

## DÜNYA SERMAYE PİYASALARINDA YENİ DÜZEN: BORSALARIN GELECEĞİ

Nazlı Gamze SANSAR\*

### ÖZ

Son yıllarda, küresel rekabetin hızla artması ile sermaye piyasaları sürekli bir değişim halindedir. Borsalar kar amacı gütmeyen geleneksel yapılarından uzaklaşıp kâr amaçlı şirketler haline gelmiş; birçok platformlarda halka arz edilmiş, diğer yandan birleşmeler ve şirket alımları yoluyla diğer borsalar ve şirketlerle konsolide hale gelmiştir. Başka bir deyişle, borsalar yoğun bir rekabet ortamına dahil olmuş ve bu rekabetçi ortamla mücadele edebilmek için kendilerini yenilemeye başlamıştır. Bu çalışmada, uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmelerin ve borsaların gelecek yapılarının nasıl olacağı ele alınması amaçlanmaktadır.

**Anahtar kelimeler:** sermaye piyasaları, borsalar, alternatif işlem platformları, Çok Taraflı İşlem Sistemi, Elektronik İletişim Ağları, Karanlık Havuzlar

### NEW ORDER IN GLOBAL CAPITAL MARKETS: FUTURE OF SECURITIES

### MARKETS

### ABSTRACT

In recent years, due to higher level of competition, global capital markets are in constant change. Exchanges begin to reinstate themselves in order to cope with the competitive environment, facing demutualization and self-listing in addition to mergers and acquisitions as a result of this intense competition. In the article, current developments in the international capital markets and their future identities will be examined.

**Keywords:** capital markets, stock exchanges, alternative trading systems (ATS), Multilateral trading facility (MTF), Electronic Communication Network (ECN), Dark Pools

---

\* Yrd. Doç., Beykent Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası Ticaret Bölümü (İngilizce), nazligamzesansar@gmail.com

## **GİRİŞ**

Küreselleşen piyasaların ve teknolojik gelişmelerin bir sonucu olarak dünya sermaye piyasalarında 1990'lı yıllarda öncelikle “şirketleşme” akımı başlamıştır. Bu akım sonucu, kar amacı güden şirketlere dönüşen borsalar, birleşme ve satın-almalar sonucu daha da büyümeye devam etmiş, bu büyüme de kendi coğrafyaları ile sınırlı kalmamıştır. Ayrıca ilerleyen teknoloji ile yatırımcıların dünyadaki bütün piyasalara günün her saatinde erişim sağlayabilmesi sonucu yoğun rekabet ortamının artması, borsalar için işlem maliyetlerinin önemini daha da arttırmıştır. Söz konusu gelişmelerin borsalar açısından anlamı ise, yeni işlem platformlarının ortaya çıkışı ve böylelikle pastadan aldıkları payın azalması ile gelirlerinin azalması olmuştur. Bu nedenle borsalar için ağırlaşan rekabet şartları giderek artan boyutlarda teknoloji yatırımı yapma gereksinimini ortaya çıkartmıştır. Borsaların da değişen söz konusu faktörlere uyum sağlayabilmesi için yapısal bir dönüşüm geçirmeleri mecbur hal almış, bütün bu gelişmeler sonucunda küresel finans piyasalarında yeni iş modelleri ortaya çıkmıştır.

### **1. Artan Rekabet Sonucu Çıkan Yeni İş Modelleri**

Sermaye piyasalarında son zamanlarda gerçekleşen birçok yapısal değişikliğin habercisi, ilk olarak 1993 yılında Stockholm Borsasının şirketleşme süreci olmuştur. Amerika, Avrupa ve Asya ülkelerinde de neredeyse tüm borsalar 1990'lı yılların başından itibaren aynı değişim sürecini izlemiş, Güney Amerika ve Orta Doğu gibi bölgelerdeki borsalar da daha sonraları şirketleşme sürecine ilgi göstermeye başlamıştır.

Amerika ve Avrupa'da sermaye piyasalarının alt yapısında yaşanan bu köklü değişiklik Türkiye'de ise biraz daha geç gerçekleşmiştir. 1984 yılında kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), 2013 yılında değişen sermaye piyasası kanunu ile gerekli hukuki altyapıya kavuşarak, şirketleşme sürecini tamamlamış ve Borsa İstanbul adı ile faaliyet göstermeye başlamıştır. Daha sonra Borsa İstanbul, Türkiye'de yer alan diğer iki borsa olan İstanbul Altın Borsası (İAB) ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOBAŞ) ile birleşmelerini tamamlayarak, 2017 yılının ikinci çeyreğinde halka arzı hedefleri arasına koymuştur.

