Dünyada Sermaye Piyasalarındaki Son Gelişmeler ve Geleceğe Yönelik Beklentiler

Dr. Mustafa K. Yılmaz

1. Giriş

Önümüzdeki bin yıl veya daha popüler ifadesi ile "yeni milenyum", tüm dünyada finansal piyasalar açısından bir dönüm noktası teşkil edeceğinin sinyallerini vermektedir. İletişim teknolojisindeki hızlı gelişme, insanları ve kurumları, tarihin hiç bir devrinde olmadığı kadar birbirlerine yaklaştırmaktadır. Piyasa katılımcılarının daha etkin bir piyasa oluşturmaya yönelik talepleri ve borsaların global olarak piyasalardan aldıkları payı arttırmak konusundaki çabaları, son yıllarda piyasaların, işlem salonlarından masa üstü bilgisayarlarına taşınmasına doğru bir gelişim göstermiştir.

Diğer taraftan, hızla gelişen teknoloji, artan rekabet ve her geçen gün çeşitlenen ürün yelpazesi sonucunda, finans dünyasında sermayenin dolaşım hızı devamlı artmakta, borsaların mevcut sermayeden pay alma yarışı ise her geçen gün daha da zorlaşmaktadır. Bu zorluklar karşısında borsalar yeniden yapılanmaya gitmekte ve piyasa katılımcılarına sunmak üzere yeni ürünler geliştirmektedirler.

Bu çalışmada, dünya borsalarındaki gelişmeler genel hatlarıyla özetlenerek, menkul kıymet piyasalarındaki genel eğilimin önümüzdeki yüzyılda hangi yönde olacağı konusunda bir fikir oluşturulmaya çalışılmıştır. Birinci kısımda, dünyadaki liberalizasyon ve globalleşme kavramları üzerinde durulmuş, bu gelişmelerin menkul kıymet piyasalarını ne yönde etkilediği ve etkileyeceği Avrupa Birliği örneği de incelenmek suretiyle ortaya konmaya çalışılmıştır. İkinci kısımda, menkul kıymet piyasalarında hızla yaşanan gelişmelere karşılık verecek bir risk yönetim modelinin oluşturulmasının gereği üzerinde durulmuştur. Üçüncü ve dördüncü bölümlerde dünyada yaşanan teknolojik gelişmelere ve bu gelişmeler sonucunda piyasalar ve borsalar arasında yaşanan entegrasyon çalışmalarına, borsaların yeniden yapılanma ve kurumsallaşma konusunda attıkları adımlara dikkat çekilmiştir. Son bölümde ise, dünya menkul kıymet piyasalarında yaşanması beklenen gelişmeler çerçevesinde yeni yüzyıla ilişkin beklentilere satır başları ile işaret edilmiştir.

2. Artan Rekabet, Liberalizasyon ve Globalleşme

Günümüzde ülkeler arası ticari ilişkiler her geçen gün artmakta olup, bu ticari ilişkilerin daha da geliştirilmesi için ticaret anlaşmaları yapılmakta ve birlikler oluşturulmaktadır. Ülkeler arası ekonomik işbirliği sonucunda gelen entegrasyon ve uluslararası sermaye akımları hızını ve gücünü her geçen gün arttırmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarından daha fazla pay alarak ekonomik büyümesini hızlandırmak ve global ekonomideki gücünü arttırmak isteyen borsalar, bölgeler ve ülkeler arasında yoğun bir rekabet yaşanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinden pay kapmak ve bölgesinde bir finans merkezi olmak isteyen ülkeler bu amaçla ilgili

mevzuatlarını liberalleştirmekte ve yabancı sermaye önündeki engelleri kaldırarak yatırımcıların istekleri doğrultusunda gerekli iyileştirmeleri yapmaktadırlar. Örneğin Almanya, yaptığı bazı mevzuat değişiklikleri sonucunda 1998 yılında yeni kurulmuş şirketler ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin borsalarına kote olmasını kolaylaştırmak suretiyle uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü arttırmaya çalışmıştır. Benzer şekilde Güney Kore'deki Seul Borsası da Asya'nın finans merkezi olmayı amaçlayan bir reform programına başlamıştır. Bu örnekleri arttırmak mümkündür.

Ayrıca, yüksek büyüme hızları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası yatırımlar bakımından önemi ve bu ülkelere giden sermaye akımları da her geçen gün artmaktadır. Bu ülkelere giden net sermaye akımı 1970'deki 10 milyar $'lık seviyesinden, bugün 250-300 milyar $ seviyesine çıkmıştır.[1]

İktisadi büyümenin temininde, uluslararası sermaye akımlarından daha fazla yararlanmak için yapılan rekabetin yanısıra, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişme sayesinde işlem maliyetlerinin düşmesi, uluslararası portföy yönetiminde risk minimizasyonu için çeşitlendirme yapma isteği ve artan özelleştirme programları, ülkelerin finansal hizmetler alanında serbest rekabet ve liberalleşmeyi baz alan politikalar uygulamasını ve örgütlenerek ticari sınırları kaldırmalarını sağlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler daha fazla yabancı sermaye yatırımı alabilmek için finansal liberalizasyonu sağlayarak yabancı sermayeyi teşvik edecek yasal değişiklikleri gerçekleştirmektedirler. *Dünya Ticaret Örgütü*'nün (WTO) 12 Aralık 1997 tarihinde yapılan toplantısında da, ekonomik istikrar, büyüme ve gelişme için tüm ülkelerin finansal hizmetler alanında liberalleşmeyi ve serbest rekabeti baz alan politikalar uygulama konusunda fikir birliği içinde oldukları açıklanmıştır. [2]

Dolayısıyla finansal hizmetler alanındaki rekabet, liberalleşme ve globalleşmenin tüm hızıyla süreceği ve 2000'li yılların belirleyici dinamiğinin giderek hızını artıran, derinleşen ve yaygınlaşan globalleşme olacağı düşünülmektedir. Bunun sonucunda, önce bölgesel birlikler şeklinde örgütlenen bölgesel ticari pazarlar, daha sonra ise kıta bazlı pazarlar ve sonunda ise siyasi sınırlardan bağımsız tek bir dünya ticari ve ekonomik pazarının ortaya çıkması gündeme gelebilecektir.

21. yüzyılda borsalarda gerçekleşmesi beklenen en önemli gelişmeler; uzaktan erişim (üyelerin işlem yapmak için borsa binasına gelmek zorunluluğunun ortadan kalkması - *wide area network / remote membership)*, aynı yerde farklı piyasaların aynı ekran üzerinde işlem yapmaları (*joint trading platforms*), borsa birleşmeleri ve anlaşmaları (*exchange alliances*) ve internet-bazlı hizmet ve pazarların her türlüsü ve bu gelişmelerin daha ileri boyutlara ulaşması olacaktır.[3]

Örneğin, *International Securities Market Association* (ISMA) tarafından düzenlemeleri yapılan uluslararası bono piyasası, uluslararasılaşmayı en fazla hisseden ve yaşayan kuruluşların başında gelmektedir. Son yıllara kadar tezgahüstü piyasada telefon ile gerçekleştirilen uluslararası tahvil-bono işlemleri, 1999 yılına gelindiğinde elektronik alım-satım sistemi yoluyla gerçekleştirilmeye başlanmıştır. ISMA çerçevesinde 21. yüzyılda gerçekleşmesi beklenen ilk gelişme, 2000 yılının ilk çeyreğinde COREDEAL adı verilen sistemin ISMA tarafından devreye sokulmasıdır. COREDEAL, piyasa tarafından kontrol edilen ilk emir giriş sistemi ve uluslararası menkul kıymetler piyasasında dealing hizmeti verecek bir sistem olacaktır.[4]

Makro boyutta tüm dünyayı etkisi altına alan bu gelişmelerin yanı sıra, mikro boyutta da dünyada önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Son 10 yıl içinde, bankacılık ve

menkul kıymet alım-satımı konusunda dünyanın önde gelen isimlerinin istikrarlı bir uluslararasılaşma çabası bulunmaktadır. Uluslararası fon yöneticileri işlemlerini mümkün olduğu kadar yerel piyasaya yakın gerçekleştirmek istemektedirler. Bu yaklaşımın yaygınlaşması ise, tüm dünyada piyasa katılımcıları arasındaki rekabetin gittikçe artmasına neden olmaktadır.

Bunun karşılığında, firmalar ürün portföylerini genişleterek farklı pazarlarda farklı tipte karmaşık ürünleri yatırımcılarına sunmak suretiyle rekabet açısından kendileri için avantaj elde etmeye çalışmaktadırlar. Rekabeti ortaya çıkaran güçler, piyasalarda birleşmeleri ve konsolidasyonu da teşvik etmektedirler.

