

**T. C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA
PROGRAMI**

**Finansal Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği
Ülkeleri ile Türkiye Hisse Senedi Piyasalarının
Entegrasyonunun Ölçülmesi**

Doktora Tezi

ÖZGÜR UYSAL

İstanbul, 2009

**T. C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA
PROGRAMI**

**Finansal Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği
Ülkeleri ile Türkiye Hisse Senedi Piyasalarının
Entegrasyonunun Ölçülmesi**

Doktora Tezi

ÖZGÜR UYSAL

Danışman: DOÇ. DR. SEDAT AYBAR

İstanbul, 2009

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı : Özgür UYSAL
Anabilim Dalı : Ekonomi
Programı : Finans ve Bankacılık
Tez Danışmanı : Doç Dr. Sedat AYBAR
Tez Türü ve Tarihi : Doktora – Temmuz 2009
Anahtar Kelimeler : Finansal Entegrasyon, Avrupa Birliği

ÖZET

FİNANSAL ENTEGRASYON SÜRECİNDE; AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ İLE TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASALARININ ENTEGRASYONUNUN ÖLÇÜLMESİ

Avrupa Birliğinin en önemli amacı; mallar, hizmetler, sermaye ve kişilerin serbest dolaşımıdır. Avrupa Birliği yasama organları tarafından yapılan düzenlemeler aynı zamanda ekonomik ve finansal entegrasyonun oluşmasına hizmet verme hedefi taşımaktadır. Avrupa Birliğinde euronun tek para birimi olarak kabul edilmesi ve Birlik bünyesindeki finansal piyasalardaki düzenlemelerin Finansal Hizmetler Aksiyon Planı ve Finansal Hizmetler Politikası ile bir takvime bağlanması; Avrupa Birliğinde ekonomik ve finansal entegrasyonun oluşumuna katkıda bulunmuştur.

Bu çalışmada amaçlanan; Avrupa Birliği ülkelerindeki blue chip endeksleri ile İMKB-30 endeksinin 2002-2007 dönemindeki günlük kapanış verileri kullanılarak euronun tedavüle çıkması ile finansal hizmetler aksiyon planının hisse senedi piyasalarının entegrasyonu üzerindeki etkilerinin incelenmesidir. Bu çalışmada Avrupa Birliği ile Türkiye hisse senedi piyasalarının entegrasyonun ölçümünde üç farklı yöntem kullanılmıştır. Bu yöntemler; gün sonu kapanış fiyatlarının kullanılması; verilerin durağanlaştırılıp analize dahil edilmesi ve Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde yer alan β katsayısı değerlerinin hesaplanmasıdır.

GENERAL INFORMATION

Name & Sur name : **Özgür UYSAL**
Field : **Economics**
Program : **Finance and Banking**
Supervisor : **Associate Professor Sedat AYBAR**
Degree Awarded and Date : **PhD – July 2009**
Keywords : **Financial Integration; European Union**

ABSTRACT

“EQUITY MARKET INTEGRATION BETWEEN EUROPEAN UNION MEMBERS AND TURKEY EQUITY MARKETS DURING THE PROCESS OF FINANCIAL INTEGRATION”

The principal aim of the European Union is to ensure the free movement of goods, services, capital and people. The regulations issued by the by the legislative organs of the European Union aim at serving the economic and financial integration. It is thus considered that the adoption of “Euro” as the single monetary unit and scheduling of the regulations in financial markets within the Union through the Financial Services Action Plan and Financial Services Policy contributed to the forming of economic and financial integration in the European Union.

This study aims at examining the effect of the financial services action plan on the integration of the stock markets following the coming into force of “Euro” by use of the blue chip indexes in the European Union member states and the daily closing data of the IMKB-30 index in between 2002-2007. In this study, three different methods were employed with a view to measuring the integration of the stock markets in the European Union and Turkey. These methods are: (1) The use of final prices at the end of each day, (2) the inclusion of the data in the analysis following stationary time series and (3) the calculation of β coefficient values in the Financial Asset Pricing Model.

ÖNSÖZ

Hisse senedi piyasaları, finansal sistemde kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmasındaki en önemli araçlarından bir tanesidir. Avrupa Birliğinde 1957 Roma Antlaşması ile malların, hizmetlerin, iş gücünün ve sermayenin serbest bir şekilde dolaşımının sağlanarak kaynakların etkin bir şekilde dağıtılması hedeflenmiştir.

Euronun Avrupa'nın resmi tek parası olması; ekonomik ve parasal birliğin Avrupa Birliğinde oluştuğunu göstermektedir. Bunun yanı sıra Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonun sağlanabilmesi için özellikle 1990'lı yıllarında sonundan itibaren pek çok yasal düzenleme gerçekleştirilmiştir. Bu düzenlemelerden en kapsamlıları Finansal Hizmetler Aksiyon Planı ve Finansal Hizmetler Politikası düzenlemeleridir.

Bu çalışmada; euronun Avrupa Birliğinin ortak para birimi olarak ekonomide kullanılmaya başlaması ile tamamlandığı düşünülen parasal birlik ile 2005 yılında Finansal Hizmet Politikası ile son hali verilen FSAP'ın, Avrupa Birliği ülkelerindeki hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna olan etkisi incelenecektir. Çalışmada hisse senedi piyasalarının entegrasyonu; korelasyon analizi ve Finansal Varlık Fiyatlama Modelinde yer alan β katsayısı kullanılarak ölçülmüştür. Bu çalışmada; 2002-2007 döneminde Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun düzeyinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Bu çalışmanın oluşumunda desteğini hiçbir zaman esirgememiş olan merhum Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ'a; çalışmayı sonuçlandırmamda görüşleri ile katkıda bulunan danışman hocam Doç Dr. Sedat AYBAR'a, doktora programı sürecinde verdikleri destekten dolayı Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Takasbank'taki çalışma arkadaşlarıma, değerli arkadaşım Mine AKSOY'a, doktora dönemi boyunca manevi desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli eşime, sevgili oğluma ve beni bugünlere getiren anne ve babama çok teşekkür eder, çalışmamın yararlı olmasını dilerim.

İstanbul, 2009

Özgür UYSAL

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	viii
GRAFİK LİSTESİ	xi
KISALTMALAR	xii
KISALTMALAR	xii
GİRİŞ	1
1. TEORİK ÇERÇEVE	6
1.1. Genel Açıklama	6
1.2. Ekonomik Entegrasyon	6
1.2.1 Ekonomik Entegrasyonun Tanımı	7
1.2.2. Ekonomik Entegrasyon Modelleri	8
1.2.2.1. Tercihli Ticaret Anlaşmaları	8
1.2.2.2. Serbest Ticaret Bölgeleri	9
1.2.2.3. Gümrük Birliği	10
1.2.2.4. Ortak Pazar	11
1.2.2.5. Ekonomik ve Parasal Birlik	11
1.2.3. Ekonomik Entegrasyona İlişkin Teorik Modeller	15
1.2.3.1. Gümrük Birliği Teorisi	15
1.2.3.2. İkinci En İyi Teorisi	16
1.2.3.3. Kutuplaşma Teorisi	17
1.2.3.4. Optimum Para Sahası Teorisi	18
1.3. Finansal Entegrasyon	23
1.3.1. Finansal Entegrasyonun Tanımı	23
1.3.2. Finansal Entegrasyonun Belirleyicileri.....	24
1.3.2.1. İşlem Maliyetleri	25
1.3.2.2. Sermaye Kontrolleri	25
1.3.2.3. Finansal Varlıkların Riskleri	26
1.3.2.4. Politik Riskler	27
1.3.2.5. Döviz Riski	27
1.3.2.6. Satılma Riski	28
1.3.2.7. Tüketici Davranışları	29
1.3.3. Finansal Entegrasyonun Faydaları.....	30
1.3.3.1. Riskin Paylaşımı	30
1.3.3.2. Sermayenin Daha Etkin Dağılımı	31
1.3.3.3. Ekonomik Büyüme	31
1.3.3.4. Piyasalar ve Finansal Aracılar Arası Rekabet	32

1.3.3.5. Finansal Aracılık Hizmetlerinin Çeşitlenmesi	32
1.3.3.6. İşlem Maliyetlerinin Azaltılması	33
1.3.3.7. Finansal Piyasalardaki Enstrümanların Fiyatlarının Şeffaflaşması	33
1.3.3.8. Kamu Sektörünün Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Azaltılması	34
1.3.3.9. Piyasalarda Derinliğin Artması ve Likidite Riskinin Azalması:	34
1.3.3.10. Finansal İstikrarın Sağlanması	35
1.3.3.11. Yabancı Bankaların Girişinin Bankacılık Sisteminin Etkinliğini Arttırması	35
1.3.4. Finansal Entegrasyonun Maliyetleri	36
1.3.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Arasındaki Farkın Açılması	36
1.3.4.2. Şirket Birleşmelerinin Oligopoller Yaratması	36
1.3.4.3. Sermaye Hareketlerinin Yerel Piyasalarda Yanlış Dağılımı	37
1.3.4.4. Şirket Sayısının Azalması Sonucu İşsizliğin Artması	37
1.3.4.5. Bankacılık Aktiflerinin Kamu Borçlanma Senetlerinde Kullanılmasının engellenmesi	38
1.3.4.6. Fon Talep Eden Firmalarda Maliyet Artışı	38
1.3.4.7. Üye Devletlerin Ekonomik Bağımsızlıklarının Ortadan Kalkması	38
1.3.4.8. Vergi Oranlarının Ülkeler Arasında Farklı Olması	39
1.3.4.9. Sermayenin Serbest Dolaşımının Ülke Ekonomilerine Olan Olumsuz Etkileri	39
1.3.4.10. Finansal Dengesizliklerin Oluşması	40
1.3.4.11. Yabancı Bankaların Ülkeye Girmelerinin Riski	41
1.3.4.12. Sürü Psikolojisi, Bulaşma Etkisi ve Sermaye Akımlarının Oynaklığı	41
1.3.5. Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyon İlişkisi	42
2. AVRUPA BİRLİĞİNDE SERMAYE PİYASALARININ ENTEGRASYONU VE ÜLKE UYGULAMALARI	48
2.1. Genel Açıklama	48
2.2. Sermaye Piyasalarına İlişkin Veriler	48
2.2.1. Hisse Senedi Piyasaları.....	48
2.2.2. Tahvil ve Bono Piyasaları.....	51
2.3. Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu	53
2.3.1. Avrupa Birliğinde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu.....	53
2.3.2. Avrupa Birliğinde Tahvil ve Bono Piyasalarının Entegrasyonu	59
2.4. Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar	61
2.4.1. Avrupa Birliğinde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar	61
2.4.2. Tahvil ve Bono Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar	70
2.5. Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarına İlişkin Yasal Düzenlemeler	75
2.5.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası (77/534/EEC)	77
2.5.2. Finansal Araçların İşlem Gördüğü Piyasalar Direktifi (2004/39/EC)	79

2.5.3. Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Direktifi (93/6/EC)	80
2.5.4. Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi (85/611/EEC)	82
2.5.5. Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Direktif (2001/34/EC).....	83
2.5.6. Sermaye Piyasası Suçları Direktifi (2003/6/EC)	84
2.5.7. Finansal Hizmetler Aksiyon Planı	86
2.5.8. Lamfallussy Raporu	89
2.5.9. Finansal Hizmetler Politikası	93
2.6. Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasaları Ülke Uygulamaları	95
2.6.1. Almanya	98
2.6.2. Avusturya	100
2.6.3. Bulgaristan	102
2.6.4. Belçika	104
2.6.5. Çek Cumhuriyeti	106
2.6.6. Danimarka	108
2.6.7. Fransa	110
2.6.8. İngiltere	113
2.6.9. İrlanda	115
2.6.10. İspanya	117
2.6.11. İtalya	119
2.6.12. Macaristan	121
2.6.13. Polonya	123
2.6.14. Romanya	125
2.6.15. Yunanistan	127
3. TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASALARININ AVRUPA BİRLİĞİ İLE ENTEGRASYONU	132
3.1. Sermaye Piyasalarına İlişkin Tarihsel Süreç	132
3.1.1. Osmanlı Dönemi	133
3.1.2. Cumhuriyet Dönemi	134
3.2. Sermaye Piyasalarına İlişkin Düzenlemeler ve Sermaye Piyasası Kurulu	136
3.3. Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Mevzuatına Uyum Çerçevesinde Sermaye Piyasalarında Yapılan Çalışmalar	143
3.3.1. Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programları	144
3.3.1.1. 2001 Ulusal Program	144
3.3.1.2. 2003 Ulusal Program	146
3.3.1.3. 2008 Ulusal Program	147
3.3.2. Twinning Projesi	150

3.4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	151
3.4.1. Hukuki Çerçeve	151
3.4.2. Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri	154
3.4.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası	157
3.5. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Yapan Yabancı Yatırımcılar	167
4. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ VE TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASALARI	
ENTEGRASYONUNA İLİŞKİN AMPRİK ÇALIŞMA	173
4.1. Genel Açıklama	173
4.1.1. Çalışmanın Kısıtları	176
4.1.2. Korelasyon Analizi	178
4.2. Finansal Piyasalara İlişkin Teorik Çalışmalar	179
4.2.1. Etkin Piyasalar Teorisi	180
4.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli	184
4.2.3. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli	187
4.3. Hisse Senedi Piyasaları Entegrasyonunun Korelasyon Analizi ile Ölçümü	198
4.3.1. 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu	198
4.3.2. 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu	206
4.4. Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Durağanlaştırma ile Ölçülmesi	213
4.4.1. 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)	214
4.4.2. 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)	218
4.5. Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun CAPM ile Ölçülmesi	223
4.5.1. 2002-2004 Döneminde Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye'nin Beta Katsayıları	224
4.5.2. 2005-2007 Döneminde Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye'nin Beta Katsayıları	226
4.6. İMKB'nin Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasaları ile Entegrasyonu	229
4.6.1. 2002-2004 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu	229
4.6.2. 2005-2007 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu	231
4.6.3. 2002-2004 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)	233
4.6.4. 2005-2007 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)	234
5. SONUÇ	237
EKLER	246
KAYNAKÇA	255

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: 1990-2008 Döneminde Borsalarda İşlem Gören Hisse Senedi Sayıları.....	49
Tablo 2: 1990-2008 Döneminde Hisse Senedi Piyasalarındaki İşlem Hacimleri.....	50
Tablo 3: 1990-2008 Dönemi Tahvil Piyasalarında Gerçekleşen İşlem Hacimleri	52
Tablo 4:Avrupa Birliğinde Sermayenin Maliyetindeki Azalmalar.....	58
Tablo 5:Ülkelerin yıllar itibariyle 10 yıllık Alman tahvili karşısındaki getiri farkları	61
Tablo 6: I. Dönem (1988-1993) Korelasyon Matrisi.....	63
Tablo 7: II. Dönem (1993-1998) Korelasyon Matrisi.....	64
Tablo 8: III. Dönem (1998-2003) Korelasyon Matrisi	64
Tablo 9: I. Dönem (01/01/1996-31/12/1998) Korelasyon Matrisi	68
Tablo 10: II. Dönem (01/01/1999-01/06/2001) Korelasyon Matrisi	69
Tablo 11: (1/1/1995-31/12/2000) Dönemi Nominal Tahvil Getirilerinin Korelasyonu	73
Tablo 12: (1/1/2001-27/7/2006) Dönemi Nominal Tahvil Getirilerinin Korelasyonu	73
Tablo 13: Finansal Hizmetler Aksiyon Planı Düzenlemeleri	87
Tablo 14: Üye ülkelerin Gerçekleştiremedikleri FSAP Düzenlemeleri	88
Tablo 15: Lamfallussy Raporuna Göre Üyelerin Tamamlayamadıkları Düzenlemeler	93
Tablo 16: Finansal Piyasaları incelenen Avrupa Birliği Ülkeleri.....	96
Tablo 17:2000-2008 Dönemi Piyasa Kapitalizasyonlarının GSYİH'ye Oranı (%)	97
Tablo 18: Alman Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	100
Tablo 19: Avusturya Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	102
Tablo 20: Bulgaristan Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	104
Tablo 21: Belçika Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	105
Tablo 22: Çek Cumhuriyeti Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	107
Tablo 23: Danimarka Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	110
Tablo 24: Fransa Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	112
Tablo 25: İngiltere Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	115
Tablo 26: İrlanda Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	116
Tablo 27: İspanya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	118
Tablo 28: İtalya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	120

Tablo 29: Macaristan Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	122
Tablo 30: Polonya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	125
Tablo 31: Romanya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	127
Tablo 32: Yunanistan Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi	129
Tablo 33: Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Mevzuatı ile Türkiye Sermaye Piyasası Mevzuatının Karşılaştırılması.....	140
Tablo 34: Yerli Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (Milyon TL).....	155
Tablo 35: Yerli Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (%).....	155
Tablo 36: Hisse Senedi Yatırımcı Sayıları ve Türkiye Nüfusuna Oranı	156
Tablo 37: İMKB Hisse Senedi Piyasalarında İşlem Gören Hisse Senedi Sayıları	158
Tablo 38: 2000-2008 Dönemi İlk Kez Halka Arz Olan Hisse Senetleri	159
Tablo 39: 2000-2008 Dönemi Hisse Senedi Kapitalizasyonu, GSYİH ve Borsa Kapitalizasyon Oranı	160
Tablo 40: 2000-2008 Dönemi Ortalama Borsa Kapitalizasyon Oranları	161
Tablo 41: İMKB Hisse Senedi Piyasası Yıllık İşlem Hacimleri	162
Tablo 42: 2000-2008 Dönemi Ortalama İşlem Hacimleri	162
Tablo 43: İMKB Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı.....	163
Tablo 44: Hisse Senedi Piyasaları 2000-2008 Dönemi Ortalama Devir Hızı	164
Tablo 45: İMKB Hisse Senedi Piyasası Yoğunlaşma Dereceleri.....	165
Tablo 46: Ortalama Yoğunlaşma Derecesi	166
Tablo 47: Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (Milyon USD)	168
Tablo 48: Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (%).....	168
Tablo 49: 2000-2008 Döneminde Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi İşlemleri	169
Tablo 50: 2004-2008 Döneminde Yabancı Yatırımcıların İMKB'deki Payları	171
Tablo 51: Çalışmada Kullanılan Blue Chip Endeksleri.....	175
Tablo 52: 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Korelasyonları	199
Tablo 53: Euro Bölgesi Ülkelerinin 2002-2004 Dönemi Korelasyonu	200
Tablo 54: 2002-2004 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu.....	203
Tablo 55: 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Korelasyonları	207
Tablo 56: 2002-2004 ve 2005-2007 Dönemlerinde Yüksek Korelasyona Sahip Ülke Sayıları	208
Tablo 57: Euro Bölgesi Ülkelerinin 2005-2007 Dönemi Korelasyonu	210
Tablo 58: 2005-2007 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu.....	211
Tablo 59: 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasaları Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden).....	215
Tablo 60: 2002-2004 Döneminde Euro Bölgesinde Entegrasyon(Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)	216
Tablo 61: 2002-2004 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler Üzerinden).....	217

Tablo 62: 2005-2007 Döneminde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden).....	219
Tablo 63: 2005-2007 Dönemi Euro Bölgesi Ülkelerinin Korelasyonları (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden).....	220
Tablo 64: 2005-2007 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler Üzerinden).....	222
Tablo 65: 2002-2004 Dönemi β (Beta) Katsayıları	225
Tablo 66: 2005-2007 Dönemi β (Beta) Katsayıları	227
Tablo 67: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 endeksinin diğer ülkeler ile korelasyonu.....	230
Tablo 68: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu	231
Tablo 69: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 Hisse Senedi Endeksinin Diğer Ülkeler İle Korelasyonu	232
Tablo 70: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu	232
Tablo 71: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler).....	234
Tablo 72: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Değerler Üzerinden)	234
Tablo 73: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler).....	235
Tablo 74: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Değerler Üzerinden).....	236

Grafik Listesi

	Sayfa No
Grafik 1: 1990-2008 yılları arasında Avrupa Birliği ÷lkelerindeki hisse senedi ihraçları....	56
Grafik 2: Euro Bölgesi ÷lkeleri ile Alman Devlet Tahvili faizlerinin standart sapmaları	72

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
AT	: Avrupa Topluluğu
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
APS	: Avrupa Para Sistemi
ASEAN	: Güney Doğu Asya Uluslar Birliği
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
CAPM	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
DTÖ	:Dünya Ticaret Örgütü
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ECU	: Avrupa Para Birimi
EFTA	: Avrupa Serbest Ticaret Birliği
FSAP	: Financial Service Action Plan
GATT	: :General Agreement on Tariffs and Trade
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İKV	: İktisadi Kalkınma Vakfı
md.	: Madde
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması

<i>NYSE</i>	: New York Menkul Kıymetler Borsası
<i>OECD</i>	: Organization for Economic Co-operation and Development
<i>SPK</i>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<i>TBB</i>	: Türkiye Bankalar Birliği
<i>TCMB</i>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<i>TÜSİAD</i>	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
<i>USD</i>	: Amerikan Doları

GİRİŞ

Dünyada yaşanan teknolojik gelişmeler ve üretim faktörlerinin önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte mallara, hizmetlere, iş gücüne ve sermayeye bölgesel veya uluslararası boyutlarda serbestlik gelmiştir. Bu serbestlik, sınır ötesi işlemlerin, doğrudan yatırım ve üretim faaliyetlerinin artmasını sağlayarak faktör piyasalarının birbirlerine yakınlaşmasına imkan vermektedir. Küreselleşme olarak da tanımlanabilecek bu kavram dünya üzerindeki ticari ve ekonomik kısıtların kaldırılmasını hedeflemektedir.