Borsaların şirketleşme süreci sonrasında kendi piyasalarında halka arz edilerek, kendinde kote

şirket olması, işletme modellerinde çok önemli değişikliğe yol açmıştır. Bu durum, halka arz olan borsalardaki çoğunluk hisselerin kurucu üye şirketlerin elinde kalmasına rağmen (Steil, 2002) borsaların giderek daha fazla baskı yapan hissedarlar ile karşı karşıya kalmaya başlamalarına sebep olmuştur. Ayrıca, Borsaların şirketleşme ve kendinde kote olma süreci ile birlikte düzenleyici otoriteler de bir takım çıkar çatışmalarının çözülmesi için bazı düzenlemeleri gözden geçirmiş, denetimlerini yoğunlaştırmış ve çok sayıda tedbir uygulamaya koymuştur. Örneğin, ABD’de sermaye piyasası düzenleyici kurumu olan SEC (Securities Exchange Commission), bazı yönetim gerekliliklerinin karşıladığından emin olmak ve borsaların düzenleyici fonksiyonlarının bağımsız olup olmadığını tespit etmek amacıyla, tüm şirketleşme süreçlerini incelemeye almıştır. Bu gibi tedbirlerin yeterli olmadığını savunanlar ise halka açık borsalar için zorunlu çifte kotasyon gibi daha güçlü önerilerde bulunmaktadır. (Fleckner, 2006, 2550-2555) Bu önerinin altında yatan gerekçe; çifte kotasyonun borsaların kendi düzenleyici fonksiyonlarının dış denetime tabii tutulmasını sağlaması ve böylece borsaların kendilerine uyguladıkları düzenleyici standartlar üzerinde ekstra kontrol ve dengeleme mekanizmaları oluşturulmasıdır.

Borsalar arasındaki rekabet yeni bir durum olmamakla birlikte, alım-satım, kotasyon ve takas gibi çeşitli borsa aktiviteleri alanlarındaki rekabet son yıllarda büyük artış göstermiştir. Borsaların şirketleşmesi ve halka açılmasının yarattığı belirgin etkinin yanı sıra bilişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler ve yenilikçi finansal araçların oluşturulması da borsalardaki rekabetin artmasına yol açan temel faktörler arasındadır. Sonuç olarak, borsalar rekabetçi piyasalarda belirli hizmetleri sunan kurumlar olarak benimsenirken; söz konusu hizmetler dâhilinde alım-satım yer alırken; takas ve diğer faaliyetler bu hizmetler kapsamına dâhil edilebilmekte veya edilmeyebilmektedir. (Bagheri, 2004)

Ayrıca, rekabetin kapsamı ulusal düzeyden uluslararası düzeye genişlemiştir. Örneğin, daha önce New York Borsası (NYSE) ve NASDAQ gibi borsalar yurt içinde birbirleri arasında rekabet yaşarken, günümüzde rekabet uluslararası finansal piyasalarda faaliyet gösteren büyük konsolide gruplar arasında yaşanmaktadır. Tarihsel olarak; borsaların odak noktası farklı ulusal borsalar arasında kotasyon açısından rekabet yaratarak yerli ihraççıları çekmek olmuş, günümüzde ise bu durum, yabancı şirketler de dâhil olmak üzere büyük uluslararası şirketlerin çekilmesi olarak değişiklik göstermiştir.

*Dünya Sermaye Piyasalarında Yeni Düzen: Borsaların Geleceği*  
*Nazlı Gamze Sansar*

Bu bağlamda borsaların faaliyet temelleri de farklılaşmış, hem yerli hem de yabancı şirketlerin borsalarda kote olması için borsalar arasındaki rekabet yoğunlaşmıştır.

Borsalar arasındaki söz konusu rekabet, sermaye piyasalarının işleyişi ile ilgili çelişkili sonuçlar yol açabilmektedir. (Di Noia, 2001) Bir yandan, artan piyasalar arası rekabet sayesinde likidite daha fazla artarken (Bagheri ve Nakajima, 2004), diğer yandan likit olmayan piyasalar dalgalanma dönemlerinde daha az esneklik sergileme eğiliminde olduğundan; söz konusu rekabet alım-satımların bölünmesine yol açtığı ölçüde, piyasanın şeffaflığı ve borsaların finansal istikrarı açısından endişelere neden olabilmektedir. Bu bağlamda, geçmişte yaşanan örnekler de katı düzenlemeler benimseyen ve bu düzenlemelerin sıkı bir şekilde uygulanmasını yapan borsaların rekabet dezavantajına maruz kaldığını göstermiştir. Örneğin, daha esnek kotasyon kriterlerin benimsemesi nedeniyle 1990 yılında New York Borsası'nın Londra Borsası karşısında rekabet avantajı kazandığı iddia edilmektedir. (Bloomfield ve O'Hara, 2000, 425-459) Geçmişte yaşanan bu gibi örnekler ve borsalar arasında hızla artan rekabet ortamı sonucunda, borsaların katı standartların oluşturulması ve sürdürülmesi girişimleri zaman içerisinde ya zayıflamış ya da kotasyon kurallarından tümüyle vazgeçilmiştir.