Tüm bunlarla birlikte, menkul kıymet işlemlerinin uluslararasılaşması iç dinamiğinde, daha az donanıma sahip yatırımcıların aleyhine olacak şekilde profesyonel piyasa katılımcılarına hizmet verecek bir boyut kazanmakta olup, bu sürecin 21. yüzyılda daha fazla ivme kazanması beklenmektedir. Bunun en önemli nedeni, piyasaların hızlı gelişimine kanuni düzenlemelerin çoğu zaman ayak uyduramamasıdır. Bu açıdan, 21. yüzyılda borsaların bu sorunu ortadan kaldırmak ve işlerin daha karmaşık hale geldiği zamanda yatırımcının korunması açısından yüksek standartları muhafaza etmek üzere, hukuksal ve yönetsel açıdan gerekli çözüm yollarını devreye sokması kaçınılmazdır.

2.1. Avrupa Birliği Tek Pazarı ve "Euro"

Liberalleşme, bölgeler arası rekabet ve globalizasyon sürecinde ülkelerin örgütlenerek birlikler oluşturmasına en güzel örneklerden biri Avrupa Birliği (AB) dir. AB ülkeleri arasında tek pazar uygulamasına geçilmesi ve daha sonra da 1999 yılında tek para birimi "Euro"ya geçilmesinin ardından ilgili ülkelerin ekonomik ve finansal alandaki faaliyetlerinin de bundan etkileneceği, pazarlar, ülkeler ve menkul kıymet ihraçcıları arasındaki rekabetin hızlanacağı düşünülmektedir.

AB'nde parasal birlik oluşturulduktan sonra yatırımlarında muhafazakar davranan ve riskten kaçınan yatırımcıların hisse senetlerine daha fazla yatırım yapacakları tahmin edilmektedir. Ayrıca, tek para birimi uygulamasının Avrupa şirketlerinin ortaklık yapısını farklılaştıracağı da belirtilmektedir. Kur riskinden korunmak amacıyla döviz piyasalarında yapılan işlemlerin azalması, diğer finansal ürünlere olan talebi etkileyecektir. Özellikle özel sektör tahvilleri ile hisse senetlerine yapılan yatırımların artması, şirketlerin hisse senetlerine yatırılacak payın da % 25-30'lara yükselmesi beklenmektedir.

Avrupa Birliği ve hızlanan rekabet neticesinde, finansal piyasaların da bunların etkisine göre yeniden yapılanması sözkonusu olacaktır. Şirketler hukuku, muhasebe kuralları, borsa ve sermaye piyasası düzenlemelerinde uyum amaçlı değişiklikler yapılması gerekecektir. Özel sektör tahvillerinin önemini artırması, yeni piyasa endeksleri ve yeni finansal ürünlerin oluşturulması, tek Avrupa Borsası için elektronik entegrasyon konuları öncelikle gündeme gelen konulardır.

1999 yılı başında "Euro"nun devreye girmesi menkul kıymetler için tek bir Avrupa pazarı yaratılması konusunda ilk adım olmuştur. Londra'da Norton Rose aracılık şirketinin ortaklarından olan Gilles Thieffry, birleşik tek piyasanın tek düzenleyicisi olması gerektiğini tartışmaktadır.[5] Bunun en önemli nedeni, düzenleyici otoritelerin piyasa gelişimlerinin gerisinde kalmış olmasıdır. Tek bir para birimi ve tek bir piyasanın olduğu bir ortamda tek bir düzenleyici otoritenin olmaması tehlikeli bir gelişme olarak nitelenmektedir. Bugün için her biri farklı bilgileri isteyen 15 farklı düzenleyici otorite

bulunması, piyasalarda kaosa yol açabilecek bir nitelik arzetmektedir. Bu açıdan bakıldığında, piyasa katılımcılarının bir taraftan tek bir piyasada (*euro-denominated securities market*) işlem yaparken, diğer taraftan da farklı ülkelerdeki kanunlar sonucu getirilen farklı uygulamaların ortaya çıkaracağı masraf ve karışıklıklarla uğraşması mantıklı olmadığından, tüm düzenlemelerin tek bir çatı altında yapılanacağı ve uygulanacağı bir düzenleyici otoritenin gelecek yüzyılın en önemli adımlarından biri olacağı düşünülmektedir. Bunun olmaması durumunda ise, mevcut uygulama hem piyasaya zarar verecek hem de yatırımcıları olumsuz yönde etkileyecektir.

"Euro"nun uygulamaya girmesinin Avrupa sermaye piyasalarının üzerinden hissedilir bir etkisi olmuştur. Bu değişiklikler, farklı piyasalardaki yatırımcılar tarafından özellikle portföylerin dinamik olarak yeniden yapılandırılması şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu değişimin hızını anlamak için, Euro STOXX50 vadeli işlem sözleşmesinin işlem hacmindeki büyümeye bakmak yeterlidir.[6] 1999 yılı içinde bu vadeli sözleşmedeki büyüme açık pozisyon itibariyle % 300'ün üzerinde gerçekleşmiş olup, Avrupa'da alım-satımı yapılan türev ürünler içinde DAX ve FTSE 100 sözleşmelerinin ardından önem açısından üçüncü sıraya yükselmiştir.

Gelecek yüzyılda Avrupa sermaye piyasalarında gerçekleşmesi beklenen gelişmelerden biri de, yatırımcıların para piyasasından ziyade sermaye piyasasına yönelmesi, portföylerinde tahvil bulundurmaktan ziyade, hisse senedi bulundurmayı tercih edecek olmasıdır. Uzun vadede bu gelişmenin Avrupa'nın tasarruf eğiliminin temel bir parçası olacağı düşünülmektedir. Euro'nun yarattığı sistemin mevcut finansal yapılanmaları ve portföy tercihlerini değiştirmesi, para ve sermaye piyasalarının yeni para birimine göre şekillenmesi beklenmektedir. Euro sonrası işlem maliyetlerinde ve faiz oranlarında beklenen bu düşüşler ve yeni piyasa yapısı menkul kıymet portföy yapılarını etkileyecektir. 1997 sonu itibariyle AB mali piyasalarında toplam portföy içerisinde bono oranı % 80, hisse senedi ve diğer enstrümanların oranı ise % 20'dir. Euro'dan sonra bu bileşimde, bono oranının % 60'a düşeceği ve hisse senedi payının ise % 40'a yükseleceği tahmin edilmektedir (Tablo 1). Bu veriler, yaklaşık 400-500 milyar ABD dolarlık bir fonun hisse senedi piyasalarına yönelebileceği anlamını taşımaktadır.

Tablo 1. AB Ülkeleri Portföy Yapısı ve Euro Sonrası Beklenen Değişim

Ülke	Portföydeki Bono Oranı (%)	Portföydeki Bono Tutarı (Milyar ABD $)
Belçika	80.8	73.3
Danimarka	74.5	96.8
Finlandiya	88.5	29.4
Fransa	82.4	458.2
Almanya	84.9	366.1
İrlanda	34.6	8.1
İtalya	85.3	148.0
Hollanda	65.0	302.8
Norveç	81.0	33.4
Portekiz	93.9	20.0
İspanya	97.8	137.3
İsveç	62.2	129.9
İsviçre	65.3	220.8
İngiltere	13.6	129.0

Kaynak: Bankers Trust, 1998.

Euro'nun devreye girmesi sonucu sermaye piyasalarında ortaya çıkacak en önemli gelişmelerden biri de, ülkeden ziyade sektörü baz alan bir yatırım stratejisinin izlenmesi olacaktır. Bu durumda, yatırımcılar tarafından elde tutulan portföyün riski ülke bazından ziyade sektör bazında bir dağılım gerçekleştirilmek suretiyle dağıtılacaktır. Uzun dönemde bunun en önemli uzantılarından biri, bugün alım-satımı yoğun olarak yapılan ülke endeksleri üzerine türev ürünler yerine, sektörler üzerine türev ürünlerin yaratılması ve işlem görmeye başlaması olacaktır.[7] Yatırımcılar, ülkeden çok sektöre bakacaklardır. Sektörler ve firmalar arasında daha kolay karşılaştırma yapabileceklerdir.

Türev ürünler ve vadeli işlemler piyasalarında, özellikle döviz ve faiz oranı üzerine vadeli işlem sözleşmeleri ve benzeri türev araçlar, Para Birliği'ne üye ülkelerin para birimleri üzerine düzenlendikleri ve ilgili varlıklar ortadan kalktığı için kullanım dışı kalacaktır. Bu durumda, piyasa ihtiyaçlarını karşılayacak yeni alternatif finansal ürünlerin sunulması sözkonusu olabileceği gibi, bu gelişmenin borsalarda yoğun bir rekabeti yaratması nedeniyle mevcut türev ürün borsalarının birleşmeye gitmeleri de beklenmektedir. Aynı zamanda, yeni para biriminin kullanımı ile birlikte vadeli işlem piyasalarına ilişkin endeksler Euro cinsinden oluşturulacaktır (Güler, 1999).

