

## TSPAKB Aylık Bülteni

### Sunuş

*Değerli Üyelerimiz,*

Sermaye piyasamız, dolayısıyla da üyelerimiz açısından son derece önemli konuların gündem oluşturduğu yeni bir döneme giriyoruz. Ana konular; borsaların özelleştirilmesi, KOBİ Borsaları kurulması, vergi reformu çalışmaları ve diğerleri...

Bu konulara verilecek şekil sektörümüzü yakından ilgilendiriyor, duyarlı olmamızı gerektiriyor. Birlik, sizlerden aldığı güçle, tüm bu konularda hazırlıklı, inançlı ve kararlı.

Çünkü Birlik; aldığı kararları, oluşturduğu görüşleri, Statüsünde belirtilen "Sermaye Piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin geliştirilmesi..." hedefi doğrultusunda, sizlerin bakış açlarına, titizlikle yürüttüğü araştırma sonuçlarına dayandırıyor, dünya uygulamalarını göz önünde tutuyor, ülkemiz çıkarlarını gözetiyor.

Örneğin, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın özelleştirilmesi yönünde yetkililerce yapılan açıklamanın hemen ardından, konu üzerine bu anlayışla eğilinmiş, Birlik görüşü bu çerçevede oluşturulmuştur.

Üyelerimize ilaveten, sermaye piyasası ile ilgili geniş bir kesime ve basınımıza ulaştırılan **e-birlik**'in elinizdeki sayısında ağırlıklı olarak İMKB'nin özelleştirilmesi konusu detaylı bir şekilde işlenmiş bulunuyor.

Önemli gündem konularından bir diğeri de KOBİ'ler...

KOBİ'lerin ekonomimiz açısından taşıdığı önem büyük. Ne var ki, bu kuruluşlar yarattıkları istihdam, milli gelir ve ihracatta sahip buldukları önemli paya karşın finans piyasalarından yeterli desteği göremiyor.

Bu bakımdan, KOBİ'lerin sermaye piyasasından daha fazla yararlanması konusundaki çabalara destek veriyor, bunun, ülke yararı yanında üyelerimize de ilave iş olanağı sağlayacağına inanıyoruz.

Bununla birlikte, bu alanda somut adım atılmadan önce, konu ayrıntılı şekilde incelenmeli, tartışılmalı, kaynak israfına yol açılmadan, mevcut alt yapıdan maksimum ölçüde yararlanma yolları bulunmalıdır. Öte yandan, konunun ülkemizdeki %50'ye varan kayıt dışı ekonomi ile olan yakın ilintisi göz ardı edilmemeli, vergi reformu çalışmalarında bu husus dikkate alınmalıdır.

Vergisel düzenlemeler, diğer sektörleri olduğu kadar, sermaye piyasalarımızı da yakından ilgilendirmektedir. Kısa sürede hayata geçirileceği ifade edilen vergi reformundan beklentimiz; finansal araçların diğer gelişmekte olan ülke uygulamalarına paralel şekilde, kurumsal yatırımcıları özendiren, Borsanın

gelişmesine olanak sağlayan, özel sektörün sermaye piyasasından kaynak sağlayabilmesinin önünü açan bir karakter taşımasıdır.

*Değerli Üyelerimiz,*

Son olarak, sektörümüzün *içe dönük* önemli bir sorununa da burada kısaca değinmek istiyorum.

Bilindiği gibi bu konu, hisse senedi alım-satım işlemlerinde müşterilerimize uygulanacak komisyon oranlarında belli bir alt sınır saptanması, ya da üyelerce serbestçe belirlenebilmesine olanak sağlanmasıdır.

Birliğimiz, önceki yıl alınmış olan karar doğrultusunda, konuya ilişkin çalışmasını tamamlamış, Yönetim Kurulu'nda değerlendirmiş ve "Komisyon oranlarının 2 Ocak gününden itibaren serbest bırakılması" şeklindeki önerisini Aralık 2002 sonunda Sermaye Piyasası Kurulu'na iletmıştır.

Hatırlanacağı gibi, önerimizi görüşen Kurul, mevcut uygulamayı 30 Haziran 2003 tarihinde yapılacak yeni bir değerlendirmeye kadar uzatmış bulunuyor. Üyeler olarak, bu kararı saygı ile karşılamak ve yürürlükteki düzenlemeye aynen uymak durumundayız. Bununla birlikte, şu hususu ifade etmekte de sermaye piyasalarının geleceği yönünden yarar görüyoruz.

Anayasamızın 135. maddesinde düzenlenen ve üyelerinin menfaatlerinin korunması hususunda önemli görevleri olan "özdüzenleyici, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu"na, üyelerince müşterilere uygulanacak komisyon oranlarını belirleme gibi bir yetki çok görülmemelidir. Aksi halde böyle bir kurumun varlık nedeninin

sorgulanmasına yol açılmış olur ki, böyle bir durum her şeyden önce sermaye piyasamıza zarar verir.

Sevgi ve Saygılarımızla,



Y.Ziya TOPRAK

BAŞKAN

## TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ'NİN İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN ÖZELLEŞTİRİLMESİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLERİ

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, ülkemiz ekonomisi ve mali piyasaları için büyük önem arz eden, sayıları 168'i bulan Birliğimiz üyelerini ise özellikle çok yakından ilgilendiren bir kurum hüviyetindedir.

Birliğimizin, Borsanın özelleştirilmesine ilişkin görüş ve düşünceleri aşağıda sunulmuştur.

### A- GENEL OLARAK

1) Borsaların, işlevlerini en iyi şekilde yerine getirebilmeleri, bu çerçevede; daha etkin ve verimli çalışmaları, ürün ve hizmet çeşitlerini arttırmaları, diğer ülke borsaları ile rekabet edebilmeleri gibi temel nedenlerle kar amacı gütmeyen kooperatif bir yapıdan kar amacı güden şirket yapısına dönüştürülmeleri (demutualization), bunun ardından da halka açılmaları şeklinde, 1990'lı yıllarda başlayan trendin giderek hızlandığı görülmektedir.

Türkiye'de de, tüm unsurlarıyla yerleştirmek için yoğun çaba harcadığımız serbest piyasa ekonomisi modeli ile örtüşen bu trendin dışında kalınmayacağı düşünülmekte; bu nedenle, İMKB'nin özelleştirilmesi görüşüne ilke olarak olumlu yaklaşılmaktadır.

2) Ancak, başta üyelerimiz olmak üzere; yatırımcıların, halka açık şirketlerin ve bizatihi Borsamız ve diğer sermaye piyasası kurum ve kuruluşlarımızın özverileriyle bugünkü konumuna gelen Borsamızın özelleştirilmesi son derece titiz bir çalışmayı gerekli kılmaktadır.

Zira, yukarıda sayılan temel amaçlara hizmet etmeyecek, salt fon sağlama

amaçlı bir özelleştirme ve halka açılma ülke ekonomisine olduğu kadar, hem üyelerimiz, hem milyonlarca yatırımcı, hem de diğer paydaşlar açısından sakıncalı sonuçlar doğurabilecektir.

Dolayısıyla, Birliğimiz; özelleştirmeye yönelik bazı adımlara ihtiyaç duyulmakla birlikte, halen ülkemizin iyi çalışan kurumlarından biri durumunda olan İMKB'nin, kurulacak yeni bir yapıyla geriye götürülmesi sonucunu doğurabilecek bir projeye, her şeyden önce ülke yararı yönünden bütünüyle karşıdır.