Borsaların birleşmeleri ise uzun yıllardır devam eden bir durumdur. Yüksek olan işlem maliyetlerinin düşürülme çabası, dinamik bir yapıya sahip olan sermaye piyasalarında yeni yatırımcılara ulaşabilme çabası, yatırımcıların buldukları lokasyondan bağımsız olarak uluslararası menkul kıymetlerin alım satımlarını yapabilmeleri, borsalarda yaşanan stratejik ortaklıklar ve birleşmelerin en önemli nedenleri arasındadır. (TSPAKB, 2008, 8) Örneğin, 1935 yılında ABD'de 25 borsa varken; günümüzde bu borsalar NYSE ve NASDAQ çatısı altında birleşmiştir. Aynı eğilim Avrupa'da da görülmektedir. Örneğin, Fransa'da alım-satımlar Paris Borsası'na kaymıştır, (Bagheri ve Nakajima, 2004) ancak borsaların halka açık şirketlere dönüşmesi yeni bir birleşmeler ve satın almalar dalgası açığa çıkarmış ve bu sürece güçlü bir sınır ötesi boyut eklenmiştir. NYSE ve Euronext'in 2006 yılında birleşmesi, Nasdaq'ın OMX borsasını satın alması ve Bourse Dubai'nin 2007 yılında Nasdaq'a yatırım yapması, Katar'ın Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki yatırımı, Londra Borsası'nın 2007 yılında Borsa Italiana ile birleşmesi, 2013 yılında Intercontinental Exchange'in NYSE Euronext'i satın alması bu piyasadaki köklü yapılanmaya ilişkin yalnızca birkaç örnektir. Sermaye piyasalarında yaşanan söz konusu birleşmeler özellikle kuzey Amerika ve Avrupa'da halen devam ediyor gibi görünmektedir. Bu

durum ise özellikle sürecin rekabet üzerindeki potansiyel etkileri nedeniyle endişe yaratmaktadır. (Kokkoris ve Olivares-Caminal, 2008)

Geçmişte, borsaların ulusal seviyede işbirliği içinde olması ve borsa birleşmeleri, son zamanlarda görülen uluslararası birleşmeler ve satın almaları da bir ölçüde kolaylaştırmıştır. Bazı ülkelerdeki borsalar, bir araya gelerek “endüstri şampiyonlarını” oluşturmuşlar ve daha sonra bu oluşumlar da uluslararası şirketlerce satın alınmıştır. Buna paralel olarak, yükselen piyasalardaki borsalarının şirketleşmesi önemli ölçüde artış göstermiş ve böylece bu borsalar sınır ötesi birleşmeler ve satın almalarda hem satın alan şirketler hem de hedef şirketler olarak etkin rol almalarını sağlamıştır. Bazı diğer borsalar da sınır ötesi birleşmelere dâhil olmak yerine, mutabakat zabıtları yoluyla resmileştirdikleri stratejik ortaklıklar kurmuş, böylelikle mevcut konumlarını sağlamlaştırmayı amaçlamıştır. Bu tür anlaşmalardaki temel amaç maliyetlerin azaltılması, likiditenin artırılması ve yeni ürün ve hizmetler geliştirilmesidir.

Borsa birleşmeleri, özellikle uluslararası düzeyde olduğunda, düzenleyici fonksiyonların uygulanmasına yönelik önemli sorunlar doğurmaktadır. Prensipite, sınır ötesi birleşmelerin, en basit anlamıyla, hukuki veya düzenleyici uygulamalar açısından farklı piyasalar için tek bir operatör oluşturulmasını ifade ettiği savunulabilir. Ancak, denetlemek zorunda oldukları ihraççılardan farklı bir yargı sisteminde yer alan borsalarının denetimindeki hukuki temellere ilişkin çok sayıda soru işareti oluşmaktadır. Diğer yandan, sınır ötesi hukuk sistemlerinde bulunan borsalarda (Örneğin NYSE ve Euronext) kote olmuş şirketler arasında yönetim standartları bakımından muhtemel zoraki bir uyumlaştırma yapılmasına yönelik de endişeler ortaya çıkmaktadır. Borsalar arası stratejik ortaklıkların çoğunlukla bir takım işbirliği alanları ile sınırlı olmasından dolayı, borsalar arası birleşmelerde yaşanan düzenleyici sorunlar kadar çok soruna yol açmamaktadır. Ancak, söz konusu ortaklıklar çifte kotasyon çekmeyi amaçlayan anlaşmaları da barındırıyorsa, bir önceki cümle geçerliliğini yitirebilmektedir. Bu tür stratejik ortaklıklar, ortaklık kurulan borsanın hukuk sistemindeki düzenleyici rejimin yeterliliğine ilişkin karşılıklılık esası gerektirmektedir.

## **2. Sermaye Piyasalarında Yeni Rakiplerin Doğuşu**

Borsalar kuruluşlarından bu yana tezgahüstü piyasalar ve aracı kurumlar tarafından emirlerin içselleştirilmesi gibi borsa dışı işlem platformlarından kaynaklanan rekabet ile karşı karşıyadır. Son zamanlarda ise, şirketleşme trendi ve teknolojik yenilikler söz konusu rekabetçi ortamı daha da güçlendirmiştir. 1990'lı yılların ortalarından itibaren, Alternatif İşlem Platformları (ATS) öne çıkmaya başlamıştır.

