



**SERMAYE PİYASASI KURULU
PİYASA GÖZETİM VE DÜZENLEME
DAİRESİ**

**MENKUL KIYMET BORSALARININ
KAR AMAÇLI ŞİRKETLERE DÖNÜŞMELERİ
VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER**

YETERLİK ETÜDÜ

**Musa AYYILDIZ
Uzman Yardımcısı**

**Ekim 2000
ANKARA**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Finans piyasaları esas itibariyle bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeye bağlı olarak çok hızlı bir şekilde değişmektedir. Bu değişim sonucunda piyasaları karakterize eden ulusal sınırlar ortadan kalkmakta, global bir piyasa ortaya çıkmaktadır. Elektronik bilgi iletişim sistemleri borsaların en eski ve en temel işlevleri olan alım satım işlemleri için borsalara duyulan ihtiyacın sorgulanmasına neden olmaktadır. Piyasa katılımcıları global bir bakış açısı geliştirmiş olup, en yüksek likiditeye ve en düşük maliyete ulaşabildikleri piyasalara yönelmektedir. Böyle bir ortamda ulusal sınırların borsalara sağladığı koruma anlamını kaybetmekte, borsalar yabancı borsalar ve elektronik işlem sistemlerinin rekabeti ile karşı karşıya gelmektedir.

Ortaya çıkan bu yoğun rekabet ortamında borsalar, varlıklarını sürdürebilmek için organizasyon ve işleyiş biçimlerinde değişikliklere gitmektedir. Yapılan bu değişikliklerle daha etkin faaliyet gösterilmesi ve piyasa katılımcılarının ihtiyaçlarının daha iyi karşılanması amaçlanmaktadır. Performans ve müşteri odaklı bu yeniden yapılanma sürecinin borsaların rekabet gücünü arttırarak, onları gelişmeye elverişli araçlarla donatması beklenmektedir.

Menkul kıymet borsalarının üyelerin girişimiyle karşılıklı ortaklık şeklinde ya da kanuna dayalı bir kamu kuruluşu olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Ülkelerin tarihsel ve ekonomik koşullarındaki farklılığa bağlı olarak ortaya çıkan bu farklılık, piyasa ihtiyaçları doğrultusunda zamanla azalmaya yüz tutmuş ve günümüzün artan rekabet ortamında her iki oluşum da yetersiz hale gelmiştir. Yetersizliğin temel nedenleri olarak rekabetin gerektirdiği hızlı karar alma sürecinin işletilememesi, yönetim yapısının hantallığı, faaliyetlerin yeniden yapılandırılmasını sağlayacak ve stratejik işbirlikleri ile birleşmeleri kolaylaştıracak örgütsel esnekliğin yokluğu sayılabilir.

Menkul kıymet borsalarının yönetim ve organizasyon yapılarından kaynaklanan yetersizliklerini gidermek amacıyla bu yapıya neden olan mülkiyet biçiminin değiştirilmesi yoluna gidilmektedir. Borsa ile borsanın sahipleri arasında kurulan yeni mülkiyet ilişkisi, borsanın çelişkili ve tutarsız hedefleri yerine açık bir kar hedefi öngörmektedir. Bu şekilde üyeler, siyasi otorite ve kendi öncelikleri arasında sıkışmış olan borsaya net bir hareket alanı sağlanmakta, böylece kaynaklar, organizasyon ve işleyiş rakiplere karşı koymak üzere yeniden yapılandırılabilir.

Yeniden yapılanma sürecinde yönetim, piyasayı daha iyi temsil edecek şekilde oluşturulmakta ve işleyiş basitleştirilmektedir. İşlem hakları, mülkiyetten ayrılmakta ve üyeliğe ilişkin sınırlamalar kaldırılmaktadır. Borsa hisse senetlerinin kote edilmesiyle paylar serbestçe el değiştirmeye başlamakta ve borsanın, dolayısıyla yönetimin performansını ölçmeyi sağlayan piyasa fiyatı ortaya çıkmaktadır.

Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüşmeleri sonucunda, denetim ve düzenleme görevleri nedeniyle ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarını çözmek amacıyla bu görevlerin ayrı birimler hatta şirketler şeklinde yeniden örgütlenmesi yoluna gidilmektedir.

Dünyada ister üyelerin karşılıklı ortaklığı ister kamu kuruluşu olsun çok sayıda menkul kıymet ve vadeli işlem borsası kar amaçlı şirket olarak yeniden yapılandırılmış ya da bu süreç başlatılmıştır. Bu süreci tamamlayan borsaların gösterdiği performans, girişilen işbirlikleri ile birleşmeler, geleneksel yapıdaki borsaları marjinalliğe itmekte ve onları da bu sürece katılmaya zorlamaktadır.

Ülkemizde menkul kıymet borsaları kamu tüzel kişisi olarak düzenlenmiş bulunmaktadır. Global finans piyasasında artan rekabetin ülkemizde de etkili olması kaçınılmazdır. Bu nedenle menkul kıymet borsalarının rekabet gücünü arttırmak ve onları proaktif bir yapıya kavuşturmak üzere, kar amaçlı şirketlere dönüşmelerine izin verilmelidir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
-------------	---

I.BÖLÜM DEMUTUALIZATION

1. Kavram ve Süreç	3
2. Türkiye’de Karşılıklı Ortaklık	5
3. Menkul Kıymet Borsaları ve Demutualization	6

II. BÖLÜM DÖNÜŞÜM İHTİYACI

1. Menkul Kıymet Borsalarının Kısa Tarihçesi	7
2. Mevcut Ortam ve Dönüşümün Gerekçeleri.....	8
2.1. Globalleşme.....	8
2.2. Teknoloji ve Rekabet.....	8
2.3. İçselleştirme ve Bölüntülenme.....	10
2.4. Takas İşlemleri	10
2.5. Kota Alma	11
2.6. Borsaların Organizasyonu ve Yönetimi	11
2.7. Birleşme Eğilimi	12
3. Geleceğe Dair Tahminler	12

III. BÖLÜM DÖNÜŞÜM UYGULAMALARI

1. Dönüşüm Sürecindeki Ülkeler	14
2. Sınırlı Mülkiyet	14
3. Yönetim Yapısı.....	15
4. İşlem Hakları	16
5. Borsa Hisse Senetlerinin Kotasyonu	17
6. Dönüşümün Vergi Boyutu	17
7. Tekel Durumundaki Borsalar	18

IV. BÖLÜM DÖNÜŞÜM VE DÜZENLEME

1. Çıkar Çatışmaları	19
2. Özdenleme Görevlerinin Dışarıya Yaptırılması	20
3. Özdenlemenin Yeniden Yapılandırılması	20
4. Özdenleme Görevlerinin Fonlanması.....	22

V. BÖLÜM TÜRKİYE VE DÖNÜŞÜM

1. Genel Özellikler.....	23
2. İMKB'nin Kamu Tüzel Kişisi Olmasının Sonuçları.....	25
3. 4487 Sayılı Kanun İle Yapılan Değişiklik	27
4. İMKB İçin Dönüşüm Önerileri.....	28

VI. BÖLÜM ÖZELLEŞTİRME VE DEVLET BORSALARI

1. Özelleştirmenin Genel Esasları.....	31
2. Mülkiyet ve Etkinlik	32
3. Kamu Mülkiyeti ve Vekalet İlişkisi	32
4. Özelleştirme ve İşleyişin Yeniden Yapılandırılması.....	33
5. Özelleştirme ve Dönüşüm	34
SONUÇ.....	36
KAYNAKLAR	39

DÖNÜŞÜM ÖRNEKLERİ

EK/1 AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE LTD (ASX).....	41
EK/2 CHICAGO BOARD OF TRADE (CBOT).....	45
EK/3 CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE (CME).....	51
EK/4 HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED (HKEX)	53
EK/5 LONDON STOCK EXCHANGE (LSE)	63
EK/6 NASDAQ	64
EK/7 NEW YORK STOCK EXCHANGE INC (NYSE).....	66
EK/8 SINGAPORE EXCHANGE (SGX)	67
EK/9 TORONTO STOCK EXCHANGE (TSE).....	70

GİRİŞ

Menkul kıymet borsalarının ortadan kalkacakları, varlıklarını sürdürmeleri halinde ise bugünkünden çok farklı biçimlerde karşımıza çıkacakları kehaneti pek çok insan için anlamsız gelebilir. Ancak daha şimdiden bunun gerçekleşeceğine ilişkin çok sayıda işaret mevcuttur. Borsalar, yüzyıllardır menkul kıymet alım satımı için kullanılmaktadır. Bu zaman dilimi içinde finans piyasaları büyük değişimler geçirdiği halde borsalar aynı kalmıştır. Borsaların aracılar tarafından kontrol edilen “mutual” birlik şeklindeki geleneksel yapısı, bilgisayar öncesi çağın, yani “trader”ların işlem yapmak için fiziksel bir mekanda karşı karşıya gelmek zorunda oldukları dönemin bir kalıntısıdır. Mekandan kaynaklanan sınırlama, erişimin üyelik satın alma gibi koşullara bağlanmasını gerektirmiştir. Üyeler daha sonra diğer “trader”lar için birer aracı konumuna da gelmiştir. Fakat bu durumun çok fazla sürmesi beklenmemelidir. Globalleşme, internet ve deregülasyon gibi gelişmeler ülkeler arasındaki sınırları ortadan kaldırarak pek çok sayıdaki küçük borsanın işleyişini bozmuştur. Demutualization¹ (dönüşüm) süreci borsaları ticari kurumlara dönüştürerek bugünkünden daha farklı bir yapıya büründürecektir.

On-line işlem imkanı ve diğer teknolojik gelişmeler bir borsa oluşturmanın önündeki engelleri ortadan kaldırmış ve işlem yapma gücünü aracılardan alarak yatırımcılara vermiştir. Bu sayede bireysel yatırımcılar için güvenli işlem ortamları yaratmanın da yolu açılmıştır. Geleneksel işlemlerde menkul kıymet alıp satmak isteyen yatırımcının bir aracıya gitmesi zorunlu iken, doğrudan emir iletilebilen işlem ortamlarının yatırımcılara, aracılardan daha iyi koşullarda işlem gerçekleştirme imkanı vermesi beklenmektedir. Böyle bir ortamda üye olmayan kuruluşların ve uzun vadede yatırımcıların doğrudan işlem imkanlarına erişebilmesi, bir borsanın uluslararası başarısını belirleyen etken olacaktır.

Piyasaların globalleşmesi rakiplerin karşı karşıya gelme imkanını arttırmıştır. Borsalar geleneksel işleyiş modellerini yeniden değerlendirmek ve daha etkin yöntemler benimsemek suretiyle yükselen rekabete cevap vermeye çalışmaktadırlar. Dönüşüm bütün dünyada bu rekabetçi baskıya karşı koymanın bir yolu olarak ortaya çıkmıştır.

Günümüzde pek çok vadeli işlem ve menkul kıymet borsası kar amacı gütmeyen üye birliklerinden, kar amaçlı şirketlere dönüşme yolunda adımlar atmaya

¹ Demutualization sözcüğü borsaların kar amaçlı olarak yeniden yapılandırılmasını ifade etmekte olup, birinci bölümde kökeni ve gelişimi açıklanacaktır. Sözcüğün tam çevirisi olmamakla birlikte, sözkonusu yeniden yapılandırma sürecini anlatmak amacıyla “dönüşüm” sözcüğü kullanılacaktır.

başlamış ya da bu süreci tamamlamıştır. Her borsa farklı yeniden yapılanma planları oluşturmuş ve bunları hızlı bir şekilde uygulamaya koymuştur.

Geleneksel borsalar üyelerin sahip olduğu bir birlik niteliğindedir. Genel olarak bunların faaliyetlerinde kar amacı güdülmemekte ve elde edilen bütün gelir, düşük işlem maliyetleri ya da erişim ücretleri şeklinde üyelere dönmektedir. Üyelik yapısının hantal olduğu ve hızlı karar vermeye elverişli olmadığına inanılmaktadır. Her geçen gün yeniden yapılandırılan bir borsa ile karşılaşılmaktadır. Şüphesiz bu daha etkin bir karar mekanizması sağlamış ve borsanın değerinin artmasına elverişli bir ortam yaratmıştır. Ancak içinde bulunulan sürecin salt iç yapıdaki bir dönüşüm ve ticaret unvanındaki değişim ile son bulacağı düşünülmemelidir. Bu süreçte borsaların finansal hizmetler sunan holding şirketleri olarak kayda alınmaları bile şaşırtıcı olmayacaktır.

Borsaların yeni yapılarını bir kaldıraç olarak kullanıp, teknolojinin de sağladığı imkanlarla spot ve vadeli işlemlerin yapıldığı çok işlevli bir platforma dönüşmeleri beklenmelidir. Diğer bir deyişle mevcut ve doğmakta olan bütün borsalar ister spot, ister türev işlemler yapsınlar, firmaların her piyasaya, her zaman girip çıkacakları entegre işlem platformları oluşturmanın yollarını arayacaklardır.

Bu çalışmanın amacı yaşanan bütün bu gelişmeleri gözden geçirerek, bu gelişmelerin borsalar üzerindeki etkileri ile borsalar tarafından tepki olarak üretilen kar amaçlı şirkete dönüşüm stratejisini açıklamaktır. Bu çerçevede birinci bölümde borsaların mevcut hukuki yapıları ile dönüşüm sonrası yapının temel özelliklerini ortaya koymak üzere “demutualization” kavramı; ikinci bölümde borsaların faaliyet gösterdikleri piyasanın mevcut durumu ile dönüşümü gerektiren nedenler; üçüncü bölümde dünya uygulamalarından hareketle dönüşüm sürecinin gösterdiği temel özellikler; dördüncü bölümde dönüşüm ile birlikte ortaya çıkan önemli bir tartışma konusu olan borsaların dönüşüm sonrasındaki özdüzenleme görevleri; beşinci bölümde ülkemizde menkul kıymet borsalarının hukuki yapısı ve dönüşüm süreci açısından önem taşıyan özellikleri ile dönüşüme ilişkin öneriler; altıncı bölümde ise ülkemizde kamu tüzel kişisi olan borsalarda dönüşüm ve özelleştirme ilişkisi ele alınmıştır. Ayrıca dönüşüm sürecine ilişkin ülke uygulamalarının ayrıntılarına da eklerde yer verilmiştir.

I. BÖLÜM

DEMUTUALIZATION

1. Kavram ve Süreç

Demutualization sözcüğü, mevcut bir durumun, yani “mutual” olma halinin sona erdirilerek, yeni bir durum oluşturulması anlamına geldiğinden, öncelikle “mutual” sözcüğü üzerinde durmak yararlı olacaktır. Mutual, sözcük olarak, ortaklaşa sahip olunan; bir grup oluşturan iki veya daha çok kişi arasında paylaşılan anlamına gelmektedir. Hukuki olarak “mutual” kavramı ise, ihraç edilmiş bir sermayesi olmayan, yasal olarak kendisine para yatıranlarca sahip olunan ortaklık yapısını ifade etmektedir. Şu halde bir “mutual company” getirisinin katılımcılar arasında, her bir katılımcının, ortaklığa yaptığı katkının veya ortaklık ile yaptığı işin büyüklüğü oranında dağıtıldığı bir ortaklıktır. Bu noktadan hareketle, “mutual company” teriminin Türkçe dengi olarak “karşılıklı ortaklık” ibaresinin kullanılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Bütün bu açıklamalardan bir karşılıklı ortaklık ile anonim şirket arasında önemli farklar olmadığı izlenimi doğmakla birlikte, amaçları açısından bakıldığında iki organizasyon arasında çok temel bir ayırım olduğu görülecektir. Karşılıklı ortaklıklarda asıl amaç üyelerin çıkarlarının korunması ve üyelere fayda sağlanmasıdır. Dolayısıyla ortaklığın karlılığı ve etkinliği bu amaca hizmet ettiği sürece önem taşımaktadır. Karşılıklı ortaklıkların yurt dışındaki yaygın örnekleri arasında savings and loan association², mutual savings bank³ ve mutual insurance company⁴ sayılabilir.

Sonuç olarak, “demutualization” kavramının, bireylerin yardımlaşmak, karşılıklı çıkarlarını korumak ve geliştirmek amacıyla oluşturdukları karşılıklı ortaklıkların, sermayesi paylara ayrılan kar amaçlı şirketler olarak yeniden yapılandırılmasını ifade ettiği söylenebilir.

Dünya piyasalarında yaşanan deregülasyon süreci ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda artan rekabet ortamı, piyasa katılımcılarının fonlama maliyetleri

² **Savings and loan associations:** Bireylerden para toplayan, ipotek sağlayan ve gider fazlasını dağıtan finansal kuruluşlardır.

³ **Savings bank:** Bireylerin yatırım yapmalarını teşvik etmek ve küçük yatırımlardan oluşan bir havuz oluşturmak için kurulan özel bir tür bankadır.

Mutual savings bank: Kooperatif şeklindeki bir savings bank'tır. Müşterilerinin mülkiyetinde olup, bir kooperatif gibi çalışmaktadır. Pek çoğu, bireysel ödünç işlemleri, müşterilerin ortaklaşa sahip oldukları varlıkların yönetimi ve güvenli tevdiat hizmetleri sunmaktadır.

⁴ **Mutual insurance company:** Pay sahipleri olmayan, sigortalıların sahip olduğu ve ortaklığın gelir fazlalarının sigortalılar arasında paylaşıldığı sigorta şirketleridir. Bu şirketler, insanların, aralarından birinin başına kötü bir iş gelmesi halinde yardım etmek için kurdukları yardım birliklerinden –friendly societies – türemiştir.

konusunda daha bilinçli davranmalarına neden olmuştur. Rakip sayısının artması nedeniyle bankaların kredi faizleri düşmesine karşın, büyük şirketler sermaye piyasalarına doğrudan ulaşarak, bankacılık sistemini atlamaya başlamışlardır. Yatırımcılar, bilinç düzeyleri arttıkça, tasarruflarına daha çok getiri ve sigorta primlerinin daha iyi fiyatlandırılmasını istemişlerdir.

Özel şirketler, büyüme için ihtiyaç duydukları sermayeye, hisse senedi ve tahvil ihracı, bankacılık sistemi gibi geleneksel yollardan ulaşma imkanına sahiptir. Karşılıklı ortaklıklar ise gelişmiş ülke finans sistemlerinde önemli yer tutmalarına rağmen (Bakınız Tablo 1), yasal statülerinden kaynaklanan bir takım sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Karşılıklı ortaklıkları, rakiplerine karşı dezavantajlı hale getiren temel sorunlardan birincisi, ek sermayeye ulaşmalarının zorluğudur. Bu durum iyi zamanlardaki hızlı gelişmeyi, kötü zamanlarda ise finansal yapının düzeltilmesini engellemektedir. İkinci sorun genel olarak, faaliyet alanlarının genişletilmesi ya da çeşitlendirilmesine ilişkin sınırlamaların varlığıdır.

Ülke	Hayat Sigortası Primleri %	Diğer Sigorta Primleri %	Banka Varlıkları %
İngiltere	44	4	30
Fransa	8	33	34
Almanya	17	13	10
İtalya	6	8	17
İspanya	12	15	40

* Kooperatifleri de içermektedir.

Bununla birlikte, karşılıklı ortaklıkların, diğer ortaklıklara göre belli avantajları da vardır. Ortaklığın sahipleri ile katılımcıları (poliçe satın alanlar gibi) arasında, bunlar çoğunlukla özdeş olduklarından, önemli çıkar çatışması sorunu yaşanmamaktadır. Diğer avantajları ise bu özdeşliğin yarattığı kontrol mekanizması ile katılımcılara sağlanan daha iyi getiri imkanı olarak sayılabilir.

Karşılıklı ortaklıklar ek sermaye ihtiyacı ortaya çıkana kadar rekabetçidirler. Yapılan yatırımlar, katılımcıları tatmin edecek getiri sağlayamadığında veya rekabet büyük ölçek ekonomileri gerektirecek kadar yoğunlaştığında ek sermaye ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Böyle durumlarda karşılıklı ortaklıklar, daha fazla getiri sağlayamadıkları gibi, hızlı büyümeyi kolaylaştırabilecek sermayeyi de toplayamamaktadırlar. Karşılıklı ortaklıkların yönetimi, yatırım analistleri, fon yöneticileri ve medyanın katılımını da sağlayan rakiplerine göre daha az ilgi uyandırmaktadır.

Pek çok karşılıklı ortaklığın faaliyet gösterdiği korumacı iç piyasa ortamındaki rekabet acil yapısal dönüşümleri gerektirecek kadar şiddetli olmamıştır. Ancak piyasaların deregülasyonu bu durumu değiştirmiş, karşılıklı ortaklıkları büyük bir rekabetçi baskı altında bırakmıştır. Bu nedenle 1990'lı yıllarda pek çok ülkede, başta sigorta sektörü olmak üzere karşılıklı ortaklıklar, kar amaçlı şirketlere dönüşmüş ve halka açılmışlardır.

2. Türkiye'de Karşılıklı Ortaklık

Ülkemiz hukukunda karşılıklı ortaklığa benzer başlıca iki hukuki yapıdan söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi çalışanlar için kurulan yardım sandıkları, ikincisi ise kooperatiflerdir.

Cumhuriyet öncesinde, esnafın kurdukları çeşitli örgütlenmeler (esnaf zaviyeleri ve loncalar) ve bunların bünyesinde ihtiyaç duyan esnafa borç para verilmesi, çalışamaz duruma düşenlere yardım edilmesi gibi amaçlarla oluşturulmuş yardım sandıkları (orta sandığı veya teavün sandığı) bulunmakta idi. Cumhuriyet sonrasında ise çeşitli banka ve sigorta şirketlerine ait pek çok yardım sandığı kurulmuştur. 1 Şubat 1965 tarihinde yürürlüğe giren Sosyal Sigortalar Kanunu ile bu sandıkların devamı belli koşullara bağlanmış ve statülerini vakıf olacak şekilde değiştirmeleri öngörülmüştür.

Mevcut durum itibarıyla, Türk Ticaret Kanunu'nun 468'inci maddesinde yardım sandıkları, daha çok işverenin çalışanlara yardım etmesinin bir aracı olarak düşünülmüş ve çalışanların katılımının "şirketten alınandan başka müstahdem veya işçilerden de aidat alınmışsa" hükmüyle arızı nitelikte olduğu kabul edilmiştir. Üzerinde durulması gerekli asıl husus gerek Türk Ticaret Kanunu'nun 468'inci maddesinde, gerekse Medeni Kanun'unun 77/A maddesinde, sözkonusu yardım sandıklarının vakıf şeklinde örgütleneceğinin düzenlenmiş olmasıdır. Vakfın Medeni Kanun'unun 73'üncü maddesinde "başlıbaşına mevcudiyeti haiz olmak üzere, bir malın belli bir gayeye tahsis" olarak tanımlandığı dikkate alındığında, ülkemizdeki yardım sandıklarının mevcut ekonomik ve hukuki yapıları ile karşılıklı ortaklık yapısından oldukça uzak oldukları söylenebilir.

Kooperatifler Kanunu'nda kooperatif "tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek ve geçimlerine ait ihtiyaçlarını karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacı ile kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli teşekküller" olarak tanımlanmaktadır. Buna göre kooperatiflerin amacı, ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek ve geçimlerine ait ihtiyaçlarını sağlayıp korumaktır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, kooperatiflerin amacı konusunda doğrudan doğruya ortakların çıkarlarına vurgu yapılması, ortaklardan bağımsız bir varlık olarak kooperatifin ekonomik-ticari amacı üzerinde durulmamasıdır. Aynı şekilde sermayeden sözedilmekle birlikte, amacın gerçekleşmesi için kendisinden

yararlanılacak araç sermaye değil, ortakların karşılıklı yardımı, dayanışması ve kefaletidir. Bu durum kooperatifin, üyelerininkinden ayrı bir ekonomik amacı olmamasının da doğal bir uzantısıdır. Sonuç olarak ülkemiz uygulamasında kooperatiflerin karşılıklı ortaklık yapısına daha yakın olduğunu söylemek mümkündür, ancak gerçek anlamda sigortacılık yapmamaları, kısmen buna da bağlı olarak sahip oldukları sınırlı fonlar ve fon yönetimi konusundaki gelişmemişlik nedeniyle finans piyasalarında etkili olamamışlardır. Bu nedenle, yurtdışında esas olarak finans piyasalarındaki kar amaçlı rakiplerinden gelen dönüşüm baskısı ülkemizde yaşanmamaktadır.

3. Menkul Kıymet Borsaları ve Demutualization

Menkul kıymet borsaları, ilerleyen bölümlerde açıklanacağı gibi mülkiyeti üye aracı kuruluşlara ait ve işlem yapma yetkisi sadece bu üyelere hasredilmiş birer karşılıklı ortaklık olarak örgütlendiklerinden, finans piyasalarındaki artan rekabet ortamından tıpkı diğer karşılıklı ortaklıklar gibi etkilenmiş ve rekabet güçlerini koruyabilmek için mülkiyet ve organizasyon yapılarında değişikliklere gitme ihtiyacı duymuşlardır. Dönüşüm menkul kıymet borsaları için de kar amaçlı, müşteri odaklı ve maliyet etkinliğine sahip özel bir şirkete dönüşmeyi ifade etmektedir. Borsaların dönüşüm sürecine ilişkin ayrıntılar sonraki bölümlerde incelenecek olup, burada kısaca dönüşümün nedenleri sistematize edilmeye çalışılacaktır.

Dönüşüm sürecine yol açan etkenler bütün karşılıklı ortaklıklarda, etkinin kaynağına göre içsel ve dışsal etkenler olarak sınıflandırılabilir.

İçsel etkenler,

- Ek sermaye sağlanmasındaki güçlük,
- Yönetim ve karar sürecinde etkinlik sağlanmak istenmesi,
- Ortakların getiri beklentilerindeki artış;

Dışsal etkenler ise,

- Artan rekabet ortamı,
- Yürütülen faaliyetlerin kamusal niteliği ile üye çıkarları arasındaki çatışma,
- Yasal sınırlamalar (özellikle faaliyet alanını genişletme ve ürün çeşitlendirilmesi),

şeklinde özetlenebilir.

II. BÖLÜM DÖNÜŞÜM İHTİYACI

1. Menkul Kıymet Borsalarının Kısa Tarihçesi

Dünyanın ilk menkul kıymet borsaları, onyedinci yüzyıl ortalarında Londra'da insanların anonim şirketler için para toplamak ya da bu şirketlere para yatırmak için bir araya geldikleri coffee house'lara dayanmaktadır. Dünyanın ilk anonim şirketi olan Muscovy Company 1553 yılında Londra'da kurulmuştur. Anonim şirket sayısı büyüdükçe, yatırımcılara aracılık hizmeti veren komisyoncuların da sayısı artmıştır.

1760 yılında kaba davranışları nedeniyle Kraliyet Borsası'ndan kovulan 150 komisyoncu, Jonathan's Coffee House'da hisse senedi alıp satmak için bir araya geldikleri bir kulüp kurmuşlardır. 1773 yılında yapılan oylama sonucu kulübün üyeleri bu yerin ismini Stock Exchange olarak değiştirmişlerdir. Bu komisyoncuların bir araya gelerek hisse senedi pazarında işlem yapmaya ilişkin kuralları belirlemek için oluşturdukları ilk organizasyondur.

Benzer oluşumlar ABD'ye ve diğer ülkelere de yayılmıştır. Bu "kulüpler", düzenli bir piyasada işlem yapmak kendi çıkarlarına daha çok hizmet ettiğinden, bir özdüzenleme sistemi geliştirmişlerdir. 1929 krizine kadar, hükümetler dışarıdan menkul kıymet piyasalarının işleyişine ilişkin kurallar dayatmamışlardır.

Özdüzenleme pek çok nesil için başarılı olmasına rağmen, kaçınılmaz olarak öz çıkarlara yönelik düzenlemeyi de beraberinde getirmiştir. Düzenlemeler temel olarak kulüp üyelerinin çıkarlarını korumak üzere tasarlanmış ve genellikle yatırımcılar ile diğer piyasa kullanıcılarının zararına olmuştur. Bu nedenle yirminci yüzyılda devletler artan bir şekilde menkul kıymetler borsalarına, kamu yararını sağlama sorumluluğunu yüklemeye yönelik hukuk kuralları geliştirmişlerdir. Bu şekilde borsalar, "kulüp" yapısından ve zihniyetinden pek çok iz taşıdıkları halde, yarı kamusal kuruluşlar haline gelmişlerdir.

Borsaların gelişiminin diğer bir özelliği, coğrafi doğalarına ilişkindir. Borsalar, istisnasız bir şekilde belli coğrafi alanlarda bulunan piyasa katılımcılarına hizmet vermek üzere oluşturulmuşlardır. Geniş alana ya da federal yapıya sahip ülkelerde, borsalar ülkenin belirli bir bölgesine hizmet vermek üzere kurulmuşlardır. Zamanla baskın tek bir borsa bütün ülkeye hizmet vermeye başlamış ve bu süreç dünyanın tamamına yakın bölümüne egemen olmuştur.

Yirminci yüzyıl boyunca, borsaların ulusal ekonomiler içerisindeki önemi sürekli olarak artmıştır. Başlangıçta borsayı kullananlar sınırlı sayıda varlıklı insandan oluşuyorken, günümüzde milyonlarca yatırımcı yatırımlarının bir bölümünü doğrudan ya da yatırım fonları aracılığıyla menkul kıymet piyasalarında değerlendirmektedir. Bunun yanı sıra emeklilik fonları ve hayat sigortası uygulamaları da piyasaya ihtiyaç duymaktadır. Bu haliyle borsalar, bir ekonomideki sermaye birikiminin en verimli olacağı yerlere aktarılmasını sağlayan etkin

araçlardır. Hangi firmaların fonlanacağı ve sermaye maliyetinin ne olacağı piyasa tarafından belirlenmektedir. Böylece borsalar ülkelerin makro ekonomik gelişiminde merkezi bir rol oynamaktadır.

2. Mevcut Ortam ve Dönüşümün Gerekçeleri

Borsalar yukarıda özetlenen tarihsel gelişim sonucunda durağan bir konuma ulaşmış değillerdir. Borsaların oynadıkları rol, geçmişte hiç bir zaman bugünkü kadar değişme potansiyeline sahip olmamıştır. 1970'lerden bu yana menkul kıymet piyasalarında teknolojik yenilikler, deregülasyon ve yeni finansal enstrümanlara ilişkin büyük gelişmeler yaşanmaktadır. Sözkonusu gelişmeler üç itici güç tarafından hızlandırılmaktadır. Bunlardan birincisi, alım satım işlemleri ve pazarların giderek daha global hale gelmesidir. İkincisi piyasanın talep yönündeki katılımcılarının, özellikle yatırım ve emeklilik fonlarının, hangi işlem maliyetlerinin portföy performansını belirleyeceği konusunda daha çok bilgi sahibi olmaları ve giderek daha iyi performans talep etmeleridir. Üçüncüsü ise yeni işlem sistemlerinin ve teknolojilerinin giderek daha çok sayıda talep yönündeki katılımcının ilgisini çekmesi ve bu sistemlerin piyasanın arz yönündeki geleneksel aracı kurumlar üzerinde büyük bir rekabetçi baskı yaratmasıdır.