Euro ile birlikte oluşacak entegrasyon menkul kıymetlerin ihracı, işlem şekli, fiyatlaması ve takası ile ilgili farklılıkları ortadan kaldıracak, piyasaya ulaşma ve işlem yapma daha pratik ve kolay hale gelecektir. Bu durum hem yatırımcı hem de fon ihtiyacı duyan tarafların piyasaya erişimini hızlandıracaktır. Tablo 2, Batı Avrupa ülkelerindeki menkul kıymet ihraçlarının son 4 yıl içindeki gelişimini göstermekte olup, 2000'li yıllarda bu trendin özellikle internet şirketlerinin de halka açılmasıyla daha da artarak süreceği beklenmektedir. Bütün bu olumlu gelişmelerin menkul kıymet piyasalarını daha likit ve derin hale getirmesi beklenmektedir.

Tablo 2: Batı Avrupa Ülkelerinde Hisse Senedi İhracı (Milyar $)

Yıllar	Miktar
1996	88.0
1997	115.3
1998	131.5
1999	173.7

Kaynak: Capital DATA.

2.2. Yeni Pazarların Açılması ve Ürün Çeşitlendirme

Pazar paylarını arttırmak isteyen borsalar arasındaki rekabet neticesinde yeni finansal ürünler geliştirme ve yeni pazarlar açma eğilimi artarak sürmektedir. Yatırımcıların risk ve getiri tercih ve ihtiyaçlarına istinaden karmaşık yapılarda yeni finansal araçlar ortaya çıkmaktadır. Yeni finansal araçlar üretiminde yaşanan baş döndürücü hız, ikinci el piyasaları da hızlı bir gelişmeye zorlamaktadır.

Büyüklük ve büyüme faktörlerinin hisse senedi getirilerinin önemli belirleyicileri arasında olduğunu gösteren çalışmalar, portföy yöneticilerinin küçük ve orta ölçekli ve özellikle yüksek teknoloji ağırlıklı çalışan şirketlere olan ilgisini arttırmaktadır. Diğer taraftan, küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman amacıyla sermaye piyasası

kaynaklarından yararlanma isteği bu şirketlerin borsalara kote olma talebini arttırmaktadır. Borsalar arasında, gerek yabancı yatırımcı gerekse bu tip yerli ve yabancı şirketleri piyasaya çekmek amacıyla ortaya çıkan rekabet, küçük ve orta ölçekli şirketler için ayrı pazarlar oluşturulmasını sağlamaktadır. Bu amaçla, birçok gelişmiş ülkede sadece küçük ve orta ölçekli şirketlere yönelik ayrı pazarlar açılmaktadır. Örneğin, Avrupa'da 80 finansal kuruluşun ortaklığı ile ABD'ndeki NASDAQ benzeri bir borsa niteliğinde olan "EASDAQ" (Nasdaq-Europe) oluşturulmuştur. Ayrıca, Fransa'da "Nouveau Marche", Amsterdam Borsası bünyesinde ise "Nieuwe Market" faaliyete geçmiştir. Bu pazarlar Frankfurt ve Brüksel Borsaları ile küçük şirketlerin işlem görmesi konusunda işbirliği içerisindedirler. Uzakdoğu'da da benzer gelişmeler olmakta olup, 11 Kasım 1999 tarihinde Tokyo Borsası'nda, büyüme potansiyeli yüksek olan şirketlerin özel şartlarla, şirketlerin halka arzını sağlayan aracı kurumların garantisi ile kota alınacakları MOTHERS (*Market of the High-Growth and Emerging Stocks*) piyasasının açılmasına karar verilmiştir.

2.3. Kotasyon Şartları ve Kamuyu Aydınlatma

Borsalar arasındaki rekabet kotasyon şartlarında da değişikliklere gidilmesine neden olmaktadır. Örneğin, Malezya ve Singapur, Güneydoğu Asya'nın finans merkezi olmak ve uluslararası, küçük ve orta ölçekli şirketlerin borsaya kote olmasını teşvik için kotasyon şartlarını hafifletmiştir. Ayrıca, kotasyon ücretleri düşürülmekte, şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini azaltıcı yönde değişiklikler yapılmaktadır.

Bunun yanısıra, borsalar arası işbirliği anlaşmaları vasıtasıyla örgütlenerek rekabet gücünü artırmak amacıyla her iki borsada işlem gören şirketlerin karşılıklı olarak kote olup (*dual listing*) işlem görmesi konusundaki örnekler artmaktadır. Yine yabancı yatırımcı ve şirketleri çekmek amacıyla, yabancı şirketlere ait hisse senetlerinin "depo sertifikası" (*depository receipt*) şeklinde işlem gördüğü "Yabancı Menkul Kıymet Pazarları"nın oluşturulduğu görülmektedir.

Ayrıca borsalar, çapraz kotasyon yaklaşımını da takip etmektedirler. Örneğin, yakın zamanda, Nasdaq piyasasının ana organizasyonu olan "The National Association of Securities Dealers, Inc." (NASD) ve Hong Kong Borsası (SEHK) arasında böyle bir anlaşma imzalanmış ve 7 Nasdaq şirketinin Hong Kong Borsası'nda 2000 yılı Şubat ayında kota alınmasına karar verilmiştir. Bu uygulamaların yatırımcıların portföy çeşitlendirmelerine katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Bu suretle Hong Kong gibi gelişmekte olan borsalar global bir merkez niteliği kazanabilecek, gelişmiş ülkelerden gelecek büyük ölçekli şirketler piyasaya yeni katılımcılar çekebilecek ve işlem hacmini arttırabilecektir. Ayrıca, halka açık büyük şirketlerin bir isteği de çok yönlü bir hissedar tabanına sahip olmak olduğundan, bu tip girişimler sözkonusu şirketler açısından böyle bir amaca da hizmet etmiş olacaktır.

2.4. İşlem Zamanları ve Kuralları

Likiditenin artırılması amacıyla işlem ve kotasyon kurallarında düzenlemeler yapılmaktadır. Bu amaçla, alım-satım fiyatları arasındaki fiyat aralıkları (*spread*) daraltılmak suretiyle daha fazla işlem gerçekleştirilmesine imkan sağlanmakta, menkul kıymet piyasalarında uygulanan aracılık işlem komisyonları azaltılmaktadır.

Özellikle Avrupa Birliği'nin devreye girmesinden sonra beklenen gelişmelerden birisi de, işlem günlerinin ve saatlerinin ülkeler arasında uyumlaştırılması olacaktır.

Nitekim, The Federation of European Stock Exchanges (FESE) tarafından 1 Haziran 1999 tarihinde yayınlanan bir çalışma raporunda, Avrupa Finans Piyasalarındaki işlem günlerinin kademeli olarak harmonizasyonu konusunda bir teklifte bulunulmuştur. Esas itibariyle, borsaların işlem günleri ve kapalı olduğu günler o ülkelerin sahip olduğu geleneklerin (*custom and traditions*) bir uzantısı olup, 21. Yüzyılda internet vasıtasıyla emir iletiminin hızla gelişeceği varsayımı altında, elektronik alım-satım sistemini kullanan borsaların bu geleneksel yapıyı terketmek zorunda kalacakları düşünülmektedir. Aynı harmonizasyonun işlem saatleri için de geçerli olacağı ve seans sürelerinin akşam saatlerini de içine alacak şekilde artacağı düşünülmektedir. Avrupa'da Milano Borsası seans sonrası işlemlerin yapılacağı ilk borsa olmaya hazırlanmaktadır. Milano Borsası'nın seans sonrası işlemleri onaylamasındaki nihai amaç, diğer Avrupa borsalarının hedeflediği işlem saatlerini 22.00'a kadar çıkararak New York Borsası kapanışına denk getirmektir.[8]

Elektronik sistemler sayesinde işlem saatleri de uzatılmaktadır. Örneğin, Tokyo Borsası uluslararası rekabet çerçevesinde işlem saatlerini uzatacağını duyurmuştur. Fransa'da da borsanın New York Borsası'nın kapanış saati olan yerel saatle 21.00'a kadar açık kalması planlanmaktadır. Gelecekte gün boyunca işlem yapılması (*non-stop trading*) mümkün olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, dünya borsalarında gerçekleştirilmeye çalışılan birinci hedef işlem saatlerinin uyumlaştırılması, nihai hedef ise 24 saat boyunca işlem yapılmasıdır.