Ekonomik entegrasyon, belirli bir coğrafyayı paylaşan ülkelerin, pazarlarının, ekonomilerinin ve üretim süreçlerinin bütünleştirilmesi ve üye ülkelere belirli imtiyazlar verilmesi olarak tanımlanmaktadır. Ülkeler; ekonomik ve siyasi alt yapıları, gelişmişlik düzeyleri ve dünya ekonomisindeki yerlerine göre tercihli ticaret anlaşmaları, serbest ticaret bölgesi, gümrük birliği, ortak pazar ve ekonomik ve parasal birlik modelleri arasından yapacakları tercihler ile ekonomik entegrasyondan faydalanmak istemektedirler. Ekonomik entegrasyonların en önemli uygulayıcıları bölgesel birliklerdir.

Günümüzde küreselleşme ile bölgesel entegrasyonlar arasında çıkar çatışmaları yaşanmaktadır. Küreselleşme savunucuları, ekonomik alanda tüm bariyerlerin kaldırılmasını ve dünya ticaretinin serbest rekabet çerçevesinde herhangi bir kısıt ve/veya kotaya tabi olmadan gerçekleştirilmesini talep etmektedirler. Ancak bölgesel entegrasyon savunucuları, üye ülkelerin bölgesel entegrasyonu dahil olmaları nedeniyle elde ettikleri imtiyazların küreselleşme nedeniyle ellerinden alınmasını istememektedir.

Bölgesel entegrasyonların tarihsel gelişiminde, ilk önce komşu ülkeler arasındaki mali ve siyasi ilişkiler yakınlaşmaktadır. Daha sonra hükümetlerin devreye girmesi ve anlaşmaların imzalanmasıyla bölgesel birlikler resmîyet kazanmaktadır.

Ekonomik entegrasyon aşamalarının sonuncusu olan ve özellikle de Avrupa Birliğinin oluşumunda önemli rol oynayan ekonomik ve parasal birlik, diğer bölgesel birliklerin de hedefinde olan bir iktisadi yapıdır. Bölgesel birlikler, ekonomik ve parasal

birliğe ulaşabilmek için birlik üyesi ülkelerde uygulanacak olan ortak kuralları belirlemeye çalışmaktadırlar.

Ekonomik entegrasyonun başarıya ulaşması için en önemli etkenlerden bir tanesi; üye ülkelerin finansal piyasalarının birbirleriyle entegrasyonunun sağlanmasıdır. Ülkelerin ekonomik entegrasyona dahil olmalarının sebepleri arasında ekonomilerini sürdürülebilir büyüme hedefine ulaştırabilmek için ihtiyaç duydukları kaynakları bütünleşmiş finansal piyasalardan elde etme isteği ve belirli bir bölgeye ait olmanın verdiği imkanlardan faydalanma talebi yer almaktadır.

Finansal piyasaların entegrasyonu, uluslararası portföy yatırımlarındaki engellerin ve fırsatlarının belirlenmesini ve varlık fiyatlaması ile portföy dağılımı konularında önemli çıkarımlarda bulunulmasını sağlamaktadır. Finansal entegrasyonun; ülkelerin ekonomik büyümesini desteklemesi, ülke içerisindeki yetersiz tasarruflar nedeniyle gerçekleştirilemeyen yatırım projelerine kaynak yaratabilmesi, risklerin optimal bir şekilde dağıtılması gibi faydalarının yanı sıra özellikle gelişmekte olan ülkelerde; makro ekonomik istikrarın bozulması, kaynakların etkin dağıtılamaması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaratabileceği ekonomik krizler ve sermaye hareketlerinin oynaklığı gibi potansiyel maliyetleri de bulunmaktadır.

Finansal piyasaların entegrasyonu kapsamında yer alan sermaye piyasalarının entegrasyonu Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğinin önemli motivasyon kaynaklarından bir tanesidir. Euronun politik olarak Avrupa Para Sisteminin tek para birim kabul edilmesi; yatırımcıların döviz kuru riskinden dolayı portföylerinde oluşan kısıtların yok edilmesine yardımcı olmuştur.

Avrupa Birliğinin en önemli hedefi; mallar, hizmetler, sermaye ve kişilerin serbest dolaşımıdır. Bu kapsamda Avrupa Birliği yasama organları tarafından yapılan düzenlemeler aynı zamanda ekonomik ve finansal entegrasyonun oluşmasına hizmet verme hedefi taşımaktadır.

Avrupa Birliği'nin ekonomik entegrasyon süreci, i pazar ve parasal entegrasyon Şeklinde gelişmiş, özellikle de euro'ya geçiş sonrasında en yüksek faydanın elde edilebilmesi için, finansal entegrasyon Birlik düzenlemeleri ile hayata geçirilmektedir.

Avrupa'daki finansal piyasaların birbirlerine entegre olması, bir ye devlette resmi olarak faaliyet gösteren bir finansal kuruluşun, Avrupa Birliği'nin geri kalan ülkelerinde herhangi bir engel ile karşılaşmadan faaliyetlerini icra etmesini sağlayacaktır. Bu tür bir mali bütünleşme ile dünyanın en gelişmiş finans piyasalarıyla rekabet edebilecek "Avrupa Birliği finans piyasası" oluşturulması hedeflenmiştir.

Avrupa Birliği'nde euronun; 1999 yılında resmi para birimi olarak kabul edilmesi ve 2002 yılında tedavüle girmesi ile beraber euro bölgesi ülkelerinde parasal birlik sağlanmış olup, yatırımcıların bu ülkelerde gerçekleştirdikleri yatırımlardan kaynaklanan döviz kuru riski ortadan kalkmıştır. Diğer yandan 1999 yılında kabul edilen FSAP ve 2005 yılında güncellenen tek pasaport ilkesi çerçevesinde, 2005-2010 döneminde gerçekleştirilecek faaliyetleri belirleyen Finansal Hizmetler Politikası; yatırımcılara benzer kurallarla Avrupa Birliğine ye ülkelerin hisse senedi piyasalarında işlem yapmalarına olanak sağlayan yasal düzenleme paketidir. Finansal entegrasyon ile birlikte, işlem gördükleri piyasalar dikkate alınmaksızın risk seviyeleri eşit olan hisse senetlerine ait getirilerin aynı olacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın birinci bölümde, ekonomik ve finansal entegrasyon kavramları, süreçleri, fayda ve zararları incelenmiştir. Bölümde ayrıca ekonomik entegrasyona ilişkin modellere ilişkin zet bilgiler yer almaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Avrupa Birliğindeki sermaye piyasalarına genel veriler incelendikten sonra literatürde Avrupa Birliğinde sermaye piyasalarının entegrasyonu konusunda yapılmış olan ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca Avrupa Birliğinde sermaye piyasalara ilişkin yapılan düzenlemeler genel olarak anlatılmıştır. Bölümün sonunda ye ülkeler arasından seçilen onbeŐ ülkenin hisse senedi piyasaları, dzenmeler, düzenleyici ve denetleyici otoriterler ve piyasa verileri üzerinden

değerlendirilmiştir. Ülkelerin seçiminde beş ülkenin gelişmiş ekonomilerden (Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve İspanya) beş ülkenin orta büyüklüğe sahip olanlardan (Avusturya, Belçika, Danimarka, İrlanda, Yunanistan), beş ülke ise Birliğe yeni katılan ülkeler (Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya) arasından seçilmiştir.

Üçüncü Bölümde, Türkiye'deki sermaye piyasaları incelenmiştir. İlk önce sermaye piyasalarına ilişkin tarihsel süreç irdelendikten sonra, sermaye piyasalarındaki düzenlemeler incelenmiştir. Avrupa Birliği ile sermaye piyasalarının uyumu kapsamında gerçekleştirilen çalışmaların kısa bir özetinden sonra, İMKB ve hisse senedi piyasasına ilişkin bilgiler bölüme eklenmiştir. Bölümde, İMKB hisse senedi piyasalarının gelişmişlik, etkinlik ve likidite yönünden analizi yapılarak, Borsada işlem yapan yabancı yatırımlara ilişkin tarihsel süreç belirli olaylar çerçevesinde anlatılmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna ilişkin ampirik çalışma yer almaktadır. Çalışmada veri seti olarak Avrupa Birliği üyesi 27 ülke ile İMKB-30 hisse senedi endeksinin 01/01/2002-31/12/2007 dönemleri arasındaki gün sonu kapanış değerleri kullanılmıştır. Veri seti 01/01/2002-31/12/2004 ve 01/01/2005-31/12/2007 olmak üzere iki ayrı döneme bölünmüştür. Euronun tedavüle çıkmasının hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna olan etkisi ilk dönemde analiz edilmiştir. Finansal piyasalarda gerçekleştirilen son düzenlemelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyona etkisi ise ikinci dönem verileri üzerinden analiz edilmiştir.

Analizler üç farklı yöntemde gerçekleştirilmiştir. İlk yöntemde hisse senedi endekslerinin gün sonu kapanış değerleri kullanılmak suretiyle korelasyon analizi yapılmıştır. İkinci yöntemde, gün sonu kapanış değerleri durağanlaştırılarak trend etkisinden arındırılmış ve hazırlanan yeni veri setine de korelasyon analizi uygulanmıştır.

Son yöntemde ise hisse senedi piyasalarının entegrasyonu; CAPM'de yer alan β (beta) katsayısı üzerinden analiz edilmiştir, Bu analizden önce finansal piyasaların işleyişine ilişkin olarak literatürde yer alan modeller incelenmiştir. Bu modeller arasında

yer alan ve amprik çalışmada da kullanılan CAPM konusunda yapılan teorik ve amprik çalışmalar özetlenmiş ve daha sonra yukarıdaki ilk iki yöntemde olduğu gibi Avrupa Birliği ve Türkiye'nin iki dönemdeki β (beta) katsayıları üzerinden hisse senedi piyasalarının entegrasyonu ölçülmüştür. Bölümün sonunda Türkiye'nin analiz dönemdeki verileri üzerinden Avrupa Birliğine ye ülkelerin hisse senedi piyasaları ile entegrasyonu incelenmiş ve İMKB'de işlem yapan yabancı yatırımcılara ilişkin tarihsel süreç özetlenmiştir.

Sonuç bölümünde ise, çalışmanın kısa bir zeti ve konunun genel değerlendirmesi yapılarak Türkiye hisse senedi piyasasının Avrupa Birliği ile entegrasyonu konusundaki tespitlere yer verilmiştir.

1. TEORİK ÇERÇEVE

1.1. Genel Açıklama

Bu çalışmada ekonomik ve parasal birlik ile finansal piyasalarda yapılan regülasyonların Avrupa Birliği ve Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna etkisi incelenecektir. Hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun teorik çerçevesinin incelenmesi bu bölümde yer almaktadır. Hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun analizine ekonomik entegrasyonu ile başlanacaktır. Ekonomik entegrasyon, hisse senedi piyasalarının içinde yer aldığı finansal entegrasyonun ana çatısını oluşturduğu için finansal entegrasyondan önce ekonomik entegrasyon kavramı ve süreçleri incelenecektir. Ayrıca; ekonomik entegrasyon türlerinin en kapsamlısı olan parasal birliğe ilişkin teorik çalışmalardan optimum para sahası teorisi yine bu bölümde özetlenecektir. Daha sonra finansal entegrasyon; tanımı, belirleyicileri, faydaları ve maliyetleri konusunda bilgiler verilecektir. Bölümün sonunda ekonomik entegrasyon ile küreselleşme arasındaki ilişki incelenecektir.

1.2. Ekonomik Entegrasyon

Günümüzde ekonomik entegrasyon, belirli bir coğrafyayı paylaşan ülkelerin, pazarlarının, ekonomilerinin, üretim süreçlerinin (ekonomik faaliyetler) bütünleştirilmesidir.¹ Ticareti engelleyici unsurların ortadan kaldırılması yani ticaretin entegrasyonu, ülkelerarası faktör hareketlerine serbestlik kazandırılması; faktör entegrasyonu olup bu iki durumu ekonomik entegrasyon içerisinde toplanabilir. Ekonomik entegrasyon ile birlikte ulusal ekonomi politikalarının uluslararası ilişkileri güçlendirecek şekilde uyumlu hale getirilmesi politika entegrasyonu ve son olarak da bunların birleştirilmesi sonucu oluşan entegrasyon tam entegrasyondur.²

¹ <http://www.ikv.org.tr/sozluk2.php?ID=1093> (Erişim: 29/11/2008)

² Emin Ertürk, **Ekonomik Entegrasyon Teorisi ve Türkiye'nin içinde bulunduğu Entegrasyonlar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1991, s.5.

1.2.1 Ekonomik Entegrasyonun Tanımı

Ekonomik entegrasyonun iktisatçılar tarafından farklı şekillerde tanımlanmıştır. Myrdal, entegrasyonu sosyal ve ekonomik engellerin ortadan kaldırılması olarak tanımlamaktadır. Hartog'a göre entegrasyon, işbirliğinin oldukça ileri bir şekli olan uyumlaşma teriminden kaynaklanmakta ve ekonomik politikanın önemli konuları üzerinde ortak müzakereler yapılmasını ifade etmektedir. Marjolin ise entegrasyonu; büyük bir birlik derecesi yaratan her süreci bütünleşme olarak tanımlamıştır.³

Tinbergen entegrasyonu "Uluslararası ekonominin en uygun yapısının yaratılması, yapay engellerin optimal faaliyetin oluşması için kaldırılması ve tüm birlik veya iş birliği elemanlarının ortaya çıkarılması" olarak tanımlamıştır. Hoffman⁴ ise ekonomik entegrasyonu, malların ülkeler arasında serbest dolaşımını engelleyen miktar kısıtlamalarının, ödemelerin akışına konan parasal engellerin, bütün gümrük ve benzeri tarifelerin ortadan kaldırıldığı tek ve geniş pazarın kurulması olarak tanımlamaktadır. Kindleberger'e⁵ göre ise, ekonomik entegrasyon faktör fiyatlarının eşitliğinin sağlanması ile oluşmaktadır. Kindleberger ayrıca, devletlerin ayrımcı politika izlemediği durumlarda serbest ticaretin faktör fiyat eşitliğini sağlayabileceğini ancak faktörlerin kendilerinin ayrımcı olabileceğini ve bu nedenle faktör fiyatların ülkeler arasındaki tek fiyat ve tek pazar isteğini sağlamada yeterli derecede olmayacağını söylemiştir.⁶

Balassa⁷ ise Kindleberger ve Myrdal tarafından öne sürülen faktör fiyatlarının eşitliği hususunun aksine, gümrük birliği içindeki ticaret engellerin kaldırılmasının, sosyal alanda gelişmeler olmamasına rağmen ekonomik entegrasyona giden yolda önemli bir adım olduğunu ve sosyal entegrasyonun ekonomik entegrasyonun oluşumunun ilk aşamasında gerekli olmadığını belirtmiştir.

³ Bela Balassa, "Towards A Theory of Economic Integration", **Kyklos**, Volume 14, No:1, (Şubat 1961), s. 1-17.

⁴ Stanley Hoffman, "The European Process at Atlantic Cross Purposes", **Journal of Common Market Studies**, Volume 3, No: 2 (Nisan 1965) s. 85-101.

⁵ Peter Robson, **The Economics of International Integration**, 4. edition, USA: Routledge Inc., 1998, s. 114.

⁶ Balassa, s. 5.

⁷ Balassa, s. 10.

Machlup⁸ herhangi bir ülkenin diğer bir ülkeye ticaret ayrımcılığı uygulamadığı durumda tam entegrasyon için gerekli koşulun elde edileceğini ileri sürmektedir. Machlup'a göre entegrasyonun temel ölçütü, benzer mal ve hizmetlerin fiyatlarının eşitliğidir. Bu durum, tüm üretim faktörlerinin ülkeler arasında akışkan olduğu durumlarda, ülke ekonomilerinde mal ve hizmetlerin fiyat eşitliği sağlandığı varsayımı üzerine oluşmuştur.

1.2.2.Ekonomik Entegrasyon Modelleri

Günümüzde, dünyanın pek çok farklı bölgesinde farklı ekonomik entegrasyon modelleri uygulanmaktadır. Balassa başlıca ekonomik entegrasyon modellerini 5 farklı kategoride değerlendirmiştir:⁹

1. Tercihli ticaret anlaşmaları,
2. Serbest ticaret bölgesi,
3. Gümrük birliği,
4. Ortak pazar,
5. Ekonomik ve parasal birlik.

1.2.2.1. Tercihli Ticaret Anlaşmaları

Tercihli ticaret anlaşmaları; iki ve/veya daha fazla ülkenin taraf olduğu ve anlaşmanın tarafı olan ülkelerin tek taraflı ve/veya karşılıklı olarak bazı ticari mallarda gümrük vergilerinde indirim yaptığı anlaşmalardır.

Tercihli ticaret anlaşmaları, son 40 yıldan beri ülkelerin ticaret politikalarında öncelikli olarak ele alınan konulardan bir tanesidir. Avrupa ülkeleri arasında 1957 yılında imzalanan Roma Anlaşması modern olarak hazırlanan ilk tercihli ticaret anlaşmasıdır. Daha

⁸ Orhan Tur, **Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., (Ocak 2000), s. 3.

⁹ Gülay Sakallı, **Optimum Para Sahası Teorisi çerçevesinde Avrupa Para Birliği ve Türkiye** www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/optimum.doc, (Erişim: 12/12/2008), s. 2.

sonraki yıllarda tercihli ticaret anlaşmaları sürekli olarak artarak pek çok ülkenin taraf olduğu sözleşmeler ortaya çıkmıştır. 2004 yılı verilerine göre 174 üye en az bir ticaret anlaşmasına taraf olup, yürürlükte olan anlaşma sayısı 229'dur.¹⁰ 2010 yılında tercihli anlaşma sayısınının 400'ü geçeceği ve bu anlaşmaların dünya ticaretinin sağlıklı bir şekilde işlemesine yardımcı olacağı belirtilmektedir.¹¹

1.2.2.2. Serbest Ticaret Bölgeleri

Serbest ticaret bölgesi, genellikle aynı coğrafi bölge üzerinde bulunan iktisadi sistemleri, piyasa yapıları ve gelişme düzeyleri birbirine benzeyen bir grup ülkenin aralarındaki ticarete gümrük vergileri, tarifeleri, ihracat-ithalat yasakları, miktar kısıtlamaları ve diğer etkili kısıtlamaları kaldırarak ticareti serbestleştirme şeklinde oluşturdukları bir bölgedir.¹²

Serbest ticaret bölgeleri günümüzde genel olarak kıta ülkeleri içerisinde gerçekleştirilen anlaşmalar ile oluşturulmuştur. ASEAN (Güney Asya Serbest Ticaret Bölgesi), AFTZ (Afrika Serbest Ticaret Bölgesi), APTA (Asya Pasifik Serbest Ticaret Bölgesi), CEFTA (Orta Avrupa Serbest Ticaret Anlaşması), LAFTA(Latin Amerika Serbest Ticaret Bölgesi) (Bu ticaret bölgesi 1980 yılında ALADI "Latin Amerikan Birliğine dönüşmüştür.), NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi) ve SAFTA (Güney Asya Serbest Ticaret Bölgesi) başlıca serbest ticaret bölgeleri olarak dünya ticaret piyasasında yer almaktadırlar. Serbest ticaret bölgeleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarını olumlu yönde etkileyerek ekonomik büyümelerine katkıda bulunmaktadırlar. Örneğin NAFTA bölgesinde yer alan Meksika'nın NAFTA'ya katıldıktan sonra dış ticareti ve yabancı sermaye girişi oldukça yükselmiş ve bu durum ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemiştir. İhracatın ve yatırımın Meksika'nın gayri safi milli hasılanın yükselişine katkısı

¹⁰ Denis Medvedev, "Preferential Trade Agreements and Their Role in World Trade", **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 4038, (Ekim 2006), s. 1.

¹¹ Pascal Lamy, "Regional Agreements: The 'Pepper' In The Multilateral 'curry'", **Confederation of Indian Industries Partnership Summit 2007**, Hindistan, http://www.wto.org/english/news_e/sppl_e/sppl53_e.htm, (Erişim tarihi 19/01/2009), s.15.

¹² Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, İstanbul: Güzem Yayıncılık, 2002, s. 755.

3 puana ulaşmıştır. Üretim verimliliği konusunda ise 1980–1993 arası %2 olan ortalama büyüme oranı NAFTA'ya girdikten sonraki dönemde ortalama % 4 olarak gerçekleşmiştir.¹³

1.2.2.3. Gümrük Birliği

Gümrük Birliği tanım olarak; üyelerin kendi aralarındaki ticarete, gümrük vergisi, miktar kısıtlamaları gibi ticareti sınırlayıcı engelleri kaldırıp, birlik dışındaki ülkelere ortak bir tarife uyguladıkları entegrasyondur.¹⁴ Gümrük Birliği serbest ticaret bölgesi oluşumunun sağladığı bütünleşmeyi, birlik üyesi ülkelerin dış ticaret politikası uygulama imkanını sınırlandırmak üzere daha ileri taşımaktadır.

Gümrük birliğinde de serbest ticaret bölgesinde olduğu gibi sadece mal ve hizmet piyasalarında bütünleşme amaçlanmış ve bütünleşmeye katılan ülkeler arasındaki mal ve hizmet akımlarını kısıtlayan gümrük vergileri ve diğer dış ticaret kontrolleri kaldırılmıştır.¹⁵ Bu seviyede, daha ileri düzeyde entegre olmaya sağlayacak olan üretim faktörlerinin ülkeler arası mobilizasyonu ve ekonomi politikalarının uyumlaştırılması süreçleri yer almamaktadır.

Gümrük Birliği teorisinin oluşturulmasına büyük katkıda bulunan Viner; gümrük birliği oluşumunun başarılı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi ön koşulu olarak gümrük gelirlerinin bir merkezde toplanmasını ve gelirlerin önceden belirlenecek kriterlere göre paylaşılmasının gerekli olduğunu öne sürmüştür.¹⁶

Gümrük Birliklerinin tarihteki ilk örneği 1834 yılında Prusya'da gerçekleştirilen Alman Gümrük Birliği (Zollverein)dir. Gümrük Birliklerinin en önemli örneği ise AET'dir. 1957 Roma anlaşmasınının 9. maddesi ile entegrasyonun bir gümrük birliği temeline

¹³ M. Ayhan Köse, Guy M. Meredith ve Christopher M. Towe, "How has NAFTA Affected the Mexican Economy? Review and Evidence", **IMF Working Paper**, No:59, (Nisan, 2004), s. 28.