2.1. Globalleşme

Globalleşme süreci ile birlikte farklı ülke piyasaları arasında gerçekleşen işlemlerin hızla artması birçok yeniliği de beraberinde getirmiştir. Hisse senetlerinin birden fazla piyasaya kote olabilmesi ve işlem görebilmesi bu yeniliklerden en önemlisidir. Global menkul kıymet işlemleri arasında bir şirketin kendi ülkesinde ihraç ettiği menkul kıymetlerin yabancı bir yatırımcı tarafından satın alınmasının ötesinde son yıllarda bir şirketin yabancı bir ülkede ihraç ettiği menkul kıymetlerin üçüncü bir ülke yatırımcısı tarafından satın alınması eğilimi gözlenmekte ve buna bağlı olarak işlem ve kayda alma konusunda borsalar arasındaki rekabet artmaktadır. Bir borsa sınır ötesine ulaşarak yabancı bir borsadan, farklı işlem ücretleri ve ürünler sunarak, işlem hacmi ve likidite çekebilmektedir. Bu durum, aracılık komisyonunu sabitleştirmeye yatkın "kulüp" esaslı tekelin dağılmasına yol açmaktadır.

Globalleşmenin sonuçlarından bir diğeri, sermayenin dünya üzerinde sürekli hareket etmesi nedeniyle menkul kıymet borsalarının daha dalgalı hale gelmiş olmasıdır. Bu durum borsalar ve ilgili takas kurumlarında risk yönetiminin önemini arttırmıştır.

2.2. Teknoloji ve Rekabet

Borsaların globalleşmesi ve teknolojik yenilikler başabaş gitmektedir. Menkul kıymet piyasalarının bugünkü gelişiminde bilgi teknolojisi tek başına en önemli itici güçtür.

Bilgisayar teknolojisine uyum konusundaki gelişmeler, teknolojik atalet, arz yönündeki piyasa katılımcılarının isteksizliği ve alım satım işlemlerinin karmaşıklığı nedeniyle yavaş olmuştur. Bilgisayarlar sadece sınırlı sayıdaki yöneticilerin değil, talep yönündeki bütün piyasa katılımcılarının analiz edebildikleri işlem bilgilerine ulaşmalarını sağlayarak, salt aracılık hizmeti veren komisyoncuların (discount brokers) sayısının artmasını ve internete dayalı işlemlerin gelişmesini sağlamış, bu durum ise piyasaların işlem maliyetlerini önemli ölçüde düşürmüştür. Yatırımcıların, internet ya da başka araçlarla borsalar veya işlem sistemlerine doğrudan ulaşma imkanları aracılık fonksiyonunun önemini azaltarak, nihai alıcı ve satıcılara herhangi bir aracının müdahalesi olmaksızın bilgisayar teknolojisi aracılığıyla birbirlerini bulmaları ve kendi aralarında işlem yapmaları fırsatını vermiştir.

Doğrudan doğruya borsaların piyasa oluşturma fonksiyonları ile rekabet eden yeni kuruluşlar ortaya çıkmaktadır. ATS (Alternative Trading Systems) ya da ECN (Electronic Communication Networks) olarak adlandırılan bu sistemler, bir borsa gibi emir toplamakta, yönlendirmekte ve karşılaştırmaktadır. Bu sistemlerin bir borsa olarak tanınması tartışma konusu olmakla birlikte, ABD’de SEC bunun mümkün olduğunu kabul etmiştir. Bu sistemlerin, geleneksel borsalara göre avantajı sadece bir faaliyet üzerinde yoğunlaşarak işletme giderlerini en aza indirebilmeleridir. Bu şekilde en aktif hisse senetlerinde ya da büyük miktarlı emirlerde işlem yaparak geleneksel borsaların en karlı işlerini ellerinden almaktadırlar. Hatta bazı büyük aracı kurumlar yeterli sayıda emir alabildiklerinden alıcıları ve satıcıları kendileri bir araya getirmekte ve resmi borsayı atlatabilmektedirler (içselleştirme). Gelişen bilgi işlem teknolojisi borsalara rakipler yaratmakla beraber, işlem etkinliğinin artmasına da çok büyük katkılarda bulunmuştur.

Geleneksel borsaların bu sistemlerle hala mücadele edebiliyor olmalarının temel nedeni sahip oldukları çok geniş likidite havuzudur. Yatırımcılar likit piyasalara yönelmektedirler. Fakat günümüzde likiditenin rakip bir piyasa tarafından “çalınması” geçmişe göre çok daha kolaydır. 1990’lı yılların başında Londra, Frankfurt’tan ele geçirdiği piyasa payını sadece bir kaç yıl koruyabilmiştir. Kural olarak bu sistemlerin de aynı şeyi yapmasını engelleyen bir şey yoktur. Bu sadece etkin ve düzenli bir piyasa için yeterli sayıda yatırımcıya ulaşılabilmesine, iletişim ve ağ yapısı oluşturulabilmesine bağlıdır. Günümüzde pek çok yatırımcının işlem maliyetlerindeki görece düşümlere duyarlı olması bunu kolaylaştıracak bir unsurdur.

Borsaların pazar oluşturma rolüne yönelik asıl potansiyel tehlike internetten gelmektedir. İnternet, borsaların geçmiş 350 yıl boyunca sürdürdükleri temel fonksiyonlarının sorgulanmasına neden olabilir. Nitekim daha şimdiden yatırımcıların, aracılı ve borsaları atlayarak, siber ortamda kendi pazarlarını yaratmaları ihtimali tartışılmaktadır.

2.3. İçselleştirme ve Blntlenme

İçselleştirme olarak nitelendirilen ve yukarıda açıklanan uygulamalar, işlem maliyetlerini düşürmekle birlikte piyasanın işleyişini, açıklığını ve fiyat oluşum mekanizmalarını bozmaktadır.

İçselleştirme eğilimi özellikle ABD’de son derece yaygındır. Bu piyasalar, gelişen bilgi işlem teknolojisiyle beraber fiziksel bir mekana bağlı olmadan oluşturulmakta ve bu özellikleri dolayısıyla düzenleyici otoritelerin gözetim sınırlarının dışında kalabilmektedir. Aracı kuruluşlarca, bilgisayar ağları üzerinden işletilen bu piyasalarla ilgili olarak, düzenleyici otoriteler tarafından onaylanmasına gerek duyulmadan kurallar konmaktadır. Böylece blntlenmiş piyasalar ortaya çıkmakta, aynı menkul kıymetler üzerinde farklı katılımcılar, farklı piyasalarda, farklı kurallara tabi olarak işlem yapmaya başlamaktadır.

İçselleştirme ve alınan müşteri emirlerinin tüm piyasa katılımcılarına açıklanmaması gibi uygulamalar piyasa katılımcıları için oyunun kurallarını farklılaştırmaktadır.

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

Borsalar, çok sayıda teklifi bir araya getirerek tarafların en uygun koşullarda işlem gerçekleştirmelerini sağlama ve likiditenin arttırılmasına yönelik temel işlevlerini, piyasanın taleplerini dikkate almaları ve yeni sistemleri göz önünde bulundurmaları halinde daha iyi yerine getirebileceklerdir.

2.4. Takas İşlemleri

Alıcı ve satıcıları karşılaştırmanın yanında pek çok borsa takas hizmeti de vermektedir. Takas süreci emirlerin borsada gerekleşiş taraflara bildirilmesiyle başlamaktadır. Bu süreç gerçekleşen işlemlerin sonulandırılmasıyla ilgili son aşama olması dolayısıyla yatırımcılar açısından son derece önemli olup, piyasanın güvenilirliğini belirleyen çok önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bir piyasada yüksek likidite yakalanmış, fiyat mekanizmasının çok iyi çalışması sağlanmış olsa da gerçekleşen işlemlerin sonuçlandırılması sürecinde ortaya çıkabilecek sorunlar yatırımcıların mağduriyetine yol açabilecek ve piyasanın çekiciliğini ortadan kaldıracaktır.

Hemen hemen bütün piyasalarda üyeler arasında gerçekleşen menkul kıymet işlemlerinin netleştirilip takasının gerçekleştirilmesi borsaların sorumluluğu altında olurken, aynı sürecin aracı kuruluşlar ve müşterileri arasında gerçekleşen bölümü için sorumluluk aracı kuruluşlara bırakılmıştır.

Alternatif sistemlerin, takas sistemi oluşturmak için gerekli maliyete katlanacaklarını söylemek güçtür. Bunların daha çok NSCC, Euroclear gibi belli başlı takas kuruluşları ile link oluşturmaları beklenebilir.

2.5. Kota Alma

Borsaların üçüncü önemli işlevi şirketlerin kota alınma başvurularını kabul etmek ve bunların kotasyon kurallarına uyumunu denetlemektir. Bu faaliyet kamu hizmetinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Alternatif sistemlerin bu işlevi yerine getirmek yönünde bir iddiaları olmayıp, aksine düzenlemeye ilişkin bu ağır yükü borsalara bırakıp, kota alınmış olan hisse senetlerine ilişkin işlemleri çekmeye çalışmak onlara daha cazip gelmektedir. Pek çok borsa için tehlike kotasyon maliyetlerinin bu işlemlerin sağladığı geliri aşması ya da bu görevin düzenleyici otoriteye devredilmesidir. Borsaların bu işlevlerini hakkıyla, etkin ve objektif olarak yapamamaları halinde ikinci durumun gerçekleşmesi muhtemeldir.

2.6. Borsaların Organizasyonu ve Yönetimi

Bütün organizasyonlar gibi borsaların da işlevlerini sürdürebilmeleri için bir örgüte ve yönetime ihtiyaçları vardır. Dünyadaki borsaların örgütlenişleri farklılıklar göstermekle beraber, temel olarak birincil piyasalar, ikincil piyasalar, takas, halkla ilişkiler, fon yönetimi gibi birimlerden oluşmaktadır.

Borsaların geleneksel fonksiyonları (alım satım, takas ve kota alma) yukarıda sayılan nedenlerle mevcut ya da potansiyel tehditler altındadır. Bu tehditlere karşı koyabilmek için borsalar yeniden organize olmakta, maliyet etkinliği sağlama ve müşteri ihtiyaçlarını karşılama amacıyla ticari girişimler gibi davranmaktadırlar. Bu durum pek çok borsanın örgütlenme kültüründe büyük değişimlere yol açmaktadır. Bu çerçevede borsaların temel birimlerinin ayrı birimler halinde örgütlenmesi, kendi finansal yapılarından, kendi müşterilerinden sorumlu olmaları ve küçük birer şirket gibi çalışmalarını, düzenleme birimlerinin ise bu farklı birimler arasındaki uyumu sağlayacak şekilde örgütlenmesi tartışılmaktadır. Bu şekilde yönetsel disiplinin sağlanması, giderlerin kontrol altında tutulması, kısıtlı imkanların daha iyi değerlendirilmesi ve müşterilerin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verilmesi hedeflenmektedir. Burada müşteri olarak adlandırılanlar hisseleri borsada işlem gören firmalar, aracılar ve yatırımcılardır.

ATS'ler geleneksel piyasa merkezleri üzerinde esaslı bir baskı uygulamaya başlamışlardır. Bunlar New York Borsası'nda olduğu gibi her üyenin bir sandalyeye (seat) sahip olduğu bir birliğe üye değildir. Ortaklarının kar güdüsü, bu sistemleri, müşterilerinin (talep yönündeki piyasa katılımcılarının) ihtiyaçlarına karşı, güçlü piyasa merkezlerinde bir sandalye sahibi olanların aksine, daha çok duyarlı olmak zorunda bırakılmaktadır. Geleneksel üye organizasyonları ise üyelerine müşterileri gibi bakmakta olup, üye (müşteriler) için en iyi olan, bir borsadaki üyeliğin fiyatının artmasıdır. Gerçekten bir üyeliğin fiyatı üyelere verilmiş ayrıcalıklara ulaşabilmenin

değerini yansıtmaktadır. Bu durumda ortaya bir çatışma çıkmaktadır. Örneğin yapılan işlemlerin maliyetlerini düşüren bir gelişme (daha etkin emir iletim süreçleri gibi) organizasyon içinde bir üyelik edinmenin değerini artırmak yerine, tersi bir şekilde bunun değerini düşürebilir. Bu nedenle üyeler nihai yatırımcılar açısından etkin olabilecek her gelişmeyi benimsemeyebilirler.

Geleneksel üyelik yapısına dayalı borsalarda yapısal reformlar zorunlu gözükmektedir. Bir borsanın mülkiyetinin (kaçınılmaz olarak yönetim biçimini de belirleyecektir) üyelere ait olması, üyeler işlem haklarının sadece kendilerine ait bir ayrıcalık olmasından yana oldukları için etkin olmayan bir model olarak değerlendirilmektedir. Üyelerin çıkarları, bir işletme olarak borsanın çıkarlarına aykırı şekilde, karlarını en çoklaştırmak ve kendilerini artan rekabetten korumaktır. Borsalar daha düşük işlem maliyeti, etkin hizmet ve yeni ürünler isteyen müşterilerinin taleplerini karşılamalıdır. Bu hedefe çoğunlukla aracılardan rolünü azaltan yeni teknolojilere yatırım yapılarak ulaşılmaktadır. Bu nedenle dünyada çok sayıda borsa “demutualization” süreci sonucunda borsanın mülkiyetini işlem yapma haklarından ayırma yoluna gitmiştir. Hatta Avustralya ve Hong Kong gibi bazı borsalar bir adım daha ileri giderek kendi borsalarına kote olmuştur. Bu adımla borsaların, aynı koşullara sahip alternatif sistemler ile rekabet eden ticari bir işletmeye dönüşmesine ilişkin süreç tamamlanmış olmaktadır.

2.7. Birleşme Eğilimi

Dönüşüm çalışmaları ile paralel giden diğer bir süreç, artan rekabetle karşılaşan bütün sektörlerde olduğu gibi, borsaların birleşmesidir. Birleşme, menkul kıymet borsalarının sınır ötesi borsalarla birleşmesi ya da stratejik işbirlikleri veya türev araç borsaları ile birleşmesi şeklinde olmaktadır. Birleşme ile rasyonelleşme, ölçek ekonomisinden yararlanma (özellikle yeni teknolojiler geliştirilmesinde) ve geniş bir ürün ve hizmet yelpazesini bir çatı altında sunma amaçlanmaktadır. Borsalar artan yatay ya da dikey entegrasyonlar ile farklı faaliyetleri, büyük ve global bir kuruluş içinde birleştirmektedirler.

Piyasalarda gözlenen birleşme eğilimi incelendiğinde; birleşmelerin daha likit ve derin bir piyasa oluşturmak amacıyla gerçekleştirildiği gözlenmektedir. Emirlerini belli bir piyasaya yönlendiren yatırımcılar likiditenin artmasını sağlayarak diğer piyasa katılımcılarına da katkıda bulunmakta, artan likidite piyasaya yeni katılımcılar çekmekte ve böylece oluşan kar topu etkisinden bütün piyasa katılımcıları faydalanmaktadır.

3. Geleceğe Dair Tahminler

Görüldüğü gibi borsalar büyük değişimler yaşamaktalar, bu değişim ulusal sınırların hızla anlamsızlaştığı ve rekabetin uluslararası ya da siber ortamda işlem yapan organizasyonlar tarafından yaratıldığı bir ortamda gerçekleşmektedir.

Bu gelişmelerin sonucu ne olabilir? Nihayetinde, borsalar ekonomik bir değer ürettikleri ölçüde varlıklarını sürdürecektir. Ancak borsaları by-pass imkanı sağlayan teknolojiler mevcut olduğundan, sorun borsaların bu katma değeri nasıl yaratacaklarıdır. Borsaların en önemli avantajları maksimum likidite sağlama yetenekleri ve güvenli, etkin bir şekilde işlem yapılması ile takası temin etmeleridir. Bu işlevler birbirleri ile ilişkilidir, ancak ayrılmaları da mümkündür. Mesela kotasyona ilişkin düzenleme fonksiyonu böyledir. Sonuçta borsaların var oldukları ölçeğin büyüklüğü yürüttükleri işlemlerin etkinliğine bağlıdır. İşlemlerin etkinliği giderek işlem ve takas teknolojilerine yapılan yatırımın başarısına bağlı olacaktır. Sadece büyük kuruluşlar böyle bir yatırımın getireceği risklere katlanabileceklerinden, bu durum menkul kıymet ve türev araç borsaları arasındaki birleşme sürecinin devamını sağlayan bir etken olacaktır.

İleriye bakıldığında borsalar için farklı senaryolar düşünülebilir. Bir senaryo, farklı zaman dilimlerinde yer alan ulusal borsaların birleşmesi ile ortaya çıkan bölgesel süper borsaların birleşmesidir. Yakın zamanda bölgesel süper borsaların ortaya çıkması kaçınılmazdır, aksi takdirde ulusal borsaların başka zaman dilimlerinde yer alan bölgesel süper borsaların çekim gücü nedeniyle yutulmaları muhtemeldir.

Alternatif bir senaryoya göre, borsaların mevcut fonksiyonları birbirinden ayrılacak ve emir iletimi, gerçekleştirilmesi, takası vb. işlevlerden birinde uzmanlaşmış organizasyonlar ortaya çıkacaktır. Bu organizasyonların hala borsa olup olmayacakları ise cevabı belirsiz bir sorudur.

Üçüncü bir senaryo ise, farklı zaman dilimlerinde yer alan borsalar ve işlem sistemleri arasında ittifaklar ve sınırötesi ortaklıklar oluşmasıdır. Bu durum, her biri entegre global düzeyde hizmet sunan rakip ağlar ortaya çıkmasına neden olacaktır. Yatırımcıların, erişimi daha kolay bir borsanın ağ sistemini kullanarak başka bir borsaya erişmeleri mümkün olacaktır.

Şüphesiz gerçek, bu modellerin tıpkısı olmayacak daha çok bir karışım olacaktır. Ne olursa olsun, borsaların mevcut yapıları köklü dönüşümlere uğrayacaktır. Mesela borsalar "Menkul Kıymet Alım Satım Hizmeti Sunucuları" gibi farklı bir şekilde adlandırılabilir. Fakat bir şey kesindir: borsaların yürüttükleri ekonomik fonksiyona giderek daha çok ihtiyaç duyulacaktır, çünkü menkul kıymet piyasalarının, ulusal ekonomilerde sermaye oluşumu ve tahsisindeki rolleri daha da önem kazanacaktır.

III. BÖLÜM

DÖNÜŞÜM UYGULAMALARI

Bir organizasyonun dönüşüme karar vermesinin altında yatan en önemli etken performans odaklı bir organizasyon yaratma hedefidir. Dönüşüm sonrasında bir borsanın ortakları çeşitlenecek, farklı pay sahiplerinin hedefleri ve ihtiyaçları arasındaki denge, borsaların performansının ölçülmesi, yönetimi ve motivasyonu konularında değerlendirme kolaylığı sağlayacaktır.

Dönüşümün bir borsanın geleceği üzerindeki etkilerini tahmin edebilmek için bu süreci tamamlamış borsalara bakmak yararlı olacaktır. Aşağıda dünya uygulamalarının ortak özelliklerinden hareketle dönüşüm sürecine ilişkin bir sistematik oluşturulmaya çalışılmıştır. Dönüşüm sürecinde tipik olan hususlar ile ulaşılmak istenen hedefler arasındaki ilişki geleceğe dair beklentilerin şekillenmesinde yol gösterici olacaktır.

1. Dönüşüm Sürecindeki Ülkeler

Dönüşüm süreci Stockolm Stock Exchange tarafından 1992 yılında gerçekleştirilen ilk uygulamadan sonra hızla yayılmıştır. Aşağıda bu sürecin yayılışı gösterilmektedir :

BORSA	TARİH	GÜNCEL DURUM
Deutsche Börse	1992	Tamamlanmış
Helsinki Stock Exchange	1995	Tamamlanmış
Copenhagen Stock Exchange	1996	Tamamlanmış
Amsterdam Stock Exchange	1997	Tamamlanmış
Australian Stock Exchange	1998	Tamamlanmış
Stock Exchange of Singapore	1999	Tamamlanmış
Hong Kong Stock Exchange	2000	Tamamlanmış
Toronto Stock Exchange	2000	Tamamlanmış
Chicago Board of Trade	1999	Devam ediyor
Chicago Mercantile Exchange	1999	Devam ediyor
London Stock Exchange	1999	Devam ediyor
New York Stock Exchange	1999	Planlanmış
Paris Bourse	1999	Planlanmış
Nasdaq	2000	Planlanmış
Tokyo Stock Exchange	2000	Planlanmış

2. Sınırlı Mülkiyet

Demutualization sürecinin yaşandığı diğer sektörlerde olduğu gibi borsalarda da sahip olunabilecek paylara ilişkin azami bir sınır getirilmiştir. Eklerde ayrıntılarıyla açıklandığı gibi Toronto Stock Exchange, Australian Stock Exchange ve Hong Kong

Futures Exchange and Clearing Limited'de sahip olunacak paylar sermayenin % 5'i ile sınırlanmış ve bundan fazlasına sahip olunması belli koşullara bağlanmıştır. Australian Stock Exchange için bu sınır Ekim 2000'de % 15'e çıkarılmıştır. Öte yandan Toronto Stock Exchange ile Chicago Mercantile Exchange gibi üyelerin dönüşümle aldıkları payları devretmeleri, belirli bir süre ile sınırlandırılmış borsalar da vardır.

Mülkiyete ilişkin sınırlamalarda amaç herhangi bir kişi ya da grubun borsanın kontrolünü ele geçirerek kötüye kullanmasını önlemektir. Aynı şekilde yönetimde sağlanacak üstünlük haksız servet transferlerine de yol açabilecektir. Borsa dönüştüğünde ilk pay sahipleri borsanın mevcut varlıkları üzerinde mülkiyet hakkına sahip olacaklardır. Dönüşümden önce bu varlıklar bütün üyelerin ortak malıdır. Bu sınırlamaların olmaması halinde alım gücü yüksek firmalar payların çoğunluğunu, dolayısıyla borsa malvarlığının da çoğunluğunu ele geçirecektir. Bu durum ise küçük firmalardan büyük firmalara servet transferine yol açacaktır. Aynı şekilde pay edinmeye ilişkin bu sınırlamalar yönetimde yer alanların insider bilgilerini kullanarak borsa hisse senetlerini piyasadan düşük fiyata toplamalarını da engellemektedir. Örneğin Australian Stock Exchange tarafından, borsa çalışanları ve yöneticilerinin, bu pozisyonlarını kullanarak borsa payları üzerinde yapacakları işlemlerle haksız kazanç elde etmelerini önleyici düzenlemeler yapılmıştır.

Pay sahipliğinin bu şekilde sınırlandırılmasının diğer bir sonucu, ücret ve performans arasındaki ilişkiyi zayıflatan, yöneticilere şirket sermayesinden pay verme uygulamasını sınırlandırmasıdır. Ayrıca bu sınırlamadan borsanın finansal politikaları da etkilenecektir. Örneğin, borsa hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ihraç edemeyecektir. Çünkü böyle bir ihraç, tahvilin, hisse senedine dönüşmesi sonucunda tahvil sahibi üyelerin, borsa sermayesi içindeki paylarını arttırmalarına neden olur.

3. Yönetim Yapısı

Mutual organizasyonlarda mülkiyet hakkı, sahibine firma yönetimine katılma konusunda belirli haklar sağlar. Bu haklar tipik olarak yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve belirli durumlarda ana statü ile esas sözleşme değişikliklerinde oy kullanma şeklinde karşımıza çıkar. Dönüşüm üyelerin pek çok hakkına esaslı bir müdahale, mülkiyet ve yönetim haklarının birbirlerinden ayrılması anlamına gelir. Bu açıdan bakıldığında dönüşüm üyelik haklarında önemli bir azalmanın işaretidir.

Yıllar öncesine dayanan idari yapılar, artık homojenliklerini yitirmiş üyelerin ihtiyaçları da dahil günümüz ihtiyaçlarına cevap verememektedir. Üyelerin büyüklüğü ve rekabet ettikleri pazarın yapısı değişmiştir. Geleneksel yapıda yönetim

kurulunun uzlaşma ile karar verme eğilimi olduğundan, oldukça yavaş ve hantal bir karar alma mekanizması vardır. Uzun müzakereler nedeniyle uygulamaya geçilememekte, pazardaki değişimlere uygun, tam ve hızlı karar alınamamaktadır.

Yönetim kurulundaki üye temsilcilerinin düzenli olarak değişmesi, yönetim kurulunun kurumsal devamlılığını olumsuz etkilemektedir. Üyeler genellikle ücret almayı gönüllü çalıştıklarından, yönetim kurulu toplantılarına katılmayı, kendi işlerine ayırmaları gereken zamanın kısıtlanması olarak algılamaktadır. Bu durum karar almayı güçleştirdiği gibi, yönetim kurulu toplantılarına katılmama ya da toplantıyı sürdürmeme sorunlarına da yol açmaktadır.

Dönüşümle birlikte yönetim kurullarının yapısında değişikliklere gidilmekte, yönetim kurulları ortakların, kullanıcıların ve yatırımcıların temsilcileri ile bağımsız üyelerden oluşturulmaktadır. Yönetim kuruluna ilişkin diğer bir değişiklik ise üye sayısının azaltılmasıdır. Benzer şekilde üyelerin katılımıyla oluşturulan komitelerin yapılarında da değişikliğe gidilmekte ve sayıları azaltılmaktadır.

Ticari organizasyona dönüşmüş bir borsa daha çok müşteriye dönük ve kar odaklı olacaktır. Borsa kendi faaliyetlerini müşterileri açısından değerlendirebilecektir. Borsa sadece üyesi olan aracı kuruluşların değil, sermaye piyasalarının diğer katılımcılarının da (ihraççılar, yatırımcılar ve diğer finansal hizmet sunucuları) çıkarlarına hizmet ettiğinden, ticari bir şirket yapısı çok sayıda kullanıcının çıkarlarını yansıtmak ve piyasa güçlerinin ihtiyaçlarını karşılamak konusunda uygun bir mülkiyet ve yönetim yapısı sağlayacaktır. Borsanın uzun vadede talep edilmeyen hizmetleri sunma riskini önleme açısından da tüm katılımcıların ihtiyaçlarının yansıtılması gereklidir.

Dönüşümle birlikte borsalar bir piyasa işletmenin ticari yönleriyle daha fazla ilgilenecek ve halktan sermaye toplayabilecektir. Bu imkan teknoloji ve yeni sistemlere yatırım yapılmasını ve bu suretle elektronik iletişim ağları ile rekabet edilebilmesini sağlayacaktır. Hatta borsaların bu yönde yeni şirketler satın almaları bile beklenebilir.⁵

4. İşlem Hakları

Geleneksel bir borsada mülkiyet ve işlem hakları özdeş olup, bunları birbirinden ayırmak mümkün değildir. Dönüşüm mülkiyet haklarını, işlem haklarından ayırmakta ve bu hakların ayrı ayrı piyasa değerlerini ortaya çıkarmaktadır. Üyelerin işlem hakları korunduğu halde mülkiyet hakları paylara

⁵ Şüphesiz burada İsveç kökenli OM Gruppen şirketinin Londra borsasını ele geçirme teklifi hatırlanırsa tersi bir sürecin, yani borsaların, şirketler tarafından satın alınmasının da ihtimal dahilinde olacağını düşünmek gerekir. Bunun kamu yararı açısından arzulanır bir şey olup olmadığı değerlendirmesine göre mülkiyete ilişkin az veya çok sınırlama öngörülebilir.

dönüştürülmektedir. Dönüşümün ilerleyen aşamalarında bu paylar serbestçe alınıp satılabilmektedir. Bu şekilde bir borsada işlem yapmak isteyenler, onun mülkiyetine de katılmak zorunda kalmamaktadır.

Borsada işlem yapmak isteyenler, mevcut üyelik başvurusuna benzer bir başvuru yapmaktadırlar. Borsaya erişim, borsanın kural ve düzenlemelerine uyma yükümlülüğü öngören bir sözleşme imzalanması ile mümkün olmaktadır. Dönüşüm öncesinde, mevcut üyeler imzaladıkları anlaşmalar ile erişim imkanına kavuşmaktadır. İşlem hakları, katılımcı organizasyonlara borsanın mülkiyeti ya da yönetimi konusunda herhangi bir yetki vermemektedir.

İşlem haklarının mülkiyetten ayrılması ile işlem haklarına ilişkin sınırlamalar ortadan kalkmakta ve hukuki koşulları sağlayarak, gerekli ücretleri ödeyen herkes işlem yapabilmektedir. Bu anlamda üye sayısına ilişkin sınırlamalar da ortadan kaldırılmaktadır.

Dönüşen borsalarda işlem yapma hakkı iki yöntemle sağlanmaktadır. Birincisi işlem yapmak isteyen kuruluş ile borsa arasında bir sözleşme yapılması (Kanada ve Hong Kong gibi); ikincisi ise borsa payları arasında grup yaratılarak bir gruba işlem yapma imtiyazı tanınması (ABD gibi). İkinci halde imtiyazlı payların devri üyelik koşullarına benzer koşullara bağlanmışsa da bu devir imkanı borsa ile işlem yapmak isteyen kuruluş arasına bir üçüncü kuruluşun (imtiyazlı pay sahibini) girmesine yol açtığından işlem yapma haklarının mülkiyetten tam olarak ayrılmasına engel olacak ve üye sayısındaki sınırlamalar devam edecektir.

5. Borsa Hisse Senetlerinin Kotasyonu

Borsa hisse senetlerinin dürüst ve likit bir piyasada işlem görebilmesi için, hisse senetlerinin, borsanın kendisi tarafından değil, düzenleyici otorite tarafından yürütülecek bağımsız bir kotasyon ve denetim süreci sonucunda kota alınması tercih edilmektedir. Nitekim Australian Stock Exchange ve Hong Kong Futures Exchange and Clearing Limited'in kendi kendine kote olmasında bu yöntem uygulanmıştır. Bu şekilde kota alma sürecinde ortaya çıkabilecek muhtemel çıkar çatışmalarının önlenmesi mümkün olacaktır. Kotasyon sonrası süreçte de hisse senetleri işlem gören bir şirket olarak borsa ile ilgili yapılacak denetim ve incelemelerde düzenleyici otoritenin yetkili olması uygun olacaktır.

6. Dönüşümün Vergi Boyutu

Kar amaçlı olmayan organizasyonlar olarak pek çok borsa vergilerden muaftır. Bu muafiyetin dönüşüm süresince de devam etmesine yönelik yasal ve idari düzenlemeler dönüşümü kolaylaştırmaktadır.

Dönüşümün herhangi bir vergi yükümlülüğü doğurmaması için mali yılın hemen dönüşüm öncesinde sona erdiği ve yeni mali yılın dönüşüm ile birlikte başladığı kabul edilecektir. Borsanın bütün malvarlığını piyasa değerine eşit olarak, varsayılan mali yıldan önce elden çıkardığı ve dönüşüm sonrasında derhal sözkonusu varlıkları yine piyasa değeriyle yeniden edindiği varsayılacaktır. Muafiyetten, vergi yükümlüsü statüsüne geçiş sırasında, borsanın dönüşüm öncesi sona eren mali yıla ilişkin herhangi bir vergi borcu doğmamalıdır. Bu aşamadan sonra borsa diğer şirketler gibi kanunlar çerçevesinde vergi yükümlüsü olacaktır.