Ayrıca;

- Kurumsal yatırımcıların ve bilhassa yatırım fonlarının teşvik edilmesi,
- Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri alabilmelerinin sağlanması,
- Menkul kıymet ödünç işlemlerinin kolaylaştırılması, ancak manipülasyon ve ilave riske neden olmayacak şekilde sınırlandırılması ve şeffaf hale getirilmesi,
- İşlemlerde şeffaflık kapsamında üye isimlerinin açıklanması,
- Piyasa yapıcıların rollerinin yeniden değerlendirilmesi

gibi konular da ağırlıklı olarak ele alınmaktadır.

Özetle; borsalar, bölge borsaları arasındaki konumlarını güçlendirmek ve daha rekabetçi bir yapıya kavuşmak amacıyla mevzuattaki bir çok kısıtı ortadan kaldıracak düzenlemeler yapmaya başlayacaklardır. Ancak, bu düzenlemelerde pazarlar arasındaki işlem kuralı, zaman, işlem maliyeti ve bilgi farklılıkları gibi hususlar da dikkate alınmaktadır.

3. Risk Yönetimi

Dünyada risk yönetimi ve gözetimi konusundaki çalışmalar hızla artmakta, özellikle mali sektör kuruluşlarının gözetimine ağırlık verilmektedir. Özellikle 1997 yılında yaşanan Asya Krizi'nin ardından tüm dünya finans sistemini istikrara kavuşturmak için sistemin güvenilirliğini artıracak önlemler alma gereği ortaya çıkmaktadır. Buna göre, finans sistemindeki tüm kurumların mali durumları ile operasyonlarının ve pozisyonlarının yakından izlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla, sınır ötesinde faaliyet gösteren firmaların ödeme güçlüğüne düşmeleri durumunda farklı pazarlarda doğabilecek sorunlara ve risklere karşı acil önlem prosedürleri geliştirmek için ilk sınır ötesi stres testleri yapılmaya başlanmıştır.

Sistemik riskleri minimize etmek ve pazarlar arası entegrasyonu arttırmak için uluslararası platformda gözetim ve denetim mekanizmasının kurulması oldukça önem arz etmektedir. Öncelikle mikro bazda kurulacak risk yönetimi sistemleri, merkezi otorite tarafından gözetim ve denetim altında tutulacaktır. Bunun ardından risk yönetimi ve gözetiminin ülkenin tüm mali piyasalarını kontrol altında tutacak şekilde genişletilmesi gereklidir. Bu girişimlerin ilk adımı, Avrupa Birliği bünyesinde 17 Avrupa ülkesinin sermaye piyasası düzenleyicisi kurumları tarafından oluşturulan "Forum of European Securities Commission" (FESCO) tarafından imzalanan bir anlaşma ile atılmıştır. Bilgilerin paylaşılması ve gözetim faaliyetlerinde işbirliğine gidilmesini amaçlayan bu uluslararası düzenleyici işbirliği anlaşması çerçevesinde oluşturulan "Exchange of Information and Surveillance Co-ordination Group" (FESCOPOL), anlaşmanın hayata geçirilmesinden sorumlu olan birim olarak görev yapacaktır.

Öte yandan Avrupa Komisyonu, borsa temsilcilerinin finansal piyasalarda yapacakları işlemlere karşı ne kadar rezerv tutmaları gerektiğini hesaplamak amacıyla "Sermaye Yeterliliği Direktifi"nde değişiklik yapmıştır. AB'nde kurallarda yapılan değişiklik, şirketlerin kendi iç risk yönetim sistemlerini geliştirmeye ve buradan hareketle sermaye ve rezerv yükümlülüklerini daha doğru hesaplamaya yöneliktir. Şirketler kendi iç risk ölçüm modellerini kullanabilmek için risk yönetimi sistemlerini iyileştireceklerdir.

AB'de tek para uygulamasına geçilmesiyle birlikte risk faktörleri açısından ortaya çıkacak değişiklikler finansal kurumların sermaye yeterlilikleri üzerinde de etkili olacaktır. Bu amaçla Basle Komitesi, piyasa riski konusunda bazı kararlar almıştır. Asya Krizi'nden sonra aracı kurumların sermaye yükümlülüklerinin çeşitli risk faktörlerine göre değişen şekilde yeniden tanımlanması ve arttırılması yönünde çalışmalar yapılmaktadır. Özellikle türev ürünler için, aşırı fiyat hareketlerine karşı üyelerin risk yükümlülüklerinin daha sık hesaplanması, gün içi risk yönetimi yapılması, risk hesaplamasında kurum portföylerinin piyasa, döviz kuru, faiz gibi farklı risk türlerine olan duyarlılıklarının da gözönünde tutulması, kıymetlerin ve paranın transferinde daha hızlı ve güvenli sistemler kullanılması konularında fikir birliğine varılmıştır.

Diğer taraftan, benzer risk kontrol amaçlı düzenlemelerin döviz piyasaları için de yapılmasına çalışılmaktadır. Örneğin, dünyadaki en büyük 20 banka, günlük 1.5-2 trilyon $'a ulaşan döviz piyasası işlemlerindeki takas riskini azaltmak için düzenlemeler yapmak amacıyla çalışmaktadır. Özellikle sistemik risk anlamında, bir bankanın yükümlülüğünü yerine getirememesinin yaratacağı etkinin, domino etkisi ile sistemdeki diğer bankalara da bulaşarak tüm dünya finansal sistemini olumsuz yönde etkilemesinden korkulmaktadır.

Finans kurumlarının bulundurmak zorunda oldukları asgari sermaye miktarı ile teminatların yanısıra, risk yönetimi kapsamında, piyasa katılımcılarının yaptıkları işlemlerin ve faaliyetlerin gözetim ve denetimine de ağırlık verilmektedir.

Ayrıca, uluslararası düzeyde kara para aklanmasının önlenmesi ve para akışının kayıt altına alınması amacıyla bir çok ülkenin katılımıyla "Kara Para Aklama Yasası" çıkartılmaktadır. Kayıt dışı paranın uluslararası düzeyde takip edilebilmesi amacıyla ülkeler arası işbirliğinin önemi artmaktadır. Bu amaçla, sekreteryalığını OECD'nin yaptığı "Maliye Eylem Görev Grubu" (*Financial Action Task Force – FATF*) da bu konuda yoğun çaba harcamaktadır.[9] Tüm bu gelişmelerin 2000'li yıllarda da devam etmesi ve kara para ile daha ciddi mücadele edilmesi beklenmektedir. Zira, ülkelerarası sermaye hareketlerinin kolaylaşması, para aklamalarını da kolaylaştıracak ve bunu engellemeye yönelik ciddi tedbirlerin alınmasını da kaçınılmaz olarak artıracaktır. Bu çerçevede, nakit işlemler

azalacak, kaydi (elektronik para) işlemler arttığı için takip kolaylaşacak, para hareketleri sistemde iz bırakacaktır. Buna karşılık, para hareketlerinin bıraktığı ize ilişkin bilginin gizliliğinin önemi artacak, para hareketleri takip edilebilir olacak, ama herkes tarafından görülebilir olmasını engelleyici gelişmeler de gündeme gelecektir. Bunun sonucu olarak paranın özgürlüğü azalacak, kimliksiz dolaşamayacaktır.

Yedi Sanayileşmiş Ülkenin (G7) Maliye Bakanları, 9 Mayıs 1998 tarihinde yaptıkları toplantıda, gelecekteki mali krizleri önlemek amacıyla açık bilgi akışının geliştirilmesi için 10 maddelik bir plan açıklamışlardır. Plandaki temel noktalar şöyledir.[10]

- Denetim bilgilerinin yabancı denetimcilerle paylaşılmasına izin verilmesi,
- Yönetim ve Bilgi Sistemlerinin tanımlanmasında ve izlenmesinde işbirliği yapılması ve uluslararası faaliyet gösteren şirketler tarafından denetlenmesi,
- Denetlenen şirketlerin sahip, hissedar, yönetim kurulu üyesi, yönetici veya çalışanları ve benzer kişiler hakkında denetim açısından önemli bulunan nesnel bilgilerin paylaşılması,
- Borsalar arasında bilgi paylaşımı,
- Paylaşılan bilgilerin gizliliği,
- Bilgi değişimi için resmi anlaşmaların ve yazılı taleplerin kullanılması,
- Karşılıklılık gereklilikleri,
- Yasaların gerektirdiği durumlarda daha ileri denetim amacıyla bilgi kullanımı,
- Denetim bilgilerinin değişimini engelleyen yasaların kaldırılması.