3) Ülkemiz şartlarına en uygun yapının kurulabilmesi için, dünya örneklerinden de yararlanılarak; yasal çerçevenin oluşturulması, şirketleşmede en uygun ortaklık yapısının belirlenmesi, rekabete ilişkin hususlar, vergisel konular, denetim ve özdüzenleme ilkeleri gibi çok yönlü çalışma yapılması gerekmektedir.

4) Bu arada, yeni yapılanmada, Birlik Üyelerimizin, halen Borsanın Yönetim ve Denetim mekanizmaları ile diğer platformlarında kazanılmış haklarının korunması hususu da bize göre büyük önem arz etmektedir.

5) Vurgulanması gereken bir diğer husus da, Borsanın kuruluşundan bugüne, kamunun aşırı borçlanma ihtiyacına dayalı olarak ortaya çıkan menkul kıymet stokunun, ağırlıklı olarak gecelik bazda işlemlere tabi tutularak, bunlar üzerinden Borsaya yüklü tescil ücreti ödenmesinin yarattığı gelirlerin ileriki dönemlerde sürdürülebilmesinin mümkün olamayacağı gerçeğidir.

Dolayısıyla, gelir yönünden Borsaya, geçmişteki performansı baz alınarak

***Birliğimiz, İMKB'nin özelleştirilmesine ilke olarak olumlu yaklaşmaktadır...***

***...fakat, çok yönlü çalışmaların yapılması gerekmektedir.***

atfedilecek bir değerin yanıltıcı olabileceği göz önünde tutulmalıdır.

Makroekonomik dengelerin yerine oturmasıyla hızlanacak bu gelir kaybının önlenmesi; erozyona uğratılan yatırımcı güveninin yeniden sağlanması başta olmak üzere, vergisel düzenlemeler ve sermaye piyasasının gelişmesine olanak sağlayacak diğer tüm tedbirlerin alınmasına bağlıdır.

Tüm bu hususlar, İMKB'nin özelleştirilmesinin zaman alıcı süreçlerden geçmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

### **B- YASAL DÜZENLEME**

1) Bilindiği üzere, İMKB mevcut durumda, SPKn'nun 40/1'inci fıkrası ve 91 sayılı KHK çerçevesinde faaliyette bulunmakta; İMKB'nin özelleştirilmesi için öncelikle bu hükümlerin değiştirilerek anonim şirket statüsüne kavuşturulması gerekmektedir.

2) Bunu takiben, ilgili bakanlıkça çıkarılacak yönetmelikle kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları belirlenebilecek; yönetmelik düzeyinde yapılacak ayrıntılı düzenlemelerle de ilgili tüm kesimlerin katkı ve düşüncelerinin alınabilmesine olanak sağlanmış olacaktır.

3) Öte yandan, özelleştirmeden beklenen yararlar ancak rekabetçi bir ortamın yaratılmasıyla elde edilebilir. Diğer bir ifadeyle, İMKB'nin mevcut tekel konumunun özelleştirme sonrası da korunması sağlıklı bir yöntem olamaz.

Bu nedenle, mevcut yasal düzenlemelerin, başka menkul kıymet borsalarının kurulabilmesine de olanak sağlayacak şekilde değiştirilmesi uygun olacaktır görüşündeyiz. İkinci bir borsa fiilen kurulmasa dahi, buna yasal olanak tanınmış olması bile tek başına olumlu etki yaratabilecektir.

### **C- ŞİRKETLEŞME**

SPKn'nda yapılacak düzenleme ile anonim

şirket statüsüne kavuşturulabilecek İMKB'nin bu statüye çevrilmesi sırasında farklı alternatifler söz konusu olabilir. Görüşümüze göre bu süreç dört ana aşamada gerçekleştirilebilir:

1) İlk aşamada, İMKB'nin mevcut tüm varlığı, maliyet bedeli üzerinden, kurulacak bir anonim şirkete devredilmeli, toplam aktif değerinden mevcut borçlar düşülerek kalan tutar sermaye addedilip, karşılığında hisse senedi ihraç edilmelidir.

2) Dünya uygulamalarına bakıldığında, kooperatif bir yapıdan kar amacı güden bir şirket yapısına geçilirken, bir çok ülkede payların tamamının Borsa üyelerine verildiği görülmektedir.

Örneğin, Australian Stock Exchange, Singapore Stock Exchange, Toronto Stock Exchange, Hong Kong Stock and Futures Exchanges, Chicago Merchantile Exchange, The New York Merchantile Exchange'de uygulama bu yönde olmuştur.

Ülkemiz gerçekleri göz önünde tutularak, İMKB'nin özelleştirilmesinde hisselerin Birlik Üyeleri ile Hazine'ye tahsis edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Aracı kuruluşların bu şekilde elde edeceği ortaklık hakları ile, ileride bu hisselerin satışından maddi olanak sağlamak gibi bir amaç güdülmemekte; sadece, halen sahip buldukları yönetim haklarının sözkonusu ortaklık yoluyla korunması hedeflenmektedir.

3) Yeni şirketin bu şekilde kurulmasını takiben, üçüncü aşamada, konuya ilişkin uluslararası deneyime sahip bağımsız bir yatırım bankasına değerlendirme çalışması yaptırılarak şirketin gerçek değeri bulunmalıdır.

Ortaya çıkan değer üzerinden yapılacak makul oranda bir iskonto sonucu bulunacak fiyattan; mevcut ortakların

***İMKB'nin  
özelleştirilmesinde  
acele edilmemelidir.***

***Düzenlemeler  
rekabete olanak  
tanıyacak şekilde  
yapılmalıdır.***

rüçhan hakları kısıtlanmak suretiyle; sigorta, emeklilik, portföy yönetim şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar, meslek kuruluşları, halka açık şirketler vb. kesimlere blok olarak satış yapılabilir.

Bu yöntemle, bir yandan Borsanın ortaklık yapısı zenginleşirken, diğer yandan da şirkete taze kaynak sağlanmış olacaktır.

4) Yeni yapılanmanın sağlıklı şekilde çalışır hale gelmesini takiben ve piyasa koşullarının elverişli olduğu bir tarihte uygulamaya sokulacak son aşamada ise, sadece Hazine'nin sahip olduğu paylar halka arz edilerek geniş bir yatırımcı kitlesinin borsa şirketine ortak olması sağlanabilir.

Tüm bu aşamaların sonunda, borsa şirketinin ortaklık yapısı; aracı kuruluşlar, halka açık şirketler, ilgili meslek kuruluşları ve kurumsal ve bireysel yatırımcılardan oluşmuş hale gelecektir.

#### **D- YÖNETİM**

Yeni şirketin yönetimi bu kurumun başarısının çok önemli bir unsurunu teşkil edecektir. Bu da, aracı kuruluşların yeni yönetimde ağırlıklı olarak temsilini gerekli kılmaktadır. Zira, sermaye piyasasının gelişmesi, herşeyden önce bu kuruluşların ana hedefi olup, bu husus Borsanın başarısıyla birebir örtüşmektedir.

Öte yandan, halka açık kısım dahil olmak üzere, yukarıda sayılan diğer paydaşların da yeni yapıda temsili, yönetim zaafiyetine neden olmayacak, ancak, kurumsal yönetim ilkeleriyle de ters düşmeyecek dengeli bir yapıya kavuşturulmalıdır.

#### **E- SONUÇ**

İMKB; üyelerimizin, yatırımcılarımızın ve ilgili tüm sermaye piyasası kurumlarının ortak çabaları sonucu meydana getirilen güzide bir kuruluş ve milli bir servettir.