¹⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul: Turhan Kitapevi, 1999, s. 205.

¹⁵ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 225.

¹⁶ Yusuf Bayraktutan, **Global Ekonomide Bütünleşme Trendleri, Bölgeselleşme ve Küreselleşme**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Eylül 2004, s. 17.

dayandırılacağı ve bu birliğin tüm mallar üzerindeki ticareti kapsayacağı hükme bağlanmıştır.

1.2.2.4. Ortak Pazar

Ortak Pazar; gümrük birliğinde yer alan serbest ticaret ve bölge dışı ülkelere uygulanan ortak gümrük tarifelerinin yanı sıra emek, sermaye ve girişim gibi üretim faktörlerinin de birlik ülkeleri arasında serbestçe dolaşımını sağlayan ve gümrük birliğine göre daha ileri bir aşamayı hedefleyen entegrasyon modelidir. Bu modelde; tarım, rekabet vbz. gibi belli başlı alanlarda ortak politikaların belirlenmesi ve uygulanması da öngörülmektedir.

Ekonomi tarihinde ortak pazar kavramı ilk kez 1956 tarihinde Spaak Raporunda yer almıştır. Avrupa Birliğinin aşamalarında önemli bir yere sahip orta pazar özellikle diğer kıta ülkeleri için örnek teşkil etmiştir. MERCOSUR (Güney Amerika Ortak Pazarı) bu örneklerden bir tanesidir. Brezilya, Arjantin, Paraguay ve Uruguay arasında 1991 yılında Asuncioan anlaşmasıyla kurulan bu ortak pazara 1996 yılında Şili ve Bolivya'da serbest ticaret anlaşması imzalayarak ortak üye statüsüne kavuşmuşlardır.

1.2.2.5. Ekonomik ve Parasal Birlik

Parasal birlik genel olarak bir grup ülkenin ulusal paralarının değerini sabit kurlar üzerinden birbirlerine bağladıkları ve birlik dışındaki ülkelere karşı paralarını serbestçe dalgalandırdıkları bir sistemdir.¹⁷ Parasal birliğe dahil olan ülkelerde mal, hizmet ve faktör hareketlerinde entegrasyonun yanı sıra, ortak para ve ekonomi politikasının oluşturulması ve bunların ülkelerin koordinasyonu çerçevesinde birlik içerisinde üyeler tarafından uygulanması sağlanmıştır.¹⁸

¹⁷ Özgür Tonus, **Avrupa Birliğinde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye**, İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, 2000, s. 2.

¹⁸ Utku Utkulu, "Avrupa Parasal Birliği, Optimum Para Sahası ve Türkiye", **Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri üzerine Ekonomik-Politik Tezler** (Editör İrfan Kalaycı) İstanbul: Beta Yayınevi, 2006, s.223.

Ülkelerin parasal birliğe ulaşabilmeleri için beş temel aşamadan geçmeleri gerekmektedir.

- **Döviz Kuru Birliği:** Üye ülkeler bu aşamada ulusal paralarının gittikçe daralan ve birlik aşamasında ortadan kaybolacak bir bant içerisinde sabit bir parite ile birbirlerine bağlanmasını kabul etmektedirler. Paritenin belirlenmesinde iki yöntem kullanılmaktadır. İlk yöntem; tek bir ülke parasının esas alınmasıdır. İkinci yöntem ise birliği oluşturacak üyelerin yerel paralarından bir sepet oluşturulmasıdır. Bu yöntemlerden tercih edileni ikinci yöntemdir. (örnek ECU). Bu aşamada birlik üyesi ülkeler arasında ortak bir merkez bankası ve/veya ortak olarak kullanılan bir rezerv bulunmadığından bu birlik sınırlı olup Corden tarafından sanal döviz kuru birliği (pseudo exchange-rate union) olarak adlandırılmıştır.¹⁹
- **Ortak Fon Mekanizmasının Oluşturulması:** Parasal birliğin bu aşamasında, birliğe üye ülkeler ödemeler dengesi sorunu yaşayan ülkelere kaynak sağlamak için ortak hareket etmektedirler. Buradaki amaç; ödemeler dengesi açığı olan ülkelerin fon fazlası bulunan ülkelere destek olarak belirlenen bant içinde kalmalarını sağlamaktır. Bu ülkelere yapılan yardımlar mali yardımlar veya döviz kuru müdahaleleri ile gerçekleştirilmektedir. Bu işlemin gerçekleştirilebilmesi için iki şart bulunmaktadır. Bunlardan birincisi birlik üyesi ülkeler arasında tam konvertibilite olması ikincisi ise birlik içerisindeki ülkelere döviz kuru kısıtlaması (sabit döviz kuru uygulaması) ve döviz piyasasının serbest olarak işlemesidir.²⁰
- **Ekonomi politikalarının koordinasyonu:** Birlik içerisinde ekonomi politikalarının ortak bir şekilde belirlenmesi amacıyla hükümetler düzenli aralıklarla toplantıları ve ortak karar alma süreçlerini işletmeleri bir sonraki aşama olan ortak rezerv yönetimi ve tek merkez bankası basamağı için faydalı olmaktadır.²¹

¹⁹ Max Corden, **Inflation, Exchange Rates, and the World Economy: Lectures on International Monetary Economics**, Chicago: University of Chicago Press, 1986, s. 137.

²⁰ Ertürk, s. 121-122.

²¹ Okan Aktan, **Para Birlikleri Kuramı ve Avrupa Para Sistemi**, Ankara: Hacettepe Üniversitesi İİBF Yayınları, No:4, 1983, s. 18.

- **Ortak Merkez Bankası:** Birliğe dahil ülkeler Merkez Bankaları para politikası ile ilgili bütün yetkilerini tek bir merkez bankasına (Avrupa Birliği için Avrupa Merkez Bankası (ECB)) devrederek o merkez bankasının belirlediği program ve direktifler dahilinde hareket etmeye başlayacaklardır. Tek merkez bankasının üye ülkelerin resmi rezervlerini tutma ve yönetme, ödeme sistemlerini etkin bir şekilde işletme, döviz piyasalarına müdahale etme yetkisi bulunmaktadır.²²
- **Ortak Para:** Parasal Birliğin son aşamasında, ortak merkez bankasının tedavüle çıkardığı ortak para, birlik üyesi ülkelerin yerel para birimlerinin yerine geçerek ekonomik hayatta kullanılmaya başlayacaktır. Böylelikle ülkelerin bütçe veya ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek için para basması (senyoraj gelirleri) imkanı ortadan kaldırılmaktadır. Para politikalarının ortak merkez bankası tarafından yürütülmesi, üye ülkelerde uygulanan ekonomi politikalarının uyumlaştırılmasını zorunlu hale getirmektedir.²³

Yukarıda maddeler halinde sıralanan ekonomik entegrasyon modellerinden ekonomik ve parasal birlik modeli; Avrupa Ekonomik Topluluğunun (AET) Avrupa Topluluğuna (AT) dönüşümünün en önemli sebeplerinden bir tanesidir. Avrupa Ekonomik Topluluğunun oluşturan 1957 Roma Anlaşmasında; parasal birliğe ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamasına karşın, politik çevrelerde AET’nde parasal birliğin ileriki dönemlerde oluşacağı hedeflenmiştir. Üye devletler arasında kullanılması öngörülen tek para birimi ve tek para politikasına yönelik teklifler 1961 yılından itibaren yapılmaya başlanmıştır. Lahey Zirvesinde parasal birlik üzerinde tartışmalara başlanmış ve 1980’li yıllardaki Avrupa Para Sisteminin oluşturulmasına olanak sağlanmıştır.²⁴

²² T.C. Merkez Bankası, **Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin Yapısı, Unsurları ve Görevleri**, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/escb.pdf>, (Erişim: 18/12/2008), s.20

²³ Tonus, s. 4

²⁴ Peter Howells, Keith Bain, **The Economics of Money, Banking and Finance**, Third Edition, İngiltere: Pearson Education Limited, 2005, s. 465.

1.2.2.5.1. Ekonomik ve parasal birliğin fayda ve zararları

Ekonomik ve parasal birliğin üye ülkeler açısından fayda veya zararları bulunmaktadır.

Ekonomik birlik ve ortak para kullanılmasının faydaları aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:²⁵

- İşlem maliyetlerinin ortadan kaldırılmasından sağlanan direkt kazançlar,
- İşlem maliyetlerinin ortadan kaldırılmasından sağlanan endirekt kazançlar,
- Ekonomik belirsizliğin azalması sonucu ortaya çıkan refah artışı,
- Döviz Kuru istikrarı ve ekonomik büyümenin sağlanması,
- Bölge ülkeleri arasında ticari işlemlerin yükselmesi,
- Uluslararası bir para biriminin oluşması,
- Ülkelerin ekonomilerini daha açık hale getirmeleri.

Ekonomik birlik ve ortak para kullanılmasının zararları da aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır:²⁶

- Talep şokları karşısında üye ülke ekonomilerinin ayarlama sorunları,
- Üye ülkelerin farklı enflasyon ve işsizlik oranı seçmelerinin yaratacağı eşitsizlik,
- Büyüme hızı yüksek ülkelerde refah kaybının oluşabilmesi,
- Bütçe açıklarının finansmanında kullanılacak yöntemlerin yaratacağı refah kaybı.

²⁵ Paul De Grauwe, “**Economics of Monetary Union**”, Seventh Edition, İngiltere: Oxford University Press, 2007, s. 64-80.

²⁶ Tonus, s. 11-17.

Yukarıda maddeler halinde yer alan fayda ve zararlar; ülkelerin oluşturduğu bölgesel birliklerin in başarıya ulaşması veya başarısızlıkla sonuçlanmasına yol açmaktadır.

1.2.3. Ekonomik Entegrasyona İlişkin Teorik Modeller

Bu bölümde ekonomik entegrasyona ilişkin olarak finans literatüründe yer alan çalışmaların başlıcaları özetlenecektir. İlk olarak ekonomik entegrasyon modellerinden biri olan Gümrük Birliğine ilişkin teorik çalışmalar incelenmiştir. Daha sonra “ikinci en iyi” teorisi ve “kutuplaşma teori”leri analiz edildikten sonra özellikle AB’nin ekonomik entegrasyon konusunda en iyi ve geçerli model olmasını sağlayan Mundell’in Optimum Para Sahası teorisi detaylı olarak analiz edilmiştir.

1.2.3.1. Gümrük Birliği Teorisi

Ekonomik entegrasyon teorisinin ana çıkış noktası; ticari anlaşmalara taraf ülkeler arasında ticaretin serbestleştirilmesinin sağlanması ve taraf olmayan ülkelere bölge ülkeleri tarafından uygulanacak kısıtlamaların belirlenmesidir. Bu çıkış noktası iktisadi hayatta gümrük birliklerinin oluşturulmasını sağlamıştır.

Gümrük Birliğini teorik olarak inceleyen ilk iktisatçı Jacop Viner’dir. Viner, 1950 yılında yayımlanan Gümrük Birliği Meselesi adlı eserinde ekonomik entegrasyonun; entegrasyon sürecine dahil olan ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Viner; gümrük birliğinin statik etkilerini “ticaret yaratıcı” ve “ticaret saptırıcı” olarak iki şekilde incelemiştir. Viner’e göre ticaretin serbestleştirilmesi, birliğe üye ülkeler arasındaki dış ticaret hacmini genişleterek kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır. Bu durum literatürde gümrük birliklerinin ticaret yaratıcı etkisi olarak nitelendirilir. Ticaret yaratıcı etkisi; gümrük birliklerinin dünya refahını artırma konusundaki olumlu yönlerinden bir tanesidir. Ticaret yaratıcı etkinin; yüksek maliyetli ürün üreten ülkenin üretiminin azalması sonucunda ortaya çıkan üretim kazançları ile düşük fiyat sayesinde tüketicinin sağladığı fayda olmak üzere refah artırıcı iki etkisi de bulunmaktadır. Ticaret saptırıcı etki ise, bölge dışına uygulanan ortak kotalar nedeniyle

bölge dışındaki ülkelerin ticaret hacimlerinin düşmesidir. Gümrük birliklerinin kurulmasından sonra bölge dışından yapılan ticaretteki daralmaya “ticareti saptırıcı etki” denmektedir.

Gümrük Birliği teorisindeki uygulamalar; günümüzde ekonomik entegrasyon sürecinde olan bölgesel birliklerin öncelikli olarak uyguladığı ekonomik faaliyetlerdir. Gümrük birlikleri; daha çok birbirlerine yakın olan veya aynı kıta ülkeleri arasında ticaretin daha hızlı ve verimli gerçekleştirilebilmesi için yapılan anlaşmalardır. Pek çok gümrük birliği ekonomik entegrasyonun son aşaması olan ekonomik ve parasal birliğe ulaşmak istemektedir.

Gümrük Birliği içinde olmanın getirdiği avantajlardan yararlanmak için özellikle gelişmekte olan ülkeler birliğe dahil olabilmek için büyük çaba göstermektedirler. Çünkü gümrük birliği dışında kalmanın neticesinde ihraç ettikleri malların yüksek vergiler nedeniyle maliyetlerinin yükselmesi özellikle ihracata dayalı büyüme modelini seçen ülkeler için olumsuz sonuçlar yaratabilmektedir.

1.2.3.2. İkinci En İyi Teorisi

Viner’in gümrük birliği üzerine yaptığı çalışmalarda ürettiği fikirlerden bir tanesi olan “Gümrük Birlikleri serbest ticaret doğrultusunda bir adım olmakla birlikte her zaman dünyanın refahını artırmayabilir” varsayımı üzerine temeli atılan ikinci en iyi teorisi Lipsey ve Lancaster tarafından olgunlaştırılmıştır.²⁷

Dünya refahını en yüksek düzeye çıkaracak olan ekonomi politikası tam rekabetin ve serbest ticaretin bütün dünya ülkeleri arasında gerçekleştirilmesidir. Bu politika “Birinci en iyi olarak adlandırılmaktadır. Ancak tam rekabetin temel varsayımlarından bir tanesi olan fayda maliyet analizinin sonucunun sıfır olması (piyasa fiyatının üreticiler ve tüketiciler için aynı faydaya sahip olması ve bu durumun iki farklı kesim arasında düşünce sapmasına yol açmaması) güncel hayatta hükümet müdahaleleri, üretimde dışa

²⁷ Richard G. Lipsey, Kelvin Lancaster, “The Theory of Second Best”, **The Review of Economic Studies**, Volume 24 No:1, (1956), s. 11-32.

bağımlılıklar ve monopoller gibi nedenleriyle mümkün olamamaktadır.²⁸ Dış ticaret engellerinin tamamen kaldırılmadığı dünya ticaretinde, belirli bölge ülkeleri arasındaki ticaret kısıtlarının kaldırılması dünya refahını artırmaya yetecek bir hamle olmamaktadır. Birinci en iyinin gerçekleştirilemediği durumlarda tam rekabet sapmalarını dengeleyecek yeni unsurların (yeni gümrük tarifeleri vbz.) devreye alınması ikinci en iyi politikaları oluşturmaktadır.

Devletler açısından bu konu incelendiğinde; hükümetlerin serbest piyasa mekanizmalarını engelleyecek herhangi bir müdahalede bulunmamaları **birinci en iyi politikadır**. Bu durumun güncel ekonomik hayatta mümkün olmaması, var olan piyasa zorluklarını dengeleyecek başka müdahaleci önlemlerin alınmasını zorunlu kılmaktadır. Bu politikaların kullanılması **ikinci en iyi politika** olacaktır.

İkinci en iyi teorisi, korumacı politikaların yoğun olarak kullanıldığı bir teori olarak düşünülmemelidir. Zira bu teori bazı durumlarda (üreticinin faydasının tüketicinin faydasının üzerinde olması gibi) ithalata vergi koymanın ülke refahını artıracığı, bazı durumlarda (tüketicinin faydasının üreticinin faydasından yüksek olması) ticaret serbestliğinin ülke yararına olacağını ileri sürmüştür

İkinci en iyi teorisi öncelikle üreticinin faydası ile tüketicinin faydası arasında farklılığa yol açan piyasa aksaklıklarının giderilmesi üzerinde çalışmakta, bunun sağlanamadığı durumlarda ikinci en iyi politikalarının uygulanmasını önermektedir.²⁹

1.2.3.3. Kutuplaşma Teorisi

Ekonomik entegrasyona giren ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyinin farklı olması durumunda kaynakların etkin dağılımı söz konusu olmayabilmektedir. Örneğin farklı gelişmişlik düzeyleri olan ülkelerin ekonomik entegrasyon sürecine girmeleri durumunda, entegrasyonun bir gereği olarak mal ve faktör hareketlerinin serbestleşmesi, bölge ülkeleri arasındaki gelişmişlik düzeyi farklılıklarının daha da artmasına neden

²⁸ Karluk, s. 267.

²⁹ Bayraktutan, s. 50-51.

olabilecektir. Zengin ülkelerin daha zenginleşmesi, az gelişmiş ülkelerin daha yoksullaşmasına yol açan bu durum Myrdal tarafından kutuplaşma teorisi olarak adlandırılmıştır.

Myrdal kutuplaşma teorisi ile 1950.li yıllarda A.B.D.'de beyazlar ve siyahlar arasında kısır döngünün (beyazların üretim faktörlerine ve siyahların düşük hayat standardına sahip olmaları) gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında da oluşabileceğini öne sürmüştür.³⁰

Ekonomik entegrasyon süreçlerinde ekonomik gelişme seviyesi açısından ülkeler arasında önemli ölçüde farkın olmaması durumunda birleşmelerin daha başarılı olacağı yönünde görüşler bulunmaktadır. AB ve EFTA'nın geçmiş süreci bu duruma örnek olarak gösterilebilmektedir.

1.2.3.4. Optimum Para Sahası Teorisi

Optimum para sahası teorisi, 1999 yılında Ekonomik Bilimler Dalında Nobel Ödülü kazanan Robert A. Mundell tarafından 1961 yılında yazılan bir makale ile iktisat literatürüne girmiştir. Mundell³¹ makalesinde optimum para sahasını, “ortak parayı kullanmanın faydalarının zararlarını aştığı bölge” olarak tanımlamaktadır. Mundell'in analizdeki başlangıç noktası bir ülkenin mallarından diğer ülkenin mallarına talep kaymasının yaşanmasıdır. Mundell bu talep kaymasının optimal para sahasında bulunan üyeler arasında olması durumunda talebin kısa dönemde tekrar eski noktasında dengeye geleceğini belirtmiştir. Ancak burada iki önemli husus bulunmaktadır. Bu hususlardan bir tanesi ülkelerdeki ücret esnekliğinin oluşmuş olması ikincisi de emeğin hareketliğinin tam olarak oluşmasıdır.³² Mundell; farklı ulusal paraların ortadan kalkmasının getirdiği

³⁰ Nanako Fujita, “Myrdal's Theory of Cumulative Causation”, **Evolutionary and Institutional Economics Review**, Volume 3(2), (2007), s. 275-283.

³¹ Robert A. Mundell, “Optimum Currency Areas”, **The American Economic Review**, No:51(1961), s. 657-665.

³² De Grauwe, s. 7-8.

avantajlar ile para politikasının bağımsızlığının kaybedilmesi arasındaki tercihi karşılaştırmaktadır.

Mundell esnek kur ile sabit kur sistemleri arasında yapılacak tercihlerin farklı sonuçları olduğunu, iki ülke arasında uygulanacak esnek kur sisteminin oluşabilecek dış dengesizlikleri giderebileceğini, ancak bu durumun bölgesel para birimlerinin kullanılması konusunda olumsuzluk yaratmaması gerektiğini, bölgesel sabit kur sistemi uygulamasının başarılı olabilmesi için para birliğinin uygulandığı bölgede faktör hareketliliğinin oldukça yüksek olması gerektiğini iletmiştir.³³

Mundell, üye ülkeler arasında finansal entegrasyonun ve sermaye hareketliliğinin yüksek olması durumunda, faiz arbitrajı ve ülkeler arası döviz kuru değişimleri nedeniyle (sermaye hareketliliğinin döviz kuru ve faiz oranının duyarlı olması) ekonomilerde istikrarsızlıklar oluşacağını, bu nedenle esnek kur sisteminin uygulanabilmesi için sermaye hareketliliğinin düşük olması gerektiğini (sermaye hareketlerine kısıtlama getirilebilme seçeneği dahil) sermaye hareketlerinin tamamen serbest olması ve finansal entegrasyonun daha yüksek olmasının hedeflenmesi durumunda sabit kur sisteminin daha etkin olacağını belirtmiştir.³⁴

Optimal para teorisinin temelleri atan Mundell'e McKinnon ve Kennen tarafından da önemli katkılar yapılmıştır. McKinnon³⁵, üretim faktörlerinin hareketliliğinin optimal para sahası teorisinin ana çatısını oluşturmadığını, üye ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmasının temel amaç olduğunu, bunu gerçekleştiren bir para alanının optimum sayılacağını, optimum para sahasının sağlanmasının en temel koşulunun ekonominin açıklığı olduğunu ifade etmiştir.

³³ Mundell, s. 657-665.

³⁴ Mundell, s. 657-665.

³⁵ Ronald I. McKinnon, "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, No:53(1963), s. 717-725.

McKinnon,³⁶ fiyat istikrarsızlığı sorunu nedeniyle açık ekonomilerde sabit kur uygulamasının faydasının esnek kur politikasına göre daha fazla olduğunu öne sürmüştür.