4. Teknoloji Ağırlıklı Piyasalar ve Entegrasyon

Bugün tüm dünyada çeşitli ülke borsalarının bölgesel güç merkezi oluşturmak amacıyla bilgi değişimi, gözetim, düzenleme ve teknoloji alanında işbirliği yapmaya çalıştıkları görülmektedir. Ekonomik ve parasal entegrasyon öncesinde borsalar, rekabet güçlerini bu tip işbirliği anlaşmalarıyla arttırmaya çalışmaktadırlar. Amaç, maliyetleri düşürerek ve teknolojiyi geliştirerek kurumsal yatırımcıları çekmek ve böylece uluslararası sermaye pazarındaki paylarını artırmaktır.

Gelişen teknoloji ile birlikte artan otomasyon, emirlerin ve işlemlerin iletimini (*order routing system*), takibini ve muhasebeleştirilmesini kolaylaştırmakta, işlem hacmine de önemli katkılar sağlamaktadır. Sistemlerin gelecekteki başarısında, pazar katılımcılarının back-office sistemlerinin çok daha fazla ürünü kapsayacak şekilde genişletilebilecek nitelikte yüksek performansa sahip olmasının önemli rol oynayacağı da vurgulanan gelişmeler arasında yer almaktadır.

Bu çerçevede tüm dünyada elektronik emir iletimi ve işlem sistemlerine geçme yönünde bir eğilim olduğu gözlemlenmektedir. Teknolojinin getirdiği imkanlar sayesinde yatırımcılar daha şeffaf bir ortamda, daha hızlı ve düşük maliyetle işlem yapabilmektedirler. Elektronik alım-satım sistemini kullanan borsalar ise, yatırımcıların daha fazla bilgiye daha hızlı ulaşarak evlerinden işlem yapabilmelerini sağlayacak, yüksek kapasiteli ve aracı kurumların sistemleriyle uyumlu sistemler kurmaya çalışmaktadırlar. Bu anlamda, gelecek yüzyılda, mevcut borsaların tümünün yerini, emirleri tamamen elektronik olarak eşleştiren dijital borsalara bırakacağı beklenmektedir.

Diğer taraftan, internet aracılığıyla verilen finansal hizmetler de artmaktadır. Özellikle ABD'nde çok sayıda yatırım şirketi internet aracılığıyla hizmet vermeye başlamıştır. Şirketlerin faaliyetleri hakkında bilgi veren, finansal tablolarını yayınlayan,

grafiksel olarak veri sağlayan siteler de mevcuttur. ABD'nde "Securities and Exchange Commission" (SEC), Internet üzerinden sürdürülecek menkul kıymet faaliyetleri ile ilgili bazı düzenlemeler yapmıştır. "International Organization of Securities Commissions" (IOSCO) da internet üzerinden menkul kıymet faaliyetleri sırasında uyulması gereken standartlar, gözetim ve yaptırımlar konusunda çalışma yapmaktadır.[11] Sonuç olarak, internet aracılığıyla çok sayıda bilgi kaynağına ulaşmak, borsayı doğrudan bağlantılı (*on line*) olarak izleyip işlem yapabilmek mümkündür. Borsalar ve sermaye piyasasındaki diğer kurumlar internet üzerinden yaptıkları çalışmaları ve yatırımcılara yönelik hizmetlerini her geçen gün arttırmaktadırlar.

Bir fikir vermek açısından, Gartner Group adlı bir piyasa-araştırma firması tarafından yapılan bir analizde, menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından on-line olarak alım-satım işlemlerinin Asya'da 2003 yılında toplam işlem hacminin % 20'sine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Örneğin, bugün toplam işlem hacmi içindeki payı henüz % 7.5 olmakla birlikte, Tayvan'da 60'dan fazla aracı kurum, borsaya kote hisse senetlerinin internet ortamında alım-satımının yapılması konusunda yatırımcılara hizmet vermektedir Diğer taraftan, Fransa'da yapılan bir araştırmada bireysel yatırımcıların % 20'sinin internet bağlantısı olduğu, % 2'sinin portföylerini yönetmek için internet bağlantılarını kullandığı, % 5'inin ise kottaki şirketlerin internet siteleri ile görüş alış verişinde bulunduğu ortaya çıkmıştır. İnternetin geçmişi ve kullanıcı sayısındaki artış trendi dikkate alınınca, bu gelişmelerin ileride internet üzerinden borsadan alım-satım yapılan miktarın artması sonucunu doğurmasının fazla zaman almayacağı düşünülmektedir.

Ayrıca, coğrafi ve fiziki engelleri ortadan kaldırmanın en etkili yolu olarak kullanılmaya başlanan uzaktan erişim ve internet teknolojisi sermaye piyasalarının entegrasyonunda da en etkin rolü oynamakta ve borsaları bu yönde anlaşma ve yatırımlar yapmaya teşvik etmektedir. Bu çerçevede, Amerika'nın 20. Yüzyıl sonu itibariyle en büyük ikinci borsası olan NASDAQ ile Japon yazılım-dağıtım firması Softbank, Japonya'daki yeni şirketlerin, internet teknolojisi kullanılarak işlem göreceği "Nasdaq-Japan" adında yeni bir elektronik borsa kurma kararı almışlardır. İleriki aşamalarda sermaye piyasalarında daha fazla entegrasyona hizmet verecek bu oluşumun 2000 yılı içinde gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Yeni yüzyılda dünyada beklenen gelişmelerden birisi de, her borsanın kendi bölgesindeki oluşumunu korumakla birlikte, tüm borsaların tek bir borsa çatısı altında toplanmasıdır. Önce Avrupa Birliği bünyesinde elektronik olarak birbirine bağlı tek bir borsanın oluşması beklenmektedir. Gelecekte, teknolojinin gelişmesi ve uluslararası standartların sağlanmasıyla birlikte, devleti ve fiziki bir mekanı bulunmayan ve tamamen elektronik network ortamında sürdürülen tek bir borsanın olması da mümkündür. Bu oluşum sonucunda, büyük şirketler kendi gelişimleri açısından en avantajlı ortamda kote edilecekler ve borsalar bu büyük şirketleri kendi borsalarına çekmek açısından yoğun pazarlama faaliyeti içinde bulunacaklardır. Bu ortamı hazırlayacak en önemli gelişmelerden birisi de, alım-satım işlemlerinin 24-saat boyunca internet ortamında gerçekleştirilmesine imkan sağlayacak bir teknolojinin çok kısa bir süre içinde tüm dünyayı da kapsayacak şekilde kurulması ve geniş kitlelere yayılmasıdır.

Tüm bu gelişmelere ek olarak, "borsalar arası birleşme ve stratejik işbirliği" olgusu yeni yüzyıla damgasını vuracak en önemli gelişme olacaktır.

4.1. Borsaların Birleşmeleri (Anlaşmaları)

Yirminci yüzyılda başlayan ve 21. Yüzyılda da devam etmesi beklenen gelişmelerden bir tanesi de, borsa birleşmeleri veya borsalar arasında yapılan anlaşmalardır (*exchange alliances*). Son birkaç yıl içinde büyük borsa birleşmeleri olmuş olup, bazıları da planlanmış ve gerçekleşmeyi beklemektedir. Bu birleşmelerin arkasında yatan esas güç ise, teknolojinin paylaşımı ve sinerji etkisini elde etmek amacıyla kullanımıdır. Nakit piyasalardaki birleşmelere; Stokholm, Kopenhag ve Oslo nakit piyasalarının aynı platformda işlem yapmaları, Helsinki ve Viyana Borsalarının Frankfurt'un XETRA işlem sistemini kullanmaya başlaması gösterilebilir. Aynı şekilde AMEX ile Philadelphia Borsaları, Londra ile Frankfurt Borsaları, Chicago Board of Trade (CBOT) ile Eurex ve Chicago Mercantile Exchange (CME) ile London International Financial Futures Exchange (LIFFE) arasında benzeri işbirlikleri gerçekleştirilmektedir.