Bu kurumun ülkemizin ekonomik

kalkınma hamlelerinde kilit role sahip bulunduğu tartışmasızdır. O halde, bu kurumun devlete kaynak yaratan bir yapı olarak görülmesi yerine; işlevlerini daha etkin, daha verimli, daha rekabetçi, uluslararası sermaye piyasalarıyla kolaylıkla entegre olabilir tarzda çalışabilmesi için gerekli imkan ve vasıtalarla donatılması görüşü egemen olmalıdır.

Dolayısıyla, özelleştirme konusunda herhangi bir adım atılmadan önce, yeni yapılanmanın, halen büyük ölçüde sağlıklı çalışan sistemimizi daha da ileriye taşıyacağından kesinlikle emin olunmalıdır.

Bunun asgari gerekleri de, yukarıda gerekçeleriyle açıklanmaya çalışıldığı üzere;

- Özellikle son yıllardaki uygulamalarla, ciddi şekilde erozyona uğramış yatırımcı güvenini sağlayıcı önlemlerin alınması,
- Tekel oluşturan mevcut yapının rekabete açık hale getirilmesi,
- Piyasanın gelişmesinin önündeki yasal ve özellikle vergisel engellerin kaldırılması,
- Yeni yapılanmada Üyelerin Borsada halen mevcut yönetsel ve diğer haklarının azami ölçüde korunması şeklinde özetlenebilir.

Sermaye piyasalarımız ve sonuçta ülke ekonomimiz için son derece önemli olan bir konuda isabetli kararlar alınabilmesini teminen yürütülecek çalışmalarda Birlik olarak her türlü desteği sağlamaya hazır olduğumuzu teyit ediyoruz.

Saygılarımızla,

Türkiye Sermaye Piyasası  
Aracı Kuruluşları Birliği

---

***Özelleştirme,  
sağlıklı çalışan  
sistemimizi daha da  
ileriye taşımalıdır.***

---

***Birlik, çalışmalara  
her tür desteği  
sağlamaya hazırdır.***

## BORSALARIN ŞİRKETLEŞMESİ VE ÖZELLEŞTİRİLMESİ

Ocak ayında hükümetin özelleştirme programını açıklaması ile beraber İMKB ve İstanbul Altın Borsası'nın özelleştirilmesi konusu sermaye piyasamızın gündemine girmiştir. Bu yazımızda borsalarda üyelik ve ortaklık haklarının ayrıştırılarak kar amacı güden şirketlere dönüştürülmesi (demutualization) ile ilgili özet bir inceleme sunuyoruz.

Borsaların geleneksel yapısı; kar amacı gütmeksizin, üyeler tarafından kurulan ve yönetilen "kooperatif" benzeri kurumlardır. Bu yapı 1990'ların başından itibaren değişmeye başlamış ve borsalar kar amacı güden şirketler haline dönüşmeye başlamıştır. Yazımız, borsaların mevcut yapılarının nasıl oluştuğu, değişimin hangi faktörlerden kaynaklandığı, kar amacı güden şirkete dönüşmenin beraberinde getireceği sorunlar ve dünyada uygulama bulan örnekler ana başlıkları altında devam edecektir.

### Borsalar Nasıl Oluşturdu?

Kısa bir tarihçe, borsaların kurumsal yapılarının oluşumu hakkında fikir verecektir. 1500'lü yıllarda Hollanda'da ve 1700'lü yıllarda Amerika'da tüccarlar genellikle ticari hareketliliğin en yoğun olduğu limanlarda toplanarak kendi aralarında belli ürünlerin ve sözleşmelerin alım-satımını yapmaya başlamışlardır.

Bu tür ticari anlaşmalar zamanla belli bir mekana taşınmış, alım-satım için ilgililer o merkezde toplanmaya başlamışlardır. Zamanla ve artan ilgi ile alım-satımın yapıldığı mekanlar kalabalıklaşmaya başlamış, çözüm olarak salonlara giriş üyeliğe bağlanmıştır. Dışarıda kalan ve

alım-satım yapmak isteyenler bu salonlara üye olan kişilerle anlaşım emirlerini gerçekleştirmeye başlamışlardır. Böylece, borsalar ve borsa komisyonculuğu doğmuştur.

Tarihsel gelişimin gereği olarak, borsalar üyeler tarafından kurulan ve yönetilen kar amacı olmayan kurumlar olarak yapılanmışlardır. Bu model yüzyıllardır değişmeden günümüze kadar gelmiştir. Değişime gerek duyulmamasının en önemli sebebi ise üyelik sisteminin yakın geçmişe kadar ihtiyaçlara cevap verebilmesi olmuştur. Fakat, 1990'lardan itibaren hızlanan teknolojik gelişim ve küreselleşme süreci borsaların kurumsal yapılarının sorgulanmasına yol açmış ve değişimi zorunlu kılmıştır.

### Neden Şirketleşme?

Küreselleşme ve teknolojik gelişim bir yandan borsalara dünyanın her yerinden hızlı erişim imkanı tanıyarak yatırımcıların farklı ülkelerin borsalarında oldukça düşük işlem maliyetleriyle yatırım yapabilmesine olanak tanımış, diğer yandan da şirketlerin dünyanın çeşitli yerlerindeki borsalara kote olabildiğini sağlamıştır.

Dolayısıyla, borsalar arası global rekabet ortamı doğmuştur. Bazı ülkelerde ise birden fazla borsa bulunduğundan, rekabet yerel borsalar arasında da olabilmektedir.

Borsaların gelir kaynakları üç ana kalem altında toplanabilir; kotasyon ve üyelik ücretleri, işlemlerden kurtaj adı altında alınan ücretler ve veri dağıtım gelirleri. Borsalar arasında artan rekabet, diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, borsaların

***Borsalar, geleneksel olarak kar amacı gütmeyen kooperatif yapılar olarak örgütlenmiştir.***



gelirlerinin azalması riskini doğurmaktadır.

Şirketlerin kendi ülkeleri dışındaki borsalarda kote olabilmeleri nedeniyle, borsalar kotasyon ve kotta kalma ücretlerinde indirim gidip işlem gören menkul kıymet sayısını artırma zorunluluğu duymaktadırlar. Dolayısıyla, rekabet ortamında borsaların kotasyon ücretlerinde indirim gitmeleri kaçınılmaz hale gelmektedir.

İşlem komisyonları için de benzer durum söz konusudur. Eğer aynı menkul kıymet iki ayrı borsada işlem görüyorsa yatırımcı işlem maliyetleri düşük olan borsada işlem yapmayı tercih edebilmektedir. Bu durum kuşkusuz aracı kuruluşlar için de geçerlidir. Eğer bir borsanın üyelik maliyetleri çok ağırlaşırsa aracı kuruluşlar, yasal engel bulunmamak koşuluyla, başka borsalara üye olmayı tercih edebileceklerdir. Dolayısıyla, rekabet koşullarına ayak uyduramayan borsaların gelirlerinde azalma olması kaçınılmazdır.

Borsaların üçüncü önemli gelir kaynağı olan veri dağıtımı ise teknolojik gelişmelere paralel olarak önemini yitirmektedir. Zira, veri iletimi ve yayını çok farklı kanallardan ve düşük maliyetlerle gerçekleştirilebilmektedir.

Görüldüğü üzere, borsalar genel anlamda gelirlerinde gerileme riski ile karşı karşıyadırlar. Öte yandan, elektronik alım-satım sistemlerinin gelişmesi ile beraber borsalar sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmak ve sistemlerinin hızını ve güvenliğini artırıcı önlemler almak durumundadırlar. Dolayısıyla, sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmayı sağlayacak bir finansman kaynağı gerekmektedir. Mevcut yapıda bu kaynak genelde üyelere sağlanmaktadır. Finansman kaynağının çeşitlendirilmesi, gerekli

teknoloji yatırımlarının daha kolay yapılabilmesini ve borsanın rekabet gücünü korumasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak, borsa yapılarındaki değişimin temel amacı alternatif finansman kaynaklarına erişim ve mali yönetimde esneklik ihtiyacıdır. Bu ihtiyacı en iyi karşılayacak mekanizmanın ise kar amaçlı bir anonim şirket yapısı olacağı öngörülmektedir.