Kenen,³⁷ optimum para sahası teorisine ürün çeşitliliği açısından yaklaşmıştır. Kenen, düşük ürün çeşitliliği derecesinin, bir ülkenin bağımsız bir para birimine sahip olması için iyi bir neden olduğunu, ürün çeşitliliğinin fazla olduğu ülkelerde, ihracatta belirli bir paya sahip olan sektöre olan talebin düşmesinin, ürün çeşitliliği az olan bir ülkenin benzer durumda yaşayabileceği olumsuz etkinin derecesine göre oldukça düşük olduğunu öne sürmüştür. Ayrıca; çeşitlendirilmiş bir üretim yapısına sahip ülkelerin sabit kurlarla dış ticaretlerini sürdürebileceklerini ancak az gelişmiş ülkelerin ürün çeşitliliğinin az olması ve gelişmiş politik araçlara sahip olamamaları nedeniyle döviz kurlarında daha fazla değişimlere ihtiyaç duyacağını belirtmiştir.³⁸

Ingram³⁹ ise sermayenin hareketliliğinin optimum para sahası için daha önemli olduğunu; sermaye hareketlerinin ödemeler dengesindeki açıkları gidermede önemli bir rol üstleneceğini belirtmiştir. Ingram; faiz oranlarındaki küçük bir değişimin ülkeler arasında yeterli derecede bir sermaye hareketini uyarak döviz kurlarında herhangi bir değişmeye gerek duyulmadan dış dengeyi sağlayabileceğini böylelikle o bölgede esnek kur sisteminin uygulanmasına gerek olmayacağını ileri sürmüştür.

Corden, Ingram'ın önerisinin kısa vadeli bir çözüm olduğunu, bankaların hükümetin ve firmaların daha fazla gelir getirici yatırımlar yerine başka bir ülkenin dış ticaret açığının kapatılması için ilgili ülkeye borç vermeyeceğini belirtmiştir.⁴⁰

Fleming⁴¹, para sahası içerisinde ülkelerde enflasyonun düşük ve birbirlerine yakın seyretmesinin ülkelerin birbirleriyle olan ticaret ilişkisini genel olarak istikrarlı olmasını

³⁶ McKinnon, s. 717-725

³⁷ P.B.Kenen, "The Optimum Currency Area: An Eclectic View", **Monetary Problems of the International Economy** (edited R.A. Mundell and A. Swoboda), Chicago: University of Chicago Press, 1969, s. 4160.

³⁸ Kenen, s. 4162.

³⁹ Ian Maes, "Optimum Currency Area Theory and European Monetary Integration", **Tijdschrift voor Economie en Management**, Volume XXXVII, No: 2, (1992), s. 139.

⁴⁰ Warner M. Corden, "**Monetary Integration**" **Essays in International Finance**, USA: Princeton University, 1972, s. 25.

sağladığını söylemiştir. Fleming'e göre bu durum cari işlemler dengesinde eşitliği sağlayarak ülkelerin nominal döviz kuru ayarlamaları yapma ihtiyaçlarını azaltmaktadır. Fleming, para sahasında bulunan ülkeler arasında döviz kurlarını sabitleştirmenin ekonomide dengesizliklere yol açabileceğini ve bu durumun bölgenin toplam enflasyon işsizlik ilişkisinin kötüleşireceği görüşünü savunmaktadır.

Willett ve Tower⁴² optimum para sahasının oluşturulmasında ülkelerin politikacılarının enflasyon, büyüme ve işsizlik oranları karşısındaki tutumlarında bir uyum olmasının çok önemli olduğunu söylemişlerdir. Üye ülkelerin özellikle enflasyon ve işsizlik oranı konusunda tutumlarının makul bir şekilde uyum içerisinde olması ve politikacıların bu iki amaç karşısında dengeyi bulabilme yeteneğini sahip olmaları gerektiğini Willett ve Tower tarafından belirtilmiştir.

Mintz,⁴³ bölge ülkelerinin özellikle ortak para birimine geçişte politikacılara büyük bir görev düştüğünü, ekonomik entegrasyonun en önemli kriterlerinden bir tanesi olan ortak para biriminin siyaset tarafından kabul edildikten sonra piyasalara arz edilebileceğini belirtmiştir.

De Grauwe⁴⁴ güncel gelişmeler ışığında optimum para sahası teorisinin bazı bölümlerinin geliştirilmesini önermiştir. Para birliğinin maliyeti geliştirilmesi gereken bölümlerden bir tanesidir. Geleneksel teori ülkelerin para birliğine katılmalarının düşük bir maliyet ile gerçekleşebileceği konusunda kötümserdir. Ancak Avrupa Para Birliğinin gelişimi incelendiğinde; para birliğinin önündeki engellerin kaldırılmasının para sahası oluşum maliyetlerini azalttığı görülmektedir.

⁴¹ J. Marcus Fleming, "On Exchange Rate Unification", **The Economic Journal**, Volume 81, (1971), s. 467-488.

⁴² Thomas Willett ve Edward Tower, "Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility", **Review of World Economics**, Volume 105 (1) (Eylül, 1970), s. 48-65.

⁴³ Francesco Paolo Mongelli, "New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us" **European Central Bank Working Paper Series**, (Nisan, 2002), s. 10.

⁴⁴ De Grauwe, s. 58.

De Grauwe⁴⁵ geleneksel teoriye yaptığı eleştirilere rağmen, para sahaları teorisinin hala geçerli bir teori olduğunu; para birliği içinde bulunan ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunduğunu ve birlik içine girince bu farklılıkların hemen ortadan kalkmayacağını, ulus devletlerin birlik içerisinde bazı özelliklerini koruyabileceklerini, özellikle iş gücü piyasalarının yerel özellikleri bulunduğunu belirtmiştir. De Grauwe, para birliğinin ülkeler için en önemli maliyeti yerel piyasalarda ayarlama yapabilecekleri para ve döviz kuru politikalarını oluşturma yetkilerinin ellerinden alınmasıdır. Avrupa Para Birliğine 01.01.1999 tarihinde giren ülkeler bu riski toplu olarak almışlardır. Bu durum geleneksel optimum para sahası teorisinin bütün dünyadaki devletler için (bir para birliği içerisinde olan veya bir para birliği sistemine dahil olmak isteyen) geçerliliğini korumaktadır.

Optimum para teorisi; finansal piyasaların entegrasyonunun sağlanması konusunda oldukça önemli katkı yaratmıştır. Özellikle faktörlerin bölge ülkeleri arasında serbest bir şekilde hareket etmesinin, bu ülkelerin sermaye piyasalarının etkin olarak çalışmasını sağlayacağı düşünülmektedir.

Optimum saha teorisi, Avrupa Para Birliğinin oluşturulmasında, Avrupalı politika yapıcılar tarafından referans alınmıştır. Ancak teorisinin oluşturulduğu dönemde dünyada uygulanan Bretton Woods sisteminin 1970.li yıllarda çökmesi neticesinde teoride yer alan sabit kur esnek kur ikilemi bazı açılardan geçersiz hale gelmiştir. Mundell'in iş gücü hareketliliğinin sermaye hareketliliğinden daha önemli olduğu konusunda yaptığı çıkarımların ise, küreselleşme ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması gibi nedenlerle günümüzde uygulanabilmesi zorlaşmıştır.

Ekonomik entegrasyon modellerinin en kapsamlısı olan ve özellikle de Avrupa Birliğinin oluşumunda önemli rol oynayan ekonomik ve parasal birlik, diğer bölgesel birliklerin de hedefinde olan bir iktisadi yapıdır. Bu kapsamda bölgesel birlikler, ekonomik ve parasal birliğe ulaşabilmek için birlik üyesi ülkelerde uygulanacak olan ortak kuralları

⁴⁵ De Grauwe, s. 59.

belirlemeye çalışmaktadırlar. Ekonomik entegrasyonun başarıya ulaşması için en önemli etkenlerden bir tanesi birlik üyesi ülkelerin finansal piyasalarının birbirleriyle entegrasyonunun sağlanmasıdır. Ülkelerin entegrasyona dahil olmalarının en önemli sebeplerinden bir tanesi ekonomilerinin sürdürülebilir büyümesini sağlayacak kaynakların entegre olmuş finansal piyasalardan sağlanmasıdır.

1.3. Finansal Entegrasyon

Yukarıdaki bölümde ekonomik entegrasyon kavramı teorik açıdan incelenmiştir. Ekonomik entegrasyonun en gelişmiş modeli olan parasal birliğin en önemli bileşenlerinden bir tanesi finansal entegrasyondur. Finansal entegrasyon ekonomik entegrasyondan sonra bu bölümde incelenecektir. Finansal entegrasyonun incelenmesindeki ana amaç; tezin ana konusu olan hisse senedi piyasalarının entegrasyonunu kavramsal olarak daha iyi irdelemektir.

Bu bölümde finansal entegrasyonun; tanımı, belirleyicileri, fayda ve maliyetleri incelenecektir.

1.3.1. Finansal Entegrasyonun Tanımı

Lemmen⁴⁶, finansal entegrasyonu, sermayenin herhangi bir kontrol veya engel olmadan serbestçe dolaşımı ile finansal varlıkların birbirleriyle ikamesinin (yabancı ve yerli finansal varlıkların herhangi bir sınırlama olmadan alınıp satılması) derecesi olarak tanımlanmıştır.

Avrupa Merkez Bankasının finansal entegrasyon tanımı ise entegre olmuş finansal piyasaya göre yapılmıştır. Buna göre entegre olmuş bir finansal piyasada;⁴⁷

⁴⁶ Jan Lemmen, **Integrating Financial Markets in the European Union**, İngiltere: Edward Elgar Publishing Lmt, 1998, s. 6.

⁴⁷ Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova, Monnet Cyril, “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, **European Central Bank Occasional Paper Series**, Almanya, (2004), s. 6.

- a) Bütün piyasa katılımcıları piyasalarda işlem yapmak için tek bir piyasa kuralları setine tabidirler.
- b) Bütün katılımcılar, finansal enstrümanlara ve hizmetlere ulaşmada eşit haklara sahiptirler.
- c) Piyasada işlem yapmak istediklerinde eşit bir şekilde muamele görecektirler.

Yukarıdaki tanımlamaların en önemli noktası sermayenin serbest dolaşımının finansal entegrasyon içindeki ülkelerde herhangi bir izne tabi tutulmaması ve finansal varlıkların ekonomik birlik içerisinde herhangi bir sınırlamaya tabi olmadan alım satımına konu edilebilmesidir.

Finansal entegrasyon tanımı için kullanılan kavramlardan bir tanesi de “Tek Fiyat Yasası”dır (Law of one price). Tek fiyat yasasına göre benzer derecede risk ve getiriye sahip olan finansal varlıkların fiyatı, işlem maliyetlerinin eşit olduğu varsayımı altında, işlem gördüğü piyasalara bağlı olmaksızın aynı olmalıdır. Tek fiyat yasası finansal entegrasyonun borsalarda kote olan ve/veya ihraç edilen menkul kıymetler üzerinde kantitatif olarak ölçülmesini sağlamaktadır.⁴⁸

1.3.2. Finansal Entegrasyonun Belirleyicileri

Finansal entegrasyonun yukarıdaki tanımlarından iki önemli belirleyici kavramın ön plana çıktığı görülmektedir. Bu kavramlar; sermayenin serbest dolaşımı ve finansal varlıkların serbestçe alım satımına konu olmasıdır. Kasman ve Pigott⁴⁹ ülkeler arasında finansal entegrasyonun belirleyicisi olan bu iki kavramı etkileyen bazı faktörlerin olduğunu öne sürmüşlerdir.

⁴⁸ Baele ve diğerleri, s. 5.

⁴⁹ B. Kasman, J. Pigott, “Interest Rate Divergences among the Major Industrial Nations”, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of New York, (1998), s. 28-44.

Kasman ve Pigott,⁵⁰ sermayenin serbest dolaşımını etkileyen faktörleri; finansal piyasalardaki işlem maliyetleri ve ülkelerin yabancı sermayeye uyguladığı kontroller olarak; finansal varlıkların alım satımını etkileyen faktörleri ise; finansal varlığın riski, politik riskler, döviz riski ve satın alma gücü riski olarak sıralamışlardır.

Bu kavramlar aşağıda kısaca özetlenmiştir.

1.3.2.1. İşlem Maliyetleri

Farklı finansal piyasalarda gerçekleştirilen alım satım işlemlerinin işlem maliyetleri, işlemlerin değişik para birimleri cinsinden yapılması ve işlemi yapabilmek için katlanılan zaman ve bilgi maliyetleri nedeniyle farklılık göstermektedir. İşlem maliyetleri nedeniyle yatırımcılar sınır ötesi ülkelerde yatırım yapmaktan kaçınmaktadır. İşlem maliyetlerine ilaveten hem dil farklılığı hem de finansal raporlama farklılıkları da yatırımcıların yabancı ülkelere kaynak aktarımı konusunda daha temkinli davranmalarına neden olmaktadır.

İşlem maliyetleri yatırımcıların karar alma süreçlerini etkileyen unsurlardan bir tanesidir. Clinton,⁵¹ Avrupa finans piyasalarında işlem maliyetlerini Kasım 1985 ile Mayıs 1986 dönemi arasında yıllık 0.025 frank ile 0.039 frank arasında hesaplamıştır. Clinton, işlem maliyetlerinin faiz oranı paritesine yakın özel bir bant içinde gerçekleştiğini ve bu bantların birbirine çok yakın olduğunu, bant dışına çıkışın oldukça seyrek olduğunu belirtmiştir. İşlem maliyetleri özellikle küçük piyasalarda yatırım kararlarını etkilemekte olup, bu durum finansal piyasaların entegrasyonuna engel teşkil etmektedir.⁵²

1.3.2.2. Sermaye Kontrolleri

Ülkeler arasında sermaye kontrollerinin olması sermayenin finansal piyasalar arasındaki serbestçe dolaşımını engelleyerek faiz oranı farklılıklarını arttırmaktadır. Sermaye

⁵⁰ Lemmen, s.13.

⁵¹ Kevin Clinton, "Transactions Costs and Covered Interest Arbitrage: Theory and Evidence", **Journal Of Political Economy** Volume:96, (1988), s. 357-370.

⁵² Bartram ve diğerleri, s. 40.

kontrolleri en geniş tanımı ile içeriye ve dışarıya yönelik sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasıdır. Sermaye kontrolleri; döviz kuru ve döviz kuru rejimi üzerinde bulunan kontroller, vergiler üzerindeki kontroller, yatırım ve krediler üzerinde bulunan kontroller ve ithalat ve ihracat üzerindeki kontroller olarak sınıflandırılabilir.⁵³

Devletler yukarıda sınıflandırılan kontrollerden bir veya bir kaçını kullanarak sermaye hareketlerinin hacmini ve yönünü değiştirebilmektedir. Finansal piyasalar açısından sermaye kontrolleri, yerli yatırımcıların yabancı ülkelerin finansal varlıklarını satın alamaması ve aynı şekilde yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkenin finansal varlıklarını edinmemesi olarak ortaya çıkmaktadır. Ülkeler finansal piyasalardaki bu sınırlamaları döviz kurunu güçlü veya gevşek bırakmak suretiyle de gerçekleştirmektedir. Örneğin Almanya, İsviçre ve Japonya yabancıların yerli finansal varlık almalarına engelleyerek para birimlerinin değerinin yükselmesini önlemektedir. Sermaye kontrolleri, yerli ve yabancı yatırımcıların satın aldıkları finansal varlıklardan elde edilen getirinin vergilendirilmesi durumunda da ortaya çıkmaktadır.⁵⁴

Cooper ve Kaplanis'e göre uluslararası portföy yatırımlarının önündeki bariyerler (yabancı menkul kıymetler üzerindeki vergiler ve sahiplik kısıtlaması vbz.) piyasa entegrasyonunu engellemektedir.⁵⁵ Bundan dolayı kısmi entegre piyasalarda yatırımcılar uluslararası dağılımının yararları yerine ülkelerinin menkul kıymetlerine yatırım yapmaktadırlar. Çünkü uluslararası piyasalardan elde edilen getiriler işlem ve/veya diğer maliyetleri karşılayamamaktadır.

1.3.2.3. Finansal Varlıkların Riskleri

Finansal varlıkların risklerinden başlıcaları temerrüt ve likidite riskleridir. Temerrüt riski; finansal varlığı ihraç eden kurumun ödeme güçlüğü içerisine girmesi

⁵³ Hasan Vergil, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerindeki Etkileri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (3), 2002/1, s. 20.

⁵⁴ Lemmen, s.11.

⁵⁵ Ian Cooper, Evi Kaplanis, "Partially Segmented Capital Markets and International Capital Budgeting", **Journal of International Money and Finance**, Volume 19 (3), (2000), s. 311.

neticesinde finansal varlıktan kaynaklanan yükümlülüğünü yerine getirmemesidir. Likidite riski ise, finansal varlığın işlem gördüğü organize piyasalarda hızlı bir şekilde alım satımının yapılamamasıdır. Bunların yanı sıra finansal varlık vergilendirilme durumu, Merkez Bankası tarafından iskonto edilebilme imkanı, zorunlu karşılıkların hesaplanmasında değerli bir kağıt olma durumuna göre de ayrıma tabi tutulabilmektedir. Finansal piyasalarda işlemlerin tek bir para birimi cinsinden olması ve sermaye piyasalarının entegrasyonu finansal varlıkların risklerini benzer seviyelere indirmiştir. Ayrıca piyasaların rekabetçi olması, entegrasyonu hızlandırmıştır.

1.3.2.4. Politik Riskler

Yatırımcıların yabancı ülke finansal varlıklarına yatırım yaptığı durumlarda dikkate almaları gereken risklerden bir tanesi de politik risklerdir. Politik ve iflas riski; yerel hükümet otoritesinin yabancı yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymetlere getirebilecekleri ilave vergiler, sermaye kontrolleri veya diğer yasal düzenlemelerle birlikte artış göstermektedir. Bu tedbirler yerli yatırımcıların yurtdışına yaptıkları finansal yatırımlar için de uygulanabilmektedir. Politik riskler, döviz kuru paritesini dengelemek için hükümetler tarafından alınan faiz oranı kararlarında da kendisini göstermektedir.

1.3.2.5. Döviz Riski

Günümüzde finansal varlıkların gerçek piyasa değeri konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Örneğin forward döviz kurlarının kısa dönemde spot kurların düşeceğini gösterdiği durumlarda; piyasa katılımcılarının döviz kurunun değişmesinden dolayı yüksek gelir beklentisi, döviz cinsinden varlıkların getirilerinin riskli olmasına yol açmaktadır. Riske karşı duyarlı yatırımcılar karşı karşıya oldukları bu riskin telafi edilmesini istemektedir. Döviz kurundaki beklentiler farklı para cinsinden olan finansal enstrümanlar arasında ikame edilebilirlik durumu artırmaktadır. Yerli paranın sistematik riski, bütün yabancı yatırımcılar için ortak risk olup, dağıtılabilmek ihtimali bulunmamaktadır.

Adler ve Dumas,⁵⁶ iki ülke arasında satınalma gücü paritesine dayalı bir döviz kuru belirlenmediği durumda, döviz fiyatlarının ülkelerdeki tüketim maliyetini etkileyeceğini, bu durumun ayrıca yabancı yatırımcıların sahip oldukları finansal varlıkların fiyatlarını etkileyeceğini belirtmiş olup, yukarıda sayılan nedenler ile uluslararası finansal varlıkların fiyatlanması modellerinde döviz kuru riskinin sistematik bir risk olarak dikkate alındığını belirtmişlerdir. Ancak entegrasyonun belirleyicileri olan döviz riskinin ortadan kaldırılması finansal piyasalarda tam entegrasyonun sağlanmasına yetmemektedir.

Vo ve Daly⁵⁷, döviz kuru ve sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılmasının yabancı yatırımcıların diğer ülkelerde hisse senedi piyasalarında işlem yapabilmesi için yeterli olmadığını, piyasaların liberalizasyonunun gerçekleştirilmesi durumunda entegrasyonun sağlanabileceğini iletmışlerdir. Yatırımcıların uzun dönemde döviz kuru riskini bertaraf edebilecekleri bir getiri beklentisi içinde olmaları durumunda portföylerinde yabancı para cinsinden menkul kıymet bulundurabilme tercihleri olabilmektedir.⁵⁸

1.3.2.6. Satınalma Riski

İki ülke arasında getiri farklılıklarının en son faktörü iki ülkenin enflasyon oranları konusundaki beklentilerdir. Enflasyon farklılıkları; finansal varlıkların ikame edilebilmesine yol açmaktadır. Avrupa birliğinde ülkelerin büyük bir bölümü bu satın alma riskini azaltmak için enflasyonla mücadele etmektedir. Kısa dönemli faiz oranlarının farklılaşması, uzun dönemde enflasyon ve faiz oranlarını birbirine yakınlaştırmaktadır. Bu durum finansal entegrasyonun kısa dönemli faiz oranlarındaki etkisinin ölçülmesini zorlaştırmaktadır. Kısa vadeli nominal faiz oranlarının yüksekliği Avrupa Birliğinde döviz kurlarının düzeltilmesinde kullanılan bir politika aracıdır.

⁵⁶ Martin Adler, Bernard Dumas, "International portfolio selection and corporation finance a syntesis, **Journal of Finance**, Volume 38, 1983, s. 932.

⁵⁷ Xuan Vinh Vo ve Kevin James Daly, "European Equity Market Integration-Implications for US Investors," **Research in International Business and Finance**, Volume 19, Issue 1, (Mart 2005), s. 166.

⁵⁸ Lemmen, s.16.

1.3.2.7. Tüketici Davranışları

Tüketici davranışları finansal entegrasyonun belirleyicilerinden bir tanesidir. Üye ülkelerin tüketici davranışlarının birbirlerine yakınlaşması ortak politikaların üretilmesinde kolaylıklar sağlayacaklardır.