Londra Borsası, 1998 yılının ortalarında Frankfurt'taki Deutsche Börse ile bir anlaşma imzalamış olup, her iki borsanın 21. Yüzyıldaki hedefi ortak bir işlem sistemi kurmak, takas ve uzlaşma işlemlerini konsolide etmektir. Bu birlikteliğin, 21. Yüzyılda Avrupa'daki 6 veya 7 büyük borsayı da içine alacak şekilde genişlemesi beklenmekte olup, bunun ilk adımı 27 Kasım 1998 tarihinde yapılan toplantı ile atılmıştır. Bu toplantıda, Londra, Frankfurt, Paris, Milan, Zürih, Amsterdam, Brüksel ve Madrid Borsası yöneticileri yasal düzenlemeler konusunda "ortak ilerleme" kararı almışlardır.[12] Bu birleşmenin en son aşamasını ise, Avrupa'nın en büyük şirketleri ile Avrupa ve dünyanın kurumsal ve bireysel yatırımcılarının ulusal ve uluslararası likiditesini birleştiren ortak bir piyasanın yaratılması oluşturmaktadır. Bu amaçların gerçekleştirilebileceğine en güzel örnek ise, Benelux piyasaları tarafından sözkonusu amaca büyük ölçüde ulaşılmış olmasıdır. Ayrıca, Paris, Zürih ve Milan borsaları da karşılıklı üyelik sistemini (*cross-membership*) oluşturmak ve diğer önemli fonksiyonlarını birleştirmek konusunda girişimde bulunacaklarını açıklamışlardır. Diğer taraftan, Avrupa'da ilk defa Brüksel'de Nasdaq piyasası ile bağlantılı bir kurum olan EASDAQ (Nasdaq-Europe) devreye girmiş ve Avrupa ile ABD arasında önemli bir bağlantıya imza atmıştır. Ayrıca, Japonya'da da yeni kurulacak olan Nasdaq-Japan piyasasında kota alınacak hisse senetlerinin karşılıklı kotasyonunun sağlanması beklenmektedir.

Türev piyasalar tarafında ise, Stockholm Exchange ile birleşen OM Group'un, Stockholm'den Oslo ve Londra'ya uzanan hatta bir türev piyasalar hattı kurduğu görülmektedir. Türev piyasalarda, İsviçre Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası SOFFEX (Zurich) ile Alman DTB (Frankfurt) arasında "Eurex" adı altında bir birleşme olmuştur. Özellikle faiz oranı üzerine vadeli işlem sözleşmelerinde bir gelişmeyi hedefleyen bu birliktelik sonrasında, Eurex Londra'daki LIFFE ile rekabet etmeyi amaçlamaktadır. Aynı şekilde Paris, Milan ve Madrid'deki vadeli piyasalar da benzer ürün ve hizmetlerin pazarlanmasında bir birliktelik oluşturmayı amaçlamaktadırlar. Bu girişimler içinde en çarpıcı olanı, Paris'in alım-satım yaptığı platformu Singapore ve Chicago (CME) ile paylaşmak yönünde yaptığı girişim olup, bu gerçekleştiği takdirde menkul kıymet piyasalarında ilk defa 24-saat piyasa olgusu gerçekleşmiş olacaktır. 21. Yüzyılda bu tip girişimlerin farklı borsalar tarafından da takip edileceği düşünülmektedir.

4.2. Takas ve Saklama Hizmetleri

Tüm dünyada takas ve saklama işlemlerinin tek bir merkezden yürütülmesi konusunda önemli adımlar atılmıştır. Bu adımları atan kurumların en önemlileri, uluslararası

platformda yatırımcılara hizmet veren "Euroclear" ve "Cedel"dir. Avrupa'da da aynı gelişme yaşanmakta olup, "European Central Securities Depositories Association" (ECSDA) tarafından uluslararası işlemler için entegre bir saklama hizmeti verilmekte olup, ECSDA'nın hedefi, tüm Avrupa ülkelerinin saklama merkezlerini birbirine bağlamak suretiyle dünyanın her yerinden işlem yapmakta olan uluslararası yatırımcılara hizmet verecek tek bir takas/saklama sistemini oluşturmaktır.

Avrupa Birliği bünyesinde takas sürelerinin kısaltılması amacıyla (T+1) gerekli teknik çalışmalar yapılmaktadır. Bu kapsamda, üye "Back Office" sistemleri ile alım-satım sistemleri arasındaki entegrasyona takas sistemleri de dahil edilmeye çalışılmaktadır. Bu çalışma ile, emrin girilmesinden takas aşamasına kadar tüm işlemlerin elektronik ortamda gerçek zamanlı olarak yapılması amaçlanmaktadır. Avrupa'da kuruluşu gerçekleştirilen "Global Straight Through Processing Association (GSTPA)" adlı organizasyon, işlem gününde verilerin sınır ötesine taşınmasını sağlayacak elektronik altyapıyı oluşturmaya çalışmaktadır.

Diğer taraftan, bu alanda yaşanan gelişmeler sonucunda, teknoloji nedeniyle fiziki hareket azalacak, hatta tamamen önemini yitirecektir. Menkullerin hareket hızı paranın hareket hızına yetişemeyeceğinden dolayı, fiziki hareket yerine kayıtların (menkul kıymetlerin seri numaralarının) hareketi olacak, piyasaların entegrasyonu nedeniyle takasın tek merkezde yapılması önem kazanacaktır.

4.3. İşbirliği ve Rekabet

Uzmanlar arasında hakim olan görüşlerden birisi de, borsalar arasında gerçekleştirilen işbirliği ve imzalanan anlaşmalar sonucunda rekabetin zarar göreceği ve piyasanın gücünün birkaç büyük oyuncunun (*mega-players*) eline geçeceği yönündedir. Oysa ki durum hiç de böyle olmayıp, borsalararası rekabet gittikçe artmaktadır. Rekabeti destekleyen itici güçlerden en önemlisi teknolojide yaşanan gelişmelerdir. Birçok piyasada, emir iletiminde internet şimdiden yüksek bir piyasa payını kapmış durumdadır. İnternet yoluyla ilk menkul kıymet halka arz işlemi gerçekleştirilmiş olup, gelecek yüzyılda bu alanda yoğun bir rekabetin yaşanması beklenmektedir. Bunu, bir sonraki aşamada, tüm alım-satım, takas ve uzlaşma işlemlerinin "Borsa" adı verilen organizasyon yapısından bağımsız bir şekilde "Internet Web" ortamında yapıldığı bir yapıya bırakmasının izlemesi beklenmektedir.

Bunun doğal bir uzantısı olarak, kanun koyucular ve düzenleyicilerin gelecekteki çalışmalarını, ağırlıklı olarak piyasa güçlerinden gelecek tehlikelerden ziyade, neredeyse ışık hızına erişmiş olan teknolojideki gelişmeler sonucu ortaya çıkacak sorunların halline yöneltmeleri gerekmektedir. Enerjinin yöneltilmesi gereken alanlar arasında, teknolojinin kullanımı sonucunda piyasa şeffaflığının, yatırımcının korunmasının ve piyasayı aldatmaya yönelik girişimlerin nasıl önleneceği gibi konular ilk sırada yer almaktadır.

Avrupa'da 8 büyük borsanın, İngiltere ve Almanya Borsaları önderliğinde "European Alliance" adı altında ortak bir çalışma gerçekleştirmesi karşısında, 5 Kasım 1999 tarihinde Amerika merkezli Nasdaq Borsası, 2000 yılı sonlarına doğru Londra merkezli Nasdaq-Europa çalışmasını başlattığını açıklamıştır.

Nasdaq-Europa, Japonya'dan Softbank Corp., Avustralya'dan Rupert Murdoch's News Corp. ve Fransa'dan Vivendi SA ortaklığında kurulmakta olup, ABD ve Asya hisselerini, Avrupa'daki ilk halka arzları ve FTSE Eurotop Endeksi kapsamındaki Avrupa hisse senetlerini almayı hedeflemektedir.

Ülke çapında organize borsalar ile dünyada yaygınlaşmaya başlayan alternatif işlem sistemleri (ATS) ve elektronik ortamda emir toplama sistemleri (ECN) arasındaki rekabet, ulusal borsaları teknolojik açıdan yeniden yapılanmaya ve yeni birliktelikler oluşturmaya zorlamaktadır.

4.4. Hukuki Problemler

Kanun koyucular ve yöneticiler, hem hukuki hem de teknik açıdan hızla gelişen finansal piyasalarla kendilerini karşı karşıya bulmuş durumdadırlar. Bu ortamda tüketiciler, artan ölçüde karmaşık hale gelmekte olan bu yapı karşısında daha çok zorlanmakta, politikacılar ise çok daha dikkatli hareket etmek zorunda oldukları bilinci ile davranmakta, fakat bu ince ve dikkatli çalışmalar hukuki düzenlemelerin uzun zaman alması sonucunu beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, gelecek yüzyılda kanun koyucular tarafından yapılan düzenlemelerin hem kapsamlı olması hem de hızla değişen gelişmeleri yakalayacak süreler içinde devreye sokulması büyük önem arzetmektedir. Diğer bir ifade ile gelecekteki hedef; daha az kanuni düzenleme veya daha iyi kanuni düzenleme değil, "daha hızlı kanuni düzenleme" olmalıdır. Gelecek yüzyılda kanun koyucuların izlemesi gereken noktalardan birisi de, mevcut kuralların zamanında ve etkin bir şekilde uygulanması, açık ve herkes tarafından anlaşılabilecek şekilde ortaya konmasıdır. Bu konudaki çabalara en çarpıcı örnek "Forum European Securities Exchange" (FESE) tarafından kurulması öngörülen "Forum of European Securities Commissions" (FESCO) dır. Bu kuruluşun amacı, içeriden öğrenenlerin ticareti (*insider trading*), piyasa manipülasyonu gibi olumsuzluklarla etkin bir şekilde başa çıkmak amacıyla çeşitli ülkelerin gözetim birimleri arasında bilgi alış-verişini geliştirmek ve yaptırım gücünü arttırmaktır.