Alternatif İşlem Platformları borsa olarak denetlenilmeksizin, alım ve satım çıkarlarını, sistem içerisinde ve sistem operatörü tarafından belirlenen kurallara göre, gayri kabili rücu bir sözleşme oluşturacak veya doğuracak şekilde bir araya getiren otomatik bir sistem olarak faaliyet gösteren bir varlık olarak tanımlanmaktadır. Alternatif İşlem Platformları bülten tahtaları, çaprazlama (crossing) sistemleri, ayrıca fiyat güdümlü, emir güdümlü veya “hit-and-take” işlem gerçekleştirme sistemleri gibi çeşitli platformlar içermektedir.

Amerikan sermaye piyasası kurulu SEC tarafından 1998 yılında alana kazandırılan “Elektronik İletişim Ağları” terimi ise, yatırımcılar tarafından verilen alım ve satım emirlerinin doğrudan bir emir defteri üzerinde açık arttırma çağrısında bulunarak ya da sürekli müzayede alım-satımlar yoluyla karşılandığı emir güdümlü sistemleri ifade etmektedir. Elektronik İletişim Ağlarında işlem gerçekleştirmek için, üyeler (kurumsal yatırımcılar, üye temsilciler ve piyasa yapıcıları) doğrudan alım satım yapabilmektedir. Kısa sürede, Elektronik İletişim Ağlarının işlemlerini borsalar kadar etkin bir şekilde yürütebildiği ortaya çıkmış; (McAndrews ve Stefanadis, 2000, 12) kısa bir sürede bazı finansal enstrümanların işlem hacminin önemli bir kısmını da ele geçirmeye başlamışlardır.

Alternatif İşlem Platformlarının ABD'deki yükselişi sermaye piyasalarında yaşanan bazı gelişmeler ile kolaylaşmıştır. ABD'de Alternatif İşlem Platformları, kayıt işlemlerinden muaf ancak bazı özel koşullara tabi borsalar olarak görülmektedir. Ayrıca, bir Alternatif İşlem Platformu piyasa payı elde ettiğinde; SEC borsa olarak kayıt yaptırmasını isteyebilmektedir. Bununla birlikte, 1996 yılında, SEC tüm emirlerin eşit ve etkin bir şekilde muamele görmesini sağlamak amacıyla NASDAQ'tan elektronik iletişim ağı piyasalarına erişim verme kararı almıştır. Aynı zamanda, emir görüntüleme ve fiyat teklifi kurallarının benimsenmesi, bu ağların da fiyat tekliflerini NASDAQ piyasasına göndermelerini zorunlu kılmış ve böylece Elektronik İletişim Ağlarının gizliliğine etkin biçimde son vermiştir. (McAndrews ve

Stefanadis, 2000, 12)

Hem düzenleme alanındaki hem de diğer gelişmeler ışığında, diğer bazı ülkeler bu tarz işlem ağlarının artışından ya çok daha sonraları haberdar olmuş, ya da hiç haberdar olmamıştır. Elektronik emir defterlerinin ve alım-satım sistemlerinin 1990'lı yıllarda kullanılmaya başlandığı Avrupa'da, Elektronik İletişim Ağları benzeri işlem platformlarına kısa bir süre ilgi gösterilmiştir. Japonya veya Avustralya'da ise, Elektronik İletişim Ağlarının kullanımı ya sınırlı olmuştur ya da bu tarz platformlar hiç kullanılmamıştır.

Elektronik İletişim Ağları Avrupa'da aynı hızla yaygınlaşmamış olsa da; Finansal Enstrümanlarda Piyasalar Rehberinin (Markets for Financial Services Directive (MiFID)) 2007 yılının Kasım ayında kabul edilmesi, Çok Taraflı İşlem Sistemlerinin (Multilateral trading facility, MTF) tüm kıtada hızla yayılmasını tetiklemiştir. Genel anlamda, Çok Taraflı İşlem Sistemi, finansal enstrümanların alım-satımı ile ilgilenen birden fazla tarafı (bireysel yatırımcılar veya diğer yatırım firmaları) bir araya getiren bir sistemi ifade etmektedir. Çok Taraflı İşlem Sistemleri, düzenlenmiş bir piyasanın operatörü veya bir yatırım firması tarafından MiFID düzenlemelerine göre işletilen çaprazlama ağlar (crossing network) veya eşleşen arama motorları olabilir. Avrupa'da bir Çok Taraflı İşlem Sistemi işletebilmek için sermaye piyasası denetleme kurumu tarafından verilen bir lisans sahibi olmak gerekmektedir. Dünyaca ünlü Chi-X ve Turquoise, Çok Taraflı İşlem Sistemi platformlarına örnektir. Direktif, geleneksel borsalar ile borsa dışı platformlar arasındaki rekabeti destekleyerek Çok Taraflı İşlem Sistemi platformlarının Avrupa'da hızla gelişmesini tetiklemiştir; bu durum üye temsilcilerin işlem maliyetlerini minimuma indirmeyi amaçlayan Elektronik İletişim Ağlarının ABD'deki gelişimleri ile benzerlik göstermektedir. Gerçekten de, Direktifin kabul edilmesinin ardından Avrupa'da hızla Chi-X, Turquoise, Equiduct, vb. gibi Çok Taraflı İşlem Sistemi oluşumları görülmüştür. (Boskovic, Cerruti ve Noel, 2009)