Tüketim davranışlarını finansal entegrasyonun ölçümünde kullanan ilk akademisyen Obstfeld'tir. Obstfeld⁵⁹ yıllar arasındaki optimal tüketimi ve tüketici/yatırımcının yatırımlarını incelemiş ve tüketim harcamalarının ekonomik büyüme ile pozitif ilişkisi olduğunu ve bu durumun finansal piyasaların etkinliğinin ve sermayenin serbestçe hareket etmesinin bir sonucu olduğunu öne sürmüştür.

Brennan ve Solnik⁶⁰ göre; sermaye hareketleri uluslararası tüketim riskinin paylaşılmasıyla birlikte ülkelerin tüketimlerini zaman içerisinde düzeltmelerini sağlamaktadır. Bu düzeltmeler, yurt içi üretimdeki kısa dönemli düşüşler veya yurtdışı yatırımların artışını finansal varlık ihraç ederek finanse etme yoluyla yapılmaktadır. Bu durum tüketicilerin uluslararası piyasalarda dağılmış portföy oluşturmalarını sağlamaktadır.

Bayoumi ve McDonald'a⁶¹ göre ise ülkelerin sermaye hareketlerini serbest bırakması, sermaye piyasalarının yatırımlar için kullanılan kaynakları daha etkin dağıtmasını ve tüketimin zaman içinde dağılımının daha iyi yapılması sağlamaktadır. Bayoumi ve McDonald tüketimin ekonomik aktivitenin en önemli amacı olduğunu ve finansal entegrasyonun ekonomik refaha yaptığı katkının incelenmesinin tasarruf yatırım ilişkisi ile faiz oranı karşılaştırmaları yerine tüketimin analiz edilmesi ile yapılmasının daha faydalı olacağını öne sürmüşlerdir.⁶²

⁵⁹ Maurice Obstfeld, "Capital Mobility in the World Economy. Theory ve Measurement", **NBER Working Paper Series**, No: 1692, (Ağustos 2005), s. 16.

⁶⁰ Micheal J. Brennan, Bruno Solnik, International Risk Sharing and Capital Mobility, **Journal of International Money and Finance**, Volume 8, (1989), s. 360.

⁶¹ Tamim A. Bayoumi, Ronald MacDonald, "Consumption, Income And International Capital Market Integration", **CEPR Discussion Paper** No: 1028, (Ekim 1994), s. 1.

⁶² Bayoumi ve MacDonald, s. 6.

Lemmen ve Eijffinger Euler testinde tüketici davranışlarını kullanarak Avrupa Birliğindeki finansal entegrasyonu ölçmüşlerdir.⁶³ Test sonuçlarına göre, Yunanistan ve Portekiz düşük, Avusturya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, İrlanda, İtalya, İspanya ve İsveç orta ve Belçika, Almanya, Hollanda ve İngiltere. yüksek entegrasyon derecesine sahip oldukları saptanmıştır.

Lemmen ve Eijffinger, ülkeler arası sermaye hareketliliğinin uluslararası risk paylaşımını geliştirdiğini, tüketimi düzelttiğini ve risk çeşitlendirmesini sağladığını, ancak vergilerin ve sermaye piyasalarındaki engellerin Avrupa Birliğindeki finansal entegrasyonu engelleyen önemli bariyer olduğunu öne sürmüşlerdir.⁶⁴

1.3.3. Finansal Entegrasyonun Faydaları

Yukarıdaki bölümlerde finansal entegrasyonun tanımı ve belirleyicileri özetlenmiştir. Bu bölümde ise finansal entegrasyonun yararları maddeler halinde açıklanacaktır.

1.3.3.1. Riskin Paylaşımı

Finansal entegrasyon, riskin paylaşılması ve tüketimin kolaylaştırılması konusunda yatırımcılara ve fon talep edenlere ilave imkanlar sunmaktadır. Finansal entegrasyon neticesinde finansal varlık sepetinde yer alan enstrümanların artması ve bu enstrümanların ülkelerarası sahiplerinin olması, portföylerin dağılımını ve ülkeler arası riskin paylaşılmasını sağlamaktadır. Ancak Adjaouté ve Danthine⁶⁵ yaptıkları çalışmada, euro bölgesi ülkelerinde tüketimin büyüme hızının gayri safi milli hasıla büyüme oranıyla korelasyonunun oldukça az olduğunu bu nedenle risk paylaşım olanaklarının tam olarak faydalanmanın imkansız olduğunu belirtmişlerdir. Bu sonuca göre yatırımcılar, yatırım

⁶³ Jan J.G. Lemmen, Sylvester C. W. Eijffinger, "Financial Integration in Europe: Evidence from Euler Equation Tests", **Department of Economics and Center Tilburg University Working Paper**, No: 3088, (Nisan 2005), <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=3088>, (Erişim: 05/08/2008), s. 1-27.

⁶⁴ Lemmen ve Eijffinger, s. 18.

⁶⁵ Kpate Adjaouté, Jean-Pierre Danthine, "European Financial Integration and Equity Returns: A theory based Assessment", **FAME Research Paper Series**, (Ocak 2003), s. 56.

tercihlerinde kullanılacak finansal varlık sepetinin büyüklüğü ve çeşitliliğini sağlamak suretiyle portföy getirisini artırabilecektir.

1.3.3.2.Sermayenin Daha Etkin Dağılımı

Finansal entegrasyonun genişlemesinin sermayenin daha etkin dağılımını sağlayacağı genel kabul görmüş bir görüştür. Alım satım işlemlerinin, netleştirmenin ve takasın önündeki engellerin kaldırılması firmaların en etkin işlem platformunu seçmelerini sağlayacaktır. Ayrıca yatırımcıların kaynaklarını en verimli şekilde kullanmaları da gerçekleşecektir.⁶⁶

1.3.3.3. Ekonomik Büyüme

Finansal entegrasyonun en önemli yararlarından birisi de sermayenin etkin dağılımının neticesinde oluşacak ekstra ekonomik büyümedir. Finansal piyasaların entegrasyonunun, ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının faydalarından da yararlanmak suretiyle arttırması ve makro ekonomik volatilitiyi düşürmesi beklenmektedir.

Giannetti⁶⁷, entegrasyonun az gelişmiş bölge ülkelerinde rekabeti arttırdığını; bu durumun aracılık maliyetlerinin düşüşünü ve finansal sistemin etkinliğinin gelişimini sağladığını; bu ülkelerin finansal piyasalarının çekici kıldığını ve yerel ve yabancı firmaların piyasaya girişlerini arttırdığını söylemiştir. Piyasalara yeni katılımcıların eklenmesi finansal sistemlerin gelişimini sağlamaktadır.

Obstfeld,⁶⁸ finansal entegrasyonun, ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının da faydalarından yararlanmak suretiyle arttırdığını ve bu durumun makro ekonomik volatilitiyi düşürdüğünü öne sürmüştür.

⁶⁶ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, (Kasım 2002), s. 9.

⁶⁷ Mariassunta Giannetti, "The Effects of Integration on Regional Disparities: Convergence, Divergence or Both?", **European Economic Review**, Volume.46, Sayı :3, (Mart 2002), s. 539-567.

⁶⁸ Maurice Obstfeld, "How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests", **NBER Working Paper Series**, No:2075, (1989), s. 23.

Markusen ve Venables⁶⁹ göre, doğrudan yabancı sermaye ile birlikte mal ve faktör piyasalarındaki rekabetin artması; firmaların karlarını azaltmasına rağmen, rekabetin hammadde arz eden endüstrilerde de yükselmesi sonucunda ürün maliyetlerini düşürecektir. Bu durum firmaların karlarının yeniden yükselmesini ve yerli yatırımcıların yatırım yapma isteklerinin artmasını sağlamaktadır.

Pagano⁷⁰, finansal entegrasyonun temel olarak ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının faydalarından da yararlanmak suretiyle artıracığını ve makro ekonomik volatilitiyi düşüreceğini ileri sürmüştür.

1.3.3.4. Piyasalar ve Finansal Aracılar Arası Rekabet

Piyasalar arası rekabetin artması veya alternatif piyasaların faaliyete geçmesi kotasyon ve işlem maliyetlerini azaltacaktır. Yeni teknolojilerin finansal işlemlerde kullanılması ve bu durumun işlemlerin hızlı ve daha az maliyetli olarak gerçekleşmesini sağlaması, piyasalardaki rekabetçi baskısının neticesidir. Aynı şekilde aracı kuruluşlar arası rekabet; alım satım komisyonlarının ve işlem maliyetlerinin azaltıcı etkisinin yanı sıra, yenilikler ve yeni enstrümanların ortaya çıkarılmasını ve böylelikle enstrüman çeşitliliğinin oluşmasını sağlayacaktır.⁷¹ Böylelikle yatırımcılar gelir seviyelerini artırıcı ürünlere piyasalarda daha rahat yatırım yapma imkanına sahip olacaktır

1.3.3.5. Finansal Aracılık Hizmetlerinin Çeşitlenmesi

Firmaların; bütün Avrupa Birliği ülkelerindeki piyasalarda yer alarak finansman ihtiyaçlarını daha kolay karşılaması bankaları piyasaların rekabetçi baskısı nedeniyle firmalara kullandırdıkları kredilerin faiz oranlarını ve krediye bağlı komisyonlarını azaltmaya zorlamaktadır.

⁶⁹ James R. Markusen ve Antony J. Venables, "Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development", **European Economic Review**, Volume 43, (Şubat 1999), s. 335-356.

⁷⁰ Pagano, s. 25.

⁷¹ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. 8.

Finansal aracların, gelir elde etmek amacıyla, hisse senedi piyasalarında özellikle ilk halka arz işlemlerinde üstlendikleri underwriter anlaşmaları (şirketin ilk halka arzı sırasında piyasadaki fiyatının belirli bir düzeyde kalması amacıyla finansal araclarla yaptıkları anlaşmalar) yatırımcıların ilk halka arz edilen hisse senedinin fiyat belirsizliği nedeniyle oluşan kaygıları giderecektir.

1.3.3.6. İşlem Maliyetlerinin Azaltılması

Borsa ve aracı kuruluşların; ölçek ekonomisi ile birlikte işlem başına maliyetlerinin azalması ve diğer Avrupa Birliği ülkelerinde faaliyet gösteren aracı kuruluşların yerel finansal piyasalarda faaliyet göstermesi ile birlikte karlarında bazı azalmaları yaşanacaktır. Bu kurumlar karlarındaki azalmayı finansal piyasaların genişlemesi ile birlikte oluşacak olan işlem hacmi artışları ile karşılamayı düşünmektedirler.

Domowitz ve dięerleri⁷² üç taraflı denklemler ile işlem maliyetlerinin piyasa likiditesine ve getiri oranlarına etkisini incelemişlerdir. Analizde, 42 ülkenin iki yıllık verileri ışığında maliyet, likidite ve oynaklık arasındaki ilişki incelenmiş, işlem maliyetlerinin düşürülmesinin, piyasanın likiditesini artıracak ve bu durumun işlem hacmini artıracak saptanmıştır. Ayrıca piyasa kapitalizasyonunun işlem maliyetlerini düşürmede önemli rol oynadığı belirtilmiştir.

1.3.3.7. Finansal Piyasalardaki Enstrümanların Fiyatlarının Şeffaflaşması

Finansal araçların fiyatları bilgi havuzunda oluşan bütün bilgilerden etkilenmektedir. Firmaların finansal tablolara ve diğer verilere herkesin ulaşabilmesi ve bilgilerin şeffaf olması neticesinde firmanın piyasa fiyatı bu bilgilerden direkt olarak etkilenmektedir. Firmaların bütün hareketleri piyasadaki pek çok yatırımcı tarafından takip edilmektedir. Yatırımcıların bilgiye daha rahat ulaşması yatırımlarından bekledikleri risk primini azalmaktadır ve bu durum şirketlerin borçlanma maliyetlerini indirmektedir.

⁷² Ian Domowitz, Jack Glen ve Ananth Madhavan, "Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", **William Davidson Institute Working Paper**, No:322, ABD, (Mart 2000), s. 6.

1.3.3.8. Kamu Sektörünün Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Azaltılması

Bazı Avrupa Birliği ülkelerinde, kamu sektörü, özel sektöre karşı finansal kaynaklardan yararlanma alanında kendisine üstünlükler sağlamak için bazı düzenlemeler yapmıştır. Örneğin kamu sektörü borçlanma araçlarının elde edilen faiz gelirlerinin vergiden muaf olması gibi ayrıcalıklar yatırımcıların özel sektör borçlanma araçları yerine kamuya yatırım yapmalarına neden olacaktır. Entegre olmuş finans piyasalarda kamu sektörünün bu statüsü tamamen ortadan kalkmasa bile zayıflayacaktır. Devlet bütçesinin finansmanının ekonomik maliyetlerini daha açık bir şekilde ortaya koyacaktır. Bu durum üye devletlerin hükümetlerinin istedikleri gibi ve kısa vadeli siyasi kararları desteklemek amacıyla uyguladıkları makro ve/veya mikro ekonomik kararları uygulamaya almalarını güçleştirecektir.⁷³

1.3.3.9. Piyasalarda Derinliğin Artması ve Likidite Riskinin Azalması:

Yatırımcıların Avrupa Birliğinin herhangi bir ülkesindeki finansal araçlara kaynak aktarması firmaların borçlanma veya hisse senedi ihraç isteklerini arttırmıştır. Bu durum piyasaların derinliğini arttırmaktadır. Derinliğin artması, işlem hacimlerinin yükselmesini ve likidite riskinin azalmasını sağlayacaktır.⁷⁴ Yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymetlerin fiyatları konusunda kamuya açıklanmamış bilgi olmaması ve etkin piyasa hipotezine göre finansal piyasalardaki fiyatların ilgili menkul kıymetin gerçek değerini göstermesi piyasalardaki derinliğin artmasının olumlu sonuçlarından birisidir.

Merton⁷⁵ göre, likiditenin sermayenin maliyeti üzerinde çok büyük etkisi bulunmaktadır. Merton; riskli bir portföyün beklenen getirisini portföyden elde edilecek gelir ile piyasa portföyünün getirisinin (sistemik risk olarak tanımlanmış) covaryansı

⁷³ Nurgül Chambers, “Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türk Sermaye Piyasasının Uyum”, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 71, (2005), s. 135.

⁷⁴ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. 9.

⁷⁵ Robert C. Merton, “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with in Complete Information”, **Sloan Working Paper Series**, No:1869, (1987), s. 33.

olarak ifade etmiştir. Merton, ayrıca entegrasyon neticesinde sermaye kontrollerinin kaldırılması ve serbest dolaşımın piyasadaki likiditeyi artıracığını öne sürmüştür.

1.3.3.10. Finansal İstikrarın Sağlanması

Firmaların finansal operasyonlarını finansal entegrasyondan faydalanarak gerçekleştirmeleri, finansal araçları, sistemsel risk profilini ve bireysel yatırımcıların finansal kararlarını farklı yönlerden etkilemektedir. Ülke ekonomisinin istikrarsız olduğu durumlarda, yaşanabilecek küçük şoklar hem finansal araçları hem de yatırımcıları olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu nedenle finansal kararların finansal istikrar ortamında verilebilmesi ekonominin bütün aktörleri için faydalıdır. Finansal entegrasyon ile birlikte finansal istikrarın oluşması, yatırımcıların büyük hacimli veya sınır ötesi işlemler ile aynı düzeyde risk alarak daha fazla getiri elde etmelerini sağlayabilecektir.⁷⁶

1.3.3.11. Yabancı Bankaların Girişinin Bankacılık Sisteminin Etkinliğini Artırması

Finansal açıklık ile birlikte yabancı bankaların ülkeye girişin yerel finansal piyasaların derinlik ve genişliğini artırdığı ve bu durumun finansal aracılık mekanizmalarının etkinliğini yükselterek işlem maliyetlerini azalttığı ekonomistler tarafından kabul edilmektedir.

Levine⁷⁷ ve Caprio ve Honohan⁷⁸ yabancı bankaların finansal açıklık neticesinde başka ülkelerde faaliyet göstermesinin; yerel piyasalarda finansal servislerin kalite ve ulaşılabilirliğini geliştirdiğini, bankalar arası rekabeti artırdığını, sofistike bankacılık teknikleri ve teknolojinin kullanılmaya başlandığını, potansiyel olarak kaynak talep edenlerin maliyetlerinin azaltıldığını, yerel bankaların denetim ve yasal düzenlemelerinin geliştirilmesini hızlandırdığını, ülkelerin uluslararası sermayeye ulaşımının yabancı banka

⁷⁶ Gianni De Nicolò ve Alexander Tieman, "Economic Integration and Financial Stability: A European Stability", **IMF Working Paper**, WP/06/296, (Aralık 2006), s. 16.

⁷⁷ Ross Levine; "Foreign Banks, Financial Developments and Growth", **International Financial Markets: Harmonization versus Competition**, ed.Claude E. Barfield, Washington:The AEI Pres, 1996, s. 224, 250.

⁷⁸ Gerard Caprio ve Patrick Honohan, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements", **Journal of Economic Perspectives**, Volume13, (1999), s. 43-64.

veya iştirakleri tarafından sağlandığını, yerel finansal sistemin istikrarlı olmasının sağladığını, istikrarsızlık durumunda yatırımcıların yabancı ülkelere para transferi yapmak yerine yabancı bankaların ülkelerinde bulunan şubelerine para aktarımı yaptıklarını belirtmişlerdir.

1.3.4. Finansal Entegrasyonun Maliyetleri

Finansal entegrasyonun faydalarının yanı sıra bazı üye ülkeler için değerlendirilmesi gerekli olan maliyetleri de söz konusu olabilecektir. Bu maliyetler aşağıda yer almaktadır:

1.3.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Arasındaki Farkın Açılması

Finansal entegrasyonun üye devletlere sağlayacağı yararlar, finansal ve ekonomik açıdan daha fazla gelişmiş olan üye ülkeler lehine dönüşebilecektir. Bu durum, özellikle Avrupa Birliği içerisinde gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasındaki ekonomik farkı büyütürken karar alma mekanizmalarında gerilimlere neden olabilecektir.⁷⁹

1.3.4.2. Şirket Birleşmelerinin Oligopoller Yaratması

Finansal kurumların yoğun rekabet karşısında güçlü olabilmek amacıyla birleşmeyi tercih etmeleri, entegrasyonun özellikle finansal piyasalardaki rekabeti artırma konusundaki etkisini sınırlandıracaktır. Birbirleriyle doğrudan rakip olan finansal kurumların birleşmesi aralarındaki rekabeti ortadan kaldıracaktır. Bu durum, entegrasyon nedeniyle finansal ürünlerin fiyatlarında beklenen düşüşün gerçekleşmesini engelleyebilecek ve tekelleşmeye doğru bir gidişe neden olabilecektir. Piyasalarda rekabetin birleşmeler nedeniyle engellenmesi, politikacıların finansal entegrasyona yönelik karar süreçlerini etkilemektedir.⁸⁰

⁷⁹ Chambers, s. 135.

⁸⁰ Baele ve diğerleri, s. 4.

1.3.4.3. Sermaye Hareketlerinin Yerel Piyasalarda Yanlış Dağılımları

Agénor,⁸¹ sermaye hareketlerinin yerel yatırımları yükseltmesinin etkisinin uzun dönemde sınırlı olabileceğini, bunun nedeninin gelen sermayenin spekülative hareketleri finanse etmesi veya gayrimenkul sektörü gibi düşük kaliteli yatırımlarda değerlendirilmesi olabileceğini belirtmiştir. Yatırımların düşük verimlilikte olan sektörlerle yapılması uzun vadede ekonominin ihracat yapabilme kapasitesini sınırlayarak dış ticaret açılışının büyümesini yol açacaktır. Bu durum finansal sistemin doğru bir şekilde işlememesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

Bazı ülkelerde mali bünyesi zayıf olan bankalar (karı negatif veya düşük olan ve sermayenin risk ağırlıklı varlıklara oranı düşük olanlar) ve finansal sistemdeki düzenlemelerinin yetersiz olması, bankaların aracılık ettiği büyük miktarda fonları ahlaka aykırı olarak kullanmalarına imkan sağlamaktadır. Bu durum ileriki dönemlerde ekonomik krizlere sebep olabilmektedir.

1.3.4.4. şirket Sayısının Azalması Sonucu İşsizliğin Artması

Finansal entegrasyonda birlikte oluşan uluslararası rekabet yerel firmaları etkinliklerini artırma yönünde teşvik etmekle birlikte, yoğun rekabete karşı koyamayanların varlıklarını sürdürmelerini tehlikeye sokacaktır. Örneğin, Avrupa bankacılık sektöründeki konsolidasyon sürecinde 1997 ve 2004 yılları arasında 15 AB ülkesindeki kredi kuruluşlarının sayısı, yoğun rekabet nedeniyle yaklaşık 9.600'den 7.500'e düşmüştür. Bu düşüş özellikle küçük ve daha az etkili kurumların diğer büyük bankalarla rekabet edememelerinden dolayı faaliyetlerine son vermesi sonucunda gerçekleşmiştir.⁸²

⁸¹ Pierre-Richard Agénor, "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts", **World Bank Policy Research Working Papers**, No: 2699, (Ekim 2001), s. 14.

⁸² Chambers, s. 135.