Aynı şekilde mevcut üyelerin erişime ilişkin haklarının, borsa ile yapılacak sözleşme ya da imtiyazlı paylarla yer değiştirmesinin de üyeler için herhangi bir vergi borcu doğurmaması amaçlanmaktadır.

7. Tekel Durumundaki Borsalar

Mevcut borsaların bir kısmı ülkelerinde tekel durumundadır. Bu borsaların tekeli yapılarının dönüşüm sonrasında da devam edip etmeyeceği dönüşüm ile ilgili olarak cevaplandırılması gereken başka bir sorudur. Konuya ilişkin ipuçları tekel durumundaki kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi ile ilgili tartışmalar arasında bulunabilir, ancak konuyla ilgili görüş birliği olduğunu söylemek bir hayli zordur. Bu noktada Hong Kong hükümetinin, dönüşüm öncesinde vadeli işlem ve menkul kıymet borsalarının yasal ya da fiilen yararlandıkları tekeli pozisyonun da yeni borsaya devredilmesini planlaması önem taşımaktadır. Bu yaklaşımın nedeni olarak, yeni borsanın yerine getirmesi beklenen kamusal işlev ve uluslararası rekabet gücüne duyulan ihtiyaç gösterilmektedir. Bununla birlikte, kamu yararının en iyi şekilde sağlanması amacıyla borsa yönetimi ve işlemleri konusunda belli koruma mekanizmaları ve sınırlamalar da öngörülmektedir.

IV. BÖLÜM DÖNÜŞÜM VE DÜZENLEME

Dönüşüm süreci, piyasalarda yarattığı büyük değişimle, piyasa katılımcıları ve düzenleyicilerin ilgi merkezi olmuştur. Bu süreç sadece borsaların iç işleyişi ve yönetimini değil, bu borsalar tarafından yapılan düzenlemeler ile borsalara ilişkin düzenlemeleri de değiştirecektir. Mevcut borsa yapısından kaynaklanan belirli problem ve çıkar çatışmaları giderilecek olmakla birlikte yeni çatışmalar ve problemler ortaya çıkması muhtemeldir.

1. Çıkar Çatışmaları

Dönüşüme bağlı çıkar çatışmalarına değinmeden önce, halihazırdaki özdüzenleme yapısının, üyeleri tarafından kontrol edildiği halde, aynı üyeleri denetliyor olması nedeniyle kendi içinde bir çatışmayı barındırdığını hatırlamakta fayda vardır. Aynı şekilde özdüzenleyici kuruluşların (self-regulatory organization – SRO) düzenleyici güçlerini, kendi piyasalarını diğer piyasalar veya rakip üyelerine karşı güçlendirmek amacıyla kullanmaları da mümkündür.

Dönüşüm tartışmaları, kar amaçlı borsaların kar amaçlı olmayanlara göre daha sıkı denetlenmeleri gerekip gerekmediği sorusunu da ortaya çıkarmıştır. Sorunun altında ise kar amaçlı borsaların, pay sahiplerinin çıkarlarını, piyasa katılımcılarınınkinden üstün tutmaları ihtimali yatmaktadır. Zarar etmemeye yönelik kaygıların, özdüzenleyici görevlere yeterince önem verilmemesine yol açmasından endişe edilmektedir.

Menkul kıymet borsalarının, kendi hisse senetlerini de kota almaları özellikle inceleme konusu olmuştur. Böyle bir ilişkinin borsayı, özdüzenleyici olmaktan kaynaklanan yaptırım yetkisini, kendi üzerinde kullanmak konusunda çatışmaya düşüreceği kabul edilmektedir. Üstelik borsa tarafından bu amaçla yürütülecek soruşturmaların, kendi hisse senetlerinin değerini düşürme ihtimali de olması, yürütülen soruşturmalarda piyasa gereklerinden çok hisse senetlerinin değerinin dikkate alındığı kuşkusuna yol açabilecektir.

Özdüzenleyici otoritenin rakipler üzerindeki uygulaması ise başka bir potansiyel çıkar çatışmasıdır. Böyle bir çatışma potansiyelinin varlığını düşündürten ihtimaller vardır. Örneğin bir borsa piyasaya ilişkin yaptığı düzenlemeleri, kendisine kote olmuş bir rakip üzerinde uyguladığında çatışmadan arınmış olacak mıdır?

Ortaya çıkacak çıkar çatışmalarının neler olacağı tam olarak bilinmemekle birlikte, şunu söylemek mümkündür: Nasıl ki karşılıklı mülkiyet yapısında bazı çatışmalar vardı ise, dönüşüm sonrasında da bazı çatışmalar çıkması beklenmelidir. Bu çatışmaları önlemek üzere geliştirilen modeller ilerleyen bölümlerde ele alınacak olup, düzenleyici otoritenin görevinin, şimdiye kadar olduğu gibi muhtemel çatışmaları belirlemek ve bunlara ilişkin düzenleme yapılması gerekip gerekmediğine karar vermek olduğu söylenebilir.

Çıkar çatışmaları hakkında son olarak şunu söylemek mümkündür: Borsaların dürüst ve etkin bir piyasa yaratabilmeleri için kendi şöhretlerine de özen göstermeleri gerekir. Kısa dönemli karlar için iyi şöhretini ve müşterilerinin güvenini feda etmenin faturası uzun dönemde çok ağır olacaktır.

2. Özdüzenleme Görevlerinin Dışarıya Yaptırılması

Demutualization borsalara düzenleme faaliyetlerini yürütmek üzere üçüncü kişilerle sözleşme yapma imkanı getirecektir. Nitekim Kanun ve düzenleyici işlemlerde özdüzenleme yükümlülüğünün borsa tarafından dışarıya yaptırılmasını engelleyen açık bir hükme genellikle rastlanmamaktadır. Ancak bir borsanın özdüzenleyicilik görevlerini dışarıya yaptırtması halinde, bu yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilip getirilmediğini kontrol görevi yine düzenleyici otoriteye ait olacaktır.

Uygulamada bazı borsaların özdüzenleyicilik görevlerini bünyede tuttıkları halde, bazılarının bu görevleri dışarıya yaptırtmanın maliyetler açısından daha etkin olduğunu savundukları görülmektedir. Konuya ilişkin tartışmalar sonucunda ortaya çıkan model önerileri ile bu modellerin avantaj ve dezavantajları aşağıda açıklanacak olup, burada dönüşüm sonrasında borsaların pek çok önemli görevlerini dışarıya yaptıracak olmaları nedeniyle, artık özdüzenlemenin “kendi kendini” düzenleme olduğunu söylemenin bir hayli güç olacağını vurgulamak yerinde olur.

3. Özdüzenlemenin Yeniden Yapılandırılması

Düzenleyici bir modelin oluşturulmasında ve değerlendirilmesinde aşağıdaki ilkelerin göz önünde bulundurulması yararlı olur:

- Yatırımcı korumasını güçlendirmek,
- Dürüst rekabeti sağlamak,
- Etkinsizliği ortadan kaldırmak,
- Düzenlemede uzmanlığı desteklemek,
- Makul ve adil düzenleme maliyeti sağlamak,
- Usül kuralları öngörmek,
- Piyasa katılımı ve özdüzenlemeyi teşvik etmek.

Dönüşüm sonrasında borsaların özdüzenleme fonksiyonlarına ilişkin olarak ortaya çıkan tartışmalar ve üretilen alternatif modeller Securities Industry Association (SIA) tarafından hazırlanan “Reinventing Self-Regulation” adlı raporda ele alınmıştır. Sözkonusu rapor ABD piyasası esas alınarak hazırlanmışsa da, ortaya çıkabilecek alternatif modeller yukarıda sayılan ilkeler çerçevesinde değerlendirildiğinden, yol gösterici olacağı düşünülmektedir.

1. Model : Status Quo

Bu model ABD'deki mevcut yapının korunması esasına dayanır. Yani borsalar özdüzenleme fonksiyonlarına mevcut yapıları içinde devam edecektir. Bu

model halihazırda işleyen bir sisteme dayandığından kabul görmesi ve uygulanması daha kolaydır. Ancak bu durumda yine mevcut yapıdan kaynaklanan çıkar çatışmaları, mükerrer ve gereksiz düzenlemeler ile tarafsızlık gibi sorunlarla karşılaşılmaya devam edilecektir.

2. Model : Düzenleme Fonksiyonlarının Ayrılması

Borsanın iç organizasyonunda değişiklik yapılarak piyasa işletme ve düzenleyici rol birbirinden ayrılacaktır. Bunun için borsa en az iki iştiraki olan bir holding olarak örgütlenecektir. Bu iştiraklerden birisi düzenleme, inceleme ve disiplini sağlama görevlerini yerine getirecek, diğeri ise pazarı işletmekle sorumlu olacaktır. Bu model NASD tarafından düzenleme görevlerinin NASDR olarak yeniden örgütlenmesine benzemektedir. Modelin faydaları çıkar çatışmalarını azaltması, mevcut yapıda çok büyük değişiklikler yapmadan uygulanabilmesi olarak sayılabilir. Bununla birlikte çıkar çatışmalarını önlemek konusunda yetersiz kalması ve mükerrer, gereksiz düzenlemeler yapılmasını önleyememesi ihtimalleri modelin zayıf yanlarıdır. Toronto Stock Exchange bu modele yakın bir şekilde dönüşümle birlikte düzenleyici hizmetleri yürütmek üzere yeni bir yönetim ve personel yapısı (TSE Regulation Services - TSE RS) oluşturmuştur.

3. Model : Sadece Denetleme (Examination) Amacıyla Bir SRO'nun Yetkilendirilmesi

Model inceleme ve denetim yetkilerinin tek tek borsalardan alınarak bir SRO'ya devredilmesine dayanmaktadır. Bu modelin avantajı denetim maliyetlerini azaltması ve mükerrer denetimlerin önüne geçmesidir. Ancak bu model sadece denetime yoğunlaştığı için çıkar çatışmaları ile diğer sorunlar konusunda çözüm üretememektedir. Aynı şekilde yetkili SRO'nun denetim için tek tek her bir borsanın düzenlemelerini yorumlamak zorunda olması, işleyişe ilişkin sıkıntılar da yaratabilir.

4. Model : Karma (Hybrid) Model

Bu modele göre özdüzenleme organik değil fonksiyonel açıdan ayrıştırılacaktır. İşlemlere ve pazara ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisi yine borsalarda bırakılacak, ancak sermaye yeterliliği, firmaların işleyişi gibi pazarın işleyişiyle doğrudan ilgili olmayan konularda düzenleme yetkisi oluşturulacak tek bir SRO'ya verilecektir. Bu modelin uygulanması halinde mükerrer ve gereksiz düzenlemelerin asgariye indirilmesi, tarafsızlığın pekiştirilmesi, çıkar çatışmalarının azaltılması ve uzmanlaşma sağlanması beklenmektedir. Ancak bu ayrıştırmanın piyasa bilgisinden kaynaklanan sinerjiyi olumsuz etkilemesi mümkündür. Aynı şekilde bürokratik eğilimleri arttırması, görev sınırlarının kesin olarak belirlenememesi ve işlemlerle ilgili çıkar çatışmalarının aynı kalması gibi olumsuz yanlarından da söz edilebilir.

5. Model : Tek SRO

Borsalar bütün düzenleme ve denetim görevlerinden arındırılarak, salt pazarlar haline getirilecektir. Her türlü düzenleme, gözetim ve soruşturma yetkisi oluşturulacak tek bir SRO'ya verilecektir. Böyle bir durumda tarafsızlık, çıkar çatışması ve karma modeldeki görev sınırı sorunları kalmayacaktır. Bununla birlikte bu modelin işlem sistemleri ile düzenleme arasındaki sinerjiyi yok etmesi mümkündür. Aynı şekilde düzenleyici kamu otoritesi ile oluşturulacak bu SRO arasındaki farkların belirsizleşerek, birinin işlevsiz kalması riski de ortaya çıkabilecektir. Ayrıca bizatihi demutualization sürecinin dayanağını oluşturan rekabet ve seçim imkanının iyi olduğu tezi göz önünde bulundurulduğunda, tek bir SRO yaratmanın iyi bir politika olmadığı söylenebilir.

6. Model : Tek Düzenleyici Otorite

Uç düzeyde bir tasarı olarak, özdüzenleme düşüncesini ortadan kaldıracak şekilde SRO'lar tarafından yürütülen bütün düzenleme görevlerinin düzenleyici kamu otoritesine devri öngörülmektedir. Kamu otoritesi sektörün tek düzenleme, denetim ve soruşturma kurumu olacaktır. Böyle bir model özdüzenlemeden kaynaklanan pek çok sorunu ortadan kaldırırsa da, sektör katılımını asgariye indirme, pahalı ve bürokratik bir mekanizma yaratma riski vardır.

4. Özdüzenleme Görevlerinin Fonlanması

Dönüşüm ve özdüzenleme görevlerinin dışarıya yaptırılması, özdüzenleme programı için yeterli fonun ayrılıp ayrılmayacağı endişesini uyandırmaktadır. Örneğin kar amaçlı bir borsanın maliyetleri düşürmek amacıyla özdüzenleme programının bütçesinden kesinti yapması mümkündür. Borsa yapacağı ödemeleri işlem hacmine ya da işlem hacminin parasal değerine bağlayabilir. Böyle bir ödeme şekli ise özdüzenleme görevleri için kaynak yetersizliğine neden olabilir. Ancak bu tehlike mevcut durumda da sözkonusudur. İtaati ve disiplini sağlama sorumluluğunun yerine getirilebilmesi için yeterli fon bulunması zorunludur. Piyasaya yeni ürünler girmesi ve yeni borsaların işlem hacminin yükselmesi sonucunda artan rekabet nedeniyle asgari düzeyde özdüzenleme için dahi yeterli fonun bulunamaması riski mevcuttur.

Halihazırda, diğer hizmetleriyle bir bütün olduğundan, borsalar düzenleyici hizmetleri için ücret almamaktadır. Ancak dönüşüm sonrasında işlemlerin gerekli ticari disiplin içerisinde yürütüldüğünden emin olabilmek için, düzenleyici hizmetlerin de kendi maliyetlerini karşılaması ve rekabetçi bir şekilde fiyatlandırılması gerekebilir. Bu durumda piyasa katılımcılarının düzenleyici hizmetlerin masraflarına katlanması beklenmelidir, ancak bu hizmetlerin kar amacıyla yürütülmeyeceği kabul edilirse, katılımın maliyetlerin karşılanması ile sınırlandırılması uygun olacaktır. Uygulamanın ne şekilde olacağı ise benimsenen modele göre tayin edilecektir.

V. BÖLÜM TÜRKİYE VE DÖNÜŞÜM

1. Genel Özellikler

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40'inci maddesinin birinci fıkrasında "Sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır" hükmü yer almaktadır. Bu hüküm Kanuna, 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle eklenmiştir. 3.10.1983 tarihli ve 91 sayılı "Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname"nin 3'üncü maddesinde ise menkul kıymetler borsalarının "menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilan işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumları" olduğu ifade edilmiştir. Görüldüğü üzere bu hükümlerde borsalar birer kamu tüzel kişisi, idarenin bir parçası olarak düşünülmüştür.

Kamu tüzel kişilerinin başında devlet gelir. Devletin dışındaki kamu tüzel kişileri yerinden yönetim prensibinin uygulanması sonucunda ortaya çıkmıştır. Yerinden yönetim sistemi idarenin işleyişinde etkinliği sağlamak amacıyla geliştirilmiş olup, devlet kişiliğinin yanında, belirli hizmetler (hizmet yerinden yönetimi) ya da bölgeler (yerel yerinden yönetim) itibarıyla kamu hizmeti yürütmekle görevli kamu tüzel kişileri oluşturulmuştur. Öyleyse kamu tüzel kişiliğinin ölçütleri neler olabilir? İlk ve en önemli ölçüt Anayasa'nın 123'üncü maddesinin son fıkrasında ifadesini bulan, kamu tüzel kişiliğinin, ancak kanunla veya kanunun açıkça verdiği yetkiye dayanılarak kurulmasıdır. Bu ölçüt kadar kesin olmamakla birlikte diğer ölçütler üstün ve ayrıcalıklı yetkilerle donatılmış olma, mal ve gelirleri ile personeline farklı statü tanınması şeklinde sayılabilir. Kamu tüzel kişileri özel hukuka tabi bir işlemle değil, ister kanunla ister idari bir işlemle kurulsunlar, daima bir devlet işlemi ile kurulan tüzel kişiliklerdir. Şu halde kanun koyucunun, menkul kıymet borsalarını da hem organik hem de fonksiyonel açıdan (kamu hizmeti) idarenin (devletin) bir parçası olarak ele aldığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Menkul kıymet borsaları ile merkezi otorite arasında kurulan bu güçlü bağın 19 Kasım 1873 tarihinde yürürlüğe giren, ilk borsa düzenlemesi "Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi"nden bu yana belirleyici olduğu görülmektedir. Nizamname'de borsanın Maliye Bakanlığı'nın gözetiminde bulunduğu, bu bakanlıkla borsanın yönetim ve karar mercii olan "Komite" arasında "vasıta" olmak üzere bir komiser

tayin edileceği düzenlenmekle birlikte, Nizamname ile “borsa komiserliği”ne bir aracı olmanın ötesinde, Komite'nin seçimine nezaret, komitenin toplantılarında hazır bulunmak ve karar tutanağını imza etmek, Nizamname hükümlerinin uygulanmasına komite ile birlikte özen göstermek, borsaya ait paraların sarfiyle ilgili talimat vermek, uyuşmazlık ve şikayetleri inceleme alt komitesi toplantısında hazır bulunmak gibi önemli görevler verilmiştir.

Borsa komiserliği modelinin, Osmanlı Borsası'na, Alman borsa sisteminden getirilmiş olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye'de borsa komiseri kavramı, başından beri merkezi otoritenin vesayet ajanı olarak düşünülmüş, zamanla, rolü ve statüsü daha da güçlendirilmiştir. Alman sisteminde ise komiserin rolü, sınırlı bir gözetim ve denetime inhisar etmektedir.

Borsaların kuruluşunda başlıca iki sistem ortaya çıkmıştır: Özel borsalar ve devlet borsaları.

Özel borsalar, meslek mensuplarının kendi serbest girişimleriyle oluşmuş olan kurumlardır. Prototipi Londra borsası olmak üzere New York ve Tokyo borsaları ile Anglo-Sakson orijinli ülkelerde (Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda) ve Uzakdoğu ülkelerinde mevcut borsalar bu türe girmektedir.

Bir kanunla kurulmuş olan, yöneticilerinin atanması merkezi otoritenin kararına bağlı bulunan devlet borsaları ise kıta Avrupasında yaygındır.

Borsaların, bu sınıflandırmada esas alınan kurumsal özellikleri girişilen reformlar sonunda bazı önemli değişikliklere uğramaktadır. Zamanla özel borsaların kaydettiği büyük gelişmeler diğer borsaları etkilemekte ve gerçekleştirilen değişiklikler, modelleri birbirine yaklaştırmaktadır.

Yapılan açıklamalar ışığında ülkemizdeki menkul kıymet borsalarının devlet borsası niteliğinde olduğu sonucuna varmak mümkündür. Eski İstanbul Borsası (Dersaadet Tahvilat Borsası) da resmi kuruluşunun dayandığı Nizamname ile getirilen düzene göre bir devlet borsasıdır. Daha sonraki reformlarda da borsa bu çizgisini hep korumuştur.

Türkiye'de borsanın hala büyük ölçüde “devlet borsası” özelliği göstermesine karşın, yukarıda gerek özel, gerekse devlet borsası olarak nitelendirilen pek çok borsa mülkiyet ve örgütsel yapılarına ilişkin sınırlamaları ortadan kaldırmaya yönelik büyük mesafeler katetmiş bulunmaktadır. Dolayısıyla gelinen aşama itibarıyla bir üçüncü kategoriden daha sözedilmesi mümkündür. Şöyle ki özel borsalar (üyelerin karşılıklı mülkiyetine dayanan), devlet borsaları (kamu tüzel kişiliğini haiz borsalar) ve başlangıçta özel ya da devlet borsası durumunda iken kar amaçlı şirketlere dönüşen borsalar şeklinde üçlü bir sınıflandırma yapılması mümkündür. Bu noktada

“devlet borsaları” karşılıklı mülkiyet yapısına sahip olmadıkları halde, kar amaçlı bir şirkete dönüşme ve özel hukuk hükümlerine tabi bir şirket olma hedefi özel borsalarinki ile ortak olduğundan “demutualization” sürecinin bir parçası oldukları kabul edilmelidir. Ancak devlet borsalarının kar amaçlı şirketlere dönüşümü, üyelerin karşılıklı mülkiyetine dayanan özel borsalarinkinden farklı olarak özelleştirme süreci ile iç içe geçtiğinden ülkemiz açısından konunun özelleştirme ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Konu bu yönüyle bir sonraki bölümde ele alınacaktır.

2. İMKB'nin Kamu Tüzel Kişisi Olmasının Sonuçları

91 sayılı KHK'ya göre menkul kıymet borsalarının gerekli görülen yerlerde kurulması SPK'nın önerisi üzerine Maliye Bakanlığı'nın (SPK'nın ilgili olduğu Bakanlığın) iznine tabidir. Dolayısıyla borsanın kuruluşu idari bir işlemle olmak zorundadır.

Aynı düzenleme uyarınca menkul kıymetler borsalarında SPK'nın göstereceği adaylar arasından Maliye Bakanlığı'nca inha edilerek üçlü Kararname ile atanan bir Menkul Kıymetler Borsası Komiseri bulunur. Menkul Kıymetler Borsa Komiserliği'nin görevi, borsadaki faaliyetlerin KHK hükümleri ve ilgili mevzuata uygun olarak yürütmesine nezaret etme olarak tanımlanmıştır. Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'te (Genel Yönetmelik) ise borsa komiserinin, SPK adına borsa faaliyetlerinin gözetiminden sorumlu olduğu belirtilmiştir. Ancak İMKB'de günümüze kadar borsa komiserliği uygulaması olmamıştır.

91 sayılı KHK'da borsa organları genel kurul, yönetim ve denetim kurulları olarak sayılmıştır. KHK'da borsaların, yönetim kurulunca alınan kararlar çerçevesinde yönetim kurulu başkanı (borsa başkanı) tarafından idare ve temsil olunacağı belirtilmiş; Genel Yönetmelik'te ise borsa başkanının SPK'nın teklifi üzerine müşterek kararname ile atanacağı düzenlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nu uyarınca borsaların malı devlet malı hükmünde olup, bu mallara karşı suç işleyen borsa başkanı, yönetim kurulu üyeleri ile personeli devlet memuru gibi cezalandırılır, yine aynı kişilerin görevleri nedeniyle öğrendikleri sırları saklama yükümlülüğü bulunmaktadır.

Hem 91 sayılı KHK'da hem de Genel Yönetmelik'te menkul kıymet borsalarının bütçelerinin SPK onayı ile kesinleşmesi öngörülmüş olmasına rağmen, daha sonra (13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak) yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40'ncü maddesi değiştirilerek “Borsalar özel bütçe ile idare olunur. Bütçeleri ve

personel kadroları yönetim kurullarının teklifi üzerine genel kurullarınca kesinleştirilir.” hükmü getirilmiştir.

KHK uyarınca, borsa binalarının satın alınması, kiralanması ve teçhizi için gereken yatırım harcamalarının finansmanına ait esaslar Maliye Bakanlığı'nca kararlaştırılır.

Sözkonusu hükümlerin değerlendirilmesi sonucunda gerek organizasyon gerekse mali açıdan İMKB'nin kamu kurumu niteliğinin ağır bastığı görülmektedir. Ancak finansal piyasalarda yaşanan büyük değişimin, bu yapıyı yetersiz hale getirmesi muhtemeldir.

İhraççı şirketler işlemlerini uluslararası düzeye taşımakta olup, dünya piyasalarında finansman aramaktadır. Aynı şekilde yatırımcılar da global bir bakış açısı geliştirerek yerli pazarların ötesinde portföy çeşitlendirme imkanları araştırmaktadır. Bu eğilimler ülkemizde henüz çok yeni oldukları için İMKB üzerinde esaslı bir rekabetçi baskı yaratmamakla birlikte, giderek yaygınlaşmaları beklenmelidir. Ulusallık artık sermaye piyasalarının ayırıcı özelliği olmaktan çıkmıştır. Global merkezler büyük önem kazanmış ve ulusal borsaları tehdit eder hale gelmiştir.

Gelişmiş borsalar dünya üzerinde çok geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabildiklerinden, yabancı ihraççıları cezbeden oldukça geniş bir sermaye tabanı oluşturmuşlardır. Türkiye'de yerleşik şirketlerin bu borsalara kota olma eğiliminin artması İMKB'ye yönelik önemli bir tehdit oluşturacaktır. Böyle bir sürecin önemli likidite kayıplarına ve küçülmeye neden olması riski sözkonudur.

Teknolojik maliyetleri karşılamak ve daha geniş yatırım imkanlarına kavuşmak amacıyla global düzeyde borsalar arasında stratejik işbirlikleri ve birleşmeler yaşanmaktadır. Bu süreçte borsalar, farklı işlem alanlarını uyumlaştırmak ve ürün çeşitliliğini arttırmak suretiyle daha fazla yatırımcı çekmeyi amaçlamaktadır. Ancak bu tarz birlikteliklere girişilebilmesi için hızlı ve atak bir karar mekanizması ile elverişli örgüt yapısına ihtiyaç vardır.

Bütün dünyadaki genel eğilimler ve meydan okumalar göz önünde bulundurulduğunda, mevcut yapının güçlendirilmesinin ötesinde İMKB'ye yeni rekabetçi güçler kazandırılmasına ihtiyaç olduğu görülmektedir.

Bu çerçevede yeni işlem yöntemlerine ilişkin yatırımlar yapmak, ürün ve hizmet sunumunu sürekli olarak güncelleştirmek ve işlem gören şirketlerin değerini artırmaya yönelik işlemleri geliştirmek gerekmektedir.

İMKB'nin geleceği, sahip olacağı rekabet gücüne bağlı olacaktır. Rekabet gücünün korunması, borsa için gerekli teknik ve stratejik değişikliklerin hızlı bir

şekilde tespiti, karara bağlanması ve bu kararların etkin bir şekilde uygulanmasına bağlıdır.

Etkin bir karar mekanizması için borsanın mülkiyeti ile yönetimi arasında doğrudan bir bağ kurulması, yöneticilerin malikler tarafından seçilmesi, denetlenmesi ve gerektiğinde görevden alınabilmesi; ayrıca hedeflerin tereddüte yer vermeyecek açıklıkta belirlenmesi gerekmektedir.

İMKB bir kamu kurumu olmakla birlikte genel kurul, yönetim ve denetim kurulları ile komitelerde borsa üyelerine yer verilmesi, borsanın yürüttüğü hizmetlerden yararlananların da karar, yürütme ve denetim sürecine katılımını sağlamıştır. Ancak sözkonusu katılım borsa hizmetlerinin nihai tüketicileri olan yatırımcıların, hisse senetleri işlem gören şirketlerin, kurumsal yatırımcıların, piyasa profesyonellerinin ve gelişme için gerekli teknik ve mali desteği sağlayabilecek olan stratejik ortakların dışarıda bırakılması nedeniyle yetersizdir. Bir kamu kurumu olan borsada katılım imkanının, üyelerin karşılıklı mülkiyetine konu özel borsalardaki gibi üyelerle sınırlandırılmasının çok fazla nedeni bulunmamaktadır.

3. 4487 Sayılı Kanun İle Yapılan Değişiklik

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40'ıncı maddesinde 4487 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsaların anonim şirket niteliğinde kurulmaları halinde, yıllık karlarının %20'sinden fazlasını dağıtamayacakları hükme bağlanmıştır. Bu hükümlerle dolaylı bir şekilde vadeli işlem ve opsiyon borsalarının anonim şirket şeklinde kurulacağı kabul edilmiştir. Ancak anonim şirket şeklinde kurulma vadeli işlem ve opsiyon borsalarına hasredilmiş, menkul kıymet borsalarına ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır.

Kanun'da şirket olarak kurulacak borsaların özelliklerine ilişkin bir açıklık bulunmadığından, genel hükümlere tabi bir anonim şirket olacağı düşünülebilir. Ancak maddedeki "bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir" hükmü ile bu borsaların örgütlenişi ve işleyişi konularında kamuya önemli yetkiler verilmiştir. Aynı şekilde kar dağıtımı konusunda da borsa serbest bırakılmayarak sınır getirilmiştir.

Kanunun gerekçesinde "bu borsaların uluslararası trende uygun biçimde, gerektiğinde özel hukuk tüzel kişisi olarak da teşkilatlanmalarına olanak verme" amacından söz edilmekle yine dolaylı olarak vadeli işlem ve opsiyon borsalarının özel hukuk tüzel kişisi olabileceği ifade edilmiş ve böyle bir tercihin gerekçesi olarak da sadece uluslararası trend gösterilmiştir. Ancak önceki bölümlerde ve eklede

açıklandığı gibi dönüşüm sürecini sadece vadeli işlem borsalarına hasretmek mümkün görünmemektedir. Dünya uygulamasında hem menkul kıymet hem de vadeli işlem borsalarının rekabet güçlerini arttırmak ve gelişebilmek için bu yöntemi benimsedikleri gözlenmektedir.

4. İMKB İçin Dönüşüm Önerileri

İMKB halihazırda tekel durumunda olduğundan ülke içinde bir rekabetle karşılaşmamaktadır. Aynı şekilde elektronik iletişimin görece düşük düzeyde olması ve uluslararası piyasalarda işlem yapma kültürünün henüz yerleşmemiş olması yurtdışından kaynaklanabilecek bir rekabeti de sınırlandırmaktadır. Ancak gelişen teknoloji ile birlikte işlem maliyetlerinin azalması ve yatırımcı bilgilendirme sistemlerinin gelişmesi bu durumun uzun sürmesini engelleyecektir.

Öte yandan borsa tarafından sürdürülen hizmetin bir kamu hizmeti olduğunun kabulü halinde bile bu hizmetin daha kaliteli ve ucuz sunulması kamu yararının bir gereğidir. Şu halde İMKB'nin etkinliğini arttırmaya yönelik tasarılar arasında kar amaçlı bir anonim şirkete dönüşme de tartışılmalıdır. Şüphesiz burada amaçlanan bütün payların yine kamuda olacağı yeni bir KİT yaratmak değildir. Özelleştirmeyi de sağlayacak uluslararası örneklere uygun bir dönüşüm gerçekleştirilmelidir.

İMKB'nin bir devlet borsası olması nedeniyle borsa üyelerinden oluşan genel kurulun borsanın dönüşümü konusunda bir karar vermesi mümkün değildir. Bu konuda karar vermesi gereken yine kanun koyucudur. Dolayısıyla ülkemizde dönüşüm süreci yurtdışı uygulamalardan farklı olarak yukarıdan başlamak zorunda olup, piyasa katılımcılarının karar sürecine doğrudan katılımı söz konusu olamayacaktır. İMKB genel kurulunda bu yönde bir karar alınması, hukuki bağlayıcılığı olmamakla beraber, piyasanın beklentilerini göstermek bakımından kanun koyucu için yol gösterici olabilir.