Daha az sayıda personeli olması ve daha düşük işletme maliyetleri ile Çok Taraflı İşlem Sistemi ve Elektronik İletişim Ağları maliyetlerini giderek azaltarak, borsalar karşısında doğal bir rekabet avantajına sahip olmaktadır. Bu rekabet sonucu, borsalar tarafından kotasyon ve işlem ücretlerinin

*Dünya Sermaye Piyasalarında Yeni Düzen: Borsaların Geleceği*  
*Nazlı Gamze Sansar*

düşürülmesi oldukça geniş kapsamlı olmuş; hatta veri sağlayıcılara uygulanan ücretler gibi diğer ücret türleri de bu kapsama dahil edilmiştir.

Bu platformların diğer bir avantajı da işlemlerin daha hızlı gerçekleştirilmesidir; sunulan bu avantaj ise özellikle algoritmik alım-satım yapan yatırımcıların yeni platformlara ilgi göstermesini sağlamıştır. Çok Taraflı İşlem Sistemi ve Elektronik İletişim Ağlarının bu avantajları geleneksel borsaların fiyatlandırma yapılarını yeniden düzenlemelerini ve bazı durumlarda benzer hizmetler sunmak zorunda kalmalarını beraberinde getirmiştir.

Nispeten daha şeffaf olan Çok Taraflı İşlem Sistemleri ve Elektronik İletişim Ağlarının yükselişine paralel olarak, yatırım bankaları “karanlık havuz” (dark pool) olarak adlandırılan likidite havuzlarına katılmıştır. Yatırımcı temsilcileri, borsa süreçlerine maruz kalmamak için uzun bir süre emirlerini içselleştirmiş olsalar da; koordineli karanlık havuzların oluşturulması bu yönde atılan bir sonraki adım niteliğindedir. Karanlık havuzların oluşturulması gerçekten önemli bir adımdır – 2010 yılında tüm dünyadaki karanlık havuzların günlük cirolarının 1,35 milyara ulaştığı belirtilmektedir. (Johnson, 2006, 76)

Karanlık havuzlar büyük meblağlı alım-satım işlemleri anonimite esasına göre katılımcıların açık emir defterlerinde görüntülenmeyen, likidite sağlayan kapalı çaprazlama ağlardır. Karanlık havuzlarda gerçekleştirilen işlemler hem fiyat hem de katılımcının kimliği bakımından gizli olarak yapılmaktadır; bu özellik kendilerini açık piyasaya ifşa etmeden büyük alım-satımlar gerçekleştirmek isteyen kurumsal yatırımcılar için oldukça caziptir. Farklı karanlık havuz türleri arasındaki ayrımın bilinmesinde fayda vardır. Burada temel farklılık, bazı karanlık havuzların kendi iş modellerinin bir parçası olarak fiyat tekliflerini görüntülerken; bazılarının fiyat tekliflerini görüntülememesidir. İşlem otomatik olarak gerçekleşebileceği gibi görüşmeler yapılması suretiyle de gerçekleşebilir ve alım-satım gün içerisinde veya planlanan aralıklarla da gerçekleştirilebilir. Karanlık havuzlar bağımsız olarak da faaliyet gösterebilir (Örneğin, Instinet); üye temsilcilere (Örneğin, BNP Paribas) veya bir üye temsilcileri konsorsiyumuna (Örneğin, BIDS) hatta borsalara (Örneğin, NASDAQ OMX) ait olabilir. ABD, günümüzde, 12 tane geleneksel borsaya karşın, karanlık havuzlar da dahil olmak üzere sayısı 70’i aştığı tahmin edilen borsa dışı işlem platformları bulunmaktadır. (Mamudi, 2014) Tahminlere göre, Elektronik İletişim Ağları, NASDAQ piyasasına kote olmuş menkul kıymet



işlemlerinin yarısını elinde bulundurmaktadır. (Fleckner, 2006, 2580-2603)