1.3.4.5. Bankacılık Aktiflerinin Kamu Borçlanma Senetlerinde Kullanılmasının engellenmesi

Bazı üye ülkelerde kredi kuruluşlarının özellikle de bankaların aktiflerinin belirli bir kısmını yasal düzenlemeler nedeniyle kamu borçlanma senetlerinde değerlendirmeleri zorunludur. Bu durumun finansal entegrasyona dahil olan üyelere uygulanması yani bankaların finansal varlıklarının bir kısmını getiri maliyet analizi yapmadan devlet iç borçlanma senetlerinden değerlendirmesi uygulaması oldukça güçtür. Bu yükümlülüğün devam etmesi durumunda bankaların Avrupa Birliği içerisindeki rekabet güçleri zayıflayabilecek ve mevduat toplama ve kredi plasmanlarını kamu menkul kıymetlerine ilişkin herhangi bir zorunluluk getirmeyen ülkelere kaydırmayı tercih edebileceklerdir. Böyle bir durumda üye ülkelerin maliye politikaları; topluluğun finansal entegrasyonu tarafından kısıtlanmış olacaktır.⁸³

1.3.4.6. Fon Talep Eden Firmalarda Maliyet Artışı

Finansal entegrasyon, gerek tasarruf sahipleri gerekse finansal kurumlar açısından bazı güçlükler neden olabilmektedir. Tasarruf sahipleri bilgi edinmedeki kolaylık ve maliyetinin düşük olması nedeniyle kendi ülkelerindeki firmaların çıkardığı finansal varlıklara yatırım yapmayı ve önceden bildikleri finansal kurumlarla çalışmayı sürdürmeyi tercih edebilmektedirler. Diğer taraftan, yerli finans kurumları finansal entegrasyondan sonra yaşanacak yoğun rekabet ortamında varolan müşteri portföylerini kaybetmemek amacıyla kalitelerini artırmaya çalışacak, bunun için para ve emek harcayacaklardır. Yeni müşteriler edinmek için diğer ülkelerdeki güven kazanma çabaları da zaman alıcı ve maliyetli olacağından, söz konusu ülke piyasasına girişte engel oluşturabilecektir.

1.3.4.7. Üye Devletlerin Ekonomik Bağımsızlıklarının Ortadan Kalkması

Finansal entegrasyona dahil üye ülke hükümetleri kendi para ve kredi sistemlerini entegrasyon ile birlikte istedikleri gibi uygulayamayacaklardır. Örneğin bir üye ülkenin

⁸³ Chambers, s. 135.

vatandaşları başka bir üye ülkeden serbestçe borçlanabileceği için sözkonusu üye ülkedeki hükümetin getireceği kredi kısıtlamaları etkisiz kalacaktır. Finansal entegrasyondan sonra üye ülkeler kendi ulusal para kaynaklarını da doğrudan kontrol edemeyeceklerdir.⁸⁴

1.3.4.8. Vergi Oranlarının Ülkeler Arasında Farklı Olması

Birlik üyesi ülkelerin vergi düzenlemelerindeki farklılıklar nedeniyle oluşabilecek boşluklardan yararlanmak isteyen firmalar için diğer üye devletler tarafından tedbirler alınması gerekmektedir. Vergi oranları ve düzenlemelerinin üye ülkeler arasında yeterince uyumlu olmaması durumunda, sermayenin birlik içindeki serbest dolaşımında önemli sorunlar yaşanabilecektir.

1.3.4.9. Sermayenin Serbest Dolaşımının Ülke Ekonomilerine Olan Olumsuz Etkileri

Finansal entegrasyon sonucunda, üye ülkeler arasında veya üçüncü ülkelere gelebilecek yabancı sermaye akışı ülkelerin uyguladıkları para politikalarının başarılı olma yüzdesini düşürebilecektir. Ayrıca yabancı sermaye akışının düzensiz bir şekilde hareket etmesi yerel finansal piyasalarının volatilitesine artırarak istikrarlı gelişmeleri olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Agénor⁸⁵, finansal piyasalardaki entegrasyonun yükselmesinin en önemli nedeninin yüksek getiri arayan özel sektör yatırımlarının globalleşme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yatırım yapması olduğunu ileri sürmüştür. 1980 yıllarda başlayan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları (hisse senedi, devlet iç borçlanma senetleri, mevduat sertifikaları) 1990'lı yıllarda katlanarak büyümüştür. Ülkelerin borçlanma veya doğrudan yatırımlar ile elde ettikleri kaynaklarla birlikte dış piyasalarda veya iç piyasada rahatlık ile borçlanarak olası krizleri engelleyebilmektedir. Bunun yanısıra, uluslararası riskin paylaşılması neticesinde büyüme ve refah getirileri yüksek olmaktadır. Ancak bu borçlanma rahatlığı aynı zamanda volodite riski ve sermaye hareketlerinin tersine dönmesine yol açarak önemli bir maliyet unsurunu yükseltmektedir. Örnek olarak

⁸⁴ Chambers, s. 136.

⁸⁵ Agénor, s. 4.

1994'teki Meksika peso krizi, 1997'de Taylant bahtının tetiklediği Asya krizi, 1998'de Rusyada yaşanan kriz ve Ocak 1999 Brezilya real'inde yaşanan çöküş, 2001 ve 2002 yılında Türkiye'deki kriz ve son olarak 2007 yılında subprime kredilerdeki riskler nedeniyle ortaya çıkan ve 2008 yılında bütün dünyayı etkileyen kredi krizi bu konuya örnek olarak sunulabilecektir.

1.3.4.10. Finansal Dengesizliklerin Oluşması

Finansal entegrasyon içerisindeki ülkeler arasındaki finansal derinliğin farklı olması durumunda finansal entegrasyon finansal dengesizlik yaratabilecektir.

Mendoza, Quadrini ve Rull⁸⁶ gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerin yabancı kaynakları rahatlıkla ülkeye çekebileceklerini, yabancı pozisyonları negatif olan ülkelerin bu açıklarını dışardan doğrudan yatırımlarla veya finansal piyasalardan karşıladıklarını globalleşmenin büyüme üzerindeki olumlu etkisi göz ardı edildiğinde liberalleşmenin aslında finansal olarak gelişmiş ülkelerin yararına olduğunu belirtmişlerdir.

Finansal entegrasyon, finansal piyasaları derin olan ülkelerin tasarruflarını düşürmektedir. Tasarruf düşüşünü ülkeler dışarıdan sağladıkları kaynaklar ile karşılamaktadırlar. Finansal heterojenlik net yabancı varlıkların kompozisyonu da etkilemektedir. Finansal piyasaları derin olan ülkeler dışarıdan yüklü olarak borçlanmaktadır ve kaynaklarını yüksek getirisi olan ancak yüksek riskli yabancı varlıklarda değerlendirmektedir. Bunun neticesinde net yabancı kaynak pozisyonu negatif olsada ülkeler faktör gelirlerden pozitif kazanç elde etmektedirler.

Mendoza, Quadrini ve Rull⁸⁷ göre finansal entegrasyon güçsüz finansal piyasalara sahip ülkeler için pek tercih edilen durum değildir. Ancak finansal küreselleşmenin finansal büyümeyi desteklediği ve küreselleşmenin diğer getirilerinin (teknolojik gelişmeler, riskin

⁸⁶ Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini ve Jose-Victor Rios-Rull, "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", **NBER Working Paper Series** No. 12909, (Şubat 2007), s. 15.

⁸⁷ Mendoza, Quadrini ve Rull, s. 37.

paylaşımı ve kaynakların dağılımı) dikkate alındığı durumlarda dünya sermaye piyasalarının entegrasyonundan bütün ülkelerin elde edeceği kazançlar bulunmaktadır.

1.3.4.11. Yabancı Bankaların Ülkeye Girmelerinin Riski

Yabancı bankaların ülkede faaliyet göstermelerinin pek çok olumlu faydasının yanı sıra bazı sakıncaları da bulunmaktadır. İlk olarak yabancı bankaların küçük ölçekli firmalar yerine orta ve büyük ölçekli firmalara kredi verme yönünde tercihleri bulunmaktadır. Bankaların bu şirketleri tercihlerindeki en büyük sebep bu şirketlerin kredibilitelerinin diğer küçük firmalara göre daha yüksek olmasıdır. Ancak bu durum küçük firmaların kredi bulma imkanlarını azalmaktadır. Küçük firmaların kredi kanallarının kapanmasının üretim, yatırım ve iş gücü alanlarına etkisi negatif olacaktır. Bunun yanı sıra yabancı bankaların yüksek işlem hacimleri nedeniyle operasyonel maliyetlerinin düşük olması yerli bankalarında bu maliyetlerini indirmeleri için çalışmalar yapmalarına neden olacaktır. Bunun sonucunda yerli bankalar arasında birleşmeler yaşanabilecektir. Bankaların yoğunlaşması ile birlikte finansal piyasalarda banka sayısının az olması tekeli yapının doğmasına neden olmaktadır. Bu durum sektörün kredi verme ve diğer alanlardaki verimliliğini düşürmektedir.

Yabancı bankaların girişi her zaman bankacılık sektörünün istikrarlı bir şekilde büyümesi yol açmamaktadır. Özellikle kriz ortamlarında (ekonominin derin bir resesyona girdiği dönemlerde) yabancı bankalar uyguladıkları yüksek oranlı temerrüt faizleri ve kullandırdıkları kredileri bir an önce tahsil etmek için yaptıkları kredi geri çağırma işlemleri krizi daha da derinleştirmektedir.

1.3.4.12. Sürü Psikolojisi, Bulaşma Etkisi ve Sermaye Akımlarının Oynaklığı

Finansal açıklığın yüksek boyutlarda olması; ülkelerin spekülasyon kısa vadeli sermaye akımlarından etkilenebilmelerine ve bu durumun döviz kuru üzerinde yoğun baskıya yol açabilmesine neden olabilecektir. Ülkenin kısa vadeli borcunun döviz rezervlerine oranının yüksek olması çok riskli bir durumdur. Bunun yanı sıra finansal

sistemin aracılık ettiği kısa vadeli yükümlülüklerin yüksek düzeyde olması, bankaların güç durumunda kalmalarına ve sistemik finansal krize yol açabilmektedir. Sermaye hareketlerinin oynaklığının derecesi yerel ekonominin önemli değişikliklerine (içsel faktörler) ve dünyadaki faiz oranlarına (dışsal faktörler) bağlıdır. Bunun yanı sıra yurtdışından gelen yatırımcıların yatırım tercihleri (özellikle hedge fonlarının) sürekli olarak başka ülkelerden gelecek yeni yatırım fırsatlarına göre değişerek ülkenin finansal varlıklarından hızlı bir şekilde çıkmaları büyük ekonomik ve sosyal maliyeti olan krizler doğurmaktadır. Yabancı ülkelerde yatırım yapan portföy yöneticileri, büyük oyuncuların bir ülkedeki yatırımlarını azaltması veya tamamını nakde çevirip ülke dışına çıkarması konusunda herhangi bir bilgiye sahip olduklarında, ilgili ülkedeki pozisyonlarını kapatarak o ülkenin finansal varlıklarını bir an önce portföylerinden çıkartmak istemektedirler. Bu durum sürü psikolojisi etkisiyle bütün yatırımcıları etkileyerek bir finansal krize yol açmaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının oynaklığı bulaşma etkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir. Bulaşma etkisi; gelişmekte olan piyasalardaki sermaye hareketlerinin açıklanmasında kullanılan bir kavramdır ve buna göre bu piyasaların tamamı farklı derecede olsa da aynı nitelikte bir “gelişmekte olan ülke riski” taşımaktadır. Ya da en azından yatırımcıların risk algısı açısından durum böyledir. Bu nedenle bir gelişmekte olan ülke ekonomisinde başlayan herhangi bir makroekonomik sorun, diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan güveni sarsarak bu ülkelerden sermaye kaçışına neden olmaktadır.⁸⁸

1.3.5. Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyon İlişkisi

Küreselleşme; finans literatüründe temel bir olgu olarak uzun zamandır gündemdeki yerini korumaktadır. Mal, hizmet ve faktör (özellikle sermaye) dolaşımını etkileyen yasal, teknik ve kurumsal engellerin azaltılmasının, dünya ticaretinde tarife ve tarife dışı engellerin indirilmesinin, iletişim ve ulaştırma maliyetlerindeki düşüşün ve bilişim teknolojisindeki gelişmelerin de etkisiyle işlem maliyetlerinin parasal ve zaman

⁸⁸ Emre Alpan İnan, “Dezenflasyon Programının Türk Bankacılık Sistemine Olası Etkileri” **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 32, (2000), s. 6.

bakımından oldukça azalmasının küreselleşme sürecini tetiklemekte olduğu kabul edilmektedir.⁸⁹

Küreselleşme, faydaları ve zararları ile günümüzde üzerinde en çok tartışılan konulardan bir tanesi olmuştur. Küreselleşme; ilk kez 18. yy.da sanayi devrimi ile birlikte teknolojik gelişmeleri sonucunda özellikle 1870–1914 arasında dünya mal ve finans piyasalarındaki yakınlaşma ile başlamıştır. Söz konusu döneme damgasını vuran ilk küreselleşme dalgasının temel özelliği, para piyasalarında ve ticaret ilişkilerinde altın standardının norm olarak kabul edilmiş olmasıdır. Birinci ve İkinci Dünya Savaşları ve ulus devletlerin görece bağımsız kalkınma ve ticaret politikaları ile şekillenen 1914–1970 ara döneminden sonra dünya ölçeğinde yeni bir küreselleşme dönemine girildiği görülmektedir.⁹⁰ 1980.li yıllarda özellikle telekomünikasyon alanındaki gelişmeler; sınır ötesi işlemlerdeki artış, ülkelerin yabancı sermaye girişinin önündeki engelleri kaldırması neticesinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sınır ötesi ülkelerde yapılması; para ve sermaye piyasalarında yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlemlerin artış göstermesi küreselleşmenin iktisadi hayatta önemli bir yer oluşturduğunu göstermektedir.

Uluslararası ticaretin büyümesi amacıyla ikinci dünya savaşından sonra 1947 yılında imzalanan GATT anlaşmasının temel hedefi, başta gümrük vergileri ve miktar kısıtlamaları olmak üzere ticaret engellerinin kaldırılması yoluyla dünya ticaretinin serbestleşmesini sağlamaktır.. Uruguay Turu ile 1986 yılında başlatılan müzakerelerin kapsamı, ticaret engellerinin yanı sıra hizmetler sektörü, fikri ve sınai mülkiyet hakkı, ticareti etkileyen yatırımlar gibi farklı alanları da içerecek biçimde genişletilmiştir. Uzun yıllar süren müzakereleri takiben 15 Aralık 1993 tarihinde sona eren Uruguay Turu ile bu alanlarda yetki yeni kurulan ve 1995 yılında faaliyete geçen DTÖ'ye devredilmiştir.⁹¹

⁸⁹ M. Sait Akman, “Hokey, Sopaları, Küreselleşme ve Dünya Ticaret Sisteminin Geleceği: Deardorff'u Tamamlayıcı Notlar”, **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi**, Sayı:3 (1-2) 2008, http://www.uedtp.org.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/dergi/2008_dergi/03_Sait_Akman.pdf (Erişim: 07/02/2009), s. 27.

⁹⁰ Erinç Yeldan, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, **Praksis Dergisi**, 7. sayı, (2002), <http://www.praksis.org/files/007-02.pdf>, (Erişim Tarihi 08/02/2009), s.22.

⁹¹ <http://www.ikv.org.tr/sozluk2.php?ID=1120> (Erişim: 08/02/2009),

DTÖ'nün en önemli amacı üye ülkelerde yaşayan insanların refah düzeylerini artırmaktır.⁹²

Küreselleşme; serbest ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasını ve ulusal ekonomilerin daha fazla bütünleşmesini sağlayarak dünyada herkesi özellikle de fakir ülkeleri de zenginleştirebilecek bir potansiyele sahiptir. Ancak serbest ticaretin önündeki engellerin ortadan kaldırılmasında büyük rol oynayan uluslararası anlaşmalar; gelişmekte olan ülkelerin küreselleşmenin getirdiği imkanlardan faydalanma olanakları azaltmaktadır.⁹³ Küreselleşme karşıtı olan görüşlerin en önemli eleştiri noktaları zengin ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin arasındaki gelir uçurumunun yükselmesi, küreselleşmenin yoksulluğu azaltamaması, bunun yanı sıra ekonomik istikrarı sağlama konusunda da oldukça başarısız olmasıdır. Asya ve Latin Amerika'da 1990 yıllarda yaşanan krizler gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrarını tehdit etmektedir. Dünyaya yayılabilecek bir mali krizin küreselleşme neticesinde etkisinin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından oldukça ağır olacağı bir ülkenin piyasalarında yaşanabilecek çöküşün diğer ülkeler için bir tehdit olduğu öne sürülmektedir.⁹⁴

Ekonomik entegrasyonun herhangi bir sürecinde yer alan ülkelerin serbest mal akımına (bazı durumlarda hizmet, yatırım ve sermaye akımlarına da serbestlik sağlama) yönelik bölge-içi engellerin ortadan kaldırılması sonucunda oluşan bölgesel birliğe ticaret bloğu adı verilmektedir.⁹⁵ Ticaret blokları; aslında gümrük birliği sürecine dahil olan ülkeler için de kullanılabilir olan bir kavramdır. Ticaret bloklarının da amacı gümrük birliğinde olduğu gibi üye ülkeler arası ticaret engellerin zamanla ortadan kaldırılması ve bölge dışı ülkelere karşı uygulanacak ayrımcılık politikalarının belirlenmesidir. Ticaret bloklarının daha çok bölge ülkeleri arasında kurulu olması (AET, NAFTA, MERCOSUR, ASEAN vb.) bölgesel ekonomik bütünleşme kavramının da ticaret blokları ile benzer anlamlar taşıdığını göstermektedir. 1980.li yılların ikinci yarısından itibaren Avrupa'da ve

⁹² http://www.wto.org/english/res_e/doload_e/inbr_e.pdf (Erişim: 10/02/2009)

⁹³ Joseph E. Stiglitz, **Küreselleşme, Büyük Hayal Kırıklığı**, İstanbul: Plan b. Yayınları, 2002, s. 9.

⁹⁴ Stiglitz, s. 28.

⁹⁵ Bayraktutan, s.162.

Batı yarımkürede önemli bazı bölgesel anlaşmalar hayata geçirilmiş, bazılarında da bazı revizyonlar yapılarak anlaşmaların yeniden işlevlilik kazandırılmıştır. Bölgesel bütünleşmelere doğru kayan bu trendin biraz da Uruguay Turu görüşmelerinin yavaş ilerlemesi sonucunda olduğu, turun tamamlanmasının bölgeselleşmenin cazibesini nispeten azalttığı ancak gelecekteki trendin yine bölgeselleşme olacağı konusunda fikirler bulunmaktadır.⁹⁶

Ekonomik entegrasyon; bölge ülkelerinin refahının artırılması amacı ile kullanılan bir araçtır. Bu nedenle ticari blokların (bölgeselleşmenin) dünya refahını artıran çok taraflı ticari sistemi (küreselleşmeyi) destekleyen mi yoksa onu temelinden sarsan oluşumlar mı oldukları konusunda ekonomistler arasında farklı görüşler bulunmaktadır. Bölgesel ticari blokların küresel ticareti destekleyen mi, yoksa onu sarsan bir bloklaşma mı olduğu; büyük çapta ticari blok anlaşmasının ne şekilde dizayn edildiği, bu anlaşmaya diğer ülkeler tarafından yapılacak katılımların serbestliği, ülkenin DTÖ kurallarına uyup uymadığına bağlıdır.

Belous ve Hartley, küreselleşmenin savunucularının görüşlerini serbest ticaret, karşılaştırmalı üstünlük ve ekonomik liberalleşme kavramlarına dayandırdıklarını, genellikle serbest ticaret alanları, gümrük birlikleri veya sektörel anlaşmalar biçimini alan bölgesel ticaret bloğu savunucularının ise belli durumlarda serbest ticareti savunurken stratejik ticaret politikası ve iktisadi milliyetçilik kavramlarını daha ön plana aldıklarını ileri sürmektedir.⁹⁷

Bölgeselleşmenin küreselleşmeyi desteklediğini savunanlar, bölgeselleşmeler sayesinde, uluslararası ticaret üzerindeki engellerinin kaldırılması veya azaltılması konusunda kapsamlı anlaşmaların yapılabildiğini ifade ederek, bölge bazında var olan ulusal lobilerin etkinliklerinin azaltılabileceğini öngörmüşlerdir.⁹⁸ Ayrıca, bölgesel ekonomik entegrasyonların, bir blok içerisinde serbest ticareti teşvik ederek uzun dönemde

⁹⁶ Hüsamettin Nebioğlu, **Bölgeselleşme Hareketleri Bağlamında 21. yüzyılda Türkiye**, İstanbul: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 1997, s. 26.

⁹⁷ Bayraktutan, s. 167-168.

⁹⁸ Nebioğlu, s. 39.

az sayıdaki daha geniş bölgesel gruplar arasında müzakereler yoluyla çok taraflı bir ticaret sistemini oluşturabileceği yine bölgeselleşmenin küreselleşmeyi desteklediği görüşüne sahip ekonomistler tarafından ileri sürülmüştür. Aksi görüş taraftarlarına göre, bölgeselleşme, küreselleşmeyi geciktirmekte veya engellemektedir. Bölgesel bloklar, büyük pazar güçleri ile içe dönük bir yapılanmaya doğru yönelerek, diğer ülkelerle işbirliğine yanaşmamaktadırlar. Bölgesel blokların en önemli ilkesi tercihli ticaret düzenlemelerdir ve bu durum serbest ticaret merkezli yaklaşım olan küreselleşme ile çelişmektedir. Bu çelişkiler, Uruguay Turu müzakerelerinin Aralık 1993’de başarı ile tamamlanması nedeniyle büyük ölçüde giderilmiştir. Çünkü tarifeler ve tarife dışı engeller azaltılmış ve ayrıca, hizmetler ve tarım, ilk kez çok taraflı ticaret müzakerelerine dahil edilmiştir. Ancak günümüzde korumacılık, miktar kısıtlamaları (kotalar), ticaret bozucu sübvansiyonlar, gönüllü ihracat kısıtlamaları gibi GATT dışındaki araçlar uluslararası ticareti engelleyen araçlardır. Özellikle gelişmiş ülkelerin küresel serbest ticaret artırılması için çaba gösterirken, kendilerini ticaret bloklarına dahil ederek küreselleşme sürecini zayıflatmaktadır.