Anonim şirketler; halka arz, sermaye artırımı, borçlanma ve diğer menkul kıymet ihraçları yolu ile finansman sağlayabilmektedir. Kar amacı gütmeyen kooperatif bir yapıda ise, gelir artırıcı ilk önlem olarak hizmet fiyatlarının, dolayısıyla işlem maliyetlerinin, artırılması düşünülmektedir.

Anonim şirket yapısının getirdiği başka avantajlar da vardır. Üyelik ve ortaklık haklarının ayrıştırılmadığı kooperatif sistemde borsanın yönetiminde söz sahibi olan aracı kuruluşlar aynı zamanda borsa hizmetlerinden de faydalanmaktadır. Diğer bir deyişle borsanın *sahibi, yöneticisi ve müşterisi* aynı kesimdir.

Bu yapıdan kaynaklanan çıkar çatışmalarının olması da doğaldır. Örneğin Hong Kong Borsası elektronik uzaktan erişim sistemine geçmek istediğinde bazı borsa üyeleri mali durumlarının olumsuz yönde etkileneceği gerekçesi ile bu öneriye karşı çıkmışlardır.

Anonim şirket yapısında ise borsanın sahipleri, yöneticileri ve üyeleri farklı olabilmektedir. Borsanın ortakları kar beklentisi ile yatırım yapmış ve borsa hizmetlerinden faydalanmayan kişi ve kurumlar olabilir. Yöneticileri borsanın faaliyetlerinden etkilenen çeşitli kesimlerin temsilcileri olabilir. Üyeler ise bir anlamda borsanın müşterileri olmaktadır. Bu tür bir yapı denetim

---

***Şirketleşmenin temel amacı alternatif finansman kaynaklarına erişimdir.***

***İkinci sebep, profesyonelleşme beklentisidir.***

***Şirketleşmeyi zorunlu kılan iki etken, küreselleşme ve gelişen teknolojidir.***

***İlk aşamada, üyelik hakları ortaklık hakkına dönüştürülmektedir.***

etkinliğini artırmanın yanısıra, şeffaflığı getirmekte ve borsanın daha verimli yönetilmesine imkan tanımaktadır.

Borsaların kar amaçlı şirketler haline dönüşmesinin ikinci önemli sebebi ise daha profesyonelce bir yönetim beklentisidir. Böylece üyeliğin, sahipliğin ve yönetimin ayrıştırılarak daha hızlı karar alabilen, daha dinamik, denetimi etkin, üyelerine ve yatırımcılara daha fazla hizmeti en uygun maliyetle sunmaya çalışan bir yapının ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır.

Özetle, borsaları kar amacı gütmeyen üye bazlı kurumlar halinden kar amaçlı şirketler haline dönüşmeye zorlayan iki temel etken, gelişen teknoloji ve küreselleşmedir. Bu etkenlerin yarattığı değişim ortamını iyi yönetebilmek ve rekabet gücünü korumak için ise finansman gücü ve yönetim esnekliği gerekmektedir. Şirketleşme bu amaçlara hizmet etmektedir.

#### **Şirketleşme Süreci**

Borsalar kar amacı gütmeyen kooperatifler şeklinde örgütlenmiş olabileceği gibi, bazı ülkelerde örnekleri görülen, kar amacı gütmeyen şirketler halinde de yapılabilmektedir.

Genel uygulama olarak, ilk aşamada kar amacı gütmeyen kooperatif benzeri kurumlar yasa ile kar amaçlı anonim şirket haline gelmektedir. Çıkarılan hisse senetleri borsanın o anki üyesi, dolayısıyla sahibi, olan aracı kuruluşlara bedelsiz olarak dağıtılmaktadır. Bu ön aşamada "üyeler tarafından sahip olunan ve yönetilen" bir kurum "üyeler tarafından sahip olunan" bir kuruma dönüşmektedir. Dolayısıyla eski yapıdaki "üyelik hakları" yeni yapıda "ortaklık hakkı" haline dönüşmektedir.

Kar amacı olmayan şirket halindeki borsalar ise kar amacı güden şirketler

haline dönüşmekte, gerekli hallerde mevcut ortaklara yeni hisse senetleri verilmektedir.

İkinci aşamada ise, borsaların sosyal paydaşları belirlenerek tahsisli hisse senedi satışı yapılmaktadır. Finans kurumları, kurumsal yatırımcılar, halka açık şirketler vb. gruplar belirlenerek hisse tahsisleri ayrılmaktadır. Tahsisli satış genelde elde edilen gelirin doğrudan borsaya girmesi amacı ile sermaye artırımını şeklinde gerçekleştirilmektedir. Böylece üyeler dışındaki kurumların borsaya ortak olmasına imkan tanınmaktadır.

Üçüncü ve son aşama borsaların halka açılıp kendilerine kote olmalarıdır. Dolayısıyla, geniş kitlelerin borsaya ortak olmaları sağlanmaktadır. Halka arz sermaye artırımını şeklinde yapıldığında borsaya yeni bir kaynak da yaratılmış olmaktadır.

#### **Şirketleşmenin Sorunları**

Şirketleşme, temel sorunlara bir çözüm olarak gösterilse de şirketleşme aşamalarında bazı sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunları her borsa kendisine özgü modeller üreterek çözmeye çalışmıştır. Öncelikle temel sorunların neler olduğuna değinip ardından dünya örneklerinde ne tür çözümler üretildiğine değineceğiz.

#### **İş Modelinin Belirlenmesi:**

Öncelikli sorun borsanın iş modelinin belirlenmesidir. Diğer bir deyişle, gelir kaynaklarının, hedeflenen hizmetlerin belirlenmesidir. Örneğin Deutsche Börse kendisini bir teknoloji şirketi olarak konumlandırmıştır. Çeşitli menkul kıymet ve para piyasalarını işletmenin yanısıra veri dağıtımını ve teknoloji geliştirmeyi temel iş alanları olarak belirlemiştir. Deutsche Börse, işlerinden biri borsa işletmesi olan bir teknoloji şirketi olarak



tanımlanabilir. Bunun karşısı olarak Londra Borsası ise, iş tanımını sadece hisse senedi borsası işletmek olarak ortaya koymuştur.

#### Ortakların Belirlenmesi:

İkinci önemli sorun, borsanın ortaklarının kimlerden oluşacağıdır. Borsalar her ne kadar üyeler tarafından kurulan ve işletilen kurumlar olsa da borsaların sosyal boyutu olduğu yadsınamaz. Borsalar, ülke içindeki sermaye ve tasarruf dağılımının etkin bir biçimde gerçekleşmesine aracılık eden kurumlardır. Dolayısıyla, halka açık şirketlerden yatırımcılara kadar uzanan geniş bir kesim borsaların faaliyetlerinden etkilenmektedir.

Borsaların "kamusal görevi olan kurumlar" olarak görülmesi ortaklık yapısı hakkında da tartışmalara yol açmıştır. Ülkeler arasında farklı uygulamalar olsa da, genel eğilim; borsaların ilk sahipleri olarak mevcut üyelerin belirlenmesi, ardından çeşitli kesimlere tahsis edilen ortaklık payları ile borsaya yeni fon sağlanması şeklindedir.