Dünyadaki dönüşüm uygulamaları incelendiğinde, süreci karakterize eden belli başlı özellikler şu şekilde sayılabilir: Yeni mülkiyet yapısında sahip olunabilecek payların sınırlandırılması; payların belli bir süre devredilememesi; borsa hisse senetlerinin kota alınma prosedürünün işleyişi; yönetim yapısının değiştirilmesi ve sadeleştirilmesi; işlem haklarının mülkiyetten ayrılması; borsanın denetim ve düzenleme görevlerinin piyasa işletme fonksiyonundan ayrılması.

Önceki bölümlerde açıklandığı gibi yönetim kontrolünün ele geçirilerek kötüye kullanılmasını önlemek amacıyla dünya uygulamalarında pay sahipliği sınırı öngörülmüştür. Ülkemizde de bu uygulamalara paralel olarak % 5'lik bir sınır öngörülmesi düşünülebilir.

Borsa ortaklarının tüzel kişi, finansal kuruluş gibi belirli kategorilerle sınırlandırılması düşünülebilir mi? Üyelerin sahibi oldukları karşılıklı ortaklık niteliğindeki borsalarda dönüşümle birlikte sadece üyelere pay verilmekte ve bu payların devri belirli sürelerle sınırlandırılmaktadır. Payların devrine ilişkin zaman sınırlaması ile ortaklara ilişkin sınırlamayı birbiriyle bağlantılı düşünmek gerekir. Borsa hisse senetlerinin, dönüşüm süreci tamamlanarak yeni organizasyon ve işleyiş yapısı oluşturuncaya kadar spekülative bir takım işlemlere konu olması ve pay sahipliğinin kötüye kullanılması riski karşısında bu tarz sınırlamalar öngörülmesi mümkündür. Ancak ülkemiz uygulamasının özelleştirme niteliği de taşıyacağı ve en son aşamada borsa hisse senetlerinin kote edilerek serbestçe alınıp satılacağı dikkate alınarak bu tarz sınırlamaların sadece geçici önlemler olması gerektiği unutulmamalıdır.

Borsa hisse senetlerinin kota alınması dönüşüm sürecinin son aşaması olup, kotasyon işlemlerinin kim tarafından yapılacağı, çıkar çatışmaları açısından önemli bir tartışma konusudur. Daha önce de değinildiği gibi bu süreci gerçekleştirmiş olan Avustralya ve Hong Kong borsalarında kotasyon işlemlerinin düzenleyici otorite tarafından yürütülmesi yöntemi benimsenmiştir. Benzer bir yöntemin ülkemizde de uygulanması düşünülebilir.

Yönetimin yeniden yapılandırılması çerçevesinde, gerçek anlamda piyasa katılımını sağlayabilmek için İMKB yönetim kurulunda sadece üyelerin temsilci bulundurma sınırlaması kaldırılmalıdır. Bununla birlikte yönetim kuruluna dışarıdan aday belirlenmesi süreci de bir standarda bağlanmalı ve bu amaçla bir aday belirleme komitesi oluşturulması düşünülmelidir.

Mevcut durum itibarıyla yönetim kurulu başkanı kamu temsilcisi niteliğindedir. Dönüşüm sonrasında yönetim kurulunda kamu temsilcisi bulundurulması konusunda Hong Kong, kamu yararı nedeniyle bakanlık tarafından yönetim kurulu üyesi atanabilmesini benimsemiştir. Atanabilecek üye sayısı 15 kişilik bir yönetim kurulunda 8'i geçemeyecektir. Şüphesiz kamu temsilcisi sorunu borsanın denetim ve düzenleme fonksiyonuyla yakından ilgilidir, bu konularda benimsenecek modele göre kamu temsilcisinin işlevi gözden geçirilmelidir. Ancak gerek dönüşüm sürecinin iç tutarlılığı gerekse ülkemizde özelleştirilme ile birlikte gerçekleşeceği dikkate alındığında, prensip olarak yönetim kurulunda kamu temsilcisi bulunmaması uygun olacaktır.

Dönüşüm sürecinin çok önemli faydalarından bir diğeri işlem yapma haklarının mülkiyetten ayrılmasıdır. ABD'de bu bağın sınırlı da olsa devamı eğilimi olmakla birlikte, genel yaklaşım işlem yapma haklarının borsa ile yapılan

sözleşmelere dayandırılması yönündedir. Ülkemizde borsa kamu mülkiyetinde olduğu için halihazırda işlem hakları ile mülkiyet arasında bir bağ bulunmamaktadır. Dolayısıyla dönüşüm sonrasında bu açıdan büyük bir değişim olmayacaktır. Ancak mevcut durum itibarıyla idari bir işlem niteliğindeki üyeliğe kabul, özel hukuk sözleşmesi ile yer değiştirecektir.

Borsaya ilişkin dönüşüm sürecinin bütün dünyada olduğu gibi bizim ülkemizde de ortaya çıkaracağı en büyük sorun borsanın denetim ve düzenleme görevlerinin ne olacağıdır. Önceki bölümlerde konuya ilişkin çeşitli alternatifler üzerinde durulmuş olup, hakim görüşün borsanın piyasa işletme ve düzenleme fonksiyonlarının birbirinden ayrılması gerektiği yönünde olduğu söylenebilir. Mevcut yapı içerisinde İMKB'nin yaptığı pek çok düzenleme Kurul onayına tabi olduğu ve yapılan düzenlemelerin takibi tek borsa olması nedeniyle görece kolay olduğu için büyük çıkar çatışmalarına yol açması beklenmemektedir. Nitekim Australian Stock Exchange için karşılıklı ortaklıktan kote olmuş bir şirkete dönüşmenin, çıkar çatışmasının doğasını değiştirmekle birlikte, bu çatışmanın mutlaka eskisinden daha büyük olacağı anlamına gelmeyeceği, hatta mülkiyetin tabana yayılması gerçekleştiğinde, kontrol gücünün belli ellerde toplanması engelleneceğinden çıkar çatışmalarının azalacağı savunulmuştur. Bununla birlikte İMKB içindeki işleyişi kolaylaştırmak ve şeffaflığı sağlamak amacıyla düzenleme görevlerinin borsa bünyesindeki ayrı bir birime yaptırılması uygun olabilir. Bu görevlerin borsanın iştiraki olacak ayrı bir şirket şeklinde örgütlenmesine ise maliyet etkinliği açısından başlangıç aşamasında gerek olmadığı düşünülmektedir.

VI. BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRME VE DEVLET BORSALARI

1. Özelleştirmenin Genel Esasları

Son yirmi yıl içinde pek çok ülke özelleştirme programları uygulamaya başlamıştır. Bu programlar çoğunlukla reel sektöre ilişkin olmakla birlikte, özelleştirme sürecine ilişkin olarak aşağıda incelenecek olan dinamikler ve hakim dürtüler, etkinliğin ve maliyet tasarrufunun sağlanması ve hizmet kalitesinin yükseltilmesi hedeflerine yönelik olduğundan, “devlet borsaları” ile ilgili politikalarda yol gösterici olacakları düşünülmektedir.

Ülkemiz hukuk sisteminde menkul kıymet borsaları kamu tüzel kişileri olarak düzenlendiğinden, ülkemizdeki dönüşüm süreci özelleştirme niteliği de gösterecektir. Fakat konumuz açısından özelleştirmenin makro ekonomi ve kamu maliyesi ile ilgili boyutu ikincil önemde olup, hem özelleştirme hem de dönüşüm sürecinde ortak özellik gösteren ve borsalar açısından daha önemli olan hususlar üzerinde durulacaktır.

Özelleştirme literatüründe, devlet işletmelerinin aşağıdaki nedenlerle etkin olmadıkları ifade edilmektedir:

- a) Aşırı politik müdahaleye maruz kalmaktadırlar.
- b) İşletme yönetiminin belirsiz, sık sık değişen ve çoğunlukla birbiriyle çatışan hedefleri bulunmaktadır.
- c) Politik zaman aralıkları genellikle başarılı yatırımlar için gerekli uzunlukta olmamaktadır.
- d) Politikacılar ile memurlar özel sektördeki gibi etkin bir yönetici tavrı gösterememekte, aşırı yatırımlara ve düşük karlar karşılığında daha fazla üretim yapılmasına neden olmaktadır.
- e) Vergi fonlarının görünüşteki sınırsızlığı karşısında iflas gerçek bir tehdit oluşturmamaktadır.
- f) Performansa bağlı ödüllendirme eksiktir.
- g) Tekel yapısına sahip kamu işletmelerinde müşteriye yönelme yetersizdir.
- h) Kamu mülkiyeti, sektörün düzenlenmesi ile malik rolünün birbirine karışmasına yol açtığından, düzenlemeler daha az etkin olmaktadır.

Özelleştirmenin ekonomik analizinde vekil-müvekkil (agent-principal) yaklaşımı elverişli bir başlangıç noktasıdır. Genel olarak vekalet ilişkisi, bir taraf (müvekkil-pay sahipleri) diğer bir tarafı (vekil-yöneticiler) kendi malvarlığı ya da mülkiyet hakları üzerinde işlem yapmaya yetkilendirdiğinde ortaya çıkmaktadır. Bu yetkilendirme işlemi, belirli bir uzmanlıktan faydalanma ya da karşılıklı başka avantajların varlığı nedeniyle ekonomik açıdan etkin olabilir. Ancak bu ilişki tarafların çatışan hedeflerini de barındırabilir. Vekilin çıkarları, vekilin kendi öncelikleri nedeniyle, müvekkilinki ile aynı olmayabilir. Bu durumda müvekkiller, vekilin yetersiz

çabası ya da olumsuz davranışları sonucunda malvarlıklarının azalması riski ile karşı karşıya kalırlar.

2. Mülkiyet ve Etkinlik

Özel sektörde maliklerin paylarını sermaye piyasalarında alıp satabilmeleri yöneticileri iyi performans göstermeye ve daha iyi kaynak kullanımına zorlamaktadır. Yönetimin pay sahiplerinin güvenini kaybetmesi halinde payların fiyatları düşer ve bu düşmanca ele geçirme tekliflerine neden olabilir. Rekabetçi sermaye piyasasının bu disiplini yöneticiler üzerinde politik kontrolden daha etkin bir zorlama sağlamaktadır. Bunun sonucunda aynı piyasa şartları içinde bile daha yüksek bir etkinliğe ulaşılabilir. Pay sahipleri, şirketin performansını beğenmediklerinde yöneticileri azletme yolunu da seçebilirler.

Kamu sektöründe ise alınıp satılacak pay olmadığı gibi yönetsel kararlar da ekonominin gereklerinden ziyade hükümet kararlarına dayanmaktadır. Özelleştirmenin sağladığı mülkiyet değişikliği ile işletmenin etkinliğini arttıracak bir yönetim yapısı oluşturmanın yolu açılmış olur.

Özel sektörde firmanın faaliyetlerine devam edebilmesi için asgari bir taban düzeyi, yani zarar etmesinin bir sınırı vardır. Kamu sektöründe ise iflas riski bulunmayıp, izlenen çok sayıda ve çoğunlukla bulanık hedef etkinliğin yokluğunu maskeleyemeye yardımcı olur. Bu hedefler, politik havaya göre değişme eğilimi taşır ve uzun dönemli stratejilerde istikrarsızlıklara yol açar. Özelleştirme işletmenin hedeflerini değiştirip açıklığa kavuşturduğu gibi yöneticilerin bu hedeflere ulaşmaya ilişkin dürtülerini de geliştirmektedir.

Bir firmada atıl üretim faktörü ve kötüye kullanımlar olmamasını sağlamak yönetimin görevidir, bunun iyi bir şekilde yapılabilmesi için yönetimin itici bir güce ihtiyacı vardır. Kar hedefi bu gücü sağlamaktadır. Buradan yola çıkılarak kar haklarının açıkça tanımlandığı özel sektörün, bu hakların dağınık ve belirsiz olduğu kamu sektörüne göre daha iyi bir performans göstermesi beklenebilir.

3. Kamu Mülkiyeti ve Vekalet İlişkisi

Kamusal ve özel mülkiyete konu firmalar, davranış ve performans açısından aşağıdaki nedenlerle birbirlerinden ayrılırlar: a) Yönetim hedefleri, b) Zorlamalar. Sözkonusu farklar davranışlardaki farklılığa yol açan dürtülere indirgenebilir. Dürtü farklılıklarının bu şekilde önem kazanmasının nedeni müvekkillerin, vekilleri için bütün olasılıkları kapsayan ve iyi bir gözetim ve yaptırım imkanı sağlayan eksiksiz kontrat yazma imkansızlığıdır. İşte oluşturulan güdülenme rejimi ile bu imkansızlığın yöneticilere sağladığı hareket alanının sınırları belirlenmiş olur.

Özel sektörde pay sahipleri ile yöneticiler arasında güçlü-açık bir vekalet ilişkisi ortaya çıkmaktadır. En basitinden pay sahipleri girişimin sahibidirler ve yöneticileri kendi adlarına şirketi yönetmeleri için belirlerler. Kamu sektöründe ise vekil-müvekkil ilişkisi daha karmaşıktır. Çünkü devlet varlıklarının nihai sahipleri yani

müvekkiller halktır. Ancak halk ile yöneticiler arasındaki ilişki çok sayıda yetki aktarımı (seçilmiş temsilciler, hükümet ve ona bağlı birimler gibi) içeren dolaylı bir vekalet ilişkisidir.

Yetki aktarımları ile oluşan vekalet katmanlarının çokluğu müvekkiller ile vekiller arasındaki bilgi akışını bozan gürültü ortamını genişletmektedir. Bu nedenle özelleştirmeye, vekil ile müvekkil arasındaki ilişkinin doğasını değiştirerek kalabalığı-gürültüyü azaltan bir süreç olarak bakılabilir. Bu şekilde vekilleri, müvekkillerin hedeflerine uymaya zorlayan daha etkin bir güdülenme sistemine ulaşılmaya çalışılmaktadır.

4. Özelleştirme ve İşleyişin Yeniden Yapılandırılması

Konunun analizi bakımından firmaların açıkça hiyerarşik otorite ve kontrole dayalı mekanik (mechanistic) firmalar ya da daha gevşek bir hiyerarşi ile daha çok yatay iletişim içeren organik firmalar olarak sınıflandırılması yararlı olacaktır. Bürokratik ve hiyerarşik tipler görece durağan dış çevrelere daha uygundur. Değişken çevreler için daha az resmi ve ademi merkezîyetçi yapılara ihtiyaç vardır. Kamu sektöründe görevler daha açık tanımlanmış ve statik olduklarından mekanistik örgütsel yapıya, girişimci özel işletmelerin ise organik örgütlenme biçimine uygun oldukları söylenebilir.

Özel sektör yöneticileri, pay sahiplerine karşı sorumlu olup, politikaları en büyük yatırımcı ve kreditor durumundaki finansal kuruluşlarca incelenmektedir. Pay sahiplerinin katılımı ile yıllık genel kurullar yapılmakta ve önemli yatırımcılarla düzenli toplantılar yapılmaktadır. Kamu sektöründe ise aksine üst yönetime dışarıdan müdahale genellikle oldukça az ve öngörülebilir niteliktedir.

Kamu kuruluşlarının statülerinde etkin faaliyet gösterme doğal bir özellik olarak kabul edildiğinden, bu kuruluşların hukuka uygun, eşit, standart, kesin ve doğru işlem yapma gibi diğer yükümlülükleri üzerinde durulmaktadır. Hedefler gerek içerik, gerekse ağırlık açısından iyi tanımlanmamış olduklarından politik avantajlar sağlamaya elverişlidir.

Araştırmalar kamu sektörü politikalarının belirlenmesinde genellikle fazlasıyla ihtiyatlı stratejilerin büyük önem taşıdığını ortaya koymuştur. Bu durum belirlenen stratejiler ya da planlarda biçimsel ve “number driven” bir yöntem izlenmesine neden olmaktadır. Bu tarz biçimsel planlar genellikle geleneksel bir hal alır ve “yıllık planlama dönemleri” içerisinde, çoğunlukla da bir geleneği yerine getirmek üzere, oluşturulur.

Buraya kadar açıklananlar kamu ve özel sektör arasında benzerlikler bulunmasına rağmen operasyon ve odaklanma açısından belirgin farklılıklar da bulunduğunu göstermektedir. Aşağıda kamu ve özel sektör arasındaki temel farklılıklar verilmektedir.

Tablo 3 - Kamu ve Özel Sektörün Karşılaştırılması	
Kamu Sektörü	Özel Sektör
<p><u>Yönetim</u> Vekil-müvekkil ilişkisi : Bulanık Yönelme(Orientation):İçedoğru/Ürün/Profesyonel Yöntem : Reaktif Politik zorlama</p>	<p>Açık Tüketici/Pazarlama odaklı Proaktif Pay sahiplerinin ilgisi fakat daha az zorlayıcı</p>
<p><u>Hedefler</u> Çok sayıda ve bazen belirsiz, çelişkili (kamu yararı) Eşitlik ve doğruluk Süreklilik ve tutarlılık sağlayan kapalı sistem Girdiye yoğunlaşma Piyasa dışı fiyatlar/Devlet desteği</p>	<p>Tek boyutlu (kar) Girişimsel (entrepreneurial) Açık/Uyarlanabilir Çıktıya/Gelire yoğunlaşma Piyasa fiyatları/Sübvansiyonsuz</p>
<p><u>Örgütsel Yapı</u> Hiyerarşik piramit/Merkezi Fonksiyonel</p>	<p>Ademi merkeziyet / Çeşitlendirilmiş (diversified) Ticari temelli/Kar merkezli</p>
<p><u>İş</u> Yüksek sendikalaşma / Toplu pazarlık Ücret sınıfları Yüksek iş güvenliği</p>	<p>Düşük sendikalaşma/Ayrı ayrı pazarlık Performansa bağlı iş Düşük iş güvenliği</p>
<p><u>İletişim ve Raporlama Sistemi</u> Bürokratik ve resmi/Statik dış çevre İç iletişim yazılı Resmi komite yapıları Kural manzumelerindeki yöntemler Gelişmemiş muhasebe ve yönetim bilgi sistemleri</p>	<p>Bürokratik olmayan /Gayri resmi/ Değişken dış çevre Daha çok yüz yüze Ad hoc takım çalışması Finansal hedefler;sonuçlar Güçlü muhasebe ve yönetim bilgi sistemleri</p>
<p><u>Yapılan İşin Doğası ve Yeri</u> Politik ve coğrafi zorlamalar İş gelişimi sınırlı Yerleşim: Esas itibarıyla ulusal</p>	<p>Ticari olarak belirlenmiş Çeşitlendirme, yatırım ve yoksun bırakma/birleşmeler/ Yurtdışı riskler alma Uluslararası/Global yönelme</p>

5. Özelleştirme ve Dönüşüm

Yukarıda bir işletmenin mülkiyetinin, işletmenin faaliyetleri ve işleyişi üzerindeki etkileri incelenmiş olup, özelleştirme ile ulaşılmak istenen hedefler belirlenmeye çalışılmıştır. Bütün bu çabaların temelini, sınırlı kaynaklar dünyasındaki her birim kaynaktan olabildiğince çok yararlanma amacı olduğu söylenebilir. Yeniden yapılanma sürecinde mevcut kaynaklarla kurduğumuz ilişkilerin yapısı değiştirilerek aynı kaynaklardan daha çok fayda sağlanması amaçlanmaktadır. Bu sadece işletme bazında değil toplumsal düzeyde de önemli bir hedeftir.

Vekalet ilişkisi hayatın diğer alanlarında olduğu gibi, bir işletmede de belirli zorunluluklar nedeniyle ortaya çıkmıştır. Vekalet ilişkisinin kapsamı işletme yönetimi üzerinde doğrudan etki edecektir. Yukarıda mülkiyet yapısının, vekalet ilişkisinin kapsamı üzerindeki etkileri ve buna bağlı olarak özelleştirmenin yönetim yapısında yaratacağı değişikliğin işletmenin etkinliğine katkıları incelenmiştir.

Bu çerçevede, işletme mülkiyetinin el değiştirme imkanının, başka bir deyişle mülkiyetin değişim değerinin ortaya çıkması ile birlikte bu değişim değerini (piyasa fiyatını) belirleyen işletme performansının ölçülmesi sağlanmıştır. Aynı zamanda maliklerin belirli ve somut olması, işletme ile işletme sahipleri arasında doğrudan bir ilişki oluşturmuş, dolayısıyla paylarının değeri ile yakından ilgilenen pay sahipleri işletme performansı ve yönetimi konusunda daha duyarlı davranmaya başlamışlardır. Bu duyarlılık farklılığıdır ki özelleştirme sonrası süreçte yönetimi, işletmenin daha etkin çalışması yönünde baskıya maruz bırakılmaktadır. Nihayetinde işletme yönetiminin yöneticilik becerisinin de işletmenin performansı ve fiyatına bağlı bir piyasa fiyatı olacaktır. Dolayısıyla özelleştirme ile sadece işletme ve işletme sahipleri arasında değil işletme performansı ve yöneticiler arasında da doğrudan bir menfaat birliği oluşturulmaktadır.

Özelleştirme de tıpkı 'demutualization' gibi işletmenin amaçları ile hedeflerinin açıklığa kavuşturulması sürecidir. Aynı şekilde işletmenin kötü performansının sınırları konusunda da iflas gibi net sonuçlara ulaşılmaktadır.

Özelleştirme sonucunda işletme, işletme gerekleri ile ilgili olmayan dışsal müdahalelerden uzaklaştırılmış olacak ve daha düzenli ve etkili bir kontrol mekanizması oluşturulacaktır. İşletme ile ilgili kararlar pay sahiplerinin de katılımı ile işletme yönetimi tarafından verilecektir. İşletmeler değişen piyasa koşullarına uyum ve rekabet güçlerinin korunması için gerekli strateji ve plan değişikliklerini daha kolay yapabileceklerdir.

Menkul kıymet borsalarının, küresel finans piyasasında teknolojik yeniliklerle ivme kazanan rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri için ek sermayeye, hızlı ve etkili bir karar mekanizması ile işbirliği ve ortaklıklara ihtiyacı vardır. Bu ihtiyacın karşılanması borsaların kar amaçlı ve müşteri odaklı olarak yeniden yapılandırılmasını gerektirmektedir. Bu tespitler karşılıklı ortaklık niteliğindeki borsalar için olduğu kadar kamu mülkiyetindeki borsalar için de geçerlidir, çünkü her iki borsa tipinde de gevşek ve belirsiz bir mülkiyet yapısı, çelişkili ve muğlak hedefler ortaktır. Karşılıklı ortaklık niteliğindeki borsalarda üyelerin karşılıklı mülkiyeti varolmakla birlikte bu mülkiyet ilişkisi üyeliklerin satılması ve kiralanması sonucunda ilk ortaya çıktığındaki netliğini kaybetmiştir. Yine bu borsalar başlangıçta üyelerinin çıkarlarını gözetmek üzere örgütlendikleri halde, daha sonra kamu müdahalesi ile kamu hizmeti niteliğinde görevler üstlendiklerinden hedef ve amaç yapısı karmaşıklaşmıştır. Dolayısıyla özel borsalar ile devlet borsaları arasında, ortaya çıkan etki ve sonuçlar bakımından gerçek anlamda bir mülkiyet ayrımı kalmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Devlet borsalarının özerk olması çabaları ve üye katılımını sağlamaya dönük mekanizmalar da dikkate alındığında her iki borsa tipinin birbirine oldukça yaklaştığı söylenebilir. Bu açıdan bakıldığında aynı tehditlere maruz kalan benzer yapıların, aynı tepkileri göstermeleri beklenebilir. Şüphesiz hukuki süreçlerde farklılıklar ortaya çıkabilecektir, ancak oluşturulacak nihai yapıların benzer olması beklenebilir.

SONUÇ

Bilinen borsa tanımı, elektronik ağlar üzerindeki işlem hacminin, geleneksel salonlara göre hızla artmasıyla değişime uğramaktadır. Teknolojik gelişmeler ve stratejik işbirlikleri coğrafi sınırları aşarak piyasaları birbirine bağlamaktadır. Çok yakında belki de bir global elektronik piyasadan söz etmek mümkün olacaktır.

Önümüzdeki bir kaç yıl içinde pek çok borsa ticari organizasyonlara dönüşecektir. Borsaların iletişim ve teknoloji şirketleri satın aldıklarını veya bu şirketler tarafından satın alındıklarını görmek, bu sektörler arasındaki açık sinerji dikkate alındığında şaşırtıcı olmayacaktır. Borsalar arasındaki ticari rekabet sadece işlem hacmi ve likidite değil, hizmet ve veri satılması konularında da olacaktır.

Birleşme ve işbirlikleri sadece borsalar arasında değil, Pacific Stock Exchange ve Archipelago birleşmesinde olduğu gibi borsalar ile ECN'ler arasında da olacaktır.

Sınır ötesi işbirlikleri yatırımcılara neredeyse bütün gün zaman dilimleri arasında işlem yapma imkanı sağlayacaktır. Yakın gelecekte büyük ihtimalle yerel borsaları biraraya getiren üç temel işlem merkezi olacaktır: Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya.

Teknoloji geleneksel aracılık faaliyetini de değiştirmiştir. Yatırımcı her zaman ve her yerde gerçek zamanlı fiyat bilgileri ile diğer verilere ulaşabilmektedir. Kişisel bilgisayarlarla karmaşık piyasa analizleri yapılabilmektedir. Yatırımcılar web tabanlı ağları kullanarak portföy durumlarına ilişkin ayrıntılı raporlar alabilmektedir.

Piyasadaki bütün bu değişimlerden nihai olarak faydalanacak olanlar yatırımcılardır. Yatırımcılar yatırım araçlarına ilişkin daha çok seçeneğe ve bilgiye sahip olacak, işlem yapmak istedikleri her piyasaya kolayca erişebilecek ve daha iyi, daha ucuz aracılık hizmeti alabilecektir. İşte bütün bu gelişmeler sonucunda yatırımcıya verilen ve tarihsel süreç içerisinde daha önce hiç ulaşamadığı kadar büyük olan bu seçme şansı, borsaları değişime zorlayan etkenlerin kristalleşme noktasıdır.

Yatırımcılar herhangi bir coğrafi sınırlamaya ya da zaman kısıtına tabi olmadan istedikleri nitelikte ve çeşitlilikte ürün bulma ve işlem yapma imkanına kavuşmuştur. Böyle bir ortamda ülkemizdeki gibi tekel durumunda olan borsaların ülke içindeki tekel konularından kaynaklanan herhangi bir avantajları da kalmayacaktır. Şu halde bir borsanın varlığını sürdürmesi son tahlilde sunduğu hizmetlerin fiyatına ve niteliğine bağlı olacaktır. Teknoloji yeryüzündeki herhangi bir borsayı diğer borsalara göre farklı kılan yere ve zamana bağlı özellikleri ortadan

kaldırmıştır. Bu durumda bir borsanın diğerine tercih edilmesini sağlayacak tek kriterin sunacağı hizmetin kalitesi olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Bir borsanın sunduğu hizmetler ve imkanlar varlığını sürdürmesinde yaşamsal öneme sahip olduklarına göre hizmet kalitesinin yükseltilmesi, ucuz ve yeterli imkanlar sağlanması için neler yapılabilir? İşte demutualization bu yöndeki çabalar sonucunda ortaya çıkmış bir uygulamadır. Bu süreçle amaçlanan temel hedef borsadaki güdülenme mekanizmasını değiştirmektir. Bunun için güdülenmenin en önemli etkenlerinden biri olan mülkiyete müdahale edilmektedir. Mülkiyet değişikliği aracılığıyla borsa faaliyetlerini müşteri odaklı olarak yeniden organize edecek bir yönetim ilişkisi oluşturulmaya çalışılmaktadır. Müşteri odaklı faaliyetlerin ise hizmet kalitesini ve yatırımcılara sunulan imkanları arttıracığı kabul edilmektedir.

Mülkiyet değişikliği ile borsa faaliyetlerinden, dolayısıyla borsa karından doğrudan etkilenen bir baskı grubu (borsa paylarına sahip olanlar) oluşturulmakta, pay sahipleri tarafından belirlenen yönetim, kötü performans göstermesi halinde görevini sürdüremeyeceğini bilmektedir. Karların en çoklaştırılması ise müşteri tatminine bağlıdır.

Dönüşüm ile birlikte bir borsanın sadece mülkiyet yapısı değil, yönetim ve karar mekanizması, özdüzenleme fonksiyonları ve finansal yapısı da değişmektedir.

Bu sürecin temel özellikleri arasında ise mülkiyet hakkının sınırlandırılması, yönetim kurulu üyeleri ile komitelerin azaltılması, işlem yapma imkanının mülkiyet hakkından ayrılması, borsa hisse senetlerinin aynı borsaya kotasyonu sayılabilir.

Dönüşüm sürecinin önemli bir diğer özelliği muhtemel çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik olarak borsaların özdüzenleme işlevlerinin yeniden yapılandırılmasıdır. Bu konuda bir fikir birliği bulunmamakla birlikte, temel yaklaşımın özdüzenleme görevi ile piyasa işletme fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılması olduğu söylenebilir.

Önceki bölümlerde ayrıntılı olarak açıklandığı gibi temel hedefleri ve düşünüş biçimleri açısından özelleştirme ve dönüşüm arasında büyük farklılıklar yoktur. Hatta devlet borsaları için demutualization sürecinin özelleştirmenin bir yöntemi olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Bu açıdan bakıldığında yapılan analizlerin ülkemize uygulanması açısından önemli uyumsuzluklar çıkması beklenmemektedir.

Ülkemizde menkul kıymet borsaları, kamu tüzel kişisi olarak öngörülmüştür. Artan uluslararası rekabet karşısında bu yapının gerekli esnekliği ve stratejik karar alma imkanını sağlayamaması muhtemeldir. Borsanın varlığını sürdürebilmesi için en az rakiplerindeki kadar elverişli araçlarla donatılması zorunludur.

Uluslararası düzeyde dönüşüm sürecinin münferit bir olay olmaktan çıkıp yaygınlaşması iki yıllık bir geçmişe sahiptir, dolayısıyla dönüşüm ile amaçlanan

hedeflere henüz tam olarak ulaşılmış değildir. Bu hedeflere ulaşıldığında İMKB'nin bu piyasalarla rekabeti daha da güç olacaktır. Aynı şekilde teknoloji ve iletişim sistemlerindeki gelişmeler de hızla devam ettiğinden, genel olarak bütün dünya borsaları üzerindeki rekabetçi baskı giderek artacaktır. Böyle bir ortam kaçınılmaz olarak İMKB'nin rekabet gücü konusunu tartışmaya açacaktır.

İMKB'nin rekabet gücünü arttırmaya yönelik stratejilerin başında borsanın kar amaçlı ve müşteri odaklı olarak yeniden yapılandırılması gelmelidir. Oluşturulacak yeni güdülenme mekanizmaları ile değişen piyasa koşullarına hızla uyum sağlayan, esnek ve proaktif bir yapı sağlanacaktır. Bu yöndeki dünya uygulamaları böyle bir dönüşümün genel olarak başarılı olduğunu ortaya koymaktadır. En eski örnekleri olan Stockholm ve Frankfurt borsalarının gösterdikleri büyük gelişme bunun kanıtıdır.