Sonuç olarak ekonomik entegrasyon ile küreselleşme veya başka bir ifade ile çok taraflı ticaret sistemi arasında bazı noktalarda uyumsuzluklar bulunmaktadır. Küreselleşme, serbest ticaret politikalarını savunurken ekonomik entegrasyon serbest ticaret politikalarını sadece bölge içi ülkeler arasındaki ticaret artırmak için kullanmakta ve bölge dışı ülkelere ortak kota uygulanmasını sağlamaktadır. Bu durum bölgesel birliklerin dışında kalan ve ihracata dayalı büyüme modelini uygulayan gelişmekte olan ülkeler için büyük handikaplar içermektedir. Gelişmekte olan ülkeler bu durumu bertaraf etmek için DTÖ’de daha geniş katılım göstererek karar alma süreçlerindeki etkinliklerini artırma yoluna gitmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler DTÖ’deki ağırlıklarını kullanarak bölgesel blokların ithalat işlemlerine uyguladıklarını gümrük vergilerini ve diğer vergileri GATT yoluyla azaltmaya çalışmaktadırlar. Ancak DTÖ’de gümrük vergilerini ve diğer vergileri düşürme sürecinin oldukça yavaş gelişmesi, gelişmekte olan ülkeleri bölgesel birliklere girmek için yoğun çaba harcamalarına neden olmaktadır. Ancak bölgesel blokların genişlemesi, teknolojik gelişmeler neticesinde bilgi paylaşımının oldukça hızlı olması; özellikle finansal

piyasalarının bu bilgi akışından oldukça yoğun bir şekilde faydalanmaları; bölgesel birliklerin birbirlerine benzer yapılanmaya gitmeleri, yine aynı şekilde mevzuat uyum çalışmalarının bölgesel bloklarda yeknesaklık göstermesi ve sınır ötesi işlemlerin (mal, hizmet ve sermaye hareketleri) sürekli olarak artması, küreselleşmenin mevcut durumda bölgeselleşmenin yarattığı ivme ile yıllar boyunca gelişerek ilerleyen dönemlerde de uluslararası ticaret hacminin artışı ile birlikte insanların refah düzeylerinin yükselmesine en iyi şekilde katkı verecek yapı taşlarından bir tanesi olacaktır.

Bu bölümde hisse senedi entegrasyonunun ana çatısı olan finansal entegrasyon ve finansal entegrasyonun başlangıç noktası olan ekonomik entegrasyon literatürde yer alan teorik çalışmalar ile desteklenmek suretiyle açıklanmıştır. Ayrıca küreselleşme ve bölgeselleşme arasında yaşanan tartışmalarda bu bölümde özet olarak sunulmuştur.

Bundan sonraki bölümde ise hisse senedi piyasaları ile ilgili genel bilgiler, Avrupa Birliğindeki yasal düzenlemeler, hisse senedi piyasalarının genel yapısı ve hisse senedi piyasalarının entegrasyonu konusundaki ülke uygulamaları yer almaktadır.

2. AVRUPA BİRLİĞİNDE SERMAYE PİYASALARININ ENTEGRASYONU VE ÜLKE UYGULAMALARI

2.1. Genel Açıklama

Birinci bölümde tezin teorik çerçevesi içerisinde yer alan ekonomik ve finansal entegrasyon kavramları incelenmiştir. Bu bölümde ise Avrupa Birliğindeki sermaye piyasalarının entegrasyonu incelenecektir. Bölümde ilk önce sermaye piyasalarına ilişkin global veriler yer almaktadır. Daha sonra Avrupa Birliğinde hisse senedi piyasaları ve tahvil bono piyasalarının entegrasyonu genel çerçevede incelendikten sonra bu iki piyasaya ilişkin olarak yapılan ampirik çalışmalar özetlenmiştir. Bu bölümden sonra Avrupa Birliğinde sermaye piyasalarına ilişkin olarak gerçekleştirilen temel düzenlemeler özet olarak yer almaktadır. Bölümün sonunda ise Avrupa Birliğine üye ülkelerin sermaye piyasaları genel olarak incelenecektir.

2.2. Sermaye Piyasalarına İlişkin Veriler

Bu bölümde sermaye piyasalarına ilişkin global veriler yer almaktadır. Özellikle küreselleşme ve sermaye piyasalarının entegrasyonu ile birlikte finansal piyasalarda işlen gören varlıkların sayıları ve değerleri yükselmiştir. Aşağıdaki bölümde hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetleri genel olarak dünyadaki sermaye piyasaları verileri kullanılarak incelenmiştir.

2.2.1. Hisse Senedi Piyasaları

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen sermaye ortaklıklarının kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belirli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir ve kıymetli evrak vasfına sahiptirler.⁹⁹

⁹⁹ Selahattin Tuncer, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Teori-Uygulama**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985, s.205.

Hisse senedi alım satım işlemlerinin büyük bir bölümü menkul kıymet borsalarında gerçekleşmektedir. Tezgah üstü piyasalar olarak da adlandırılan organize olmayan piyasalarında işlem hacimleri son yıllarda artış trendine girmiştir. Dünyada organize piyasalarda işlem gören hisse senedi sayıları özellikle 2000 yıllarda artış göstermiştir. Bu durum küreselleşme ve sermayenin serbest dolaşımının olumlu sonuçlarından bir tanesidir. 1990 yılında organize piyasalarda işlem gören şirket sayısı 21.585 iken, 2008 yılında bu rakam 46.706'ya yükselmiştir. (Tablo -1 ve Grafik -1) Bu durum şirketlerin borçlanma araçları yerine halka arz yolu ile kaynak topladıkları şeklinde yorumlanabilecektir.

Tablo 1: 1990-2008 Döneminde Borsalarda İşlem Gören Hisse Senedi Sayıları

YIL	İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı
1990	21.585
1991	21.323
1992	21.357,
1993	23.070
1994	24.201
1995	25.052
1996	26.368
1997	27.054
1998	27.574
1999	27.896
2000	29.300
2001	30.624
2002	32.960
2003	32.668
2004	39.188
2005	40.155
2006	45.120
2007	46.492
2008	46.706

Kaynak: World Federation Of Exchanges

Hisse senedi sayısının yükselmesinde en önemli etken olan sermayenin sınır ötesi işlemlerle finansal piyasalarda serbest dolaşımı, hisse senedi piyasasındaki işlemleri 1990-2008 döneminde daha önceden tahmin edilemeyecek büyüklüklere taşımıştır.

Aşağıdaki tablo ve grafikte hisse senedi piyasalarının 1990-2008 dönemi arasındaki işlem hacimleri bulunmaktadır.

Tablo 2: 1990-2008 Döneminde Hisse Senedi Piyasalarındaki İşlem Hacimleri

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR DOLAR)
1990	5.681,79
1991	5.255,08
1992	5.586,07
1993	8.096,81
1994	9.527,40
1995	10.784,11
1996	14.003,71
1997	19.616,49
1998	23.501,62
1999	33.074,61
2000	49.783,48
2001	38.090,53
2002	33.117,19
2003	33.330,51
2004	42.271,79
2005	51.057,46
2006	70.034,33
2007	112.969,13
2008	113.602,64

Kaynak: World Federation Of Exchanges.

1990 yılında dünyadaki belli başlı hisse senedi borsalarının yıllık toplam işlem hacmi yaklaşık 5.682 milyar dolar iken bu rakam 2008 yılında 113.603 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Özellikle 2000 yıllarda işlem hacimleri büyük dalgalanmalar göstermiştir. 1999 yılında 33.074,61 milyar dolar olan işlem hacmi 2000 yılında yeni ekonomi hisse senetlerinin işlem gördüğü Nasdaq borsasının çok yüksek işlem hacimlerine ulaşması neticesinde yaklaşık % 50.lik bir artış ile 49.783 milyar dolara yükselmiştir. Ancak 2001 yılında 11 Eylül saldırısının finansal piyasalarda şok etkisi yaratması, özellikle internet şirketlerinin yatırımcılarına büyük miktarda kayıp getirmesi neticesinde işlem hacimleri %22.lik bir azalış ile 38.090 milyar dolara gerilemiştir. 2007 ve 2008 yılları ise hisse

senedi piyasalarının altın yılları olmuştur. 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla 112.969 ve 113.603 milyar dolarlık rakamlara ulaşılmıştır.

2.2.2. Tahvil ve Bono Piyasaları

Sermaye Piyasaların en önemli enstrümanlarından bir tanesi de tahvillerdir. Tahvil, hisse senelerinin aksine mülkiyet senedi değil, borç senedir. Başka bir deyişle tahvil, anonim ortaklıkların uzun süreli borçlarına karşılık olarak düzenlenen ve piyasada dolaşım yeteneği olan borçlanma belgesidir¹⁰⁰. Türk Ticaret Kanununun 421. maddesinde tahvilin tanımı yapılmıştır. Bu tanıma göre tahvil; anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senedir. Bu tanıma göre tahvil çıkarma yetkisi TTK tarafından anonim şirketlere verilmiştir. Ancak ülkemizde bazı kamu kurumlarının tahvil çıkarma imtiyazı bulunmaktadır¹⁰¹. Tahvil sahibi, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır, şirketin aktif üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir ve şirketin yönetimine katılamaz.

Tahviller, kamu kuruluşları veya özel sektöre bağlı anonim şirketler tarafından alacak hakkını temsil etmek üzere ihraç edilen kıymetli kağıtlardır. Tahvillerin paraya çevrilebilme özellikleri bulunmaktadır. Sermaye piyasası aracı oldukları halde repo piyasasında kısa vadeli alım satım işlerine konu olduklarından para piyasası aracı olarak kullanılabilir. Tahvil getiriler sabittir ve risk yoktur. Ancak bu durum kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen tahviller için geçerlidir. Özel sektör tahvillerinde ise kredi riski bulunmaktadır. Tahvillerin vadesi ise SPK mevzuatına göre 2 yıldan az 7 yıldan fazla olamamaktadır. Ayrıca bazı özel sektör tahvillerinin faiz ödemeleri yıllık, üç ve altı aylık kuponlara bağlı olarak yapılmaktadır¹⁰².

Yatırımcılar ,satın aldıkları tahvilleri vade sonuna kadar elde tutmak zorunda değildirler. Hisse senetleri gibi tahvillerinde alınıp satıldığı ikincil piyasalar mevcuttur.

¹⁰⁰ Berk, s. 332.

¹⁰¹ Cevat Sarıkamış, Sermaye Pazarları, İstanbul:Alfa Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000, s. 23.

¹⁰² İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasa-Kurumlar-Araçlar)**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2001, s. 139.

Yatırımcının sahip olduğu tahvili vade sonuna kadar elde tutarak faiz getirisi elde edecektir. Ancak vadeden önce elden çıkarması durumunda, elde edeceği gelir piyasadaki faiz oranlarındaki değişimden etkilenecektir. Piyasalardaki faiz oranlarının düşmesi yatırımcının getirisini artırmakta, faiz oranlarındaki yükseliş ise yatırımcının reel anlamda getirisini azaltmaktadır.

Hisse senetlerinde olduğu gibi tahvillerin de organize ikincil piyasaları mevcuttur. Dünyadaki tahvil piyasaların toplam işlem hacminin hisse senetlerine göre düşük düzeyde olduğu aşağıdaki tabloda da görülmektedir. Tahvil piyasalarında en yüksek işlem hacimlerin olduğu 2006 yılındaki 14.047,49 milyar dolar bile hisse senedi piyasalarının 1996 yılındaki işlem hacminin çok az üzerindedir. Aşağıdaki tabloda tahvil bono piyasalarının toplam işlem hacimleri yer almaktadır.

Tablo 3: 1990-2008 Dönemi Tahvil Piyasalarında Gerçekleşen İşlem Hacimleri

YIL	TAHVİL İŞLEM HACMİ (MİLYAR DOLAR)
1990	3.169,41
1991	3.240,83
1992	4.185,88
1993	6.570,55
1994	8.460,33
1995	10.990,20
1996	13.289,12
1997	10.585,46
1998	11.462,03
1999	6.373,89
2000	3.872,17
2001	4.182,25
2002	4.929,60
2003	9.426,61
2004	11.644,37
2005	13.003,06
2006	14.047,07
2007	15.155,41
2008	19.004,06

Kaynak: World Federation Of Exchanges

Yukarıdaki verilere göre tahvil ve bono piyasalarının ikinci el piyasalardaki işlem hacimlerinin hisse senedine göre oldukça düşük seyrettiği görülmektedir. Bu durum tahvil bonoların genel olarak birincil piyasalardan satın alındığını ve vade bitimine kadar elde tutulduğunu göstermektedir.

2.3.Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu

Yukarıdaki bölümde hisse senedi ve tahvil bono piyasalarına ilişkin genel bilgiler verilmiştir. Bu bölümde Avrupa Birliğinde hisse senedi ve tahvil bono piyasalarının entegrasyonuna ilişkin bilgiler özetlenecektir.

2.3.1.Avrupa Birliğinde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu

Hisse senedi piyasaları, finansal sistemde kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmasındaki en önemli araçlarından bir tanesidir. Firmaların herhangi bir faiz ödemesi gerçekleştirilmeden fon sağlayabildikleri hisse senedi piyasaları yatırımcılar için de elde edecekleri getirileri artırma olanağına sahip oldukları pazarlardır. Hisse senedi piyasalarının daha fazla yatırımcıya ve/veya daha fazla şirkete ulaşabilmesinin birincil yolu diğer ülkelerin hisse senedi piyasaları ile entegre olunabilmesidir. Bu entegrasyon, ülkenin herhangi bölgesel oluşuma üye olması durumunda, o bölgedeki ülkelerle (örneğin Avrupa Birliğine üye ülkelerin hisse senedi piyasaları ile) veya küreselleşme olgusu çerçevesinde uluslar arası hisse senedi piyasaları ile bütünleşmesi sonucunda gerçekleşmektedir.

Hisse senedi piyasalarının entegrasyonu;¹⁰³

- a) Küçük piyasalarda oluşma eğilimi yüksek olan bozulma riskinin azalmasını,
- b) Yatırımcılar getiri, güven ve likidite bakımından kendilerine en uygun olan hisse senedini seçme imkanına olacaktırlar. Bu durum tasarrufların harekete geçerek sermayenin arzının artmasını,

¹⁰³ Bayraktutan, s. 72.

c) Fon talep edenler de ihtiyaçlarını kendilerine en uygun şekilde ve daha geniş miktarlarda karşılama imkanına sahip olmalarını sağlayacaktır.

Hisse senedi piyasalarının dünyadaki genel yapısı incelendiğinde; yerelleşme etkisinin piyasaların önemli özelliklerinden bir tanesi olduğu görülmektedir. Yerelleşme etkisi, piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin ülkedeki şirketlerin hisse senedi olmaları ve piyasada işlem yapan yatırımcıların büyük çoğunluğunun ülke vatandaşı olmaları olarak ifade edilebilir.

Stulz¹⁰⁴ ile Cooper ve Kaplanis¹⁰⁵,e göre uluslararası portföy tercihleri modellerinin aksine yatırımcıların portföyleri daha çok kendi ülkelerinin varlıklarından oluşmaktadır. Uluslararası sermaye fiyatlaması modeline göre yapılan ölçümlerde yerel tercihler yine ağırlıklı olarak portföy dağılımında daha büyük yer tutmaktadır. Ancak 1990'ların sonlarından itibaren bazı ülkelerdeki yerellik tercihinde düşüşler saptanmış ve küreselleşme ve bölgesel entegrasyon ile birlikte yerel hisse senedi tercihlerinde çok keskin bir düşüş yaşamıştır.

French ve Poterba¹⁰⁶, entegre olmamış bir piyasanın varlığı durumunda yatırımcıların değişik portföy kararlarının büyük çoğunluğunun yerel menkul kıymetlere yatırım olmak olduğunu hesaplamışlardır. Pek çok ülkenin sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırarak sermaye hareketlerini serbestleştirmelerine rağmen yerli yatırımcılar yatırım tercihlerini yerli hisse senetlerinden yana kullanmaktadırlar.¹⁰⁷

Eun ve Janakiramanan¹⁰⁸,e göre yatırımların önündeki kısıtların olmaması durumunda yatırımcılar portföylerini daha yüksek miktarda ülke ve/veya piyasalara bölünmüş menkul kıymetlerden oluşturacaklardır. Ancak yatırımların önünde kısıt olması

¹⁰⁴ M.René Stulz, “On the Effects of Barriers to International Investment”, **Journal of Finance**, Vol.36 (4), (Eylül 1981), s. 926.

¹⁰⁵ Cooper ve Kaplanis, s. 311.

¹⁰⁶ Kenneth R. French, James M. Poterba, “Investor Diversification and International Equity Markets”**NBER Working Papers**, No:3609, (Ocak 1999), s. 6.

¹⁰⁷ De Grauwe, s. 246.

¹⁰⁸ Cheul S. Eun ve Sundaram Janakiramanan, “A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership”, **Journal of Finance**, Volume 41 (4), (Eylül 1986), s. 897-914.

ve bu kısıtların süreklilik arz etmesi durumunda, yerel yatırımcıların yabancı menkul kıymetlerin yerine yerli finansal varlıkları satın almaları daha doğru olacaktır. Yerel yatırımcıların yabancı menkul kıymet aldıklarında öngörebilecekleri risk düzeyine göre bekledikleri getirileri, yabancı menkul kıymetlerin sahibi olmalarındaki kısıtın önem derecesi, menkul kıymetin uluslararası piyasalarla covaryansı ve menkul kıymetin dağıtılmış portföy ile yabancı menkul kıymet portföyü ile covaryansının farkının bileşiminden oluşacaktır.¹⁰⁹

Finans piyasalarında yatırım portföyünün uluslararası dağılımının portföy kazancını artıracığı bilinmesine rağmen, French ve Poterba¹¹⁰ Amerika hisse senedi piyasasının dünya hisse senedi piyasasının yaklaşık % 48'ini kapsamına rağmen Amerikalı hisse senedi yatırımcılarının portföylerinin % 94'ünü yerel hisse senetlerinde değerlendirdikleri hesaplamışlardır.

Tesar ve Wegner¹¹¹ yerel menkul kıymetlere yatırım yapma ile yurtdışına yapılan ve uluslararası portföy dağılımından elde edilecek getirilerden yapılan fedakarlığın % 20.lik maliyeti olduğunu hesaplamışlardır.

Hisse senedi yatırımcılarının bu tercihlerinin altında yatan etmenlerden bir tanesi ulusal paralar nedeniyle yatırımcıların döviz kuru riski ile karşılaşmak istememeleridir. Avrupa Birliğinde euronun oluşturulması, euro zone bölgesi ülkelerindeki yatırımcıların döviz kuru riskinin ortadan kalkması için uygun bir fırsat olmuştur. Fidura, Fratzscher ve Thimann¹¹², döviz kurlarındaki değişkenliğin azalmasının yatırımcıların yabancı menkul kıymetlere olan yatırım tercihlerini arttıracığını belirtmişlerdir.

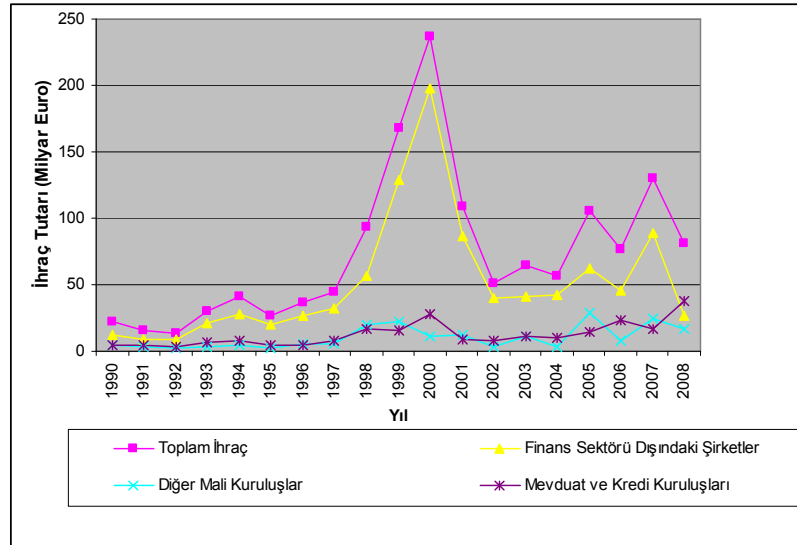
¹⁰⁹ Eun ve Janakiramanan, s. 905.

¹¹⁰ French ve Poterba, s. 11.

¹¹¹ Linda Tesar ve Ingrid Wegner, "Home Bias and High Turnover", **Journal of International Money and Finance**, Volume 14(4), (Ağustos 1995), s. 475.

¹¹² Michael Fidura, Marcel Fratzscher ve Christian Thimann, "Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility", **Avrupa Merkez Bankası** http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/fgi/Fidura_Fratzscher_Thimann.pdf, (Erişim: 05/12/2008), s. 12.

Yatırımcıların yabancı menkul kıymetler yerine yerli menkul kıymetleri tercih etmelerinde döviz kuru riskinden sonra gelen risk vergi oranlarının ülkeler arasındaki farklarıdır. Black¹¹³ ve Stulz¹¹⁴ yabancı yatırımcılardan alınan oransal vergilerin yatırımlar üzerindeki kısıtını araştırmışlar ve vergi riskinin uluslararası dağılımının, yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın maliyetlerinden bir tanesi olduğunu saptamışlardır. Uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen alım ve satımların işlem maliyetleri, bilgi toplama maliyetleri ve hedge maliyetleri diğer maliyetler arasında sayılabilmektedir. Sermaye piyasalarının entegrasyonu Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğinin önemli motivasyon kaynaklarından bir tanesidir. Özellikle Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş ve uygulama süreçlerinde Birlik üyelerindeki hisse senedi ihraçları sürekli olarak yükselmiştir. Aşağıdaki grafikte, 1990-2008 yılları arasında Avrupa Birliği ülkelerinde gerçekleşen toplam hisse senedi ihraçları yıllar itibarıyla gösterilmiştir. Grafikte hisse senedi ihraç eden sektörler; “Mevduat ve Kredi Kuruluşları”, “Diğer Mali Kuruluşlar” ve “Finans Sektörü Dışındaki Şirketler” olarak üçe ayrılmıştır.