#### Yönetimin Belirlenmesi:

Üçüncü sorun borsanın yönetiminde kimlerin temsil edileceğidir.

Sıradan bir anonim şirkette ortaklar aynı zamanda yönetimi de belirlemektedir. Fakat, yukarıda bahsedilen kamu yararı gerekçesi ile borsaların yönetimi ortaklık yapısından farklı bir şekilde belirlenebilmektedir. Böylece, ortaklar arasında olmayan kesimlerin de yönetimde söz sahibi olması sağlanmakta ve çıkar çatışmalarının doğması önlenmektedir.

#### Halka Açılma:

Dördüncü sorun borsaların halka açılmalarında yaşanmaktadır. Şirketleşmenin temel sebebi olan finansman ihtiyacını karşılamak ve

"kamusal görevi olan" bir kuruma halkı da ortak edip gelirlerini paylaşmak gibi sebeplerle borsalar halka açılabilen ve kendine kote olabilmektedir.

Kendine kote olan bir borsanın kotasyon ve kotta kalma koşullarının denetiminin nasıl yapılacağı bir başka sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu sorun halka açık borsalarda denetleyicinin başka bir kurum, genellikle merkezi düzenleyici otorite olarak belirlenmesiyle çözülmüştür.

#### Düzenleme ve Denetim Yetkileri:

Sonuncu sorun ise, pek çok çalışmada üzerinde en çok durulan, şirketleşen borsaların düzenleme ve denetleme yetkilerinin kar amacı ile çelişip çelişmediğidir. Bu sorunun çözümü için bazı borsalarda düzenleme ve denetleme yetkileri başka bir kuruma devredilmiş, bazılarında ise herhangi bir kısıtlamaya gidilmemiştir.

Borsaların düzenleme ve denetleme yetkilerini üç ana başlık altında toplayabiliriz;

1. Birincil piyasa; Kotasyon Düzenlemeleri,
2. İkincil piyasa; İşlem Kuralları Düzenlemeleri,
3. Üye Kuruluşlarla İlgili Düzenlemeler.

Borsalar kar amaçlı şirketler haline geldikten sonra birincil piyasa düzenlemeleri ve denetiminde etkinliğin azalacağı öne sürülmektedir. Borsalar gelirlerini artırmak için kotasyon koşullarını yumuşatıp yeni şirketlerin işlem görmesine daha kolay izin verebilirler. Fakat bu durum, borsaların yatırımcı açısından daha riskli olarak algılanmasına ve işlem hacminin düşmesine sebep olabilir. Dolayısıyla, borsaların kotasyon koşulları konusundaki yetkilerini etkin bir biçimde kullanmaları kendileri lehine olacaktır.

---

***Düzenleme ve denetleme yetkileri kar amacı ile çelişmekte midir?***

***Düzenleme ve denetleme yetkilerinin etkin kullanımı kar amacı ile örtüşmektedir.***

Yatırımcı haklarının korunduğu, kamuya açıklama ilkelerinin sıkı sıkıya takip edildiği borsalar güven sağlayarak yatırımcıyı kendilerinde işlem yapmaya sevk edecek ve gelirlerini daha kolay artıracaklardır. Her ne kadar ilk bakışta birincil piyasa düzenleyiciliği ile kar amacı gütmeye bir çıkar çatışması yaratıyor gibi görünse de özünde bir çıkar çatışması bulunmamaktadır.

İkincil piyasa işlemlerinin düzenlenmesinde de benzer görüşler geçerlidir. Borsanın işlem hacmini, ve dolayısıyla gelirlerini, artırmak için manipülasyon, insider trading vb. piyasayı bozucu hareketlerin denetlenmesi ve engellenmesi konusunda yumuşak davranabileceği endişesi dile getirilmektedir. Başka bir endişe kaynağı ise, işlem hacminin daralacağı beklentisi ile kamuya açıklama ilkelerine uymayan şirketlerin işlemlerini durdurma konusunda esnek davranılabileceğidir.

Karşıt görüş ise borsaların en önemli varlığının yatırımcı güveni olduğunu vurgulamaktadır. Borsaların piyasayı bozucu hareketleri etkin bir biçimde denetlemesi ve engellemesi, kamuyu aydınlatma ilkelerini taviz vermeden uygulaması yatırımcı güvenini pekiştireceğinden işlem hacmini, ve borsanın gelirlerini, artıracaktır.

Örneğin Almanya'da yeni şirketlerin işlem gördüğü Neuer Markt'taki kotasyon ve kamuyu aydınlatma koşullarının yatırımcılar tarafından yeterli düzeyde bulunmaması, piyasanın işlem hacminin düşük kalmasına yol açmış, borsa yönetimi de kotasyon koşullarını ve kamuyu aydınlatma kurallarını değiştirmek durumunda kalmıştır. Dolayısıyla ikincil piyasaların düzenlenmesi ve denetimi kar amacı ile birebir örtüşmektedir.

Üçüncü düzenleme ve denetleme alanı ise üyelerle ilgilidir. Borsalar, piyasalarının sağlıklı işlemesi için üyeleri üzerinde de belli bir düzenleme ve denetim yetkisine sahiptirler. Fakat borsalar, kendilerine gelir sağlayan işlemler yapan üyeleri üzerinde çok sıkı denetimlerde bulunmayabilir, olumsuz durumlarda ceza vermekten kaçınabilir.

Bu konudaki karşıt görüş ise yukarıdakilerle aynı doğrultudadır. Borsalar piyasaların sağlıklı ve kurallara uygun olarak işlemesini sağladığı sürece büyümelerini sürdürebilir. Üyelerin kurallara uyduğunu denetlemek, olası sistemik zararların etkisini azaltmak için üyelerin mali yapılarının sağlamlığını takip etmek borsanın kendi menfaatinde. Ayrıca, kurallara uymadığı tespit edilen üyelere kesilecek cezalar borsa için bir gelir kaynağı olacağından dolayı denetim etkinliği artabilecektir.

Üyelerle olabilecek ikinci çatışma ise borsa hizmetleri ile ilgilidir. Üyeler borsa hizmetlerinin fiyatlarının düşürülmesini isterken bu durum borsanın kar amacı ile çalışmaktadır. Fakat, borsa yönetiminde aracı kuruluşlar dışındaki kesimlerin de temsilcilerinin bulunması bu çatışmayı engellemektedir. İkinci olarak; borsalar arası rekabet, işlem maliyetlerinin çok artırılmasına zaten izin vermeyecektir. Aksi halde yatırımcılar ve üyeler işlemlerini başka borsalara kaydırabileceklerdir.

Şimdi de, diğer ülkelerdeki örnekleri ele alarak, bu sorunları çözmeye ne tür modeller geliştirdiklerine bakalım:

#### **Avustralya Borsası**

Avustralya Borsası 1987 yılında 6 bölgesel borsanın birleşmesi ile kurulmuştur. Üyeler tarafından yönetilen kar amacı gütmeyen bir kurum iken 1996 yılında üyelerin isteği üzerine,

***Düzenleme ve denetleme yetkilerini esnekleştiren borsalar rekabet güçlerini kaybedebilmektedirler.***

çıkarılan bir kanunla, kar amaçlı şirket haline dönüştürülmüştür.

Kurulan yeni şirkette hisseler üyelere bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Bir kişi veya kurumun ortaklıktaki payı %5 ile sınırlandırılmıştır. Limitin %15'e çıkarılması konusunda çalışmalar sürdürülmektedir.

Yönetim Kurulu'ndaki 9 üyeden, Yönetim Kurulu Başkanı da dahil olmak üzere 4'ü aracı kuruluşların temsilcileri arasından seçilmektedir. 4 bağımsız üye iş dünyasının önde gelen isimlerinden seçilmekte, Genel Müdür Yönetim Kurulu'nun doğal üyesidir.