Düzenleyici otoriteler de bu değişimden yalıtılmış değildir. Dönüşüm sürecinin başarılı olması, piyasa ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni düzenleme yaklaşımları geliştirilebilmesine bağlıdır.

KAYNAKLAR

Kitaplar:

- 1) FERTEKLİGİL, Azmi
2000 Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi İMKB yayını, İstanbul
- 2) GÜNDAY, Metin
1997 İdare Hukuku İmaj Yayınları, Ankara
- 3) MARTİN, Stephen/PARKER, David
1997 The Impact of Privatisation Published by Routledge, London
- 4) POROY-TEKİNALP-ÇAMOĞLU
1993 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku Beta Basım Yayım, İstanbul
- 5) RAMANADHAM, V.V.
1993 Constraints and Impacts of Privatisation Published by Routledge, London
- 6) SAVAS, E.S.
1994 Özelleştirme Daha İyi Devlet Yönetiminin Anahtarı MPM yayını, Ankara
- 7) SCHWARTZ, Robert A. (Edited by)
1995 Global Equity Markets: Tecnological, Competitive and Regulatory Challenges New York University
- 8) TUNÇOMAĞ, Kenan
1988 Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar Beta Basım Yayım, İstanbul

İnceleme Raporları:

- 1) REDLER, Elaine
1994 European Financial Sector Privatisation and Demutualisation Financial Times Business Information, London
- 2) Securities Industry Association
2000 Reinventing Self-Regulation www.sia.com
- 3) World Bank – Economic Development Institute
1996 Securities Market Development for Policy Makers

Makaleler:

- 1) ERICKSON, Thomas
Futures Exchange Demutualization www.cftc.gov
- 2) KARMEL, Roberta
Stock Exchange Demutualization in Sweden and Australia www.kelleydrye.com
- 3) RAJESHWER, CH
Stock Exchanges Future Perfect www.icfai.org
- 4) VICKERS, John/YARROW, George
Economic Perspectives on Privatization Journal of Economic Perspectives, Spring91 Vol.5 Issue 2

Konuşmalar :

- 1) CHA , Laura M
Securities Market Reform:the Hong Kong Experience www.hksfc.org.hk

- 2) Testimony of Arthur Levitt Concerning Market Structure Issues Currently Facing The SEC before the Subcommittee on Securities Committee on Banking, Housing and Urban Affairs www.sec.gov

EKLER İÇİN KAYNAKÇA

Australian Stock Exchange:

- 1) www.asx.com.au
- 2) 1999 Annual Report, www.asx.com.au
- 3) Fact Book 1999, www.asx.com.au

Chicago Board Of Trade:

- 1) Restructuring Report of the CBOT May 2000, www.cbot.com
- 2) www.cbot.com

Chicago Mercantile Exchange:

- 1) www.cme.com

Hong Kong Exchanges And Clearing Limited:

- 1) A policy paper on securities and futures markets reform, March 1999, www.info.gov.hk/fsb
- 2) Reinforcing Hong Kong's position as a global financial centre, July 1999, www.info.gov.hk
- 3) Memorandum and articles of association of Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, July 1999,
- 4) Exchanges and clearing houses (Merger) ordinance, March 2000, www.justice.gov.hk
- 5) Memorandum of Understanding for the listing of HKEx on SEHK, June 2000, www.hkex.com.hk

London Stock Exchange:

- 1) www.londonstockexchange.com

NASDAQ:

- 1) www.nasdaq.com
- 2) Fact Sheet on the Proposed NASD Restructuring, www.nasdaq.com

New York Stock Exchange:

- 1) www.nyse.com

Singapore Exchange:

- 1) www.ses.com.sg

Toronto Stock Exchange:

- 1) The Toronto Stock Exchange: Blueprint for Success, October 1998, www.tse.com
- 2) Information Circular, May 1999, www.tse.com
- 3) Notice to Members & Participating Organizations No.2000-001, 5 January 2000 www.tse.com
- 4) Notice to Members & Participating Organizations No.2000-119, 31 March 2000 www.tse.com
- 5) Notice to Participating Organizations No.2000-120, 4 April 2000 www.tse.com

EK/1

AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE LTD (ASX)

1. Giriş

ASX, 19'uncu yüzyılın ikinci yarısında Avustralya'nın çeşitli şehirlerinde kurulan 6 bölgesel borsanın 1987 yılında, Avustralya parlamentosunca kabul edilen bir kanun çerçevesinde birleşmesi ile ortaya çıkmıştır. Bu birleşme ile Avustralya hisse senedi işlemlerinin tek elden yürütülmesi ve ulusal bir piyasa oluşturulması imkanı doğmuştur. ASX, kendisini oluşturan bölgesel borsalar gibi aracılardan karşılıklı ortaklık şeklindeki bir örgütlenmesiydi. Aracı kuruluşlar ya da bireysel aracılar ASX'in üyelerini oluşturuyordu. ASX, kar amaçlı olmadığı gibi ortaya çıkan maliyet artışları nedeniyle de üyelerine başvuramıyor kendi kaynaklarını kullanmak zorunda kalıyordu.

ASX'in, kar amaçlı bir şirkete dönüşümü ve borsaya kote olmasına ilişkin süreç, 1995 yılında ASX yönetim kurulu (YK) tarafından, ASX'in yapısının değiştirilmesine ilişkin farklı alternatifler üzerinde çalışma yapmak üzere bir çalışma grubu oluşturulması ile başlamıştır.

18 Ekim 1996 tarihinde ASX üyelerinin büyük çoğunluğu dönüşüm lehine oy vermiş ve dönüşüme imkan sağlayacak yasal düzenlemelere yönelik çalışmalarını yürütebilmesi için YK tarafından ihtiyaç duyulan esas sözleşme değişikliklerini onaylamıştır. Söz konusu yasal düzenlemeler 16 Aralık 1997'de yürürlüğe girmiştir.

Dönüşüm kararından sonra ASX, kotasyona hazırlık amacıyla işlemlerini ve yönetim yapısını ayrıntılı olarak gözden geçirmiştir. Müşteri ilişkilerinin önemini daha iyi yansıtan, daha kaliteli ve etkin hizmet sunulmasını sağlayacak olan yeni yapı Mayıs 1998'de kabul edilmiştir.

ASX, üyelerinin kooperatif örgütü iken, 13 Ekim 1998'de bir anonim şirkete dönüşmüş ve payları 606 adet üyesi arasında dağıtılmıştır. 14 Ekim 1998'de ise ASX, ASIC (Australian Securities and Investment Commission) tarafından denetlenen kayda alınmış bir şirket olarak, kendi borsasına kote olmuş ve dönüşüm süreci tamamlanmıştır.

2. Dönüşümün Nedenleri

ASX'in dönüşümüne ilişkin nedenler aşağıdaki gibi sayılabilir:

- ASX'in sadece üyelerine hasredilmiş mülkiyetini tabana yaymak,
- Piyasaya erişim haklarını, mülkiyetten ayırmak,
- Bölgesel ve uluslararası alanda artan rekabete karşı koyabilmek,

- Üye gruplarının farklı çıkarları nedeniyle ortaya çıkan sorunları gidermek.

3. Dönüşümün Temel Özellikleri

Dönüşüm sürecinin başlangıcında, ek sermayeye ihtiyaç duyulmadığından ASX'in hisse senetleri halka arzedilmemiştir. Karşılıklı mülkiyet çerçevesinde hak sahibi olan 606 adet aracıya, bu hakları karşılığında hisse senedi verilmiştir. ASX'in borsaya kote olması ile sözkonusu hisse senetleri el değiştirmeye başlamış ve 1999 yılı sonunda, ASX'in çalışanları da dahil yaklaşık 12.000 adet yatırımcıya ulaşmıştır.

ASX yöneticileri ve çalışanlarının, ASX hisse senetlerini alıp satması, kamuya açıklanmamış, ancak açıklandığında fiyatı etkileyebilecek bilgilerden yararlanmalarını önlemek amacıyla YK tarafından belli koşullara bağlanmıştır. Buna göre, ASX yöneticileri ve çalışanları sadece;

- Kotasyon bilgi formu ya da benzer belgelerin verilmesinden,
- ASX'in yıl sonu verilerinin açıklanmasından,
- ASX'in yarı-yıl verilerinin açıklanmasından,

sonraki ikinci günü izleyen 6 hafta boyunca ASX hisse senetlerini alıp satabilirler. Sözkonusu 6 haftalık süre, başkan ya da genel müdür tarafından her zaman kaldırılabilir. Yöneticiler, Şirketler Kanununda yer alan bildirim yükümlülüklerine ek olarak, ASX hisse senetlerine ilişkin işlemlerini 3'er aylık periyodlarla raporlamak zorundadır. Çalışanlar ise, belirlenecek bir görevliye işlem yapmadan önce haber vermelidir. Bu çalışanların diğer hisse senetlerine ilişkin yükümlülükleri ile de uyumludur. Öte yandan ASX yöneticileri ve çalışanlarının aktif işlem yapmasına ilişkin bir yasak da mevcuttur.

ASX'in ulusal ekonomi içindeki yeri ve denetleme fonksiyonu nedeniyle hükümet, herhangi bir kişi ya da grubun ASX'in kontrolünü ele geçirmesinin kamu yararına olmayacağına karar vermiştir. Bunu önlemek amacıyla, Şirketler Kanununda dönüşümü kolaylaştırmak için yapılan değişiklikler yanında ASX hisse senetlerinin mülkiyetine ilişkin sınırlamalar öngörülmüştür. Bir kişi ya da kuruluş ASX hisse senetlerinin % 5'inden fazlasına sahip olamayacağı gibi bu oranı aşan tutarda kontrole de sahip olamayacaktır. Sözkonusu sınırlama hem Avustralyalı hem de yabancılar için geçerli olacaktır. Sözkonusu % 5'lik sınır Ekim 2000'de % 15'e çıkarılmıştır. Bu orandan fazlasına sahip olmak isteyenlerin bakanlıktan izin almaları gerekir.

4. ASX'in Düzenleyici Fonksiyonu

Şirketler Kanunu da dahil, őirketlerden ve menkul kıymet düzenlemelerinden resmi olarak Federal Hazine sorumludur. Söz konusu kanun ASIC'e menkul kıymet piyasalarını destekleme, yardım etme, geliştirme ve adil koruma aracılığıyla yatırımcı güvenliğini sağlama görevi vermiştir. Şu halde, ASX'in yönetimi ve üyeler ile kotta bulunan şirketlere ilişkin düzenlemeler anılan kanuna dayanılarak belirlenmektedir.

Uzun zamandan beri ASX, piyasa katılımcılarına ilişkin idare ve işleyiş kuralları geliştirmektedir. ASIC kontrolünün genel  er evesi içinde yürütülen söz konusu  zd zenleyici süreç, piyasa entegrasyonunu sürdürmeye yönelik olarak tasarlanmış esnek ve geniş ölçekli bir sistem oluşturmaktadır. ASX'in  zd zenleyici görevlerini yerine getirdiği birincil alanlar piyasa entegrasyonu ve gözetimi ile piyasa katılımı ve kotasyondur.

ASX'in dönüŐümünden önce ASIC ile yapılan Memorandum of Understanding uyarınca ASIC, ASX'in kota alınmış bir şirket olarak denetiminden sorumlu olacaktır.

Dönüşüm ile birlikte ortaya çıkan en önemli sorulardan birisi ASX'in düzenleyici fonksiyonunun ne olacağıdır. Şüphesiz burada unutulmaması gereken husus, çıkar çatışmalarının, ister kota alınmış bir anonim şirket isterse karşılıklı ortaklık olsun, bir borsanın doğasından kaynaklandığıdır. Nitekim 50 yıldan fazla süredir insanların, çıkar  atıŐması nedeniyle, kendi kendilerini düzenleyip d zenleyemeyecekleri tartışılmaktadır. Karşılıklı ortaklıktan, kote olmuş bir şirkete dönüŐmek, çıkar çatışmasının doğasını değiştirmekle birlikte, bu çatışmanın mutlaka eskisinden daha büyük olacağı anlamına gelmez. Hatta mülkiyetin tabana yayılması gerçekleştiğinde, kontrol gücünün belli ellerde toplanması engelleneceğinden çıkar çatışmalarının azalacağı bile söylenebilir.

ASX'in temel amacı yatırımcıların ve giriŐimcilerin birlikte güven içinde gelebildikleri piyasalar oluşturmaktır. ASX'in gelecekteki başarısı buna ilişkin yüksek standartlar oluŐturabilmesine ve gerekli kaynakları sağlayabilmesine bağlıdır. Kaldı ki ASX'in Şirketler Kanununca  ng r len yükümlülükleri de devam etmektedir.

ASIC, ASX'in kota alınıŐını denetlemiş ve halen kotasyona ilişkin kurallara uyup uymadığını günlük bazda denetlemektedir. Bu ASX'in kottaki diğer şirketler gibi bağımsız bir incelemeden geçirilmesini temin edecektir.

5. Yönetim Yapısı

Genel kurulda her pay sahibinin bir oy hakkı olup, yukarıda da değinildiği gibi pay sahipliği konusunda % 15 sınırı mevcuttur. Ayrıca esas sözleşmede herhangi bir şekilde bu oranın üzerinde pay iktisap edenlerin oy sayısını sınırlandırmaya ve fazla payları elden çıkarmaya zorlayıcı hükümler bulunmaktadır.

ASX YK onbir üyeden oluşurken, 28 Eylül 1999 itibariyle aracı kuruluşlardan gelen iki üyenin emekli olması ile üye sayısı dokuza düşmüştür. Bunlardan dördü aracı kuruluşlardan, dördü ise iş çevrelerinden üyelere dir. Kalan üyelik ise YK'daki tek idareci olan genel müdüre aittir. Üyelerin üçte biri her yıl olağan genel kurulda yenilenecektir.

YK'nın ASX'in idaresine ve işleyişine ilişkin sorumluluğu, YK adına genel müdür tarafından yerine getirilmektedir. YK kendi performansını yıllık olarak, başkan ise yıl içinde her bir üyenin performansını resmi olarak değerlendirmektedir. YK ve idarenin sorumluluklarının ayrıştırılmasını sağlamak amacıyla başkanlık ve genel müdürlük birbirinden ayrılmıştır.

6. Dönüşümü İzleyen Gelişmeler

Dönüşüm sonrasının ilk mali yılı (1998-99) sonuçlarına göre ASX'in vergi öncesi karı bir önceki yıla göre % 108 artarak 55 milyon dolar, vergi sonrası karı ise % 126 artışla 37,7 milyon dolar olmuştur. Buna göre tamamı ödenmiş 100.802.678 adet hisse başına 35,6 sent kazanç ile ortalama % 18,5 getiri elde edilmiştir.

ASX hisse senetlerinin fiyatı kote oldukları gün 4,25 dolardan kapanmış, 16 Mart 1999'da en yüksek fiyatı olan 16 dolara ulaşmış ve yıl sonunda 10-11 dolar aralığında seyretmiştir. Buna göre ASX'in değeri 1 ila 1,1 milyar dolar arasında değişmektedir.

Dönüşümün sağladığı en büyük yararlardan birisi de YK'nın rekabet gücünü arttırmaya ilişkin hızlı kararlar alabilmesi ve ticari açıdan cazip fırsatları değerlendirebilmesidir. Bunun en önemli göstergesi, dönüşümü izleyen 8 ay içinde Nasdaq ile stratejik işbirliğinin geliştirilmesidir. Bu işbirliği çerçevesinde menkul kıymetlerin her iki pazara birden kote olması ve işlem görmesi amaçlanmaktadır.

EK/2

CHICAGO BOARD OF TRADE (CBOT)

1. Giriş

1999 başlarında CBOT Strateji Komitesi, rekabetçi baskılara karşı koyabilmek için CBOT'nin mevcut yapısında değişiklik yapılmasının zorunlu olduğu sonucuna varmıştır. Ağustos 1999'da Yönetim Kurulu (YK) tarafından onaylanan stratejik planda da bu tavsiyeye yer verilmiştir. YK, CBOT'nin yapısının, yönetiminin ve pozisyonunun modernleştirilmesine yönelik bir yeniden yapılanma planı hazırlaması için Yeniden Yapılanma Çalışma Grubu kurmuştur. Çalışma Grubu çeşitli danışman firmalar ve yatırım bankalarından aldığı yardımlarla birlikte, 6 ay içinde geniş bir stratejik değişim planı hazırlamıştır.

Ocak 2000'de Çalışma Grubu önerilerini YK'ya sunmuştur. YK bu önerileri kabul etmiş ve planın ayrıntıları üzerinde çalışması için bir Uygulama Komitesi atamıştır. Ayrıca YK'nın dışarıdan gelen 4 üyesinden oluşan bağımsız bir Tahsis Komitesi de belirlenmiştir. Bu komitenin görevi kurulacak iki yeni şirketin payları da dahil CBOT üyeleri arasındaki değer paylaşımının uygun ve adil olmasına yönelik tavsiyelerde bulunmaktır.

2. Geliştirilen Alternatifler

CBOT'nin yeniden yapılandırılmasında değişen piyasa ortamında iki temel amacın gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Birincisi türev piyasaları yönlendiren teknolojik ilerlemeyi sağlamak, ikincisi ise CBOT'nin yavaş ve üye tercihlerine yoğunlaşmış mevcut yönetim yapısı yerine şirketin değerini arttırmaya odaklanmış daha etkin bir karar mekanizması oluşturmaktır.

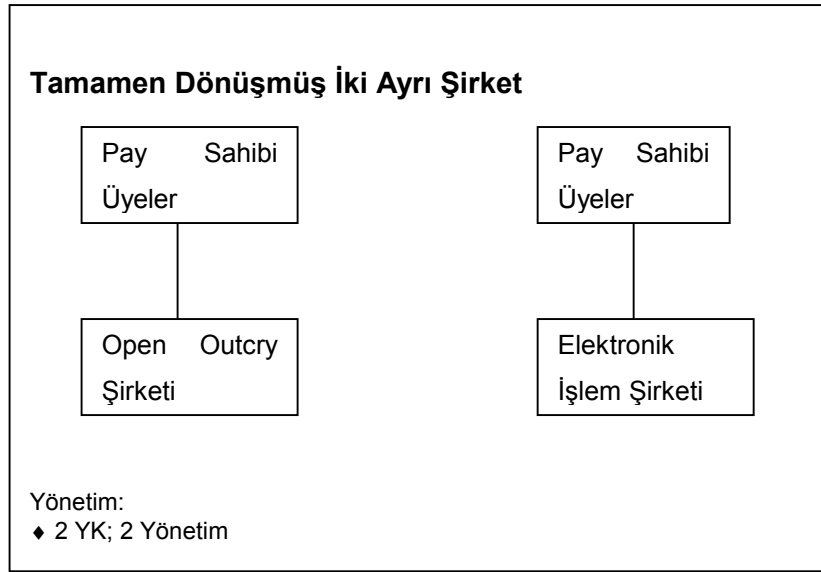
Bu iki temel amaçtan hareketle Çalışma Grubu aşağıda sayılan dönüşüm alternatiflerini önermiştir:

- CBOT'yi ana yapı şeklinde koruyarak, elektronik işlemler için ayrı bir iştirak oluşturmak,
- Kar amaçlı bir holding oluşturmak ve open outcry ve elektronik işlemleri bu holdingin ayrı iştirakleri olarak örgütlemek,
- CBOT'yi open outcry işlemlerini yapmak üzere kar amaçlı olarak yeniden organize etmek ve elektronik işlemleri kar amaçlı olarak ayrı bir şirket bünyesine taşımak (CBOT YK'nın 31 Ağustos 2000 tarihli kararı ile elektronik işlemlerin ayrı bir şirket olarak örgütlendirilmesinden vazgeçilerek, CBOT open outcry tarafından tamamına sahip olunan bir iştirak olarak kalmasına karar verilmiştir. Bu karar da daha önceki dönüşüm planı gibi üyeler, SEC, CFTC ve Internal Revenue Service'in

onayına tabidir. Aşağıdaki açıklamalar dönüşüm planının bu kararlar değiştirilmeden önceki halini esas almaktadır).

Yapılan değerlendirmeler sonucunda çalışma grubu üçüncü alteratifin en karlı yapı olacağına karar vermiştir. Bu plan 19 Ocak 2000 tarihinde YK tarafından da onaylanmıştır.

Farklı çalışma sistemine sahip, bağımsız varlıklar olarak bu şirketlerin bağımsız stratejik kararlar verme ve çalışma yöntemleri geliştirme imkanı olacaktır. Kar amaçlı şirketler olarak her biri, gerekli teknolojik yatırımlara yönelik finansal kararlar alma ve birleşme, işbirlikleri geliştirme yönünde esnekliğe sahip olacaktır.



3. Yeniden Yapılanma Planı

Yukarıda da değinildiği gibi dönüşüm planının onaylanması ile birlikte YK tarafından bir uygulama komitesi de atanmıştır. Bu komite tarafından geliştirilen yeniden yapılanma planının ana hatları aşağıda açıklanmaktadır.

Yeniden yapılanma sonucunda CBOT üyeliği iki grup hisse senedi ile temsil edilecektir. Bunlardan;

- B grubu hisse senetlerine işlem yapma hakları bağlanacak olup, mevcut CBOT üyelerine dağıtılacaktır. İşlem sistemine erişim işlem yapma hakkına sahip olanlarla sınırlanacaktır.
- A grubu hisse senetleri, sadece CBOT'deki sermaye payını temsil edecek olup, işlem haklarının bağlandığı hisse senetleri ile

ilgisizdir. Bunlar gelecekteki sermaye ihtiyacının karşılanmasını ve stratejik yatırımcıları⁶ cezbetmeyi sağlayacaktır.

İlk genel kurulda üyelerin kabulünü takiben, CBOT elektronik işlem faaliyetlerini, tamamına sahip olduğu bir iştirak şeklinde yeniden organize edecektir.

Yapılanmanın sonraki adımlarının da onaylanması ile, CBOT üyeleri nihai olarak kar amaçlı elektronik işlem şirketinde pay sahibi olacaklardır. Elektronik işlem şirketinin (EİŞ) hisse senetlerini halka arz etmesi de tasarlanmakla beraber, bunun tarihi belirsizdir.

Elektronik işlem şirketinin ilk oylamadan kısa bir süre sonra işlemlerine başlayacağı düşünülmektedir. CBOT tarafından geliştirilen bütün ürünler, tamamen misli şekilde bu şirket bünyesinde de işlem görecektir ve takas işlemleri Board of Trade Clearing Corporation tarafından yerine getirilecektir. Ayrıca CBOT'den bağımsız olarak bu şirket tarafından başka ürünler de geliştirilebilecektir.

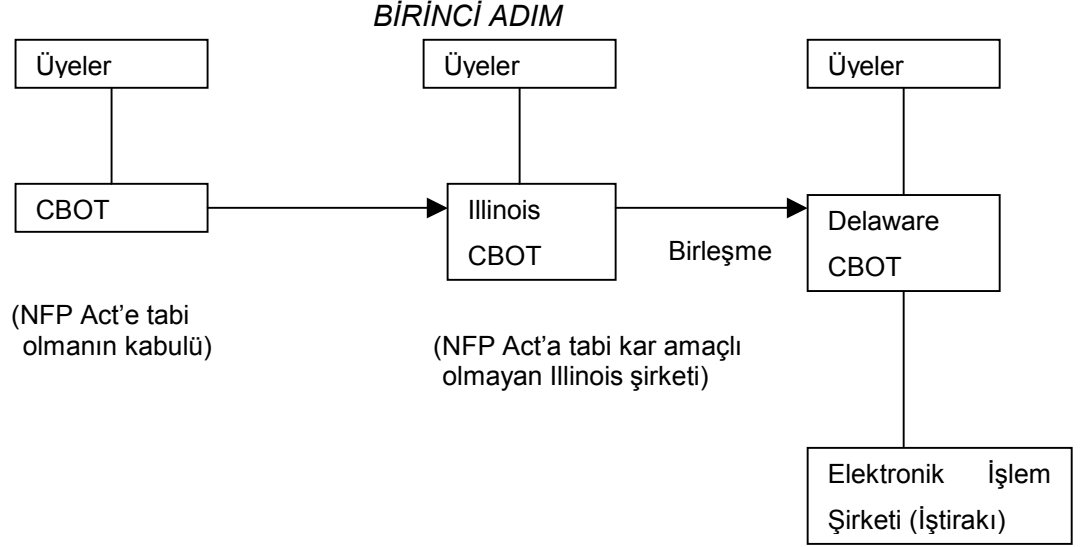
İlk oylama, CBOT'nin halka arzını kapsamayacaktır. Bu oylama ile CBOT Delaware eyaletinde yerleşik kar amaçlı olmayan, hisse senetleri bulunmayan bir şirket olacaktır. Ancak CBOT'nin kar amaçlı bir şirkete dönüşüp dönüşmeyeceğine ve bu şirketin hisse senetlerinin tahsisine ilişkin ikinci oylamada halka arza ilişkin bir karar verilmesi de beklenmektedir. Bunun için üyelere bir izah/vekaletname (Prospectus/proxy statement) gönderilecektir. Bu döküman bir izahname olmayıp, hisse senetleri satım teklifini içermemektedir. Hisse senetlerinin halka arzı 1933 Kanunu uyarınca SEC tarafından uygun görülen bir izahname olmadıkça yapılamaz.

CBOT, Illinois yasaları çerçevesinde, kendisine özgü bir esas sözleşme ile kurulmuştur. Yasal statüsü genellikle kar amaçlı olmayan bir Illinois şirketine benzetilmektedir. Ticaret hukuku gereğince CBOT önce Not For Profit (NFP) Act'i kabul edecek, sonra da Delaware eyaletinde yerleşik yeni, kar amaçlı ve hisse senedi olmayan Delaware CBOT şirketi ile birleşecektir. Bu birleşme sonucunda Delaware CBOT varlığını sürdürecektir, Illinois yasaları çerçevesinde kurulmuş olan CBOT'nin varlığı ise son bulacaktır.

Yeniden yapılanmanın, bu şekilde Delaware eyaletinde gerçekleştirilmesinin nedeni, Delaware hukukunun, kar amaçlı olmayacak Delaware CBOT'nin, kar amaçlı bir şirkete dönüşmeyi seçmesine izin vermesi ve birleşmeler ya da diğer ticari işbirlikleri konusunda esneklikler sağlamasıdır.

⁶ Bazı potansiyel stratejik ortaklar ve risk (venture) sermayedarları yeni örgütlenecek olan elektronik işlem şirketine yönelik ilgilerini dile getirmişlerdir. Bununla birlikte elektronik işlem şirketine yapılacak bu tarz bir yatırımın yapısına ya da koşullarına ilişkin olarak, henüz herhangi bir tartışma ve tespit yapılmamıştır.

EİŞ, ilk adım sonucunda ortaya çıkacak kar amaçlı olmayan Delaware CBOT'nin kar amaçlı bir iştiraki olarak örgütlenecektir. CBOT'nin NFP Act'i benimsemesi ve Delaware CBOT ile birleşebilmesi için üyelerin üçte ikisinin olumlu oyu gerekmektedir.



28 Haziran 2000 tarihinde yapılan oylamada, dönüşüm planının birinci adımı üyelerin % 90.7'si tarafından kabul edilmiş ve CBOT'inin Delaware eyaletinde kar amaçlı olmayan ve hisse senetleri bulunmayan bir şirket olarak yeniden yapılandırılmasını öngören birinci aşama 8 Ağustos 2000 tarihinde tamamlanmıştır.

Delaware CBOT'nin kar amaçlı şirkete dönüşmesi ile, mevcut üyelikler, kar amaçlı şirketin hisse senetleri üzerindeki üyelik haklarına dönüşecektir. CBOT'nin bütün üyeleri A grubu hisse senetlerine sahip olacak, ayrıca üyeliklerinin türüne göre de B grubundan ilgili hisse senetleri alacaktır.

Delaware CBOT'nin kar amaçlı şirkete dönüşmesi için üyelerin çoğunluğunun olumlu oy vermesi gerekmektedir. Yeniden yapılanma stratejisinin son aşamasında üyeler yukarıda açıklandığı gibi kar amaçlı CBOT'nin hisse senetlerine ve EİŞ'nin de adi paylarına sahip olacaktır.

EİŞ elektronik işlem sistemi için Eurex platformundan yararlanacaktır. Elektronik işlem hakları herhangi bir şekilde EİŞ'nin mülkiyetine bağlanmamıştır. EİŞ'nin, müşterilerinin doğrudan erişebildikleri, açık erişim ortamına dayalı işlem imkanı sunması beklenmektedir. Erişim politikası EİŞ YK tarafından belirlenecek olup, kurumsal ya da bireysel yatırımcılar ile aracı kuruluşları içerebilecektir.

İkinci aşamanın üyelerin kabulünden sonra derhal uygulanması planlanmaktadır. Ancak bunun için CFTC, SEC ve Internal Revenue Service (IRS)

tarafından gerekli düzenleyici işlemlerin yapılması gerekmektedir. CFTC tarafından CBOT'nin Delaware eyaletinde yeniden yapılandırılmasına karşı çıkılmadığının teyidi, üyelere gönderilecek vekaletname ve izahnamenin SEC'ye kaydı, IRS'nin ise üyelik haklarının hisse senetlerine dönüşmesi sırasında vergi tahakkuk ettirilmeyeceğini açıklaması gerekmektedir.

4. Payların Devri

Kar Amaçlı CBOT

Üyelik haklarının büyük çoğunluğunun A grubu paylar şeklinde temsil edilmesi beklenmektedir. Başlangıçta A grubu paylar sadece mevcut üyelere verilecek olup bu durum payların likiditesi ve değerini etkileyecektir. Kar amaçlı CBOT'in YK'sı bu payların devrine ilişkin sınırlamalar koyma yetkisine sahip olmaya devam edecektir.

B grubu paylar ise işlem haklarını taşıdıklarından, kar amaçlı CBOT tarafından belirlenen yükümlülükler karşılanmadıkça devirleri mümkün değildir. Sözkonusu yükümlülüklerinin bugünkü üyelik koşullarından çok farklı olması beklenmemektedir.

Elektronik İşlem Şirketi

EİŞ'nin sermayesi adi paylara bölünecektir. Halka arz öncesinde, YK ve yüklenicinin ortak çalışmaları ile bir takım devir sınırlamaları getirilebilir. Bu sınırlamalar kar amaçlı CBOT'nin A grubu payları için öngörülen sınırlamalardan daha sıkı ya da gevşek olabileceği gibi başka farklılarda içerebilir.

5.Yönetim Yapısı

Birinci adım sonucunda Delaware CBOT, yeni bir esas sözleşme ve by-law'a göre yönetilecektir. Delaware CBOT yönetim kurulunun kompozisyonu mevcut ile aynı olacaktır.

Delaware CBOT, kar amaçlı bir şirkete dönüştüğünde bütün anonim şirketler gibi daha etkin bir yönetim modeli benimsenecektir. Modern yönetim yapısı genellikle pay sahiplerinin şirket yönetiminden sorumlu yöneticileri seçmesi gibi daha demokratik ilkelerle belirginleşmektedir.

Uygulama komitesi kar amaçlı CBOT'nin yönetimine, işlem kurallarına ve düzenlemelerine ilişkin çalışmalar yapmakta, belgeler hazırlamaktadır.

