSPAKB, İstanbul.

Khan, R.R. (2008) “Corporatization, Demutualization and Integration”, Securities and Exchange Commission of Pakistan, Islamabad.

Lee, Ruben (2003) “Consolidation and Demutualization: What Strategies Should Exchanges Adopt in the Future?” Oxford Finance Group, OECD, Tokyo Round Table.

Lee, Ruben (2003) “Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading” 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference.

MacRae, Desmond (Jan.2003) “A Bad Bet For Public Exchanges? Demutualization Is Not the Only Answer” Traders Magazine, USA.

Mendiola, A. ve Maureen O. (2003) “Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges” Cornell University.

Ramos, Sofia Brito (2006) “why do stock exchanges demutualize and go public?” Swiss Finance Institute Research Paper No: 06-10

Reynier, H. (2005) “The Outlook for Stock Markets: The Behaviour of Actors and Public Authorities” IOSCO.

Serifsoy, B. (2005) “Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance” Working Paper Series: Finance&Accounting, No: 157, Goethe University, Frankfurt.

S. Karmel, Roberta (2005) “Stock Exchange Governance And The Future Of Self-Regulation” Brooklyn Law School, New York, U.S.A.

Steil, Benn (2002) “Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences” 02-15, The Wharton School, University of Pennsylvania

Steil, Benn (3 Nisan 2006) “Will Europe’s Glorious Trading Revolution Continue?” Financial Times.

Wolburgh Jenah, Susan (2007) “Commentary on A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework” Volume 48, Harvard International Law Journal / Vol. 48

Worthington, A. ve Helen H. (2005) “Market Risk in Demutualised Self-listed Stock Exchanges” Working Papers Series, University of Wollongong.

## **RAPORLAR**

Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi, Şub.2006, TSPAKB.

Cost & Revenue Survey, 2006, WFE.

İMKB Özelleşmesi Hakkında Rapor, Haz. 2003, TSPAKB.

Euronext 2002 Yıllık Raporu

Mapping Global Capital Markets 4.Yıllık Rapor, McKinsey Global Institute, 2008.

Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, 2007/II, SPK.

Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution Final Repor, Nov. 2006,  
IOSCO.

Tokyo Borsası 2007 Yıllık Raporu

WFE Governance of Exchange Survey, Mart 2006

WFE Yıllık Rapor ve İstatistikleri 2006 , 2007.

WFE Focus, Mart 2008.

## **INTERNET SİTELERİ**

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

[www.cmegroup.mediaroom.com](http://www.cmegroup.mediaroom.com)

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

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

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

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

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

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

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

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

[www.fese.be](http://www.fese.be)

[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

<http://www.mondovisione.com/index.cfm?section=news&action=detail&id=62576>

<http://cmegroup.mediaroom.com/index.php?s=43&item=707>

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

Bu siteler dışında rapor kapsamında ele alınan ilgili borsaların web siteleri.