1998 yılında halka açılmış ve kendinde kote olmuştur.

Şirketleşme aşamasında denetim ve düzenleme yetkileri kendisinde kalmıştır, fakat kendisinin halka arz prosedürü Avustralya Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından düzenlenmiş ve denetlenmiştir.

#### **Atina Borsası**

1876 yılında özerk nitelikli kamu kurumu olarak kurulan Atina Borsası, 1995 yılında sermayesinin tamamına devletin sahip olduğu bir anonim şirket haline getirilmiştir.

1997 yılında sermayenin %39,67'si mali kuruluşlara, tahsisli satış yöntemiyle, hisselerin nominal değeri üzerinden satılmıştır. 1998 yılında %12'lik bir pay daha tahsisli satış yöntemi ile mali kuruluşlara nominal değerden satılmış ve devletin payı %47,7'ye inmiştir.

2000 yılında Hellenic Exchanges SA adıyla bir holding kurulmuştur. Atina Borsası A.Ş. hisselerinin tamamı bu holdinge devredilmiş, Atina Borsası A.Ş. ortakları hisselerini Hellenic Exchanges SA hisseleri ile değiştirmişlerdir.

2000 yılı Ağustos ayında Atina

Borsası'nın sahibi olan Hellenic Exchanges SA halka açılmış ve Atina Borsası'na kote olmuştur. Hellenic Exchanges SA'nın %33'ü halen devletin elindedir.

Burada iki ayrı şirketin Yönetim Kurulu'ndan bahsetmek gerekmektedir. Atina Borsası A.Ş.'nin Yönetim Kurulu 11 üyeden oluşmaktadır. 5 üye Ekonomi Bakanlığı'ndan, 1 üye Merkez Bankası'ndan, 2 üye aracı kuruluşlardan, 1 üye Atina Sanayi ve Ticaret Odası'ndan, 1 üye kurumsal yatırımcılardan, 1 üye ise Atina Borsası çalışanlarından seçilmektedir. Yönetim Kurulu Başkanı Ekonomi Bakanlığı tarafından atanmaktadır.

Hellenic Exchanges SA'nın Yönetim Kurulu 9 üyeden oluşmaktadır. Ekonomi Bakanlığı Yönetim Kurulu Başkanı'nı belirlemekte, diğer üyeler Genel Kurul'da seçilmektedir.

Denetim ve Düzenleme yetkileri borsa bünyesinde bırakılmıştır.

#### **Deutsche Börse**

Frankfurt Borsası 1585 yılında döviz işlemlerinin başlaması ile üyeler tarafından kurulmuştur. 1808 yılında, gene borsa üyeleri tarafından kurulmuş olan Ticaret Odası çatısı altına alınmış ve kamu kurumu haline getirilmiştir. 1993 yılında ise kamu kurumu halinde iken Deutsche Börse AG'ye devredilmiştir. Deutsche Börse AG, Frankfurt Borsası'nın düzgün ve güvenli işlemesini sağlayacak bir garantör görevi görmektedir.

Deutsche Börse AG 1990 yılında, bankalar, aracı kurumlar, yerel borsalar, yabancı bankalar ve diğer finans kurumlarından oluşan 328 kurum ortaklığında kurulmuştur. Para, menkul kıymet, türev piyasaları işletmekte, takas hizmeti vermekte, veri satışı ve dağıtım yapmakta, elektronik işlem altyapıları

***Atina Borsası şirketleşmiş ve bir holding çatısı altına alınmıştır.***

***Frankfurt Borsası kamu kurumu iken özel şirket olan Deutsche Börse AG'ye devredilmiştir.***

**Londra Borsası, kar amacı gütmeyen şirket halinden kar amaçlı şirket haline dönüşmüştür.**

kurup geliştirmekte ve bilgi teknolojileri konusunda hizmetler vermektedir. Bu işlemleri ayrı şirketler veya bölümler vasıtası ile yaptığından bir holding şirketi gibi çalışmaktadır.

Deutsche Börse AG 2001 yılında ortaklarının kararı ile halka açılmış ve kendi bünyesindeki Frankfurt Hisse Senedi Borsasına kote olmuştur.

Deutsche Börse AG'nin ve Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası'nın yönetimi ayrıdır. Deutsche Börse AG'nin Yönetim Kurulu 21 kişiden oluşmakta, 14 üye ortaklar tarafından, 7 üye borsa çalışanları tarafından seçilmektedir.

Frankfurt Borsasının en üst karar organı Borsa Konseyi'dir. Borsa Konseyi en fazla 24 kişiden oluşabilmektedir. Bunlardan 11 üye kredi veren kurumlardan, 1 üye bağımsız yatırım şirketlerinden, 2 üye borsaya kote sigorta şirketlerinden, 1 üye 2.000'den az personele sahip borsaya kote şirketlerden, 3 üye diğer kote şirketlerden, 2 üye aracı kurumlardan, 2

üye diğer finansal hizmet veren kurumlardan, 2 üye yatırımcılardan seçilmektedir.

Konsey borsanın işleyişi, hizmet fiyatlandırması ve ikincil piyasa konusunda düzenlemeler yapmakta, borsa yönetimini belirlemektedir.

Konseyin haricinde kurulmuş olan Piyasa Gözetim Komitesi, Alman Federal Menkul Kıymet Denetim Kurulu, Eyalet Borsa Denetim Kurulu ve Frankfurt Borsası iç denetim ve gözetim bölümlerinin temsilcilerinden oluşmaktadır.

Komite, borsanın düzenlemelerinin uygulanmasını, borsa işlemlerini, insider trading benzeri piyasa bozucu hareketleri ve kamuyu aydınlatma ilkelerine uyumu

denetlemektedir.

### Londra Borsası

1986 yılında tamamı üyeler tarafından sahip olunan kar amacı gütmeyen bir şirket iken 2000 yılında Genel Kurul kararı ile kar amacı güden bir şirket haline gelmiştir. Ortaklık yapısı değişmemiş, ancak pay sahipliği %4,9 ile sınırlandırılmıştır.

2001 yılında halka açılan ve kendine kote olan Londra Borsası'nda halka arz öncesinde ortaklık sınırlamaları kaldırılmıştır.

12 kişiden oluşan Yönetim Kurulu ortaklar tarafından seçilmektedir.

Kar amaçlı şirket haline gelirken birincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkilerini Finansal Hizmetler Otoritesi'ne devretmiştir. İkincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkileri kendisinde kalmıştır.

### Hong Kong Borsası

1999 yılında Hong Kong Borsaları ve Takas A.Ş. adlı bir holding şirketi kurulmuş, 2000 yılında Hong Kong Hisse Senedi Borsası A.Ş., Hong Kong Türev Borsası A.Ş. ve Hong Kong Takas A.Ş. bu holding altında birleştirilmişlerdir. Eski şirketlerdeki ortakların hisseleri yeni kurulan holdingin hisseleri ile değiştirilmiştir.

2000 yılında halka arz edilip kendinde kote olmuştur. %5'in üzerindeki ortaklık payları Merkezi Düzenleyici'nin onayına tabidir.

Yönetim Kurulu, biri Genel Müdür olmak üzere 15 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun 7 üyesi ortaklar tarafından, 8 üyesi ise Finans Bakanlığı tarafından belirlenmektedir.