Delaware CBOT, kar amaçlı bir şirkete dönüştüğünde 9 üyeden oluşması beklenmektedir. Yönetim kuruluna CBOT üyeleri arasından ve dışarıdan aday önermesi için bir aday belirleme komitesi görev yapacaktır. YK'nin onayı üzerine

dahili adaylar arasından üyeler, dışarıdan gösterilen adaylar arasından ise YK seçim yapacaktır.⁷

Dokuz YK üyesinden, altısı üyeler arasından, üçü ise dışarıdan belirlenecektir. YK üyelerinin görev süresi 3 yıl olacak ve her yıl ikisi içerden, biri dışarıdan olmak üzere 3 üye yenilenecektir.

EİŞ, CBOT'nin bir iştiraki olarak başlangıçta CBOT'inin işlem kurallarına ve düzenlemelerine tabi olacaktır. Kurulduktan hemen sonra EİŞ'nin esas itibariyle bağımsız bir yönetime sahip olması amaçlanmaktadır. Bununla birlikte CBOT YK'nın, EİŞ'nin belirli işlemlerine ilişkin koşullar belirleme yetkisi olacaktır. CBOT YK'nın sahip olacağı yetkiler, EİŞ hisse senetlerinin % 20'sine kadar olan kısmının ihracı, ücretler, çalışma zamanı, teminatlar ve erişime ilişkin politikalar ile ilgili olacaktır.

Nihai aşamada, EİŞ'nin yönetim kurulu ve idaresi CBOT üyeleri tarafından belirlenmeyecektir. EİŞ'nin ilk YK'sının 7 üyeden oluşması düşünülmektedir. Bunlardan dördünün CBOT üyeleri arasından, üçünün ise dışarıdan olması beklenmektedir. Başkan, YK tarafından belirlenecektir.

EİŞ, kar amaçlı CBOT'den tamamen ayrıldıktan sonra, bir EİŞ YK üyesi aynı zamanda kar amaçlı CBOT'nin YK üyesi olamayacaktır. YK üyelerinin görev süresi 3 yıl olacak ve biri içerden, biri dışarıdan olmak üzere her yıl 2 üye yenilenecektir. Bir yılda ise iki içerden bir dışardan üye yenilenecektir.

⁷ CBOT üyeleri 12 Ekim 2000 tarihinde 25 olan YK üye sayısının 18'e; 7 olan nominating committee üye sayısının ise 5'e indirilmesini kabul etmişlerdir.

EK/3

CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE (CME)

CME, bir yıllık stratejik planlama sonrasında, Ekim 1999'da Yönetim Kurulu'nun kabulü ile dönüşüme ilişkin planını ilan eden ilk büyük ABD borsası olmuştur. CME ilk olarak 28 Ocak 2000 tarihinde SEC kaydına alınmak üzere başvurmuş ve bu başvurusu 25 Nisan 2000'de SEC tarafından kabul edilmiştir. SEC'nin kabulü ile CME'nin, dönüşümü üyelerin oyuna sunmasının yolu açılmıştır.

Dönüşümün üyeler tarafından kabulü için kullanılan oyların üçte ikisinin olumlu olması yeterli olduğu halde, Haziran 2000'de yapılan genel kurulda dönüşüm planı % 98 oranında kabul görmüştür. Dönüşüm planı çerçevesinde CME'ce önerilen teknik birtakım kural değişiklikleri 15 Haziran 2000 tarihinde CFTC tarafından onaylanmış ve dönüşüm süreci büyük ölçüde tamamlanmıştır.

Dönüşüm planının gereklerinden sonuncusu ise Internal Revenue Service tarafından üyelik haklarının hisse senetleri ile değiştirilmesi nedeniyle, üyelere herhangi bir vergi tahakkuk ettirilmeyeceğine ilişkin vergi düzenlemeleri yapılmasıdır. Ekim 2000 itibariyle bu henüz gerçekleşmemiştir.

CME şirketinin payları iki gruba ayrılacak olup, A grubu paylar adi paylar olmalarına karşın, B grubu paylar, üyelere yeni şirkette işlem yapma imtiyazı sağlamaktadır. Her B grubu pay belli sayıda A grubu paya bağlı olacaktır.

B grubu paylar, halihazırda üyeliklerin alınıp satıldığı gibi, alım satım teklifleri CME'nin üyelik bölümüne gönderilmek suretiyle alınıp satılmaya devam edecektir. Bu payların değeri işlem haklarının ve A grubu payların değeri tarafından belirlenecektir. İşlem haklarının değeri ise kira piyasasınca belirlenecektir.

A grubu paylar 15 aylık bir süreçte aşamalı olarak kaldırılacak devir sınırlamalarına tabi olacaktır. İlk serbesti dönüşümden 6 ay sonra tanınacak ve pay sahipleri dönüşümden aldıkları payların % 25'ini devredebilecektir. A grubu payların OTC piyasasında aracı kuruluşlar ve piyasa yapımcıları arasında işlem görmesi beklenmektedir. Bu altı ay içerisinde A grubu paylar sadece ilgili B grubu payların satılması koşuluyla satılabilir. Böyle bir satış ise esas olarak mevcut bir üyeliğin satışına benzer bir sürece tabidir.

Yeni şirketin payları başlangıçta sadece üyelere ait olacaktır. B grubu paylar serbestçe herkese devredilebilir nitelikte olmakla birlikte, işlem yapma imtiyazını kullanmak isteyenlerin borsaya üye olması ve gerekli yükümlülükleri yerine getirmesi gerekmektedir. Devir sınırlamalarına ilişkin süreler sona erdiğinde bütün A grubu paylarda devredilebileceğinden borsanın mülkiyet yapısı değişmeye başlayacaktır.

CME'nin dönüşümü bir halka arz olarak planlanmamıştır. Bu nedenle dönüşümün hemen sonrasında sadece üyeler CME hisse senetlerine sahip olacak ve yukarıda anlatılan süreçler sonucunda bu hisse senetleri el değiştirmeye başlayacaktır. Buna rağmen yapılan çalışma bir halka arz öngörmediği gibi buna ilişkin bir yönlendirme de sözkonusu değildir. CME'nin halka arzına ve borsaya kote olmasına ilişkin karar daha sonra yeni şirketin yönetim kurulu tarafından verilebilir.

Dönüşüm sonrasında CME, SEC'ye kayıtlı halka açık bir şirket olacak ve gerekli raporlama yükümlülüklerini yerine getirecektir.

EK/4

HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED (HKEX)

Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Borsaları ile Takas Kuruluşlarının Birleşerek Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümü

1. Giriş

Mart 1999'da Financial Secretary tarafından menkul kıymet ve vadeli işlemler borsalarında reform yapılmasına yönelik olarak hazırlanan planda (A Policy Paper on Securities and Futures Market Reform) Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası (Stock Exchange of Hong Kong - SEHK), Vadeli İşlemler Borsası (Hong Kong Futures Exchange Limited - HKFE) ile üç adet takas kuruluşunun (the Hong Kong Securities Clearing Company Limited – HKSCC; the SEHK Options Clearing House Limited – SEOCH; HKFE Clearing Corporation Limited) birleşerek kar amaçlı bir şirkete dönüşmeleri öngörülmüştür. Söz konusu stratejinin ayrıntıları Financial Services Bureau'nun hazırladığı Temmuz 1999 tarihli "Reinforcing Hong Kong's Position as a Global Financial Centre" adlı raporda açıklanmıştır.

Öngörülen dönüşüm, esas itibarıyla yeni bir holding şirketi (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited – HKEx) kurulması ve sonrasında SEHK, HKFE ve takas kuruluşlarının bu şirket bünyesine alınması esasına dayanmaktadır.

30 Temmuz 1999 tarihinde SEHK ve HKFE yönetim kurulları, bu borsaların tamamına HKEx'in sahip olacağı iştirakleri olmasına ilişkin bir öneriyi ayrı ayrı ortaklarına götürmüşlerdir. Söz konusu her birleşme, Companies Ordinance uyarınca yapılacak planlar çerçevesinde gerçekleşmiştir.

SEHK'in birleşme planına göre, SEHK'in her bir payı, HKEx'in 805.000 adet payı ile değiştirilecektir. SEHK ortakları, HKEx payları yerine, planda öngörülen azami tutar kadar nakit isteme imkanına da sahiptir⁸. HKFE'de ortaklarına benzer bir plan önerisi sunacaktır. Planlar çerçevesinde SEHK ile HKFE ortaklarının değişim oranı sırasıyla 70:30 olacaktır.

⁸ SEHK, dönüşümün hem kendisinin hem de üyelerinin çıkarlarına tam olarak uyabilmesi için, üyelerine kurulacak yeni şirketten (HKEx) pay alma imkanı yanında paylarının iptali karşılığında nakit bedellerini alma imkanı da tanınması gerektiğine karar vermiştir. Sadece bu amaca yönelik olarak SEHK, 669 milyon Hong Kong doları tutarındaki bir fonu HKEx'ne tahsis etmiştir. Ayrıca SEHK belli koşullarda söz konusu tutarı aşan miktarlar için ödünç vermeyi de kabul etmiştir.

Öngörülen birleşmelere imkan verecek yasal düzenlemeler çerçevesinde HKSCC'nin bir anonim şirket olması ve tamamıyla HKEx'nin bir iştiraki olması da önerilmektedir.

6 Mart 2000 tarihinde sözkonusu planlarda öngörülen bütün koşulların yerine getirilmesi ile birleşme ve dönüşümün ilk aşaması gerçekleşmiştir.

Birleşme sırasında SEHK'in 17, HKFE'nin ise 10 ortağı HKEx paylarını almak yerine paylarının iptali karşılığında nakit almayı tercih etmiştir. Bu işlem nedeniyle SEHK üyeleri için HKEx'in 16.582.904 adet payının iptalini gerektiren 64.341.667 dolar; HKFE üyeleri içinse 11.102.252 adet payın iptalini gerektiren 43.076.737 dolar ödeme yapılmıştır.

HKEx'in kamuya ait olan (Financial Secretary Incorporated) 2 adet payı ile birlikte toplam 1.040.664.846 adet payı vardır. Bu paylardan 731.262.096'sı SEHK'nin, 309.402.748 adedi ise HKFE'nin üyelerine ait olacaktır.

2. Reform İhtiyacı

Bütün dünyadaki genel eğilimler ve meydan okumalar göz önünde bulundurulduğunda, sermaye piyasalarının sadece mevcut yapısının güçlendirilmesi değil, yeni rekabetçi güçler de kazandırılması gerekmektedir.

Hong Kong için;

- Bireysel ve kurumsal yatırımcıların taleplerini karşılayabilecek etkin bir piyasa stratejisinin geliştirilmesi,
 - Piyasanın ve bireysel piyasa katılımcılarının korunması ve piyasanın güvenilirliğinin sağlanması için takas altyapısının güçlendirilmesi,
 - Asya bölgesinin tamamına yönelik olarak, global düzeyde işlem yapacak boyuta ulaşılması,
 - Mevcut ürünler ve işlevsel sınırlar arasında ve bu sınırları aşarak işlemler yapılması,
 - Piyasa yapılarının performansının artırılması,
- gerekmektedir.

3. Piyasalar, Üyeler ve Kamunun Kazançları

Dönüşüm ve birleşme üzerine ortaya çıkacak yeni holding şirketin mülkiyeti başlangıçta borsaların mevcut üyelerine ait olacaktır. Sözkonusu şirketin paylarının kayda alınması ile birlikte, paylar eldeştirmeye başlayacak ve mülkiyet en geniş anlamda yatırımcılara yayılacaktır. Borsaların profesyonel bir yönetime sahip kar

eden kuruluşlar olması piyasa operatörlerinin⁹ performanslarını artırması için elverişli bir ortam sağlayacaktır. Bunun yanısıra;

- a) Yatırımcıların menkul kıymet ve vadeli işlemler borsaları arasında serbestçe hareket edebildikleri günümüz global ortamında, üye olmayan aracı kuruluşların ve uzun vadede belki de yatırımcıların doğrudan işlem imkanlarına erişebilmesi uluslararası bir borsanın başarısını belirleyen etken olacaktır,
- b) Bir borsa sadece üyesi olan aracı kuruluşların değil, sermaye piyasalarının diğer katılımcılarının da (ihraççılar, yatırımcılar ve diğer finansal hizmet sunucuları) çıkarlarına hizmet ettiğinden, normal bir şirket yapısı çok sayıda kullanıcının çıkarlarını yansıtmak ve piyasa güçlerinin ihtiyaçlarını karşılamak konusunda uygun bir mülkiyet ve yönetim yapısı sağlayacaktır.
- c) Dönüşüm profesyonel yönetim ve örgütlenme yapısında verimlilik artışı sağlayacaktır. Sınırlı bir grup tarafından belirlenen komitelerce yönetilmeye son verilmeyle, şirket uygulamaları için ihtiyaç duyulan daha etkin ve zamanında karar alma imkanı sağlanacaktır.
- d) Halka açık bir şirket, sermaye piyasalarını kullanabildiğinden, sermaye edinmek konusunda, bir karşılıklı ortaklığa göre daha büyük esnekliğe sahiptir. Bu maddi imkan, borsaların, kullanıcıların ihtiyaçlarını tam olarak karşılama ve uygun bir takas sistemi oluşturma yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde yaşanan önemli sıkıntıların aşılmasını kolaylaştıracaktır. Bu tarz karmaşık ve maliyetli bilgi teknolojilerinin, modern piyasalardaki kritik rolü küçümsemez. Bu sistemlerde yaşanacak eksiklikler menkul kıymet ve vadeli işlemler piyasalarının ötesinde bütün bir ekonomiyi etkileyecektir.
- e) Halka açılma gerçek anlamda kamunun mülkiyetini sağlayacak ve piyasa operatörlerini şeffaflık, hesaplanabilirlik ve piyasa disiplini konusunda cesaretlendirecektir.

4. Yeni Piyasa Yapısı

Piyasa operasyonları için tek organizasyon: HKEx, borsalarda işlem gören menkul kıymetlerin ve türev ürünlerin alım satımı, işlemlerin gerçekleştirilmesi ve takasına ilişkin temel işlevleri yerine getirecektir.

Birleşik ortaklık yapısı: Entegrasyonun bir sonucu olarak HKEx, başlangıçta sadece borsaların mevcut ortaklarına ait olacak ve hükümet denetiminde kar amaçlı bir halka açık şirket olacaktır. HKEx, bütün piyasa operatörlerine sahip olup, bunlar arasındaki koordinasyonu, sinerjiyi ve ölçek ekonomisini yönlendirecektir. HKEx

⁹ Borsalar ve takas kurumları

paylarının her biri, devralınan operatörlerin toplam içindeki katkısına göre oluşturulacaktır.

Şirket benzeri yönetim (Corporate-like governance): HKEx yönetimi üç aşamadan oluşacaktır:

- Yönetim kurulu, ortakların, piyasa kullanıcılarının, yatırımcıların ve bağımsız üyeler gibi ilgili piyasa profesyonellerinin temsilcilerinden oluşacak ve HKEx'in politikalarını belirleyecek ve stratejik kararlar alacaktır.
- Operasyon birimleri için strateji belirlemek ve bu stratejinin uygulanmasını sağlamaktan sorumlu profesyonel bir CEO ve yönetim komitesi bulunacaktır.
- Operasyon birimlerinin yöneticileri ve yönetim komiteleri sorumlu oldukları birimlerin günlük işleyişinden sorumlu olacaktır.

5. İşlem Yapma Haklarının Mülkiyetten Ayrılması

İşlem yapma haklarına ilişkin sınırlamalar ortadan kaldırılacak ve hukuki koşulları sağlayarak, gerekli ücretleri ödeyen herkes işlem yapabilecektir. Bu anlamda üye sayısına ilişkin sınırlama da ortadan kaldırılacaktır.

Bu aşamadan sonra bir borsaya erişim imkanı artık devredilebilir olmaktan çıkacak ve HKEx'in paylarının mülkiyeti ile ilgisi bulunmayacaktır. Şüphesiz borsaya erişim imkanına gelecekte de ancak belli koşulları sağlayan nitelikli kuruluşlar sahip olacaktır. Fakat HKEx'in paylarına sahip olma bu nitelikler arasında yer almayacaktır. Erişim imkanına sahip kullanıcılar HKEx tarafından düzenlenen ve yapılan sözleşmeler ile uygulama gücü kazanan kurallar çerçevesinde işlem yapacaktır. Söz konusu kurallar kooperatif birliği sözleşmelerinde (articles of association) yer alan ve mevcut operatörler tarafından düzenlenen kuralların yerini alacaktır.

6. Borsaların ve Takas Kurumlarının Kamusal Rolü

Borsalar ve takas kurumları yürüttükleri kamusal işlevler nedeniyle ülke ekonomisi için önemli varlıklardır. Söz konusu işlevler aşağıdaki gibi sayılabilir:

- a) Menkul kıymet ve vadeli işlemler borsaları ile bunların takas kurumları diğer kamu kurumları gibi işlemcilerin, kullanıcıların ve en genel anlamda kamunun yararlandığı networkler oluşturmaktadır. Bu işlevleri nedeniyle söz konusu kuruluşlar pek çok küçük ekonomide tekel haklarına sahiptir. Bu tarz tekellerin ortaya çıkması kaçınılmazdır, çünkü bu şekilde piyasa fiyatlarının şeffaflığı sağlanmakta ve fiyat bilgilerine ulaşma ve takas için gerekli merkezi altyapının oluşturulması mümkün olmaktadır.

- b) Borsalar, çok sayıda aracı kuruluş ve yatırımcı üzerinde kayıt ve düzenleme fonksiyonu yürüttüklerinden, kamu yararına ilişkin sorumlulukları da vardır.
- c) Borsalar ile takas kurumlarının genel ekonomi içindeki belirleyici etkisi, bu kuruluşların işlemleri sırasında ortaya çıkabilecek maddi bir hatanın, ekonomi üzerindeki maliyeti göz önünde bulundurularak daha iyi değerlendirilebilir.
- d) Vadeli işlem borsaları doğrudan ya da dolaylı olarak finansal piyasalardaki risk yönetimini etkilemektedir. Bu borsalar yatırımcılarına risklerini yönetme imkanı sağlamanın yanısıra genel ekonomi içinde ortaya çıkan risklerin biraraya gelmesini sağlayan kanal işlevine de sahiptir.

7. HKEx'in Yönetimi

7.1. Genel Esaslar

HKEx'in yerine getirmesi beklenen kamusal işlevi ve uluslararası rekabet gücüne duyulan ihtiyaç nedeniyle hükümet, borsaların yasal ya da fiilen yararlandıkları tekelci pozisyonun da HKEx'e devredilmesini düşünmektedir. Bununla birlikte kamu yararının en iyi şekilde sağlanması amacıyla HKEx'in yönetimi ve işlemleri konusunda belli korumalar ve sınırlamalar öngörülmektedir. Bunlar aşağıda sayılmaktadır:

- a) Mülkiyet sınırlaması: Yabancı mülkiyete karşı çıkma, Hong Kong'un serbest pazar olma felsefesi ve HKEx'in halka açılması hedefi ile bağdaşmadığından kabul edilmeyecektir. Ancak mülkiyete ilişkin diğer kontroller; bir kişi, grup ya da birlikte hareket edenlerin sahip olabileceği azami pay sayısı, sermayenin belli bir oranından fazlasını edinmek isteyenlerin ön izin alması gibi sınırlamalar uygulanacaktır. Bu tarz sınırlamalar yasama organınca öngörülmelidir, çünkü HKEx'in esas sözleşmesinde yer alacak mülkiyete ilişkin sınırlamalar, daha sonra borsaya kote olma konusunda sorunlar yaratabilecektir.¹⁰
- b) HKEx'in yönetim kurulu¹¹: HKEx yönetim kurulu ortakların, kullanıcıların, yatırımcıların temsilcilerinden ve bağımsız üyelerden oluşacaktır. Bağımsız

¹⁰ Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance ile bir kişi ya da kuruluşun tek başına ya da birlikte sermayenin ya da genel kuruldaki oy sayılarının % 5 veya daha fazlasına sahip olması ya da kontrol etmesi belli koşullara bağlanmıştır. Aynı husus HKEx'in esas sözleşmesinde de tekrarlanmıştır.

¹¹ HKEx'in esas sözleşmesine göre HKEx genel kurulunda başka şekilde kabul edilmedikçe ve SFC tarafından onaylanmadıkça yönetim kurulu üyelerinin sayısı 2'den az 15'ten fazla olamayacaktır.

üyeler, menkul kıymet ve vadeli işlem piyasaları ile ilişkili mesleklerden olabileceği gibi halkın arasından herhangi bir kişi de olabilir. Yönetim kurulu şirket politikalarının belirlenmesinden ve stratejik kararların alınmasından sorumlu olacaktır. Yönetim kurulu, şirketin ticari çıkarları ile finansal piyasaların çıkarları ve finansal hizmetlerin uzun vadede gelişimini de içeren genel olarak kamu yararı arasında uygun bir denge kurmalıdır.

HKEx, bu tarz önemli kamusal işlevler yerine getireceğinden ve tekel statüsü olacağından hükümetin yönetim kuruluna üye ataması uygun olacaktır¹².

- c) Düzenleyici kontrol: Piyasa gücünün tek bir kuruluş elinde toplanmasından kaynaklanacak riskleri azaltmak, piyasa entegrasyonunu desteklemek ve sistemik riski asgariye indirmek amacıyla HKEx'in, Securities and Futures Commission (SFC) tarafından denetlenmesi ve düzenlenmesi gereklidir. Bu düzenlemeler, kamu yararı için gerekli sınırlamalar ile HKEx'e sermaye yatıran ortakların belli bir getiri elde etme hakları arasında uygun bir denge kurmalıdır.
- d) HKEx'in kotasyonu: HKEx'in paylarının dürüst ve likit bir piyasada işlem görebilmesi için, HKEx'in, SFC tarafından yürütülecek bağımsız bir kotasyon ve denetim sürecine tabi olması gerekir. SEHK'nin, kendisinin dahil olduğu holding şirketi denetlemesi uygun olmayacaktır.

7.2. Güçlü, Entegre, Dengeli Liderlik

HKEx'in doğasında yer alan fırsatlar ve meydan okuma çok güçlü bir liderliğe yol açmakla birlikte, HKEx'in kamusal rolü ve tekel statüsü etkin bir liderlik dengesi gerektirmektedir. Bu nedenle HKEx yönetim yapısı üç kişi (Başkan, Chief Executive Officer-CEO, Chief Operating Officer-COO) ve iki yönetim komitesinden (İcra ve yönetim komiteleri) oluşacaktır.

İdari yapının dışında bir başkan: HKSAR onayıyla yönetim kurulu tarafından seçilir ve atanır. Başkan yönetim kuruluna başkanlık eder, CEO ile COO denetler ve dış ilişkileri yönetir. Başkanın HKEx'in yönetiminden tamamen bağımsız olması amacıyla, idari yapının dışında olması planlanmıştır.

CEO: Yönetim kurulu tarafından belirlenir ve başkana bildirilir. CEO strateji belirleme ve HKEx'in uzun dönemli başarısı için düzenli, global işbirlikleri sağlama hususuna odaklanacaktır. Ek olarak CEO, HKEx pazarlarının denetimi ve

¹² HKEx'in esas sözleşmesinde Financial Secretary tarafından kamu yararı nedeniyle istenen kişilerin yönetim kurulu üyesi olarak atanabileceği ve bu şekilde atanmaların istendiğinde görevden alınabileceği düzenlenmiştir. Esas sözleşmeye göre Financial Secretary tarafından atanacak yönetim kurulu üyelerinin sayısı hiç bir zaman 8'i geçemeyecektir.

iyileştirilmesine çalışacak, bu amaçla SFC, Financial Services Bureau ve piyasa katılımcıları ile güçlü ilişkiler geliştirecektir.

COO: Yönetim kurulu tarafından belirlenir ve başkana bildirilir. COO, HKEx'in entegre, kar eden bir varlık haline gelmesini sağlayacaktır. COO, entegre organizasyonun performans kültürünün yerleşmesinde ve yeni ticari faaliyetlerin geliştirilmesinde anahtar rol oynayacaktır.

CEO ve COO, açık ticari hedefler konması ve bunlara ulaşılması için iş üniteleri (Businnes unit-BU) ile çalışacaktır.

Günlük idari görevler iki lider komite tarafından yürütülecektir:

	Belli başlı görevler	Kompozisyon	Toplantı zamanı
İcra Komitesi	<ul style="list-style-type: none"> • HKEx'in stratejisi ve operasyonlarına ilişkin temel sorunları değerlendirmek, • YK'ya sunuşlar hazırlamak, • Kotasyona ve düzenlemeye ilişkin operasyonel kararlar almak, • Personelin işe alınması, derecelendirilmesi ve ücretleri konusunda karar vermek. 	<ul style="list-style-type: none"> • Başkan, • CEO, • COO, • 2 YK üyesi 	<ul style="list-style-type: none"> • Haftalık
Yönetim Komitesi	<ul style="list-style-type: none"> • İş üniteleri ve fonksiyonlar arasında koordinasyon sağlamak, • Birden çok iş ünitesini ilgilendiren sorunları çözmek, • Sinerji ve operasyonel ilerlemeyi başlatmak, • Genel işlem yöntemleri ve kültürü oluşturmak. 	<ul style="list-style-type: none"> • CEO, • COO, • BU başkanları, • Merkezi fonksiyon başkanları. 	<ul style="list-style-type: none"> • Haftalık

İş Üniteleri ve Çalışma Alanları:

İş Üniteleri	Spot	Türev	Takas	IT/Sistem	Enformasyon Hizmetleri
Alt birimler	<p><i>Ürün üniteleri</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Temel ürünler - Endeks, - Enkeks-dışı - Çin HS, -Bölgesel/ Uluslararası • GEM,* • Varantlar, • Tahviller, • Fonlar. <p><i>Diğer üniteler</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Operasyon IT, • Ürün geliştirme 	<p><i>Ürün üniteleri</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Opsiyonlar, • Vadeli işlemler <p><i>Diğer üniteler</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Operasyon IT, • Ürün geliştirme ve 	<p><i>Ürün üniteleri</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Türev araçların takası, • Spot işlemlerin takası, • Güvenli saklama, • Değer arttıran hizmetler (Ör:menkul kıymet ödünç işlemleri) <p><i>Diğer üniteler</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Takas sistemleri • Ürün geliştirme ve 	<ul style="list-style-type: none"> • IT strateji planlama, • Satın alma, • Veritabanı bakımı, • Takas sistemleri, • Alım satım sistemleri, • Donanım bakımı, • Müşteri desteği. 	<ul style="list-style-type: none"> • Endeksler, • Endeks hesaplanmasına ve düzeltilmesine ilişkin sistemler, • Tarihsel veri, • Pazarlama ve müşteri hizmetleri

	ve planlama, • Pazarlama ve müşteri hizmetleri.	planlama, • Pazarlama ve müşteri hizmetleri.	planlama, • Pazarlama ve müşteri hizmetleri.		
--	--	---	---	--	--

* Growth Enterprise Market

8. Güçlendirilmiş Düzenleyici Fonksiyon

Hong Kong menkul kıymet ve vadeli işlemler piyasalarına ilişkin düzenleme yetkisi çeşitli kuruluşlar arasında bölünmüş durumdadır. Halihazırda SFC tarafından, üye aracı kuruluşlara ve kotasyona ilişkin düzenleme yapma yetkisi gibi belli düzenleyici işlevler borsalara devredilmiş durumdadır. Ancak SFC, bu işlevlerin gözetimi konusunda yasal sorumluluğu taşımaya devam etmektedir. SFC, kuralların ihlali halinde gerekli soruşturmayı yapmak ve yaptırım uygulamak yetkisine sahiptir. Bu şekilde, düzenleme konusunda ikili bir yapı ortaya çıktığından piyasa katılımcıları için maliyet artışına yol açmaktadır.

Menkul kıymet ve vadeli işlemler piyasalarının giderek karmaşıklaşması ve finansal ürünler (menkul kıymetler ve türev araçlar) ile piyasa katılımcıları (aracı kuruluşlar, yatırımcılar ve ihraççılar) arasındaki farkların giderek belirsizleşmesi, düzenleyici fonksiyonların bütünleşme eğilimini artırmış, gözetim ve denetim işlevlerinde etkinlik ve verimlilik artışı sağlamış, düzenleyiciler ve yatırımcılar arasındaki ilişkileri basitleştirerek maliyet tasarrufu yaratmıştır.

HKEx'in kuruluşundan sonra hükümet ve SFC, özdüzenlemeyi engelleyici potansiyel çatışmaların ortadan kaldırılması suretiyle düzenleyici çerçevenin rasyonelleştirilmesine ve piyasa katılımcıları üzerindeki gereksiz düzenleyici yükleri azaltmaya yönelik olarak düzenleyici fonksiyonların SFC ve borsalar arasındaki bölünmesini gözden geçirecektir. Bununla birlikte fonksiyonlarını etkin olarak yürütebilmesi ve kendi ürünleri ile hizmetlerine yönelik yeterli güveni sağlaması amacıyla bir takım düzenleyici yetkilerin yine HKEx'te bırakılması düşünülebilir. Benzer şekilde bir kısım düzenleyici fonksiyonlar da, SFC, borsalar ve takas kurumlarının kendi uzmanlık alanlarına yoğunlaşabilmesi için tekrar SFC'ye geri verilebilir. Bu şekilde piyasa operatörleri, düzenleyici sorumluluklarının getirdiği muhtemel çatışmalar tarafından engellenmeksizin, işlemleri için daha ticari ve kar amaçlı bir yaklaşım geliştirebilirler. Bu konuya ilişkin olarak SFC tarafından geliştirilen daha ayrıntılı öneriler hükümete sunulacaktır.

HKSCC operasyonlarında en son ödünç veren etkisi olduğundan, takas sisteminin ve özellikle ödeme sistemi ile olan bağlantısının istikrarı ve entegrasyonunda kayda değer sistemik risk ve kamu yararı bulunmaktadır. Sonuç olarak, hükümetin menkul kıymet ve vadeli işlem sektöründeki takas ve ödeme sisteminin sağlamlığı ve entegrasyonu üzerinde düzenleyici gözetiminin devam etmesi kamu yararı açısından zorunludur.

9. Ticaret Yönelimli Operatörler

Yeni piyasa yapısında, mevcut piyasa operatörleri HKEx'in bir birimi olarak işlem yapacaktır. Bunların rolleri, işlemleri ve stratejileri ticari gelişime odaklanacaktır. Yeni ve basitleştirilmiş bir yönetim yapısı altında, dahili organizasyon mevcut fonksiyonel sınırlamalar yerine hesaplanabilir iş üniteleri olarak örgütlenerek, belirli ürün ve hizmet alanlarındaki ticari gelişime odaklanacak ve farklı kategorilerdeki müşterilerin ihtiyaçlarını karşılamak üzere hizmetlerde gelişme ve yetkinlik sağlayacaktır.

10. Piyasa Reformunun Yürütülmesi

10.1. Gerekli Prosedürler

Reform süreci mümkün olduğunca normal ticari ve yasal prosedüre tabi olacaktır. Dönüşüm ve birleşme Companies Ordinance çerçevesinde yapılacak paralel iki anlaşma (SEHK ve HKFE için ayrı ayrı) ile yürütülecektir.