Karanlık havuzlarının giderek artması; kurumsal yatırımcıların gizlilik, düşük işlem ücretleri ve büyük emirlerin hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesi yönünde taleplerde bulunmalarına yol açmıştır. Karanlık havuzlar, büyük emirlerin düşük ücretler karşılığı ve piyasa fiyatı üzerinde minimum etki ile yapılabileceği platformlar sunarak bu taleplerin tümünü yerine getirmektedir. İşlemciler büyük alım satımları küçük bloklara bölmek zorunda olduğundan; düzenlenmiş piyasalarda büyük alım-satımlar gerçekleştirilmesi uzun zaman almaktadır; bu bağlamda karanlık havuzlar kurumsal yatırımcılara büyük alım-satım işlemlerini düzenlenmiş piyasalar yerine bu gibi işlem platformları aracılığıyla daha kısa sürede gerçekleştirme olanağı sunmuştur. Fiyatlandırma ile ilgili olarak ise; kurumsal yatırımcılar uzun bir süredir algoritmik alım-satım ve emirlerde kısmen indirimle gidilmesi yoluyla işlem gerçekleştirme maliyetlerini azaltmak için yeni yöntemler aramaktadır. Sonuç olarak, geleneksel borsalar son zamanlarda büyük hisse senedi bloklarını küçük gruplara ayıran ve toplam emrin yalnızca buzdüğünün su üzerindeki kısmını piyasa tarafından görülebilir hale getiren algoritmik alım-satım yöntemini kullanabileceği yeni araçlar geliştirmektedir. Bu tedbirlere rağmen, karanlık havuzların fiyatlandırma politikası borsaların sunduklarından çok daha çekicidir.

Çeşitli borsa dışı platformların ortaya çıkması özellikle alım-satım ve iş modelleri üzerinde etkili olmuştur. Bilhassa Kuzey Amerika ve Avrupa'daki seçkin borsaların işlem piyasasındaki pay kaybı endişe kaynağı olmuştur. Çok Taraflı İşlem Sistem'lerinin Avrupa'da, Elektronik İletişim Ağları'nın Kuzey Amerika'da yakaladıkları başarı abartılmış olabilir; ancak, söz konusu platformların son dönemlerdeki performansı sundukları hizmetlerin talep gördüğünü ortaya koymaktadır.

Bununla birlikte, rekabet ortamındaki değişiklikler büyütülmemelidir. Birincisi, alternatif işlem platformlarının yayılması tüm dünyada aynı ivme ile gerçekleşmemiştir, Alternatif İşlem Platformları, Kuzey Amerika ve Avrupa'da diğer bölgelere nazaran çok daha başarılı olmuştur. İkincisi, çok sayıda karanlık havuz ve diğer alternatif işlem platformları ortaya çıkmış olsa da; bu tarz platformların çoğu başlangıçta büyük problemler yaşamıştır. Örneğin, Turquoise, faaliyete geçmeden önce iki yıllık bir gecikmeye katlanmak zorunda kalmıştır. Ayrıca, endüstrideki uzmanlar, alım-satımların bildirilmesine ilişkin standart araçların olmaması, olası çift hesaplamalar veya tam tersine

*Dünya Sermaye Piyasalarında Yeni Düzen: Borsaların Geleceği*  
*Nazlı Gamze Sansar*

üye temsilcilerce eksik bilirimde bulunulması gibi hususlara dikkat çekerek alternatif işlem platformlarının başarısına ilişkin rakamların abartılıyor olabileceğini ileri sürmektedir.

Borsalara yönelik “kıyamet senaryoları” karşısındaki belki de en önemli argüman, Elektronik İletişim Ağları ve Çok Taraflı İşlem Sistemleri’nin elde ettikleri piyasa payı kazançlarının beraberinde işlem hacimlerinde güçlü bir büyüme getirmesidir. Yeni platformların doğuşu, borsaların geleneksel rolüne zarar vermek yerine bu gerçeği de yansıtıyor olabilir. Bu sav, 8 Eylül 2008 tarihinde Londra Borsası’nda işlemlere neredeyse tam gün ara verilmesi esnasında yaşanan piyasa gelişmeleri ile de desteklenmiştir. Londra Borsası piyasalarında işlem gören menkul kıymetlere ilişkin işlemler birçok alternatif platformda devam etmesine rağmen, belirtilen tarihte elde edilen ciro aynı platformlarda diğer günlerde elde edilen cirodan anlamlı bir farklılık göstermemiştir. Dolayısıyla, Çok Taraflı İşlem Sistemleri’nin daha da gelişmesi halinde Londra Borsası ve diğer Avrupa borsalarının üstlenilen geleneksel rolün zarar görme olasılığı devam etmekle birlikte, şu ana kadar borsaların geleneksel rolüne böylesi bir zarar verildiğine dair somut bir kanıt bulunmamaktadır.

Borsaların işlem gelirleri Alternatif İşlem Platformlarının yaygınlaşmasından olumsuz yönde etkilendiğinden; borsaların düzenleme sorumluluklarını yerine getirmelerine ilişkin kaynakları da yeterli gelmemeye başlamıştır. İşlemlerin borsa dışı platformlara kayması borsaların düzenleme ve uygulama için yeterli kaynak ayıramaması anlamına geldiğinden; bu durum önemli bir risk teşkil edebilmektedir. Borsaların ikinci endişesi ise Alternatif İşlem Platformlarının ilgili maliyetleri karşılamaksızın borsalarca yürütülen düzenleme ve denetim fonksiyonlarından ücretsiz olarak yararlanmalarıdır.