5. Borsaların Kurumsallaşması ve Yeniden Yapılanması

Borsaların mevcut organizasyon yapıları ve ileriye dönük bakış açıları, doğup geliştikleri ülkelerin ekonomik ve politik ortamlarının bir yansıması niteliğinde olup, gelecekte alacakları biçim tüm dünyada etkisini gösteren global trendler ve borsaların bu gelişmelere karşılık verme biçimleri ile şekillenecektir.

Teknolojinin hızlı gelişimine paralel olarak son 10 yıl içinde birçok borsa, alım-satım ve işletim sistemlerini bilgisayarlı bir yapıya dönüştürmüştür. Bu dönüşümün kaçınılmaz bir sonucu olarak, bilgi işlem sisteminin kurulması ve etkin olarak işlerliği konusunda birtakım projeler gerçekleştirilmeye başlanmış ve bu projeleri yürütmek üzere borsaların bilgi işlem kadrosu güçlendirilmiş, bu ise borsalarda görev yapan bilgi işlem kadrosunun artmasına ve bir anlamda da hantallaşmasına neden olmuştur. Hantallaşmanın en önemli nedeni, stratejik önemi haiz projelerin tamamlanmasının ardından bu projeyi yönetmekten sorumlu olan kişilerin boşa çıkması ve bu durumun borsalara personel maliyeti olarak yansımış olmasıdır.

Bu gelişmelere paralel olarak, organize borsalarda önümüzdeki yüzyılda gerçekleşmesi beklenen yaklaşımlardan birisi de, bilgi işlem konusundaki çalışmaların borsaların kendi içlerinde kurulmuş olan bilgi işlem merkezleri dışındaki firmalara havale edilmek suretiyle gerçekleştirilmesi düşüncesidir. Bunun en önemli sebebi, borsaların bu hizmetleri en verimli şekilde rekabet ortamı içinde alabilecekleri gerçeğidir. Bu konudaki en ciddi adımlardan bir tanesi Londra Borsası tarafından atılmış, ve bilgi işlem konusunda alınacak hizmetler ve yürütülecek projeler borsa dışındaki şirketlere havale edilmiştir. Bu sürecin

gerçekleşmesi aşamasının ardından beklenen gelişmelerden birisi de, çoğu kamu tüzel kişiliğine haiz olan borsaların Anonim Şirket şeklinde yeniden yapılanmaya gitmesidir.

Bu sürecin doğal bir uzantısı olarak üye-bazlı borsalardan kar-bazlı borsalara doğru bir geçiş süreci başlayacak, hareket sahası ve hız kazanabilmek amacıyla borsalar geleneksel üye-tabanlı yapılarından sıyrılıp kar-amaçlı şirketler olmaya yöneleceklerdir. Bu transformasyonun ikinci adımı, şirketleşmiş borsaların halka açılması ve kendi hisse senetlerinin borsalarda (hatta rakip borsalarda) işlem görmesi olacaktır. Böylece borsalar kendi kendilerini rekabet ortamına açmış olacaklar, bu ise bir sonraki aşamada borsalar tarafından yatırımcılara sunulan hizmet kalitesinin ve ürün çeşitliliğinin artmasını sağlayacaktır.

Örneğin Tokyo Borsası (*Tokyo Stock Exchange*), 2001 yılının Nisan ayında, mevcut yapısını, üyesi olan aracı kurumların borsanın hissedarları olacağı bir yapıya dönüştürmenin planlarını yapmaktadır. Borsa bu işlemin gerçekleşmesini müteakip Borsayı temsil eden hisse senetlerinin halka arz edilmesini ve daha sonraki aşamada da yeni hisse senedi ihraç edilmesini hedeflemektedir.[13]

Hızlı bir değişimin yaşandığı finans dünyasında borsalar, yakın bir gelecekte zorlu bir rekabet ortamıyla karşı karşıya kalacaklardır. Emeklilik sigorta fonlarını yöneten büyük kurumların fon yöneticilerinin artan gücü, finansal piyasalardaki kısıtlayıcı kuralların kaldırılması ve ileri teknolojinin yaygın olarak kullanılması bu hızlı değişimin itici güçleri olacaktır. Böyle bir ortamda, borsalar uluslararası rekabet güçlerini arttırmak için özelleştirme alanında çalışmalar başlatarak yeniden yapılanmaya yöneleceklerdir. Bu değişimi başlatan öncü borsalardan biri olarak Stockholm Borsası, gösterdiği yüksek performansla, incelenmesi gereken iyi bir örnek oluşturmaktadır. Stockholm Borsası'nın halka açılmasından ve çok ortaklı özel anonim/limited şirket haline dönüştürülmesinden sonra hizmet kalitesi ve maliyetleri, verimlilik ve karlılık göstergelerinde olumlu gelişmeler olduğu görülmüştür.

Her geçen gün daha karmaşık ve rekabetçi bir yapıya bürünen borsaların daha etkin karar almayı sağlayacak şekilde organizasyon ve fonksiyonlarının yeniden tanımlanması gerekmektedir. Ryden (1997) in ifadesi ile, müşteri odaklı olma, piyasa bölümlenmesi, yüksek kaliteli hizmetlerin düşük fiyatla sağlanması, bilgi teknolojisinin verimli kullanılması, piyasaya serbest erişim, yüksek oranlı şeffaflık ve Borsa'nın özsermayesi üzerinden makul bir getirinin sağlanması gibi temel hususlar özelleştirilmesi düşünülen borsaların rekabet stratejisini oluşturacaktır.

Nitekim "IOSCO" toplantısında, devletten ve siyasi baskılardan uzak, ticari bazlı ve müşteri odaklı, finansal piyasalardaki gelişmelere kolayca uyum sağlayıp gerekli değişimleri sağlayabilecek bağımsız bir yapılanmaya ihtiyaç olduğu yönünde düzenleyici kurumlar arasında fikir birliğine varılmıştır.[14]

Bu amaçla, merkezi düzenlemelerin hafifletilmesi (*deregulation*) ve bazı mesleki düzenleme faaliyetlerinin hiyerarşik olarak daha aşağıdaki kuruluşlara devredilmesi, bir başka deyişle piyasaların kendi kendini düzenlemesi (*self-regulation*), ticari bazlı ve müşteri odaklı, finansal piyasalardaki gelişmelere kolayca uyum ile gerekli değişimleri sağlayabilecek, hızlı karar almaya imkan sağlayan bir yapılanmaya gidilmesi gerekmektedir. Ancak bu noktada, denetim her zamankinden daha fazla önem kazanmaktadır. Bir taraftan merkeziyetçi yapıdan uzak, rekabete açık, kendi kendini düzenleyen kurum yapısı baz alınırken, diğer taraftan global olarak ortaya çıkabilecek risklere karşı

uluslararası alanda standartları ve uyulması gereken kuralları belirleyecek ve gözetim-denetim yapacak bir merkezi otorite olması gerektiği de ifade edilmektedir.

6. Beklentiler ve Sonuç

Tüm dünyada sermaye piyasalarında öne çıkan değerler etkinlik ve likiditedir. Etkinlik; işlem maliyetlerinin düşürülmesi, işlem hızının artırılması, emir ve işlem bilgilerine hızlı ve kolay erişimin sağlanması, kamuyu aydınlatma prosedürünün hızlandırılması, bireysel yatırımcıların en az aracı ile işlemlerini gerçekleştirmesi, parasal konularda coğrafi sınırların kaldırılarak dünyadaki tüm yatırımcıların dünyanın her yerinde işlem yapabilmesini sağlamaktır.