Söz konusu planlar Companies Ordinance uyarınca yürütülecek olup, ilgili diğer düzenlemelere ve gerekli prosedürlere uyulacaktır. SEHK ve HKFE genel kurulları, kendi planlarını oylamak üzere toplanacaktır. Planların kabulü için payların dörtte üçünü temsil eden üyeler arasından çoğunluğun olumlu oy vermesi gereklidir. Planların genel kurulda kabulü halinde onay için mahkemeye başvurulur. Mahkeme onayından sonra birleşme için gerekli diğer koşulların da (HKSCC üyelerinin yeniden örgütlenmesi, yürürlükteki kararnamelerde değişiklikler yapılması ile ilgili yasama işlemleri gibi) yerine getirilmesi ile planlar yürürlüğe girecek, piyasa operatörlerinin dönüşümü, birleşme ve yeni şirketin (HKEx) kuruluşu tamamlanmış olacaktır.

10.2. Takas Kurumları

HKSCC, genel olarak Hong Kong menkul kıymet piyasalarında ve özellikle SEHK operasyonlarında çok önemli bir yere sahiptir. HKSCC'in HKEx'in birleşmiş ticaretine dahil olması esas olup, birleşme HKEx'in değerini de artıracaktır.

HKSCC, ortaklarının iştirak payları ile sınırlı olarak sorumlu oldukları bir şirkettir¹³ (company limited by guarantee). Üyeleri SEHK ve beş bankadan oluşmaktadır. HKSCC'nin tasfiyesi sırasında üyeliği devam eden ya da üyeliğin sona ermesini izleyen bir yıl içinde tasfiyenin gerçekleşmesi halinde her bir üye belli bir tutarda (SEHK 25 milyon HK\$, diğerleri 5'er milyon HK\$) ödeme yapmayı taahhüt etmiştir. Hiç bir üyenin temettü ya da başka şekilde kardan pay alma hakkı olmadığı gibi tasfiye bakiyesinden pay alma hakkı da yoktur.

HKSCC üyeliğinin mali bir değeri olmadığından, bu üyeler HKEx'ten pay alamayacaktır. HKSCC'nin entegrasyonu sırasında, beş bankanın HKSCC'ne ilişkin

¹³ Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance uyarınca HKSCC, yapılacak olağanüstü bir genel kurulda alınacak karar ile bir anonim şirkete dönüştürebilecektir. Dönüşüm için SFC'nin onayı aranmıştır.

garanti yükümlülüklerine son verilerek, zorunlu olduğu ölçüde bu bankaların HKEx'e ilişkin garanti vermesine yönelik çözümler bulunacaktır.

SEOCH ve HKFE Clearing, SFC tarafından tanınmış diğer takas kurumlarıdır. Her ikisi de ilgili borsaların iştiraki olup borsalarla birlikte dönüşüm ve birleşme sürecine tabi olacaktır.

HKEx bünyesinde üç takas kurumu bütünüyle entegre bir takas kurumu olarak işlem operatörlerine paralel işlem yapacaklardır. Entegre takas kurumu menkul kıymet ve vadeli işlem piyasalarındaki bütün işlemler için merkezi takas ve netleştirme imkanı sağlayacaktır.

11. HKEx'in Borsaya Kotasyonu

HKEx, 27 Haziran 2000 tarihinde SEHK'e kota olmuştur. Kotasyon, HKEx'in çıkarılmış sermayesini temsil eden 1.040.664.846 adet payın, her bir payın değeri 1 dolar olacak şekilde kayda alınması ile gerçekleşmiştir.

HKEx'in payları SEHK'e kota olmakla birlikte, sadece HKEx'e özgü olarak, kotasyon ve sonrasına ilişkin asıl yetki SFC'de kalmaktadır.

SFC, yazılı olarak SEHK tarafından yapılması halinde herhangi bir çıkar çatışmasının ortaya çıkmayacağını kabul etmedikçe, kotasyona ilişkin bütün işlemleri kendisi yapacaktır. HKEx tarafından kotasyon için, SFC'ye başvurulacak ve ilgili bütün belgeler SFC'ye verilecektir. Başvurunun kabulü halinde SFC, kota alınmış bir şirket olarak HKEX'in denetiminden sorumlu olacaktır.

Başvuruya ilişkin olarak SFC, idari bir takım işlemlerin SHEK tarafından yapılmasını isteyebilir. Ancak bu işlemler SEHK tarafından normal başvurularda yapılanlardan daha farklı olamaz.

SHEK, üyeler veya ihraççılar ile ilgili olarak yaptığı incelemeler sırasında ya da şikayet üzerine HKEX'in hisseleri hakkında kural ihlali olarak değerlendirilebilecek alışılmadık herhangi bir durumla karşılaşırsa derhal SFC'ye haber vermelidir.

EK/5

LONDON STOCK EXCHANGE (LSE)

30 Temmuz 1999 tarihinde LSE Yönetim Kurulu mevcut karşılıklı mülkiyet yapısını, hisse senedi temeline dayandıracak bir dönüşüme niyetli olduğunu açıklamıştır. Dönüşüm ile LSE'nin elektronik piyasalardan gelen rekabete karşı koyabilmek için daha elverişli araçlarla donatılabileceği düşünülmektedir.

Tasarı ile borsanın mevcut üye temeline dayanan ortaklık yapısı sona erdirilecek ve hisse senetlerinin devri mümkün olacaktır. Bu şekilde borsaya erişim ve mülkiyet ilişkisi arasındaki geleneksel bağ koparılmış olacaktır.

LSE 2 Şubat 2000 tarihinde bir sirküler ve "Information Memorandum" yayımlayarak borsanın devredilebilir paylara sahip bir anonim şirket olması konusunda ortaklarının onayını talep etmiştir.

Oylamanın yapılacağı olağanüstü genel kurul 15 Mart 2000 tarihinde gerçekleşmiştir. Dönüşüme ilişkin oylama ortakların çoğunluğunun kabulü ile sonuçlanmıştır.

Yeni payların alınıp satılmasına Nisan ya da Mayıs 2000 döneminde başlanacağı düşünülmekle beraber, Ekim 2000 itibariyle bu konuda bir gelişme olmamıştır. Paylar potansiyel alıcı ve satıcıları bir araya getirecek bir off-market ortamında alınıp satılacaktır.

EK/6

NASDAQ

1. Giriş

NASD yönetim kurulu 9 Aralık 1999'da yeniden yapılanmaya ilişkin bir hazırlık planını kabul etmiştir. 4 Ocak 2000 tarihinde kabul edilen nihai plan uyarınca, Nasdaq hisselerinin büyük bir kısmının iki aşamalı tahsisli satışlarla sınırlı sayıda piyasa katılımcısına, ihraççıya ve NASD üyelerine satılması amaçlanmaktadır. Yeniden yapılanma sürecinde Nasdaq yeni hisse senetleri ihraç edecek, NASD ise çıkarılmış olan Nasdaq hisse senetlerinin satın alınmasına ilişkin varantlar çıkaracaktır.

Tahsisli satışların birinci aşamasında ortalama olarak % 47-49 civarında hisse senedi satılacaktır. Hisse senetleri ve varantlar, J.P. Morgan tarafından yönetilen değer tespit analizleri ile belirlenmiş dürüst piyasa fiyatından satılacaktır. Bunun için, Nasdaq tarafından yeni ihraç edilecek hisse senetleri ile NASD tarafından Nasdaq'ın halihazırda var olan hisse senetleri üzerine çıkarılacak varantların;

- % 30-32'sinin yaklaşık 130 stratejik piyasa katılımcısına,
- % 16'sinin yaklaşık 130 ihraççı şirkete ve
- %25'inin NASD düzenlemelerine uyum konusunda yükümlülüklerini yerine getiren (good standing) üyelere satılması planlanmıştır.

Birinci aşamanın tamamlanmasından önce NASD, yeniden yapılanmaya ilişkin olarak üyelerinden onay alacaktır. İlgili mevzuatın gerektirmesi halinde NASD, ikinci aşama için de üyelerinden ayrı bir onay alabilecektir. Birinci aşamanın tamamlanması, bazı vergi düzenlemeleri yapılmasını ve SEC onayını gerektirmektedir.

Nasdaq, bir borsa olarak kayıt olmaya çalışacaktır. Borsa olarak kayda alınmasından önce NASD oyların çoğunluğuna sahip olduğu halde, sonrasında asgari düzeyde oya sahip olması beklenmektedir.

Nasdaq halka açılmaya karar verirse, düzenleyici onay alınması koşuluyla, Nasdaq hisse senetleri, piyasa fiyatı üzerinden en geniş sayıda NASD üyesine paylaşılacaktır.

2. Yapılanmanın Amacı

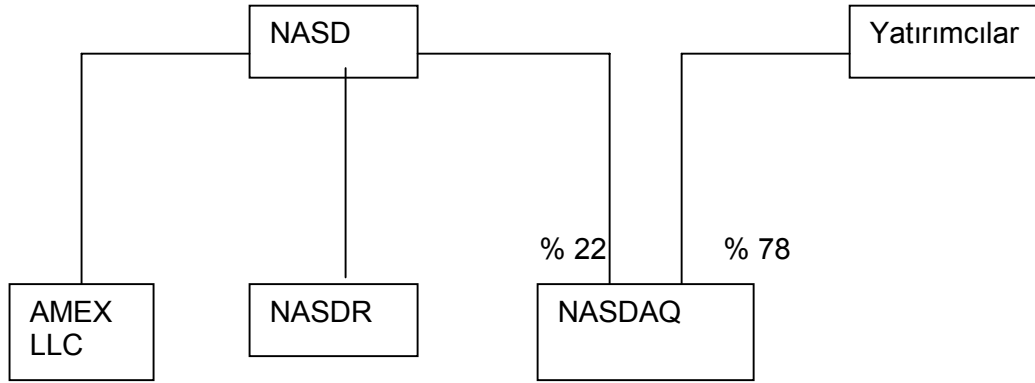
Yapılanmanın temel amaçları aşağıdaki gibi sayılabilir:

- Yönetim yapısının geliştirmek,
- Potansiyel çıkar çatışmalarını en aza indirebilmek amacıyla, Nasdaq'ı NASD ve NASD Regulation'dan ayırmak,

- Nasdaq'ın uzun vadeli başarısı ile ilgilenen çok sayıda yatırımcı-ortak yaratmak suretiyle, Nasdaq'ın mülkiyet yapısını stratejik olarak yeniden oluşturmak,
- Rekabetçi meydan okumaları daha rahat karşılayabilen ve yeni teknolojilere yatırım yapabilen güçlü bir mali yapı oluşturmak,
- NASD'nin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan mali kaynakların sağlanmak.

3. NASD İçin Yeni Organizasyon Yapısı

Birinci ve ikinci aşamaların sonunda, NASD'ın Nasdaq mülkiyetindeki payının yüzde yüzden yaklaşık yüzde 22'ye düşmesi beklenmektedir. Nasdaq mülkiyetinin büyük bir kısmı aşağıda gösterildiği gibi, NASD üyeleri, ihraççılar ve stratejik piyasa katılımcılarına ait olacaktır.



4. Yeniden Yapılanma Süreci

13 Mart 2000 tarihinde NASD yönetim kurulu, üyelerin yeniden yapılanma için oy verme ve Nasdaq'ın tahsisli satışına katılma sürecini başlatmıştır. Oy verme sürecinde her üyenin bir oy hakkı vardır.

14 Nisan 2000'de gerçekleştirilen genel kurula kadarki beş haftalık oy verme sürecinde üyelerin % 84'ü yeniden yapılanma lehinde oy kullanmıştır. Üyelerin yeniden yapılanma planını onaylaması ile sıra hisse senetlerinin tahsisli satışına gelmiştir. Satış için oldukça geniş bir katılım başvurusu yapılmış olup, bazı üyelerin talebi üzerine katılım süreci 24 Nisan 2000 tarihine kadar uzatılmıştır.

16 Mayıs 2000 tarihi itibarıyla ilk aşamanın tamamlanmasına ilişkin olarak önemli bir adım atılmış ve çıkarılacak hisse senedi ve varantlar için NASD'ye 2764'ü NASD üyelerinden olmak üzere 2805 adet başvuru gelmiştir. Bu suretle, SEC tarafından gerekli onaylar verildikten sonra NASD'nin Nasdaq'taki payı %60'a inmiş olacaktır.

EK/7

NEW YORK STOCK EXCHANGE INC (NYSE)

2 Eylül 1999 tarihinde NYSE yönetim kurulu (YK), kar amaçlı bir şirkete dönüşme ve halka açılma projesini kabul etmiştir. Dönüşümün 2000 yılı içinde tamamlanması amaçlanmıştır.

11 Ekim 1999'da dışarıdan atanan YK üyelerinden (public directors) oluşan ve görevi piyasa yapısı, yönetimi ve mülkiyeti konusunda araştırmalar yapmak ve YK'na öneri sunmak olan bir komite oluşturulmuştur. Ayrıca Merrill Lynch uzmanlarından analizler ve tavsiyelerde bulunmaları için bir takım oluşturulmuştur.

EK/8

SINGAPORE EXCHANGE (SGX)

Singapur Vadeli İşlem ve Menkul Kıymet Borsaları ile Takas Kurumlarının Kar Amaçlı Bir Şirket Bünyesinde Birleşmeleri

1. Giriş

SGX, 1 Aralık 1999 tarihinden itibaren, Asya Pasifik bölgesinde ilk olarak kar amaçlı şirkete dönüşen, entegre bir vadeli işlem ve menkul kıymet borsasıdır.

SGX'i oluşturan piyasa ve hizmet birimleri aşağıda sayılmaktadır:

Piyasa birimleri: Menkul Kıymet Alım Satımı, Türev Araçların Alım Satımı, Menkul Kıymetlerin Takası ve Saklanması, Türev Araçların Takası, IT Solution birimleri.

Hizmet birimleri: Şirket Stratejisi ve Pazarlama, Finans ve Yönetim, İnsan Kaynakları, Bilgi Teknolojisi, Risk Yönetimi ve Düzenleme birimleri.

Piyasa birimleri, açıkça tanımlanmış gelişme ve kar amaçlarına sahip kazanç merkezleri (profit center) olarak işleyecektir. Her birim, piyasa altyapısını geliştirmeye ve hedeflenen müşterilerin ihtiyaçlarına uygun yeni ürünler sağlamaya çalışarak, ticari faaliyetlerini ilerletmeye yoğunlaşacaktır. Hizmet birimlerinin amacı ise piyasa birimlerinin faaliyetlerini kolaylaştırıcı proaktif destek hizmeti sunmaktır.

SGX, faaliyetlerini aşağıda sayılan iştirakleri aracılığıyla yürütür.

- Singapore Exchange Derivatives Trading Limited (SGX-DT) [*Eski adı Singapore International Monetary Exchange Ltd- SIMEX*]
- Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited
- Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX-ST) [*Eski adı Stock Exchange of Singapore - SES*]
- Singapore Exchange IT Solution Pte Limited
- The Central Depository Limited.

2. SES'e Tarihsel Bakış

SES, Companies Act'a uygun olarak Mayıs 1973'te kurulmuş olup, Securities Industry Act uyarınca da kayda alınmıştır. Yönetimi Monetary Authority of Singapore'a (MAS) aittir. SES ulusal pazarı ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem gördüğü SESDAQ'a 370'in üzerinde şirket kote olmuştur.

3. SIMEX'e Tarihsel Bakış

SIMEX, Eylül 1984'te kurulduğunda Asya'da finansal araçlara dayalı ilk vadeli işlemler borsası idi. Borsalar arası bağlantılar henüz yaygınlaşmadan çok önce SIMEX, CME ve daha sonra International Petroleum Exchange ile karşılıklı işlem bağlantısı kurmuştu.

SES ile SIMEX'in önceki yapıları, yasal olarak üyeleri tarafından sahip olunan karşılıklı ortaklık şeklindeydi. SES'e erişim 33 üyesi ile sınırlanmıştır. SIMEX ise 35 üyesinin mülkiyetinde olup, erişim imkanı bu üyelerin yanısıra sayıları 472

olarak sınırlandırılmış takas üyesi olmayan üyeler ile işlem iznine sahip takas üyesi olmayan 147 adet bireysel üyeye tanınmıştır.

4. Dönüşüm ve Birleşmenin Gerekçeleri

Giderek artan şekilde yatırımcılar ve ihraççılar kendilerine en büyük likidite ve en iyi işlem gerçekleştirme imkanı sağlayan piyasalara doğru kaymaktadır. Bir borsanın geleneksel değeri, kendilerini virtual borsalar olarak nitelendiren ve pek çok piyasaya kolay elektronik erişim sağlayan ECN'ler tarafından kemirilmektedir.

Globalleşme ve teknoloji güçlerini karşılamak için borsalar rekabet güçlerini arttırmak amacıyla erişimi liberalleştirmekte ve aracılık komisyonlarını serbest bırakmaktadır. Böyle değişken bir ortamda borsalar, finans sektörünün geniş çıkarlarına hizmet edebilmek için sık sık stratejik seçimler yapmak durumunda kalırlar, ancak üye-malıklar ile bu çıkarlara hizmet etmek her zaman mümkün olamamaktadır. Dönüşüm SGX'in müşterilerine ve nihai kullanıcılarının ihtiyaçlarına daha iyi cevap vermesini sağlayacaktır.

SES ve SIMEX'in birleşmesi global trendin zorladığı bir karardır. Birleşme sonucu ortaya çıkan oluşum, menkul kıymet ve türev araç işlemleri konusunda strateji geliştirme, işlem maliyetlerini asgariye indirme ve yabancı borsalara göre değerini artırma konularında daha çok imkana sahip olacaktır.

5. SGX'in Pay Sahipleri

Halihazırda SGX'in pay sahiplerinin çoğunluğu, eski SES ve SIMEX üyelerinden oluşmaktadır. Bununla birlikte, Exchanges (Demutualisation and Merger) Act 1999 uyarınca hisse senetlerinin diğer yatırımcılara da satılması zamanı geldiğinde, eski SES ve SIMEX üyelerinin toplam ödenmiş sermaye içindeki paylarının % 35 ila 50 arasında olması beklenmektedir. Kalan % 50 ile % 65 oranındaki payın, SGX'in faaliyetleri ve uzun vadeli çıkarlarını dikkate alan uluslararası stratejik yatırımcılar tarafından satın alınmasına imkan tanınması planlanmaktadır.

6. Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX-ST) İşlemlerine Erişim

Piyasanın likiditesinin artırılması amacıyla, yakın tarihte uluslararası üyeler ile finansal açıdan güçlü aracı kuruluşların piyasaya doğrudan erişimi sağlanacaktır. Geçmişte uluslararası üyelerin, yerel müşterilerin sadece 5 milyon dolar üzerindeki emirleri ile işlem yapmalarına izin verilmişti. 2000 Ocak'ından itibaren bu miktar 500.000 dolara indirilmiş olup, Ocak 2001 itibariyle tamamen kaldırılacaktır.

Öte yandan, Temmuz 2000'den başlayarak menkul kıymet piyasalarına yeni üyeler alınacaktır. Bu üyeler başlangıçta yerli yatırımcıların sadece 500.000 doları aşan emirlerini karşılayabilecektir. Bu limit bir yıl sonra 150.000 dolara indirilecek ve 2002 Ocak'ında tamamen kaldırılacaktır. Bu aşamadan sonra menkul kıymet

piyasalarında işlem yapan nitelikli oyunculara ilişkin herhangi bir sınırlama kalmayacaktır.

7. Singapore Exchange Derivatives Trading Limited (SGX-DT) İşlemlerine Erişim

1 Aralık 1999'dan itibaren, global dağıtım ağını daha da genişletmek üzere, SGX-DT'nin türev sözleşmelerine ilişkin işlemlere erişim üyelik hakları yerine işlem iznine bağlanmıştır. İki tip işlem izni bulunmaktadır: Floor Trading Permit, ETS Trading Permit. Bu arada, yeni üyelik sınıflarına ilişkin öneriler gözden geçirilinceye kadar, eski SIMEX'in üyelik yapısı değişmeden kalacaktır.

8. Meydan Okumalar

Teknoloji sürekli olarak ilerlediğinden ve rekabet global düzeyde şiddetlendiğinden yaşamaya devam etmek çabuk uyum sağlamaya bağlıdır. Anahtar değişimlere duyarlı olmaktır.

Bütün dünyadaki türev araç borsaları ya yeni elektronik platformlara dönüşmüş ya da bu süreç içinde bulunmaktadır. Menkul kıymet borsaları, daha önceleri ülke içine odaklanmışken, şimdi daha sofistike ve çoğunlukla piyasada doğrudan işlem yapmak isteyen global yatırımcılara direkt erişim imkanı sağlamaktadırlar.

Dönüşüm, birleşme ve kar amaçlı borsaların kayda alınmasının yanısıra işlem saatlerinin genişletilmesi, yeni rakiplerin piyasaya girişi ve farklı zaman dilimleri içinde yer alan borsalar arası işbirliği konularında çalışmalar sürdürülmektedir.

9. Yaklaşım

SGX'in stratejik hedeflerine ulaşılabilmesi için üç temel yaklaşım belirlenmiştir:

Piyasa katılımını serbestleştirerek, işlem ve takas alt yapısını güçlendirmek, menkul kıymet ve türev araçlar arasındaki sinerjiyi arttıracak ürünler geliştirmek ve müşteri hizmetlerini genişletmek suretiyle mevcut yapıyı desteklemek.

Stratejik işbirlikleri ile enstrümanlar ve piyasalar arasında entegre işlem ve takas erişimi sağlayarak büyümek.

Borsa ile ilişkili diğer faaliyetlere de el atmak suretiyle faaliyet alanını genişletmek.

EK/9

TORONTO STOCK EXCHANGE (TSE)

1. TSE'ye Genel Bakış

1.1. Tarihsel Gelişim

TSE 1861 yılında menkul kıymet borsası olarak kurulmuş olup, 1878'de ilk yasal düzenlemesine kavuşmuştur. 1934 yılında Standard Menkul Kıymet ve Maden Borsası (Standard Stock & Mining Exchange) ile birleşmiştir. 1977'de dünyanın tamamen otomatik ilk işlem sistemi olan Computer Assisted Trading System'i (CATS) geliştirmiştir. 23 Nisan 1997 tarihinde ise hisse senetlerinin işlem salonundan CATS üzerine taşınması işlemi tamamlanmış ve işlem salonu kapatılmıştır. TSE Kanada'nın en büyük, Kuzey Amerika'nın ise üçüncü büyük borsasıdır.

1.2. Düzenleyici Çerçeve

TSE, Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) çerçevesinde Ontario Securities Commission (OSC) tarafından, menkul kıymetler borsası olarak tanınmıştır. Menkul Kıymetler Kanunu'nda menkul kıymetler borsası tanımlanmamakla birlikte, tanınmış bir borsa, üyelerinin işlemlerini ve ticari ilişkilerini düzenlemekle sorumludur. Ayrıca, TSE, Toronto Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Toronto Stock Exchange Act) uyarınca üyeleri üzerinde, kota alma anlaşmaları ile de kota alınmış şirketler üzerinde düzenleyici otorite olarak kabul edilmektedir.

TSE, kamu yararına uygun işleyişi konusunda OSC gözetimi altındadır. Kamu yararını ilgilendiren konulara ilişkin borsa kuralları OSC tarafından onaylanmak zorundadır. Ayrıca, OSC'nin kamu yararı için zorunlu konularda TSE'ye talimat verme ve her türlü düzenlemeyi inceleme yetkisi vardır.

1.3. Üyeler ve Sandalyeler

TSE'nin 127 sandalyeye (seat) ve 115 oya sahip 98 üyesi bulunmaktadır. Ayrıca 6 sandalye oy hakkından yoksun, üye olmayan kişilere aittir. TSE'nin ana statüsü uyarınca en fazla 136 üye ve 136 sandalye bulunması mümkündür.

Her üye en az bir sandalyeye sahip olmak ya da kiralamak zorundadır. Sandalyeler, doğrudan TSE'den satın alınabileceği gibi diğer üyelerden de satın alma ya da kiralama yoluyla temin edilebilir. Genel kurullarda (GK) üç sandalyeye kadar üyelerin sandalye sayısı kadar oy hakkı vardır, üç sandalyeden fazlasına sahip olanlar ancak üç oy kullanabilmektedir.

TSE'ye üyelik, üyelere TSE'nin işlem imkanlarına erişme yetkisi vermektedir. Üyeler, ana statü uyarınca Yönetim Kurulu (YK) tarafından belirlenen ücretleri ödemek ve diğer yükümlülükleri karşılamak zorundadırlar.

1.4. Yönetim Kurulu

15 üyeden oluşan YK, İdare Komitesi (Governance Committee) tarafından belirlenen ve üyeler tarafından seçilen 10 üye temsilcisi, YK tarafından belirlenen ve yerel hükümet tarafından onaylanan 4 dışarıdan temsilci ile TSE başkanı ve yönetim kurulu başkanından oluşur. Başkan, çalışan statüsündeki tek YK üyesidir.

1.5. TSE'nin Faaliyetleri

TSE, üç ana faaliyet koluna ayrılmıştır: Hisse senedi ve kota alma işlemleri ile piyasa verilerinin satımı. Ayrıca, TSE bu faaliyetlerini, piyasa düzenlemesi, bilgi teknolojisi, pazarlama ve yatırımcı eğitim programları ile desteklemektedir.

2. Kar Amaçlı Şirkete Dönüşümün Genel Çerçevesi

2.1. Dönüşüm Kararı

1998 ilkbaharında TSE YK artan rekabete karşılık vermek ve TSE'nin geleneksel rolüne (dürüst ve erişilebilir menkul kıymet piyasaları yaratma) yönelik tehditlere karşı koyma kararı aldı. Bu amaçla yeni bir stratejik çerçeve oluşturulması için The Boston Consulting Group'dan (BCG) TSE'nin rekabetçi gücünü arttırmaya yönelik danışmanlık hizmeti alındı. BCG, TSE üyeleri, kota alınmış şirketler, düzenleyici otoriteler ve yatırımcılarla görüşmeleri de kapsayan araştırmaları sonucunda, YK'na alternatif stratejilerin yer aldığı bir rapor hazırladı. YK sözkonusu araştırma ve sonuçlar üzerinde BCG ile yapılan kapsamlı çalışmalar sonucunda TSE için bir strateji belirledi. Yapılan bu çalışmalar ve belirlenen stratejiler "Toronto Stock Exchange: A Blueprint for Success" adlı bir raporla Ekim 1998'de kamuoyuna duyuruldu.

"A Blueprint for Success" adlı raporun, içeriği ve yaklaşımı konusunda genel bir fikir vermesi amacıyla bölüm başlıkları aşağıda verilmiştir:

- Trendler ve meydan okumalar (challenges) - Değişim ihtiyacı
- Diğer borsalardan alınan dersler
- TSE'nin yeni stratejisi.

2.2 Belli Başlı Trendler

- Globalleşme: İhraççı şirketler işlemlerini uluslararası düzeye taşımış olup, dünya piyasalarından finansman aramaktadır. Aynı şekilde yatırımcılar da global bir bakış açısı geliştirmiş ve yerli pazarlarının ötesinde portföy çeşitlendirme imkanları araştırmaktadır. Ulusallık artık

sermaye piyasalarının ayırıcı özelliği olmaktan çıkmıştır. Global merkezler büyük önem kazanmış ve ulusal borsaları tehdit eder hale gelmiştir. Bu tehditler, Kuzey Amerika bağlamında işlem yapmak zorunda olan Kanada gibi görece küçük yerel piyasalarda daha etkili olmaktadır.

- Parçalanma (Deconstruction): Evrensel iletişim ve bilgilerin neredeyse ücretsiz dağıtımı yeni iş modelleri ortaya çıkarmıştır. Geleneksel entegre finans hizmetleri dağılmaktadır. Menkul kıymetler sektöründe, uzmanlaşmış oyuncular araştırma ya da düşük maliyetli emir iletimi ve karşılaştırılması hizmetleri vererek geleneksel dealer'lar ve borsaların verdikleri paket hizmet sunumu ile rekabet etmektedir.
- Birleşme: Stratejik işbirliği ve birleşmeler global düzeyde sermaye piyasalarını ve borsaları etkilemektedir. Bu işbirlikleri çeşitli faktörler tarafından belirlenmektedir. Özellikle teknolojik maliyetleri karşılamak ve diğer yatırım imkanlarına kavuşmak için ölçek ekonomisinin önemi giderek artmaktadır. Borsalar, farklı işlem alanlarını uyumlaştırmak ve büyük ürün çeşitliliği sunmak suretiyle daha fazla yatırımcı çekmeyi amaçlamaktadır.
- Kurumsallaşma: Kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar son 20 yıl boyunca hızla artmış ve artmaya devam etmektedir.

2.3. Önemli Meydan Okumalar

Merkezi piyasaların likiditesinin azalması: 1989 yılından sonra TSE'nin müzayede bazlı işlem sistemine girilen emir sayısında önemli bir artış olmadığı gibi, 1995 yılından sonra düşüşler gözlenmiştir. Ancak bu süreç içerisinde borsa dışı işlemlerde (upstairs trading) önemli artışlar olmuştur. TSE üyeleri, müşterilerinden aldıkları emirleri, diğer müşterilerin karşıt emirleri veya kendi portföyleri ile karşılaştırmakta ve TSE'ye iletmemektedirler. Bu işlemler gerçekleştirildikten sonra TSE'ye bildirildiklerinden, TSE'nin işlem hacmi içinde görünmekle birlikte, merkezi işlem sistemine bir katkıları olmamaktadır. Bu işlemler, kurumsal yatırımcılara sabit fiyat ve düşük risk sağlıyor görünmektedir. Bu işlemler bölüntülenmiş bir temelde de olsa daha çok likidite sağlamaktadır. Büyük çaplı blok emirlerin piyasa fiyatını etkilediği bilindiğinden, bu işlemlere olumlu bakılmaktadır, çünkü bu işlemler blok emirler için anonimliği sağlamaktadır.

Yetersiz türev piyasalar: Sağlıklı spot ve türev piyasalar karşılıklı olarak birbirlerini güçlendirmektedir. Güçlü türev piyasalar yerli ve yabancı yatırımcıları, sağladıkları korunma ve yatırım olanakları ile katılıma teşvik etmekte ve bu spot piyasaların likiditesinin arttırmaktadır.

ABD Rekabeti: Günümüzde 200'den fazla Kanada şirketi hem TSE'ye hem de ABD borsalarına kota olmuş durumdadır. NYSE ve NASDAQ, TSE'ye karşı dikkate değer bir tehdit oluşturmaktadır. Bu borsalar ABD yatırımcı tabanının neredeyse tamamına ulaşabildiklerinden, yabancı ihraççıları cezbeden oldukça geniş bir sermaye tabanı oluşturmuşlardır. Kanada şirketlerinin ABD borsalarına da kota olması TSE'ye karşı önemli bir meydan okumadır. Yakın zamanda TSE, işlem hacminde kayıplar yaşamıştır, daha da kötüsü ABD'nin likidite rekabeti, TSE'nin Kanada menkul kıymetlerine ilişkin fiyat oluşturma konusundaki liderliğini sona erdirebilecektir. Nihayet, Kanada şirketlerinin TSE'yi atlayarak, sadece ABD borsalarına kote olmaları, TSE'yi marjinal bir borsa haline getirebilecektir.