Denetleme yetkilerinin bir kısmı Merkezi Düzenleyici ile paylaşılmıştır. Borsa üyelerinin sermaye yeterliliği, altyapı yeterliliği kontrolleri Merkezi Düzenleyici

### Şirketleşme Çalışmaları Biten Borsalar

Borsalar	Yıl
Stockholm Borsası	1993
Helsinki Borsası	1995
Kopenhag Borsası	1996
Amsterdam Borsası	1997
İtalya Borsası	1997
Avustralya Borsası	1998
Atina Borsası	1999
İzlanda Borsası	1999
LIFFE	1999
SIMEX	1999
Singapur Borsası	1999
Chicago Ticaret Borsası	2000
Euronext	2000
Londra Borsası	2000
NASDAQ	2000
New York Ticaret Borsası	2000
Sydney Türev Borsası	2000
Toronto Borsası	2000
Deutsche Börse	2001
Oslo Borsası	2001

tarafından yapılırken, borsa, üyelerinin işlem kurallarına uygunluğunu denetlemektedir.

Merkezi Düzenleyici halka açık bir şirket olarak Hong Kong Borsası'ni denetlemenin yanısıra borsanın bazı hizmetlerinin fiyatlarının belirlenmesinde de onay yetkisine sahiptir.

### Singapur Borsası

1999 yılında üyeler tarafından sahip olunan Singapur Hisse Senedi Borsası ile Singapur Para Borsası birleştirilmiş, Singapur Borsası A.Ş. kurulmuştur.

Yeni şirketin hisse senetleri, birleşen iki borsanın üyelerine bedelsiz olarak dağıtılmıştır. %5'i aşan ortaklık payları Merkezi Düzenleyici Otorite'nin onayına tabidir.

Yönetim Kurulu'ndaki 11 üyenin 2'si, Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür, hissedarlar tarafından seçilip Merkezi Düzenleyici Otorite'nin onayına sunulmaktadır. Kalan 9 üye bağımsız Yönetim Kurulu üyeleridir. Bu 9 üyenin 6'sı aracı kuruluş kökenlidir.

2000 yılında halka açılmış ve kendisinde kote olmuştur.

Denetim ve düzenleme yetkileri borsada bırakılmış, kendisinin halka arzına ve kotasyonuna ilişkin düzenlemeler Merkezi Düzenleyici Otorite tarafından yapılmıştır.

### Stockholm Borsası

Stockholm Borsası 1876 yılında kurulmuş ve 1993 yılında kar amaçlı şirket haline gelmiştir. Yeni şirketin hisse senetlerinin yarısı üyelere, yarısı borsada işlem gören şirketlere satılmıştır. Bir yıl boyunca hisselerin satılamayacağı kuralı konulmuştur. Bir yılın ardından hisse sahipliği konusunda bir kısıtlama getirilmemiştir. Aynı zamanda, 1993 yılında çıkarılan bir kanunla Stockholm Borsası'nın hisse senedi borsası olarak

tekel özelliği kaldırılmış ve özel borsalar kurulmasına izin verilmiştir.

Bu arada Stockholm Borsası'ndan bağımsız olarak, opsiyon borsası işletmek ve takas hizmeti vermek üzere 1985 yılında kurulan OM Gruppen AB isimli bir özel şirket, Stockholm Borsası'nın hisse senetlerini toplamaya başlamış ve 1998 yılında Stockholm Borsası'nın tamamına sahip olmuştur.

1998 yılında Stockholm Borsası ve OM Grubu'nun türev piyasaları, OM Stockholmsbörsen AB adında bir şirket altında birleştirilmiş, yeni şirketin sahibi ise OM Gruppen AB olmuştur.

Holding yapısında olan ana şirket OM Gruppen AB, sahibi olduğu Stockholm Borsası'nda işlem görmektedir.

1998 yılındaki birleşme ile İsveç Finans Denetim Kurulu borsaların denetimi konusundaki yetkilerini artırmıştır. Borsalar kendilerinde kote olamamaktadır. Fakat, borsaya sahip olan şirketlerin kote olmasına engel bulunmamaktadır. 1998 yılında çıkarılan bir kanunla, borsalarda %10'un üzerindeki hisse senedi sahipliği Finans Denetim Kurulu'nun onayına tabi hale getirilmiştir.

### Toronto Borsası

Tamamı üyelere ait kar amacı gütmeyen bir kurum olan Toronto Borsası 1999 yılında üyelerinin aldığı bir kararla anonim şirket statüsüne geçmiştir. Çıkarılan bir kanunla yeni şirket yetkili borsa olarak tanınmıştır.

Üyelere yeni şirketteki hisse senetleri bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Hisse senedi sahipliği %5 ile sınırlandırılmıştır. %5'in üzerindeki ortaklık payları için Ontario Menkul Kıymetler Komisyonu'nun onayı gerekmektedir.

***Stockholm Borsası bir holding tarafından satın alınmıştır.***

Halka Açık Borsalar	Yıl
OM Grubu	1987
Avustralya Borsası	1998
Hong Kong Borsası	2000
Hellenic Exchanges	2000
Singapur Borsası	2000
Deutsche Börse	2001
Oslo Borsası	2001
Instinet	2001
Euronext	2001
Londra Borsası	2001



**Toronto Borsası düzenleme ve denetim yetkilerini iştirakine devretmiştir.**

**İkincisi yapılan Lisanslama Sınavlarının sonuçları açıklandı.**

Yönetim Kurulu 18 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nun en az yarısının bağımsız kişilerden veya kurum temsilcilerinden olması zorunludur.

Toronto Borsası ve Yatırım Aracıları Birliği ortak olarak, kar amacı gütmeyen ayrı bir şirket kurmuş, düzenleme ve denetim yetkileri bu şirkete devredilmiştir.

## Lisanslama & Sicil Tutma

### Lisanslama sınav sonuçları açıklandı

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilki 28-29 Eylül 2002 tarihlerinde yapılan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Lisanslama sınavlarının ikincisi 18-19 Ocak 2003 tarihlerinde düzenlenmiş ve sonuçları açıklanmıştır. Sınava katılan 6.970 adaydan 1.053'ü başarılı olup lisans almaya hak kazanmıştır. İlk sınava göre başarı ortalaması önemli ölçüde artmıştır.

Adaylar sınav sonuçlarını <http://www.spk.gov.tr> adresindeki internet sitesinden T.C. Kimlik No.'larını girerek

öğrenebilmektedirler.

Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve eğitimlerimizden gelen değerlendirmeler doğrultusunda Birliğimizin internet sitesinde yer alan ve Lisanslama sınavlarına kaynakça teşkil eden Temel, İleri Düzey ve Türev Araçlar eğitim kılavuzlarında üçüncü sınava yönelik güncellemeler Mart ayı sonuna kadar tamamlanmış olacaktır.

### Lisanslama ve sicil tutma altyapısı tamamlandı

Lisanslama ve Sicil Tutma Faaliyetleri çerçevesinde hazırlanan yazılım programının tüm altyapı ve kurulum çalışmaları tamamlanmıştır. 7-8 Ocak 2003 tarihlerinde lisanslama ve sicil tutma faaliyetlerinde sistemin etkin bir şekilde işleminde önemli rol alacak olan insan kaynakları yöneticilerine yönelik tanıtım ve bilgilendirme toplantıları düzenlenmiştir.

### Yeni eğitim programımız açıklanacak

Ocak ayında sadece İleri Düzey Lisanslama sınavının 4 modülüne yönelik eğitimler gerçekleştirdik. Bu eğitimlere 34 kurumdan toplam 151 çalışan katıldı.

Lisanslama eğitimlerimiz; yeni dönemde sınav sonuçlarına dayanarak, ağırlıklı olarak başarı oranının düşük olduğu modüllerde yapılmaya devam edilecektir. Sınav sorularının ağırlığı analiz edilerek, gerekli eğitimler revize edilecek ve önümüzdeki günlerde üyelerimize duyurulacaktır.