Etkinlik ve likiditeyi en iyi şekilde sağlamak için yerel borsalar ile takas ve saklama kuruluşları birleştirilerek tek bir ulusal borsa şeklinde yeniden yapılandırılmaktadır. Yeniden yapılandırma çalışmaları çerçevesinde uzaktan erişimin ve konsolidasyonun sağlandığı elektronik sisteme geçiş hızlanmakta, seans salonlarındaki sesli pazarlık sistemi (*open outcry markets*) yerini elektronik ortamdaki çoklu fiyat sürekli müzayede (*order driven*) sistemlerine bırakmaktadır. Ulusal borsalar ise yine aynı amaçlar doğrultusunda, uluslararası anlaşmalar imzalayarak ve yasal düzenlemeleri mümkün olduğu kadar uyumlaştırarak pazar paylarını genişletmeyi amaçlamaktadırlar. İnternet ve uzaktan erişim yöntemleri ile entegrasyon çalışmaları sürdürülmektedir.

Dünya menkul kıymet piyasalarındaki bu gelişmeler ışığında gelecek yüzyıla damgasını vurması beklenen gelişmeler ise satırbaşları ile söyledir:

- Finansal hizmetler alanındaki rekabet, liberalleşme ve globalleşmenin tüm hızıyla süreceği ve 2000'li yılların belirleyici dinamiğinin giderek hızını artıran, derinleşen globalleşme olacağı düşünülmektedir. Bunun sonucunda, önce bölgesel birlikler şeklinde örgütlenen bölgesel ticari pazarlar, daha sonra ise kıta bazlı pazarlar ve sonunda ise tek bir dünya ticari ve ekonomik pazarı ortaya çıkacaktır.
- Teknolojinin gelişmesi ve uluslararası standartların sağlanmasıyla birlikte, tüm menkul kıymet pazarlarının elektronik olarak birbirine bağlanması sözkonusu olacaktır. Öncelikle Avrupa Birliği bünyesinde gerçekleşmesi beklenen "tek borsa"nın oluşması, bu süreç içerisinde önemli bir tecrübe olacaktır. İnternet üzerinden verilen menkul kıymet faaliyetlerinin artması ve yaygınlaşması, yatırımcıların dünyanın her yerinden daha fazla bilgi alarak doğrudan yatırım yapabilmelerine imkan sağlayacaktır. Gelecekte global düzeyde, devleti ve fiziki bir mekanı bulunmayan, tüm pazarları birbirine bağlayan, tamamen elektronik bir network ortamında sürdürülen tek bir borsanın olması da mümkündür. Bu süreçte, aracı kuruluşlara ihtiyacın azalması, küçük boyutlu aracı kuruluşların ortadan kalkması da olasıdır.
- Elektronik para (*smart-card*) veya "tek para birimi" gibi uygulamaların global düzeyde yaygınlaşması ve bu işlemlerin takasının global düzeyde merkezi bir network aracılığıyla yapılabilir hale gelmesi, uluslararası ticaretle birlikte piyasaların da entegrasyonunu hızlandıracaktır. Teknolojinin hızlı gelişimi sürecek ve bunun sonucunda yüksek teknoloji üretimi ve kullanımı, uluslararası rekabet ile piyasaların şekillendirilmesinde belirleyici olacaktır.
- Kurumsal yatırımcılar ile uluslararası sermaye akımlarının önemini ve gücünü arttırması beklenmektedir. Yatırım fonlarına ve bu kapsamda hisse senetlerine yapılan yatırımlar artacaktır. Diğer taraftan, büyük şirketlerin birleşmesi global

düzeyde dev, tekelci nitelikte, devletlerden daha güçlü şirketlerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Bu şirketlerin dünya siyaseti ve ticareti üzerindeki etkileri de artacaktır. Böyle bir yapılanma, global krizlerin artmasına ve şiddetlenmesine neden olabilir. Dolayısıyla uluslararası mali sistemde risk kontrolü, gözetim ve denetimi ile anti-tröst kanunlarının önemini artırması ve bu amaçla uluslararası merkezi gözetim otoritelerinin oluşturularak bu alanda daha fazla düzenleme yapılması beklenmektedir.

Sonuç olarak, ülkeler, menkul kıymet piyasalarındaki bu gelişmelerin getireceği yeni yapılanmalar içerisinde rekabet güçlerini artırarak uluslararası sermaye akımlarından daha fazla pay alabilmek amacıyla global ve kurumsal yatırımcıların piyasalarla ilgili istek ve beklentilerine uygun düzenlemeler yapacaklardır. Bu da uluslararası finans piyasalarındaki standartlaşmayı artırarak entegrasyonu kolaylaştıracaktır.

Notlar

1 Bu rakam 9 Nisan 1997 tarihinde yayınlanan Financial Times'da 1996 yılı için 200 milyar $ olarak ifade edilmiş olup, dünyada son yıllarda yaşanan gelişmeler sonucu bu rakamın 2000 yılı başında 250-300 milyar $ seviyesine çıktığı tahmin edilmektedir.

2 Financial Regulation Report, January 1998.

3 Uzaktan erişimin sağladığı en önemli faydalardan biri, Borsa'da kote olan ve işlem gören şirketlerin yatırımcı tabanını genişletmek için diğer ülkelerin borsalarına kote olma ve buralarda da işlem görme gereksinimini azaltmasıdır. Yabancı aracı kuruluşlara sağlanan uzaktan erişim imkanı, yabancı yatırımcıların doğrudan o ülkenin piyasasında işlem yapmasını özendirmektedir.

4 Bu sistemin ilk avantajı maliyetleri azaltma yönünde olacaktır. Elektronik alım-satım sistemi, tezgahüstü piyasada gerçekleştirilen işlemler için gerekli olan fiziki zaman ve çabanın büyük ölçüde azalması sonucunu doğuracaktır. İşlem yapan kişiler için bir kişiden diğerine telefon açmak suretiyle en iyi fiyatı alma çabası ortadan kalktığı gibi, sistemde ekranlar vasıtasıyla piyasanın herhangi bir anındaki derinliği sürekli takip edebilme imkanı elde edilecektir. Sistemin getirdiği özelliklerden biri de işlemlerin merkezi bir otoriteye –Takasbank- karşı gerçekleştirilecek olmasıdır. Bu durum, kredi riskinin ve dolayısıyla da sistemik riskin önemli ölçüde azalmasını sağlayacaktır.

5 International Financial Law Review, s. 14.

6 STOXX50, Dow Jones STOXX Endeksi (DJ STOXX) içinde yer alan 606 Avrupa şirketinin içinden seçilmiş 50 tane şirketin hisse senetlerinden oluşan bir endekstir.

7 European Single Financial Market 1999/2000, Euromoney 1999, s. 8.

8 Financial Times, 26/01/2000, s. 17.

9 FATF, 26 ülke ve 2 uluslararası organizasyondan oluşmakta olup, üyeleri arasında Avrupa, Kuzey Amerika ve Asya'nın finansal açıdan merkezi konumdaki ülkeleri yer almaktadır.

10 Reuters, 11.05.1998.

11 Financial Regulation Report, December 1997.

12 World Securities Law Report, Vol. 4, No. 12, December 1998 , s.3.

13 World Securities Law Report, December 1999, ss. 3-4.

14 International Securities Regulation Report, November 20, 1997.

Kaynakça

Aras, Güler. "Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin Finans Piyasalarına Etkileri", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 14, Sayı 165, (Aralık 1999), ss. 18-37.

Ascarelli, S. "Europe Expects More Equity Records in 2000", *Wall Street Journal Europe*, 04/01/2000, s. 13.

Betts, P. "Italy Eyes After-Hours Trading Sessions", *Financial Times*, 26/01/2000, s. 17.

Birsen, Osman. *European Stock Exchanges Forum*, Vilnius 22-23 April 1999, Brussels, Federation of European Stock Exchanges.

Euromoney, *European Single Financial Market 1999/2000*, Euromoney Institutional Investor Publication, 1999.

Financial Regulation Report, December 1997.

Financial Regulation Report, January 1998.

FT Virtual Finance Report, Vol. 4, No. 11, December 1999.

International Securities Regulation Report, November 1997.

Lindbaek, Jannik; Guy Pfeffermann ve Neil Gregory. *The Role of International Financial Institutions in the 21st Century*, International Finance Corporation, June 1998.

Mengütürk, Muhsin. "Türk Mali Sistemi: Farklı Bir Yaklaşıma Doğru" *TÜSİAD Semineri*, Kasım 1999.

Ryden, Bengt. "Borsaların Özelleştirilmesi: Stokholm Borsası Deneyimleri", *İMKB Dergisi*, Cilt: 1, No: 3, (Temmuz-Eylül 1997), ss. 1-24.

Tezcanlı MeralV. ve Oral Erdoğan. *Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, İMKB Araştırma Yayınları No. 8, İstanbul, Mayıs 1996.

Towards a European Securities Commission, *International Financial Law Review*, Vol.XVIII, (October 1999), s. 14.

World Securities Law Report, Vol. 4, No. 12, December 1998.

World Securities Law Report, Vol. 5, No. 12, December 1999.