Alternatif Alım Satım Sistemleri (ATS): Bir ATS, özel olarak işletilen, bilgisayara dayalı bir sistem olup, menkul kıymetler borsalarının pek çok işlevini (Alım satım emirlerini bir araya getirme, karşılaştırma, işlem sonrası bilgi sağlama) gerçekleştirebilmektedir. ABD'de ATS'ler kurumsal yatırımcılara anonim işlem imkanı sağlamakta ve işlem maliyetlerini düşürmektedir. Ek olarak işlem saatlerini uzatmakta ve pek çok borsaya ulaşma imkanı sağlamaktadır. Halihazırda Kanada'da ATS sayısı oldukça az olmasına rağmen, bu sayının artması beklenmelidir. ATS'lere ilişkin düzenleyici çerçevenin oluşturulması çalışmaları devam etmektedir.¹⁴ Yeni ATS'lerin kurulması hatta ABD kökenli olanların faaliyetlerini Kanada'ya kadar genişletmeleri muhtemeldir. ATS'ler, sağladıkları düşük maliyetli hizmetler nedeniyle TSE gibi geleneksel borsaları sürekli olarak tehdit etmektedir. Kurumsal yatırımcıların TSE'nin geleneksel hizmet sunumundan duydukları hoşnutsuzluk, ATS'lerin Kanada'da yerleşmeleri için çeşitli yollar bulunmasına neden olacaktır. ATS'ler, oldukça rekabetçi fiyatlarla kurumsal yatırımcılara anonimlik ve likidite konusunda yeni imkanlar sunmaktadır.

2.4. Hedefler

TSE'nin Kanada menkul kıymetlerine ilişkin en güçlü kayıt ve işlem sağlayıcısı olmasını sağlamak için YK tarafından belirlenen hedefler şunlardır:

- Yeni işlem yöntemlerine ilişkin yatırımlar yapmak,
- İşlem sonrası bilgileri bir araya getirme işlevini devam ettirmek,
- Ürün ve hizmet sunumunu sürekli güncelleştirmek,
- Piyasaya destek işlevini geliştirmek,
- Türev piyasaları güçlendirmek,

¹⁴ Ayrıntılı bilgi için "Kanada Ontario Securities Commission'in Alternatif Alım Satım Sistemleri Düzenleme Önerisi" (Ferhat Özçam; Ali İhsan Güngör) adlı rapora bakılabilir.

- Kayıtlı Kanada şirketlerinin değerini artırmaya yönelik işlemleri geliştirmek,
- Doğal kaynaklara ilişkin pozisyonunu güçlendirmek ve global düzeyde özelleşmeyi sağlayacak başka imkanlar araştırmak.

2.5. Yeni Yönetim Yapısı

TSE karşılıklı mülkiyet yapısına sahip bir borsadır. Burada, her üyenin, büyüklüğü ya da işlem hacminden bağımsız olarak, tek bir oy hakkı vardır. Üyelerin büyüklüğü ve ilgi alanlarının zaman içerisinde değişmesi, TSE'nin karar alma mekanizmasında yavaşlamalara yol açmıştır. Uzlaşma uzun müzakereler sonucunda mümkün olabilmekte, bu durum ise TSE'nin piyasadaki değişmelere tam ve hızlı bir şekilde uyum göstermesini zorlaştırmaktadır.

TSE'nin yıllar öncesine dayanan mülkiyet ve yönetim yapısı, günümüz koşullarına uygun düşmemektedir. Borsaya erişim üyeler ile sınırlandırılmıştır. Yıllar boyunca üyelerin ihtiyaçlarına, yatırımcıların ve şirketlerinkine göre daha fazla ilgi gösterilmiştir.

Köklü stratejik dönüşümlere ulaşabilmek için saf ticari yönelim ile tam ve hızlı bir işlem yeteneği gerekmektedir. YK aşağıdaki hususları içeren yeni yönetim yapısı konusunda fikir birliğine varmıştır:

- TSE'yi kar amaçlı olarak yeniden yapılandırmak. Kar amaçlı olması, TSE'nin egemenliği konusunu açıklığa kavuşturacak ve yeni stratejik hedefleri gerçekleştirmeye odaklanmasını sağlayacaktır.
- TSE başlangıçta üyelerin sandalye sahibi olduğu yapıdan, mevcut üyelerine hisse senedi ihraç etmek suretiyle pay sahipliği yapısına geçecektir. Bu yapısal dönüşüm, ticari disipline ilişkin vurguyu güçlendirecek ve TSE güçlü bir karlılığa ulaşmaya odaklanacaktır. Genel inanın aksine TSE'nin hukuki yapısı üyelerine borsanın varlıkları üzerinde gerçek bir mülkiyet hakkı sağlamadığı gibi üyeleri borsa tarafından istenen ücretleri ödemek konusunda sınırsız olarak sorumlu tutmaktadır. Bu durumun tersi olarak pay sahipleri, paylarının değerinin arttığını görebilecek ve karlarını realize etme imkanı bulacaktır.
- Mülkiyet ilişkisinden bağımsız erişim imkanı: TSE aracılığıyla işlem yapmaya ilişkin seçim, TSE'nin mülkiyetine katılma kararından bağımsız olacaktır.
- Başlangıçta YK üyelerinin en az yarısı aracı kuruluşlar dışından belirlenecektir. Bu yönetim yapısı, geniş bir seçmenler grubunun ihtiyaçlarına yanıt verecektir.

Uzun dönemde YK'nun kurumsal yatırımcıları ve ihraççıları da kapsayacağı geniş bir mülkiyet yapısı düşünülmektedir. Mülkiyet değişiklikleri, ilk pay sahiplerinden hisse satın alınması ya da teknoloji ve diğer yatırımlar için TSE tarafından sermaye piyasalarından fon temin edilmek istenmesi halinde sözkonusu olacaktır.

Yukarıda açıklanan yönetim modeli, TSE'nin karşı karşıya olduğu meydan okumaların üstesinden başarıyla gelmesini sağlayacaktır. Bu süreç OSC ile birlikte çalışmayı gerektirmektedir. Çünkü OSC dönüşüm sonrasında da şimdiki gibi düzenleyici otorite görevini yerine getirecektir. Bu nedenle TSE'nin menkul kıymet borsası statüsünün ilerleyen aşamalarda OSC tarafından tanınması ve kabulü büyük önem taşımaktadır.

Dönüşüm, üyelerin kabulünü ve TSE ana-statüsü ile kurallarında değişiklik yapılmasını gerektirmektedir. Ayrıca mülkiyet yapısındaki bu değişiklik nedeniyle, TSE'nin Ticari İşletmeler Kanunu'na (Ontario Business Corporations Act – OBCA) uygun bir şekilde devam edebilmesi için yerel yasalarda değişiklik yapılması beklenmektedir. Planın uygulanması, belli aşamalarda bakan onayını da gerektirecektir.

Öte yandan sözkonusu dönüşüm, pay sahipliğine ilişkin ve hiç olmazsa başlangıç aşamasında bu payların devrine ilişkin bir takım sınırlamalar gerektirecektir.

3. Dönüşümün Hayata Geçirilmesi

10 Haziran 1999 tarihinde yapılan GK'dan önce üyeleri bilgilendirmek amacıyla TSE tarafından bir Bilgilendirme Genelgesi (Information Circular) hazırlanmıştır. TSE'nin dönüşümü GK'da oylanan konulardan birisidir. GK'da, TSE ana-statüsünde, TSE'nin OBCA çerçevesinde, TSE A.Ş. olarak faaliyetlerini sürdürmesine ilişkin değişiklik teklifi görüşülmüştür.

3.1. Dönüşümün Gerekçeleri

Günümüze kadar TSE'nin karşılıklı mülkiyet esasına dayanan ve kar amaçlı olmayan yapısı ihtiyaçları karşılamıştır. TSE 1861 yılında Toronto bölgesine hizmet vermek üzere kurulmuştur. O zamanlar telekomünikasyon görece gelişmemiş olduğundan, borsa yerel bir müşteri çevresi ile çalışmakta ve diğer şehirlerdeki borsalardan gelen anlamlı bir rekabet ile karşılaşmamaktaydı.

Düşük rekabet ortamında, karşılıklı mülkiyete dayanan yapı içerisinde, maliklerin borsanın harcamalarını kontrol ve asli müşterileri olarak borsayı yeni, maliyet etkinliği sağlayan hizmetlere yöneltme güdülerini, etkinliğin sağlanması için yeterli oluyordu.

Bununla birlikte, karşılıklı mülkiyet yapısının doğasından kaynaklanan bazı etkinlik sorunları vardır. Bu tarz yapılarda her zaman stratejik hedef ve ticari amaç eksikliği vardır. Bu yapılar örgütün ve üyelerin hedefleri arasında çatışmalara neden olur.

TSE'nin esnek ve ticari amaçlara uygun bir mülkiyet ve yönetim yapısına kavuşması için YK tarafından önerilen modele dair gerekçeler aşağıda yer almaktadır:

Odaklanmış yönetim modeli: Ticari model, TSE'nin egemenliğine açıklık getirecek ve rekabetçi meydan okumalara karşı koyabilecek bir hesaplanabilirlik sağlayacaktır.

Çıkarların ayrılması: Yıllar öncesine dayanan idari yapı, homojenliklerini yitiren üyelerinkiler de dahil günümüz ihtiyaçlarına cevap verememektedir. Üyelerin büyüklüğü ve rekabet ettikleri pazarın yapısı oldukça değişmiştir. TSE tarihsel olarak uzlaşma ile karar verme eğiliminde olduğundan, oldukça yavaş ve hantal bir karar alma mekanizmasına sahiptir. Uzun müzakereler nedeniyle eyleme geçilememekte, TSE pazardaki değişimlere uygun, tam ve hızlı karar verememektedir.

Borsanın müşterilerine hizmet: Sadece üyelerle sınırlı bir mülkiyet yapısında TSE, bütün müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılayabilecek şekilde esnek ve proaktif olamamaktadır. Mülkiyete ilişkin ticari model TSE'ye sözkonusu ihtiyaçlara daha etkin bir şekilde cevap verebilmek için uygun bir platform oluşturacaktır.

Sermayeye erişim: Kar amaçlı olmayan, karşılıklı ortaklık yapısı, TSE'nin, üyelerinden zorla aldığı ücretler dışında, sermayeye erişimini de engellemiştir.

Üyelik sistemi ile devam etmenin bir nedeni kalmamıştır: İlk haliyle TSE'de bir "sandalye" sadece işlem salonundaki bir sandalyeyi ifade etmekteydi. O zamanlar, TSE işlem salonunda işlem yapılabilmesi, salonun fiziksel yetersizliği nedeniyle bir anlam kazanıyordu. Sonraları, "sandalye" işlem salonunda belli sayıda işlemci bulundurma ve gayrimenkulün sınırlı oluşu nedeniyle belirli sayıda sandalye sahibi olma hakkını ifade etmiştir. Elektronik bir borsada bu hususlar artık geçerli değildir. Her üye işlem sistemine erişebilen pek çok sayıda işlemci bulundurulabilir ve işlem yapan personelinin sayısını arttırmak için ek sandalye sahibi olması gerekmez.

YK üyeleri: Üye temsilcileri düzenli olarak değişmektedir. Bu durum, YK'nın kurumsal devamlılığını olumsuz etkilemektedir. YK üyeleri, ücret almayan gönüllü kişiler olarak, YK toplantılarına katılmayı, kendi firmalarına ayırmaları gereken zamanın kısıtlanması olarak algılamaktadır. Bu durum, YK toplantılarına katılmama ya da toplantıyı sürdürmeme sorunlarına yol açmaktadır.

3.2 Dönüşümün Muhtemel Etkileri

TSE, özel bir kanun olan Toronto Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile düzenlenmiştir. TSE, dönüşüm sonucunda, sözkonusu özel kanun kapsamından çıkarak OBCA'ya tabi olacaktır.

Dönüşüm tamamlandığında, sandalyeler, hisse senetleriyle yer değiştirecek ve sandalye sistemi sona erecektir. TSE A.Ş.'nin mülkiyeti pay sahiplerine ait olacaktır. Başlangıçta sadece mevcut üyeler pay sahibi olabilecektir. Üyeler tarafından kullanılan Borsaya doğrudan erişim hakkı, TSE A.Ş. ile yapılacak sözleşmeye dayalı "üyelik" ile yer değiştirecektir. Ancak bu imkan TSE'de pay sahibi olmaya bağlı olmayacaktır.

3.3. TSE A.Ş.'ye Erişim

TSE A.Ş.'de işlem yapmak isteyenler, mevcut üyelik başvurusuna benzer bir başvuru formu dolduracaklardır. TSE A.Ş.'ye erişim, borsanın kural ve düzenlemelerine uyma yükümlülüğü öngören Katılımcı Kuruluşlar Anlaşması (Participating Organizations Agreement) imzalanması ile mümkün olacaktır. Dönüşüm öncesinde mevcut üyeler imzalayacakları bu anlaşma ile erişim imkanına kavuşacaklardır. Erişim hakları, katılımcı organizasyonlara TSE A.Ş.'nin mülkiyeti ya da yönetimi konusunda herhangi bir yetki vermeyecektir.

3.4. Oylama

Dönüşüm için üyelerin % 50'den fazlasının olumlu oy vermesi gerekmektedir.

3.5. Oylamadan Sonraki Süreç

Dönüşümün tamamlanmasından önce;

- Dönüşümün OSC ve Ontario Maliye Bakanı tarafından onaylanması gerekmektedir. OSC, halihazırda dönüşüme ilişkin geniş çaplı incelemeler başlatmıştır.
- Ontario Yasama Meclisi'nin, TSE'nin OBCA çerçevesinde dönüşümü için gerekli yasal değişiklikleri yapması gerekecektir.
- YK'nin dönüşüme ilişkin koşulları yerine getirmesi gerekecektir.

3.5.1. Dönüşümün Yürürlük Tarihi

Dönüşüm, gerekli bütün onaylar alındıktan sonra YK tarafından belirlenecek bir tarihte yürürlüğe girecektir. YK, üyelerin onaylamasına rağmen, süreç tamamlanmadan önce her zaman, dönüşüm sürecini geri çekebilir.

3.5.2. Önerilen Planda Değişiklik

YK, GK toplantısı sırasında veya öncesinde, üyelere önceden bildirmeksizin, dönüşüm planında değişiklikler önerebilir. GK'da onaylanan her değişiklik planın bir parçası olacaktır.

GK sonrasında, dönüşüm planına ilişkin olarak, OSC yada Maliye Bakanlığı'nın incelemesi için zorunlu hususlara ilişkin olarak YK tarafından, üyeler tarafından onaylanması zorunlu hususlarda toplanacak yeni GK'da ya da OSC veya Maliye Bakanlığı'nın talebi üzerine, değişiklikler yapılabilir.

3.5.3. Yasama

Ontario Yasama Meclisi, dönüşüm planının hayata geçirilebilmesi için gerekli yasal düzenlemeyi yapmak zorundadır.

3.6. İhraç Edilecek Payların Özellikleri

TSE A.Ş.'nin sınırsız sayıda adi paydan oluşan bir nominal sermayesi olacaktır. Mevcut üyelere, dönüşümden hemen önce, sahip oldukları sandalye başına 20 adet adi pay verilecek olup, bunların sandalye sahibi olarak herhangi bir hakları kalmayacaktır.

Sonuç olarak TSE A.Ş. toplam 2660 adet adi paya ve 7.980.000 Dolar nominal sermayeye sahip olacaktır.

3.6.1. Adi Payların Oy Hakkı

Her bir adi pay, sahibine, bütün GK toplantılarında bir oy hakkı verecektir. Bu durum, halihazırda sahip olduğu sandalye sayısı fazla olduğu halde 3'ten fazla oy kullanamayan üyelerin durumunda bir parça iyileşme sağlayacaktır.

3.6.2. Tasfiye Bakiyesinden Pay Alma

Her bir adi pay, sahibine TSE A.Ş.'nin tasfiyesi halinde, tasfiye bakiyesi üzerinden oransal olarak pay alma imkanı sağlayacaktır.

3.6.3. Paysahipliği Sınırı

OSC'den ön izin almaksızın herhangi bir kimse ya da grup, oy haklarının % 5'inden fazlasına sahip olamayacağı gibi, bu oranı aşan oy sayısını kontrol edemez. TSE A.Ş. bu sınırlamaya aykırı payları satma yetkisine sahip olacaktır. Dönüşüm anında payların % 5'inden fazlasına sahip olacak kişiler bu sınırlamaya tabi olmamakla birlikte, OSC'nin izni almaksızın oyların ancak % 5'ini kullanabilecektir.

3.6.4. Payların Devri ve Yeniden Satışı

TSE A.Ş.'nin payları;

- TSE A.Ş. yönetim kurulunun izni,
 - Pay sahiplerinin % 50'sinden fazlasının kabulü,
- olmadıkça dönüşümü takip eden iki yıl boyunca devredilemeyecektir.

Adi payların yeniden satımı;

- TSE A.Ş. bir izahname hazırlamadıkça ya da izahname yükümlülüğünden muafiyet öngörmedikçe,

- İlgili Kanada menkul kıymetler düzenleyici otoritesi serbest bırakmadıkça, genel olarak ilgili menkul kıymetler hukukundaki sınırlamalara tabidir.

3.7. Yöneticiler ve Personel

TSE A.Ş.'nin dönüşüm sırasında ilk yöneticileri ve personeli, TSE'nin mevcut yöneticileri ve personeli olacaktır.

Pay sahiplerinin çıkarlarının daha iyi temsili açısından YK kompozisyonunda değişiklik öngörülmektedir. Üye temsilcilerinin sayısının üçe indirilmesi ve üye olmayanlardan da üç temsilci alınması planlanmaktadır.

3.8. Kanada Vergi Düzenlemeleri

Kar amaçlı olmayan bir organizasyon olarak TSE, federal ve yerel vergilerden muafittir. Bu muafiyet dönüşüm süresince de devam edecektir.

TSE mali yılının hemen dönüşüm öncesinde sona erdiği ve yeni mali yılın dönüşüm ile birlikte başladığı kabul edilecektir. TSE'nin bütün malvarlığını piyasa değerine eşit olarak varsayılan mali yıldan önce elden çıkardığı ve dönüşüm sonrasında derhal sözkonusu varlıkları piyasa değeriyle yeniden edindiği varsayılacaktır. Muafiyetten, vergi yükümlüsü statüsüne geçiş sırasında, TSE'nin dönüşüm öncesi sona eren mali yıla ilişkin herhangi bir vergi borcu doğmamalıdır. Bu aşamadan sonra TSE, diğer Kanada şirketleri gibi federal ve yerel kanunlar çerçevesinde vergi yükümlüsü olacaktır.

Üyelerin, TSE'ye erişime ilişkin mevcut haklarının, TSE A.Ş. ile yapılacak sözleşme ile yer değiştirmesi, üyeler için bir vergi borcu doğurmayacaktır.

4. Piyasayı Düzenleme Hizmetlerinin Ayrılması

İyi düzenlenmiş bir piyasa, rekabet avantajının kaynağı olup, borsanın kredibilitesi ve saygınlığı için hayati önemi haizdir. Dönüşüm planına uygun olarak, muhtemel çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla piyasayı düzenleme hizmetlerinin, OSC onayıyla, yeniden yapılandırılması öngörülmektedir. TSE A.Ş.'nin düzenleyici işlemleri, hisse senedi işlemlerinden bağımsız ayrı bir bölüm ya da varlık olacaktır. Bu şekilde piyasa katılımcılarına ilişkin gizlilik genişletilerek, düzenleyici programın bütünlüğü ve güvenilirliği sağlanacak ve TSE A.Ş.'nin işlem hizmetleri sunucusu ve bir düzenleyici olarak karşılaşması muhtemel çıkar çatışmaları önlenecektir. Sözkonusu çıkar çatışmaları her özdüzenleyici kuruluştaki ortaya çıkmasına rağmen, fonksiyonların ayrıştırılması bu çatışmaların daha resmi ve şeffaf bir şekilde ele alındığını ortaya koyacaktır. Bu yeniden yapılandırmanın unsurları şöyle sıralanabilir:

TSE A.Ş. düzenleyici hizmetler için yeni bir yönetim ve personel yapısı (TSE Regulation Services - TSE RS) oluşturacaktır. YK, TSE RS'nin nihai politika

belirleyicisi, gözetiminden sorumlu ortak otoritesi olarak kalmaya devam edecektir. Yeni oluşturulacak Düzenleme Komitesi düzenleyici işlemleri inceleyecektir. Komitenin çoğunluğu bağımsız temsilcilerden oluşacak ve bütün piyasa katılımcılarından ATS'ler dahil, temsilci bulunduracaktır. Bunun yanısıra TSE RS'nin OSC'ye rapor verme sorumluluğu da olacaktır.

Gelecekte, borsa katılımcısı olmayan ATS'lerin kendi düzenleyici altyapılarını oluşturmak yerine borsa ile belirli düzenleyici hizmetleri almak için anlaşması beklenmektedir. TSE RS bu ATS'lere düzenleyici hizmet sunacaktır.

Hali hazırda, diğer hizmetleriyle bir bütün olduğundan, TSE düzenleyici hizmetleri için ücret almamaktadır. İşlemlerin gerekli ticari disiplin içerisinde yürütüldüğünden emin olabilmek için, TSE RS'nin hizmetlerinin kendi masraflarını karşılaması ve rekabetçi bir şekilde fiyatlandırılması gerekmektedir. Sonuç olarak katılımcıların düzenleyici hizmetlerin masraflarına katlanması gerekecektir ki bu, TSE RS'nin kar amaçlı olmayacağı, ancak maliyetlerini karşılayacak bir şekilde çalışacağı anlamına gelir. Bu şekilde katılımcılar piyasa düzenlemelerine ilişkin maliyeti görmüş olacaktır.

5. OSC'nin Dönüşümü Onaylamak İçin Aradığı Kriterler

TSE, Ontario bölgesinin özel bir kanununa dayalı olarak kurulmuştur. Söz konusu kanunda yapılan değişiklik ile borsanın faaliyetlerini OBCA çerçevesinde sürdürmesine, üyeler, OSC ve Maliye Bakanı onayını takiben, izin verilmiştir. Ek olarak Menkul Kıymetler Kanunu'nda herhangi bir kimse ya da şirketin TSE A.Ş.'nin oy hakkı veren paylarının % 5'inden fazlasına sahip olamayacağı veya kontrol tesis edemeyeceği yönünde tamamlayıcı bir düzenleme yapılmıştır. Söz konusu yasal düzenlemeler 14 Aralık 1999 tarihinde onaylanarak yürürlüğe girmiştir.

TSE, OSC tarafından, mevcut durum itibarıyla Menkul Kıymetler Kanunu çerçevesinde bir menkul kıymetler borsası olarak tanınmıştır.

Toronto Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nda yapılan değişiklikle dönüşüm için OSC'nin de onayı aranmıştır. OSC, onay için bir takım kriterler geliştirmiştir. Söz konusu kriterler aşağıda özetlenmektedir:

Corporate Governance

TSE'nin erişim imkanına sahip varlıkların (katılımcı kuruluşlar) çıkarları ile kamu yararı arasında uygun bir denge kurması gerekmektedir. Bu amaçla yönetimde bağımsız kişiler ile sektör temsilcilerinin uygun temsili, yöneticiler ve çalışanların yeterlilikleri ile uygun ücret ve tazmin imkanı sağlanması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için gerekli tedbirler alınmalıdır.

Adil ve Uygun Ücretler

Ücretlerin katılımcı organizasyonlar arasında adil dağılımı ve erişimi engellemeyecek, ancak yeterli gelir düzeyini sağlayacak nitelikte olması sağlanmalıdır.

Erişim

Haliɦazırda bir zdzzenleyici kuruluşa ye olan ve erişim kriterlerini yerine getiren bütün kayıtlı dealerlara erişim izni verilmektedir. Bunun yanısıra, erişim izni verilebilmesi için yazılı standartlar geliştirilmesi, bir kişiye ya da şirkete sunulan hizmetlere erişim konusunda haksız engeller konmaması, erişim izni verilmesi, sınırlanması ya da reddi durumlarına ilişkin gerekçeleri de içeren kayıtların tutulması gerekmektedir.

Mali G

TSE, faaliyetlerini sürdürebilecek yeterli finansal kaynağa sahip olmalıdır. Bu çerçevede, üç aylık mali tabloların dönem sonunu izleyen 60 gün; yıllık mali tabloların ise yıl sonunu izleyen 90 gün içerisinde hazırlanması gerekmektedir.

OSC'ye;

- 1) İşletme sermayesi ve borçlanma kapasitesinin, iki yıllık işlem ve yatırım ihtiyaçları ile borç geri ödemesini karşılayamadığının anlaşılması,
- 2) Varlıkların yükümlükleri karşılama oranının (solvency ratio) 1,3:1 oranın altına düşmesi,
- 3) Varlıkların sermayeye oranın 4'e çıkması,

hallerinde rapor verilmelidir. Söz konusu durumların 3 aydan fazla sürmesi halinde YK başkanı, OSC'ye, oranlardaki eksikliklerin gerekçeleri ile alınan önlemler hakkında bilgi vermeli ve bu oranlar yeniden tutturuluncaya kadar ve en az 6 ay boyunca sermaye azaltılmamalı, ödünç alınmamalı, ikramiye ya da temmettü dağıtılmamalı ve varlıkların dağıtılması sonucunu verecek başka bir işlem yapılmamalıdır. TSE, bu oranlara ilişkin aylık hesaplamaları, hesaplamaların uygunluğu ve alternatif hesaplama yöntemlerini içeren bir raporu yıllık olarak OSC'ye sunacaktır.

Düzenleyici Hizmetler

TSE, düzenleyici hizmetlerine ilişkin olarak yıllık rapor verecektir.

TSE, OSC onayı olmadan, düzenleyici hizmetlerin örgütlenme yapısında ya da düzenleyici hizmetleri esaslı şekilde etkileyecek kendi organizasyonunda değişiklikler yapamayacaktır.

Katılımcı yeler, bunların personeli ya da yatırımcıların kural ihlalleri derhal OSC'ye bildirilmelidir.

Disiplin ya da uzlaşmaya ilişkin oturumlar, oturum tarihinden en az 10 gün önce gazetelerde yayımlanarak kamuoyuna duyurulmalı ve OSC bülteninde yayımlanmalıdır. Bu oturumlar, gizlilik gerektiren haller hariç kamuoyuna ve basına açık yapılmalıdır.

Başlatılan soruştırmalar ile disiplin cezası gerektirmeyen veya kapanan soruştırmalar aylık olarak OSC'ye bildirilmelidir.

Düzenleyici hizmetler aşağıda sayılan esaslara uygun olarak yrdtlecektir:

- Düzenleyici hizmetler, maliyetlerini karşılama esasına dayalı olarak, TSE'nin kar amaçlı işlemlerinden bağımsız ve yapısal ayrılık içinde yürütülecektir.

- Düzenleyici hizmetler, YK tarafından yönetilen ayrı bir birim olarak yürütülecektir. YK bu hizmetlerin gözetimi için özel bir birim (Düzenleme Komitesi-DK) oluşturacaktır. DK, üyelerinin % 50'den fazlası bir katılımcı organizasyon ile ilgisi olmayan kişilerden olmak koşuluyla başkan ve YK tarafından belirlenecek diğer yöneticilerden oluşacaktır.

- Düzenleyici işlemlerden sorumlu müdür (Chief operating officer), TSE başkanına rapor vermenin yanısıra DK'nın ve YK'nın toplantılarına katılacak ve sözkonusu hizmetler hakkında gerekli bilgileri verecektir.

- Düzenleyici hizmetler, teknolojik destek ve gelişmeyi de içeren ayrı bir bütçeye sahip olmalıdır. Bütçe DK'nın tavsiyesi ve YK'nın onayı ile kabul edilir. Bütçeyi Müdür, Başkana danışarak yönetecektir.

- Talep halinde , Müdür, Başkan, DK ve YK düzenleyici hizmetlerin işleyişine ilişkin gerekli bilgileri OSC'ye vermelidir.

Sistem Kapasitesi ve Bütünlüğü

Emir girişi, iletimi, gerçekleştirilmesi, işlem raporlama ve karşılaştırması imkanı sağlayan her bir sisteme ilişkin olarak TSE, günümüz ve gelecek için kapasite tahminleri yapmalı, kritik sistemlerde, bu sistemlerin doğru, zamanında ve etkin çalışabilmelerini sağlamak için sık aralıklarla kapasite kullanım testi yapmalı ve bu sistemlerin dahili ya da harici tehditlere karşı dayanıklılığını sağlamalıdır.

Kuralların Amacı

TSE düzenleme yaparken, menkul kıymetlere ilişkin yasalarla uyumlu, hileli ve manipülatif işlemleri önleyecek nitelikte, adil ve eşit işlem ilkeleri içeren, düzenlemeye konu kişi ve kuruluşlarla işbirliği ve koordinasyonu destekleyen ve gerekli disiplini sağlayıcı kurallar koymaya çalışmalıdır.

Kural Koyma

TSE tarafından hazırlanan kuralların OSC'ye sunulması ve onaylanmasına ilişkin esaslar 23 Ekim 1997 tarihinde TSE ve OSC arasında yapılmış olan bir Memorandum of Understanding ile belirlenmiş olup, sözkonusu anlaşma ile belirlenen esaslara uyulmalıdır.

Mali Tablolar

TSE üçer aylık ve yıllık mali tablolarını düzenlerken, TSE RS için ayrı bir rapor hazırlamalıdır.

Katılımcı Organizasyonların Disiplini

TSE, katılımcı organizasyonların ana-statüyü ve diğer düzenlemeleri ihlali halinde uygun disiplin sürecini işletmelidir.

Hukuka Uygun İşlem

Erişim için aranan hususlar, erişimin sınırlandırılması ya da koşula bağlanması veya tamamen engellenmesi, adil ve nedene dayalı olmalıdır. İlgililere açıklama imkanı tanınmalı, itiraz koşulları hakkında bilgi verilmeli ve gerekli kayıtlar tutulmalıdır.

Bilgi Paylaşımı

TSE, düzenleyici hizmetler de dahil, OSC ve personeli, diğer Kanada borsaları, tanınmış özdüzenleyici kuruluşlar ve düzenleyici otoriteler ile menkul kıymet şirketleri ve mali kurumlar üzerinde denetim ve düzenleme yetkisine sahip olanlarla, bilgi paylaşımı ve diğer şekillerde gerekli işbirliğini yürütmelidir.

Kottaki Şirketlerin Düzenlenmesi

Kota alma koşulları (ilk ve sonraki kotasyonlar) yatırımcı gizliliğini sağlamalı ve kamu yararına aykırı olmamalıdır.

Ek Bilgi

TSE, istenecek her türlü ek bilgiyi sağlamalıdır.

6. Sonuç

31 Mart 2000 tarihi itibarıyla dönüşüm için gerekli bütün düzenleme ve onaylar tamamlanmış ve 3 Nisan 2000'den başlayarak TSE kar amaçlı bir şirket olan TSE A.Ş.'ye dönüşmüştür.

4 Nisan 2000 tarihli duyurusunda TSE, TSE RS'nin, TSE A.Ş.'den ayrı bir birim olarak oluşturulduğunu katılımcı üyelere duyurmuştur.