### Kısa Kısa...

#### Asgari özsermaye tutarları belirlendi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10 Ocak 2003 tarih ve 59 sayılı kararıyla, aracı

Lisanslama Sınavları Başarı İstatistikleri			
	Sınava Giren Aday Sayısı	Başarılı Olan Aday Sayısı	Başarı Oranı
<b>Temel Düzey</b>			
Birinci Sınav	3.897	41	1,05%
İkinci Sınav	4.467	474	10,61%
<b>İleri Düzey</b>			
Birinci Sınav	1.828	51	2,79%
İkinci Sınav	2.037	412	20,23%
<b>Takas ve Operasyon</b>			
Birinci Sınav	441	134	30,39%
İkinci Sınav	318	127	39,94%
<b>Türev Araçlar</b>			
Birinci Sınav	56	4	7,14%
İkinci Sınav	46	13	28,26%
<b>Değerleme Uzmanlığı</b>			
Birinci Sınav	108	6	5,56%
İkinci Sınav	102	27	26,47%
<b>Genel Toplam</b>			
Birinci Sınav	6.330	236	3,73%
İkinci Sınav	6.970	1.053	15,11%

Kaynak: SPK



kurumların sahip oldukları yetki belgelerine göre sağlayacakları asgari özsermaye tutarları 2003 yılı için aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde belirlenmiştir.

<b>Asgari Özsermaye Tutarları (Milyar TL)</b>	<b>Yetki Belgesi</b>	
	<b>2002 Yılı</b>	<b>2003 Yılı</b>
Alım Satım Aracılığı	535	600
Halka Arza Aracılık	269	301
Repo-Ters Repo	269	301
Portföy Yöneticiliği	214	240
Yatırım Danışmanlığı	55	62
<b>Toplam</b>	<b>1.342</b>	<b>1.504</b>

Aracı kurumların 2003 yılı için belirlenen yeni özsermaye tutarını 30 Haziran 2003 tarihine kadar, %25'inin ödenmiş veya çıkarılmış sermaye olacak biçimde, sağlamaları gerekmektedir.

### **Komisyon oranlarında mevcut uygulama geçerli**

Birlik Yönetim Kurulu'nca, Birlik üyelerinin ağırlıklı görüşü doğrultusunda, hisse senedi alım-satım aracılık işlemlerindeki asgari komisyon oranı uygulamasının 2 Ocak 2003 tarihinden itibaren sona erdirilmesi yönünde Sermaye Piyasası Kurulu'na sunulan öneriyi değerlendiren Kurul, konuya ilişkin 17 Ocak 2003 tarih ve 4 sayılı kararı ile,

1. Komisyon oranı uygulamasının 30 Haziran 2003 tarihine kadar mevcut haliyle devam ettirilmesini,
  2. Birliğimizce; uygulamanın başladığı tarihten 30 Haziran 2003 tarihine kadar geçen döneme ilişkin piyasadaki uygulamalar, gelişmeler ve sonuçlarının değerlendirildiği bir rapor hazırlanarak Kurul'a iletilmesini,
  3. Komisyon oranlarının serbest bırakılmasına ilişkin Birlik önerisinin belirtilen tarihte Kurul'ca yeniden değerlendirilmesini,
- kararlaştırmıştır.

### **Müşteri hesap numarası kullanımı zorunlu olacak**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06 Ocak 2003 tarihli toplantısında alınan karar uyarınca, İMKB Hisse Senetleri Piyasasına iletilecek emirlerde, müşteri hesap numaralarının kullanılabilmesi için, 3 Mart 2003 tarihine kadar, aracı kurum müşteri hesap numaraları ile Takasbank A.Ş. nezdindeki müşteri alt hesap numaraları arasındaki farklılıkların giderilmesi ve mevcut müşterilerden Takasbank A.Ş. nezdinde alt hesabı bulunmayanlara alt hesap açılması zorunluluğu getirilmiştir.

### **Portföy yönetimine ilişkin iki tebliğ yayınladı**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun,

1. Portföy yöneticiliği faaliyeti ile bu faaliyeti yerine getirecek olan şirketlerin kuruluş ve yetkilendirilmesi ile bu faaliyette bulunacak aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankaların yetkilendirilmelerine ilişkin esasları düzenleyen Seri:V, No:59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile,

2. Bireysel ve kurumsal yatırımcılara ait portföylerin, kamuya ilan edilerek veya yatırımcıya birebir sunulmak üzere ilan edilmeksizin performanslarının sunum esasları ile performans dayalı ücretlendirme ve sıralama faaliyetlerine ilişkin esasları belirleyen Seri:V, No:60 sayılı "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"

21.01.2003 tarih ve 25000 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

# TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

## Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Büyükdere Caddesi No:173  
1. Levent Plaza A Blok Kat:4  
1. Levent 80620 İstanbul

Tel.: 212-280 85 67  
Fax: 212-280 85 89

Web: www.tspakb.org.tr  
Email: tspakb@tspakb.org.tr

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 121 aracı kurum ve 47 banka olmak üzere toplam 168 üyesi vardır.

### Birliğin Misyonu

Sermaye piyasamızın geliştirilmesi ve ülke ekonomisine katkı ana hedefi doğrultusunda; tüm çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan, saygın bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak

### Birliğin Amaçları

- ✓ Sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini,
- ✓ Birlik üyelerinin dayanışma, gerekli özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını,
- ✓ Haksız rekabetin önlenmesini,
- ✓ Mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamaktır.

### Borsa Dışı İşlemler

Borsa dışı işlemlerin başladığı 19 Ağustos 2002 tarihinden 28 Ocak 2003 tarihine kadar toplam işlem hacmi 101 milyar TL olmuştur.

26 Aralık 2002 - 28 Ocak 2003 döneminde ise 6 hisse senedinde işlem yapılmıştır. Aylık işlem hacmi

8,8 milyar TL olurken bunun 6,8 milyar TL'si Boyasan hisselerinde gerçekleşmiştir.

En çok emir girilen ilk 3 hisse EGS Holding, Medya Holding ve Sabah Yayıncılık'tır. Bu hisselerdeki emir sayısı toplam emirlerin %66'sına denk gelmektedir.

### www.tspakb.org.tr

Ocak ayı içinde Birliğimizin internet sitesi 11.731 kez ziyaret edilmiştir. Günlük ortalama ziyaret sayısı 405 olarak gerçekleşmiştir.

Toplam gezilen sayfa sayısı 16.988 olmuştur. Sitemizin Lisanslama ve Eğitim sayfaları toplam sayfa görüntülenmesi içinde %63 oranla ilk sırayı almıştır. %9 oranla Veri Bankası sayfaları ikinci sırayı alırken, %8 oranla Yayın ve Raporlar sayfaları üçüncü sırada yer almıştır.

### Borsa Dışı İşlemler (26.12.2002 - 28.01.2003)

	En Düşük Fiyat	En Yüksek Fiyat	Ortalama Fiyat	Toplam Lot	Hacim (mn. TL)
Boyasan	1.000	1.100	1.047	6.548	6.858
Tümteks	450	500	497	2.075	1.031
EGS Holding	70	90	73	9.170	666
Sabah Yayıncılık	400	700	590	272	160
Sifaş	600	600	600	100	60
Nergis Holding	1.750	2.000	1.797	10	18

Kaynak: TSPAKB

Bu bülten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu bültende yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu bültende yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

Basım Yeri: Printcenter Tel: (212) 282 41 90 Faks: (212) 280 96 04