Borsaların düzenleyici fonksiyonları gerçekten tehdit altında ise de; Alternatif İşlem Platformlarının kote olmuş şirketler arasında yönetim standartlarını tesis etme yeteneği doğacak boşluğu doldurmaya yetecek nitelikte görünmemektedir. Alternatif İşlem Platformları ile borsa düzenlemeleri arasındaki en önemli fark, Alternatif İşlem Platformları aracılığıyla gerçekleştirilen işlemlerin borsa düzenlemeleri temelinde değil, özel kanun sözleşmeleri temelinde gerçekleştirilmesidir. Ayrıca, Alternatif İşlem Platformlarına, şirketlere yaptırımda bulunmak veya sermaye piyasası kanununu uygulamak için herhangi bir yetki verilmemiştir ve Alternatif İşlem Platformları şirketleri kottan çıkarma veya ihraççılara karşı başka yaptırım tedbirleri uygulama

yetkisine de sahip değildir. Borsa dışı piyasaların yönetim standartlarını veya diğer standartları uygulamak için ne kotasyon standartları koyma ne de piyasa denetleme yetkisi yoktur. Ancak bazı Alternatif İşlem Platformları ihraççılara olmasa da, piyasa katılımcılarına birtakım yaptırımlar uygulayabilir ve uygulamıştır. (Concha, Fishler, Bar ve Fraenkel, 2011, 115-122)

Halen devam etmekte olan, bazı Alternatif İşlem Platformlarının kamu borsalarına dönüştürülmesi süreci, bu platformların ilgili sermaye piyasası kurallarının ve yönetim kanunlarının oluşturulması ve uygulanmasına ilişkin yetenekleri konusunda başka sorunları da gün yüzüne çıkarabilmektedir. ABD'deki en büyük Çok Taraflı İşlem Platformlarından birisi olan BATS Trading, borsa statüsüne geçişi için gerekli onayı 2008 yılı Ağustos ayından SEC'ten almıştır. Alternatif İşlem Platformlarının borsalara dönüşümleri, dikkatleri bir önceki modeldeki eksiklikler üzerine çekerek, işlem yaptıkları şirketler karşısında üstlendikleri düzenleyici fonksiyonlarında da değişimi beraberinde getirecektir.

Prensipite, işlem bölünmesi sermaye piyasası düzenleyicilerini farklı seçenekler düşünmeye itmektedir; bu seçenekler arasında kote olmuş şirketlerin doğrudan düzenlemeye tabi olması (böylece borsaların öz düzenleme rollerinin zayıflaması), Alternatif İşlem Platformlarının regülasyonunun arttırılması – hatta Alternatif İşlem Platformlarına bir düzenleme yetkisi (kendilerine ait veya öz düzenleyiciler kapsamında) verilmesi için çeşitli yollar aranması gibi uygulamalar sayılabilir. Son olarak, borsaların düzenleyici fonksiyonlarının Alternatif İşlem Platformları tarafından herhangi bir ücret ödenmeksizin kullanılmasından duydukları sıkıntının giderilmesi için, düzenleyicilerin Alternatif İşlem Platformlarından borsaların şu anda karşılamakta oldukları mali yükün üstlenmelerini istemesi de bu seçeneklere dâhil edilebilir. Bu gibi düzenleyici çözümler teoride mümkün olmakla birlikte, günümüzdeki işlem bölünmesi sermaye piyasası denetleyici kuruluşları tarafından bu gibi seçeneklerin uygulanmasını gerektirecek uç boyutlarda değildir.

Borsalar bile günümüzde yukarıda anılan seçeneklerden birisinin benimsenmesini tam olarak savunmamaktadır. Özellikle, işlem gelirlerindeki kayıpların, ilgili masrafları ödmeden düzenleyici fonksiyonlardan yararlanma yoluyla ve şeffaflığın azalmasının düzenleyici fonksiyon üzerindeki etkilerine ilişkin endişelerin Alternatif İşlem Platformlarının nispeten yeni yeni ortaya

çıkarmakta olduğu piyasalarda daha büyük olabileceğine dikkat çekilmiştir. Amerika borsalarının ise 6-7 yıl öncesinde konuyla ilgili daha ciddi kaygılar taşıdığı, o yıllardan günümüze korkuların azaldığı görülmektedir. ABD'deki borsa dışı platformların şeffaflığına ilişkin endişelerin bir şekilde giderilmiş olması, Amerikan Elektronik İletişim Ağları'nın fiyat teklifi veren platformlar olarak faaliyet göstermesi ve şu ana kadar fiyat teklifi veren platformlardan fiyat teklifi vermeyen platformlara doğru bir işlem kayması görülmemiş olması ile açıklanabilir. Bunun yerine, yaşanan işlem kaymaları fiyat teklifi veren bir tür platformdan (borsa) fiyat teklifi veren başka bir platforma doğru veya karanlık havuzların birisinden diğerine doğru gerçekleşmektedir. (Sirri, 2008)

## **SONUÇ**

Sermaye piyasalarında hızla artan küresel rekabet; borsaların kamu yararı için çalışan kooperatif benzeri yapılarından çıkararak kar amacı güden şirketlere dönüşmesi, daha sonrasında ise, birleşme, satın-almalar ve stratejik ortaklıklar kurma yolu ile daha da büyüyerek küresel networkler haline gelmesi ile sonuçlanmıştır. Söz konusu konjonktüre artı olarak daha az saydam işlem platformlarının ortaya çıkışı ve sonucunda daha da artan rekabet, borsalar için işlem maliyetlerinin önemini arttırmıştır. Bu nedenle, değişen rekabet koşulları borsalara daha fazla teknoloji yatırımı yapma ihtiyacını ortaya çıkartmış ve yeni iş modelleri benimsemelerini de kaçınılmaz hale getirmiştir.

Yaşanan bütün bu gelişmeler, önceliklerini zamanla “kar maksimizasyonu” olarak değiştiren borsaların, kotasyon standartları belirleme ve denetleme girişimlerini zaman içerisinde azaltması ya da tamamen vazgeçmesi ile sonuçlanmıştır. Bu durum, geleneksel olarak düzenleyici otorite işlevine sahip olan borsaların, küresel piyasalarda git gide yaygınlaşan “daha çok, daha hızlı ve daha kolay” işlem yapabilme iştahına ayak uydurması sonucunda, bu işlevini azaltması ya da vazgeçmesi ile piyasaların uzun vadede “güvenilir ve sağlıklı” olmasının da tehlikeye girip girmediği konusunu gündeme getirmiştir. Ayrıca, küresel sermaye piyasalarında yaygınlaşan, daha fazla kotasyon ve daha fazla kar algısının; uzun vadede sürdürülebilir olmadığı, bu durumun yatırımcı mağduriyetlerine yol açıp, sermaye piyasalarına olan güveni azaltacağı kaygıları da bulunmaktadır. Bütün bu gelişmeler sonucunda küresel piyasalarda var olan rekabetin, bu rekabet sonucu borsalarda geliştirilen yeni iş modellerinin ve piyasa işlemlerinin genel anlamda daha az şeffaf platformlara kaymasının etkilerinin

ölçümlenmesi için zaman ve konu kapsamına dair genel yargı uyandıracak güçlü geri bildirimlerin gözlemlenmesi beklenmektedir.

#### **KAYNAKÇA**

Bagheri, Mahmood and Chizu Nakajima (2004). "Competition and Integration Among Stock Exchanges: the Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies", Oxford Journal of Legal Studies, Vol.24, No.1

Benn, Steil (2002). "Changes in the Ownership and Governance of. Securities", Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

Bloomfield, Robert J.; O'Hara, Maureen (2000). "Can transparent markets survive?" Journal of Financial Economics 55.3: 425-459.

Boskovic T., Cerruti, C., Noel, M. (2009):.Comparing European and U.S. Securities Regulations: MiFID versus Corresponding U.S. Regulations. World Bank Working Paper Series, No. 184, <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/978-0-8213-8253-0> (Çevirimiçi: 20 Haziran 2014)

Concha, J., Fishler, E. ,Bar, M. Ve Fraenkel,P. (2011). Characteristics of Different Liquidity Pools and their Effect on Execution. In: Algorithmic Trading and Smart Order Routing, Part2: Execution Strategies. The Trade Handbooks, TheTrade Ltd, s. 115–122.

Fleckner, Andreas M (2006). "Stock Exchanges at the Crossroads", Fordham Law Review, Volume 74, 2541-2620.

Di Noia, Carmine (2001). "Competition and Integration Among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access", European Financial Management, Volume 7, No.1.

Johnson, Jeromee (2006). Locating the Invisible: Aggregating Dark Book Liquidity, Tabb Group.

Kokkoris, Iannis and Rodrigo Olivares-Caminal (2008). "Lessons From the Recent Stock Exchange Merger Activity", Journal of Competition Law and Economics.

*Dünya Sermaye Piyasalarında Yeni Düzen: Borsaların Geleceği*  
*Nazlı Gamze Sansar*

Mamudi, S. (2014). Dark Pools – Private Stock Trading vs. Public Exchanges. 5 May 2014, <http://www.bloomberg.com/quicktake/dark-pools/> (Çevirimiçi: 25 Mayıs 2016)

McAndrews, James and Chris Stefanadis (2000). "The Emergence of Electronic Communications Networks in the U.S. Equity Markets", Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Volume 6, Number 12.

Sirri, Erik R. (2008). Keynote Speech at the SIFMA 2008 Dark Pools Symposium, <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch020108ers.htm>, February 1, 2008.

TSPAKB, “Borsa Birleşmeleri ve Stratejik Ortaklıklar”, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 68, Nisan 2008.