Grafik 1: 1990-2008 yılları arasında Avrupa Birliği ülkelerindeki hisse senedi ihraçları

Kaynak: Avrupa Merkez Bankası

¹¹³ Fischer Black, “International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers”, **Journal of Financial Economics**, Volume. 1(4), (Aralık 1974), s. 348.

¹¹⁴ Stulz, s. 928.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü üzere Avrupa Birliği üyesi ülkelerdeki hisse senedi ihraçları 1997 yılından başlayarak yükselen bir trend izleyerek 2000 yılında 237,1 milyar euro ile en yüksek seviyeye gelmiştir. Bu tarihten sonra hisse senedi piyasalarında yaşanan Enron krizi nedeniyle hisse senedi ihraçları hızlı bir düşüş göstererek 2002 yılında 51,1 milyar euroya gerilemiştir. Daha sonraki dönemlerde ihraçlar artan ve azalan bir seyir izlemiştir. hisse senedi ihraç tutarı 2008 yılında 80,7 milyar euro olmuştur.

Avrupa Birliğinde ekonomik ve parasal birliğin üye ülkeler arasında gerçekleşmesi ve bunun sonucunda finansal piyasaların birbirlerine yakınlaşmasını sağlayan finansal entegrasyonun Avrupa Birliğine ülkelere sağlayacağı faydalar konusunda London Economics araştırma şirketinin Pricewaterhouse Coopers ve Oxford Economic Forecasting şirketleri ile birlikte hazırladığı ve Avrupa Komisyonuna sunduğu “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets” araştırma raporunda, finansal entegrasyon ile birlikte hisse senedi piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin; ihraç ve işlem maliyetlerinde düşme görüleceği tahmini yapılmıştır.¹¹⁵

Rapora göre finansal entegrasyonun hisse senedi piyasalarındaki netleştirme ve takas maliyetlerinde 10 baz puanlık bir düşüş beklenmektedir.

İşlem maliyetleri ile sermayenin maliyeti arasında pozitif bir ilişki olduğu dikkate alındığında işlem maliyetlerindeki 10 baz puanlık bu düşüş sermayenin maliyetini 50 baz puan düşürmektedir.¹¹⁶

Aşağıdaki tabloda sermaye piyasalarının birbirleriyle entegre olması durumunda üye ülkelerdeki sermaye maliyetlerinin azalmasının etkileri sayısal olarak yer almaktadır.

¹¹⁵ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. 65.

¹¹⁶ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. iii.

Tablo 4:Avrupa Birliğinde Sermayenin Maliyetindeki Azalmalar

Ülke	Sermaye Maliyetindeki Azalma (Baz Puan)
Avusturya	60,1
Belçika	59
Danimarka	56,7
Finlandiya	56,2
Fransa	58,9
Almanya	56,4
Yunanistan	31,8
İrlanda	58,6
İtalya	46,9
Lüksemburg	59
Hollanda	50,6
Portekiz	58,7
İspanya	23,4
İsveç	54,6
İngiltere	36,2
Ortalama	46,7

Kaynak: **Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration EU Financial Markets**. Final Report, London Economics, 2002, s. iii.

Yukarıdaki tabloya göre Avrupa Birliği ülkelerinde sermayenin maliyetinde yaratılan 50 baz puanlık azalmanın Avrupa Birliği ekonomilerine olan katkısı aşağıda yer almaktadır:¹¹⁷

- Avrupa Birliğinin GSMH'nin %0,2 ile % 2 arasında artması beklenmektedir.
- Avrupa Birliğine üye ülkelerinde kişi başına GSMH artışının yaklaşık 600 Euro olacağı tahmin edilmektedir.
- Avrupa Birliğinde yatırımların yaklaşık % 6 oranında yükseleceği öngörülmektedir.
- Avrupa Birliği üyesi ülke vatandaşlarının tüketim harcamalarında %0,85'lik bir artış beklenmektedir.

¹¹⁷ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. iii.

Avrupa Birliğinde yatırımların artışı ile birlikte iş gücü piyasasında % 0,5'lik bir artış olacağı tahmin edilmektedir.

2.3.2. Avrupa Birliğinde Tahvil ve Bono Piyasalarının Entegrasyonu

Sermaye piyasalarının en önemli enstrümanlarından olan borçlanma senetlerinin işlem gördüğü tahvil ve bono piyasaları, kamu ve özel sektör için finansman ihtiyaçlarını karşıladıkları finansal piyasalardır. Özellikle devletlerin kamu harcamalarını finanse etmek için ihraç ettikleri borçlanma senetlerinin işlem gördüğü tahvil ve bono piyasaları pek çok ülkenin finansal sisteminde yer almaktadır.

Günümüzde, kamu ve özel sektörün ihraç ettikleri tahvil ve bonoların dağılımı incelendiğinde kamu sektörünün daha yüksek miktarda kaynak topladığı görülmektedir. 2008 yılı Eylül ayı verilerine göre yurt içi borçlanma araçlarının dünyadaki toplam stoğu 59.722,9 milyar USD olup, hükümetler tarafından 28.324,5 milyar USD, finansal kurumlar tarafından 24.991,7 ve diğer kurumlar tarafından 6.406,8 milyar USD'lik borçlanma senedi ihraç edilmiştir¹¹⁸. Bu verilere göre devlet iç borçlanma senetlerinin toplam borçlanma senetlerindeki payı % 47'dir. Euro bölgesi ülkelerinde ise 2008 yıl sonu itibariyle borçlanma senetleri toplamı 13.159 milyar Euro olup, hükümetler tarafından 5.269 milyar Euro, mevduat ve kredi kuruluşları tarafından 5.266 milyar Euro, mevduat ve kredi kuruluşları dışında kalan finansal kuruluşlar tarafından 1.927 milyar Euro ve diğer kuruluşlar tarafından 696 milyar Euro'luk borçlanma senedi ihraç edilmiştir¹¹⁹. Euro bölgesindeki borçlanma araçları içerisinde kamunun payı % 40,04 tür.

Avrupa Birliği'nde finansal entegrasyonun en hızlı bir şekilde gerçekleştiği piyasalar kamu ve özel sektör borçlanma araçlarının işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalardaki entegrasyon özellikle euronun piyasaya çıkmasından olumlu yönde etkilenmiştir. Euro, bu piyasaların homojen bir piyasa yaratarak, yatırımcı tabanını

¹¹⁸ BIS, Securities Markets Statistics, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0903.pdf#page=86 (Erişim: 07/04/2009)

¹¹⁹ ECB Monthly Report, Debt Securities Statistics, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000167> (Erişim: 07/04/2009)

genişletmiştir. Bu durum hem kamu hem de özel sektör menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasaları daha rekabetçi hale getirmiştir¹²⁰. London Economics tarafından hazırlanan bir çalışmada, finansal entegrasyon ile birlikte tahvil ve bono piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin, ihraç maliyetleri ve işlem maliyetlerinde düşüş beklenmektedir¹²¹. Ayrıca finans kurumları dışında kalan şirketler tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerinin ihraçlarında finansal entegrasyon ile birlikte artış olacağı ve bu durumun bankaların şirketlere verecekleri kredilerdeki spreadlerini azalacağı yine raporun öngörülerinden bir tanesidir. Rapora göre, finansal entegrasyon ile birlikte finans dışı şirketlerin borçlanma maliyetleri 40 baz puan düşecek ve buna bağlı olarak şirketlerin tahvil yolu ile finansman sağlamaları bankadan kullanılan kredilerden daha fazla olacaktır. Böylelikle şirketlerin yabancı kaynak yoluyla borçlanmalarında tahvil ile finansman sağlamanın oranında Amerika ile Avrupa arasında Amerikan lehine olan fark azalacaktır¹²².

Devlet iç borçlanma senetlerinin getirileri, euro ile birlikte Avrupa Birliğine üye ülkelerde hızlı bir şekilde birbirlerine yakınlaşmıştır. Döviz kuru riskinin ortadan kalkması ile euro bölgesi ülkelerinin ihraç etmiş olduğu tahviller arasındaki faiz farkı oldukça azalmış olup, Fransa ve Almanya'nın ihraç ettikleri tahvillerinin faiz oranları arasında fark kalmamıştır.

1990'lı yılların ikinci yarısında euro bölgesinde ihraç edilmiş kamu borçlanma senetlerinin ülkeler arasındaki faiz farkı üç basamaklı rakamlarda seyrederken, bu fark euro piyasalarda kullanılmaya başladıktan sonra 50 baz puandan daha az bir sayıya düşmüştür¹²³. Aşağıdaki tabloda Avrupa Birliğinde referans faiz için kullanılan 10 yıllık Alman Devlet Tahvilinin getirisi ile diğer euro bölgesi ülkeleri arasındaki getirileri arasında bulunan baz puanları yer almaktadır.

¹²⁰ Philipp Hartmann, Angela Maddaloni and Simone Manganelli, "The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives", **ECB Working Paper Series**, No.230, (Mayıs 2003), s. 20.

¹²¹ London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. 65.

¹²² London Economics, **Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets**, s. 69.

¹²³ De Grauwe, s. 245.

Tablo 5: Ülkelerin yıllar itibariyle 10 yıllık Alman tahvili karşısındaki getiri farkları

YIL/ÜLKE	Avusturya	Belçika	Finlandiya	Fransa	İrlanda	İtalya	Hollanda	Portekiz	İspanya
1993	18,4	70,6	230,1	25,5	119,9	467,2	-16,2	468,1	369,9
1994	16,6	88,8	217,5	35,3	122,9	365,8	0,2	361,2	313,3
1995	28,4	63,1	194	68,6	160,2	535,7	4,9	462,1	442,7
1996	11,3	27,8	88,3	11,6	115	313,1	-5,9	235,5	252,2
1997	3,3	10,1	76,5	-7,1	65,1	118	-7,3	71,8	73,9
1998	16,3	19,1	24,6	8,5	24,5	33,7	7	28,6	27,8
1999	20,3	26,2	22,6	11,8	21,6	25,1	14,1	31,2	24,2
2000	29,9	33,3	20,3	13,9	25,2	33,3	15,2	35,1	27
2001	27,4	32	22,8	13,3	19,3	37,5	14,9	35,8	28,8
2002	16,8	19,8	18,2	8,4	21,6	24,2	11,1	22,6	15,2

Kaynak: Liaven Baele ve diğerleri; "Measuring Financial Integration in the Euro Area", ECB Occasional Paper Series, Nisan 2004, s. 38.

Aslında 1990'lı yılların ortalarında itibaren euro bölgesi içinde yer alan gelişmiş ekonomilerin kamu borçlanma araçları arasında bir faiz yaklaşması bulunmaktadır. Euronun finansal işlemlere konu edilmesi faiz yaklaşımlarını daha da artırmıştır.

2.4. Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar

Avrupa Birliğinde sermaye piyasalarının entegrasyonu konusunda finans literatüründe pek çok değerli çalışma yapılmıştır. Değerli akademisyenler tarafından bu çalışmalarda istatistiksel yöntemler kullanılarak Avrupa Birliğinin tamamında veya belirli ülkelerde bulunan sermaye piyasaların birlikte hareket edip etmedikleri başka bir deyiş ile ülkelerin sermaye piyasalarının entegrasyonları ölçülmüştür.

2.4.1. Avrupa Birliğinde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar

Hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna ilişkin finans literatüründe pek çok değerli eser bulunmaktadır. Bu çalışmada, Avrupa Para Birliğinin oluşturulması, Euro'nun resmi para birimi kabul edilmesi ve FSAP'ın finansal entegrasyona etkileri ve Avrupa Birliği ülkelerindeki hisse senedi piyasalarının birbirleriyle ilişkisini analiz eden makaleler incelenmiştir.

Avrupa Para Birliğinin oluşturulması, Euro'nun resmi para birimi kabul edilmesi ve FSAP'ın finansal entegrasyona etkileri ve Avrupa Birliği ũlkelerindeki hisse senedi piyasalarının birbirleriyle ilişkisini analiz eden makalelerin ilki; Bartram, Taylor ve Wang¹²⁴ tarafından hazırlanan ve 1994-2003 yılları arasında 17 Avrupa ũlkesinin hisse senedi piyasaları arasındaki bağımlılıkları ve Euronun bu bağımlılıklarla olan ilişkisini inceleyen makaledir.

Bartram, Taylor ve Wang, yaptıkları çalışmada euro bŕlgesi ũlkeleri arasında piyasaların zaman değişkenli bağımlılığı ile euro bŕlgesi ile euro bŕlgesinde olmayan ũlkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi ŕlmüřlerdir. Makalede ŕlm modeli olarak marjinal dağılımlar için GJR-GARCH- t modelini kullanılmıştır. Bu analiz neticesinde, Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya ve İşpanya'daki hisse senedi piyasalarının ortak para birime geçiş ile piyasa bağımlılık derecelerinin yŕksek olduğu tespit edilmiştir. Bu ũlkelerin hisse senedi piyasalarında işlem gŕren şirketlerinin piyasa değerlerinin yŕksek olması, hisse senedi piyasalarındaki kapsamlı dŕzenlemeler, piyasalardaki yŕksek likidite ve dŕřŕk işlem ve bilgi maliyetleri bu ũlkelerdeki hisse senedi piyasalarının birbirleriyle etkileşimini artıran sebeplerdir. Borsa kapitalizasyonu kŕk olan ũlkelerde, işlem maliyetlerinin yŕksek olması ve bu durumun yatırımları olumsuz yŕnde etkilemesi nedeniyle ũlkelerin hisse senedi piyasalarının diğer gelişmiş ũlkelerle entegrasyonunun daha zayıf olduğu saptanmıştır. Euro bŕlgesinde olmayan İngiltere ve İsveç'te ise hisse senedi piyasalarında bir hareketlenme olduğu gŕrŕlmüřtŕ. Ayrıca, Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonun yŕkseliře geçişinin 1998 yılı başında euro ũyeliđinin oluşturulması ile başladığı tespit edilmiştir.¹²⁵

Vo ve Daly¹²⁶, 1988 ile 2003 yılları arasındaki hisse senedi piyasası endekslerinin gŕnlŕk getirilerini kullanarak 7 Avrupa ũlkesi (Almanya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İşpanya ve Yunanistan ile Amerikan hisse piyasaları arasındaki finansal

¹²⁴ Sŕhnke M. Bartram, Stephen J. Taylor, Yaw-Huei Wang, "The Euro and European Financial Integration, Money", **Macro and Finance Research Group**, 36. Annual Conference, (2004), s. 1-42.

¹²⁵ Bartram ve diğerleri, s. 38.

¹²⁶ Vo ve Daly, s. 155-170.

entegrasyonu analiz etmişlerdir. Çalışmada inceleme dönemi beşer yıllık üç döneme ayrılmıştır.¹²⁷

- I. Dönem (6 Şubat 1988- 30 Temmuz 1993): Avrupa Birliğinde döviz kuru mekanizmasının (ERM) uygulamaya alındığı ve ERM krizlerinin yaşandığı dönem.
- II. Dönem (2 Ağustos 1993- 31 Aralık 1998): ERM krizlerinin sonrası ve euro ile tanışma dönemi.
- III. Dönem (1 Ekim 1998- 15 Aralık 2003): Euronun kullanımının başlaması.

Vo ve Daly, Avrupa Para Birliği ile Birlik üyesi ülkelerin hisse senedi piyasalarının getirilerinin ilişkisinin yükseldiğini; bu durumun yatırımcıların bu piyasalardan sağladıkları faydayı düşürdüğünü belirtmişlerdir. Ülkelerin finansal piyasalarının birbirlerine yakınlaşması, getirilerin de birbirlerine yakınlaşması sonucu üretmektedir. Vo ve Daly, hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun ölçümünde hisse senedi endekslerinin günlük getirilerinin korelasyon katsayılarını hesaplamışlardır. Günlük getirilerin korelasyon analizinde kullanılmasında verilerin birincil farklarını alarak veri seti durağanlaştırılmıştır. Verilerin durağanlaştırılmasının en önemli sebebi getirilerin trend etkisinden arındırılması işleminin yapılmasıdır. Yukarıdaki belirtilen dönemler itibariyle oluşturulan korelasyon matrisleri aşağıda tablolarda yer almaktadır:

Tablo 6: I. Dönem (1988-1993) Korelasyon Matrisi

Ülke	Fransa	Almanya	Yunanistan	İrlanda	Hollanda	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Fransa	1	0,07	0,17	0,38	0,7	0,57	0,57	0,28
Almanya		1	-0,02	-0,03	0,04	0	0,1	0,31
Yunanistan			1	0,23	0,15	0,19	0,09	0,04
İrlanda				1	0,39	0,35	0,39	0,15
Hollanda					1	0,54	0,59	0,29
İspanya						1	0,44	0,21
İngiltere							1	0,33
A.B.D.								1

Kaynak: Xuan Vinh Vo ve Kevin James Daly, "European Equity Markets Integration-Implications for US. Investors, Research in International Business and Finance, Vol. 19, 2005, s. 162

¹²⁷ Vo ve Daly, s. 157.

Tablo 7: II. Dönem (1993-1998) Korelasyon Matrisi

Ülke	Fransa	Almanya	Yunanistan	İrlanda	Hollanda	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Fransa	1	0,22	0,18	0,5	0,71	0,69	0,71	0,36
Almanya		1	0,03	-0,06	0,15	0,22	0,2	0,45
Yunanistan			1	0,25	0,23	0,2	0,2	0,1
İrlanda				1	0,57	0,45	0,57	0,2
Hollanda					1	0,66	0,72	0,34
İspanya						1	0,63	0,35
İngiltere							1	0,38
A.B.D.								1

Kaynak: Xuan Vinh Vo ve Kevin James Daly, "European Equity Markets Integration-Implications for US. Investors, Research in International Business and Finance, Vol. 19, 2005, s. 162.

Tablo 8: III. Dönem (1998-2003) Korelasyon Matrisi

Ülke	Fransa	Almanya	Yunanistan	İrlanda	Hollanda	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Fransa	1	-0,01	0,27	0,53	0,89	0,84	0,83	0,48
Almanya		1	-0,03	-0,05	-0,02	-0,01	-0,01	0,15
Yunanistan			1	0,25	0,29	0,26	0,26	0,13
İrlanda				1	0,56	0,48	0,57	0,26
Hollanda					1	0,8	0,82	0,45
İspanya						1	0,74	0,42
İngiltere							1	0,43
A.B.D.								1

Kaynak: Xuan Vinh Vo ve Kevin James Daly, "European Equity Markets Integration-Implications for US. Investors, Research in International Business and Finance, Vol. 19, 2005, s. 163

Yukarıdaki tablolar incelendiğinde, gelişmiş ekonomiye sahip Avrupa Birliği ülkeleri arasında (Almanya hariç) hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun her dönem artarak yüksek derecede korelasyona yöneldiği görülmektedir. Örneğin Fransa ile İngiltere arasındaki korelasyon katsayısı I. Dönemde 0,57 iken II. Dönemde bu oran % 0,71 yükselmiştir. Son dönem olan III. Dönemde, korelasyon katsayısı 0,83 olmuştur. Bu veri iki piyasanın 2003 itibariyle birbirlerine entegre olduklarını göstermektedir.

Almanya'nın hisse senedi piyasalarının diğer gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları ile entegre olamamasının en önemli nedeni Alman markının uzun süre volatil olması ve bu durumun döviz kuru riskinin yatırım yapmada önemli bir risk kategorisi olarak dikkate alınmasıdır. Alman markı 1991-1995 arasında diğer Avrupa Birliği para

birimleri karşısında % 20 oranında değerlenmiştir. Ancak 1996-1999 periyodunda değer artışı tersine dönmüş ve ilgili dönemde Alman Markı % 15 oranında değer yitirmiştir. Bu durum yabancı yatırımcıların Alman hisse senetlerine olan yatırım isteğinde kısıt oluşturmuştur.

İrlanda ve Yunanistanın diğer ülkeler ile korelasyonları incelendiğinde ise, hisse senedi piyasalarının henüz diğer Avrupa Birliği ülkeleri ile bütünleşemedikleri görülmektedir. Avrupa Birliğinde yer alan gelişmekte olan ülkelerin piyasa liberalizasyonlarını gerçekleştirmelerinin gerekli olduğu, sadece döviz kuru ve sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılmasının yabancı yatırımcıların finansal piyasalara çekilebilmesi için yeterli olmadığı, zayıf muhasebe standartları, bilginin yeterince şeffaf olmaması ve politik riskler nedeniyle finansal piyasaların entegrasyonunun bazı ülkelerde istenen oranlarda gerçekleşmediği, bu ülkelerin de tam entegrasyona dahil olabilmeleri için finansal piyasalarını liberal hale getirmelerinin gerekli olduğu Vo ve Daly tarafından belirtilmiştir.¹²⁸

Kim, Moshirian ve Wu¹²⁹, euronun hisse senedi piyasalarındaki etkilerini incelemiştir. Çalışmada; hisse senedi piyasalarının entegrasyonu iki değişkenli EGARCH modelini kullanarak ölçülmüştür. Analiz sonucunda; bölge içi ve bölgeler arası hisse senedi piyasası entegrasyonunun 1990'ların ikinci yarısından itibaren oldukça oynak olduğu saptamışlardır.

Kim, Moshirian ve Wu¹³⁰,ya göre Avrupa Birliğine üye ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonu euronun tedavüle çıktığı 2002 yılından itibaren hızla yükselerek daha sağlam ve istikrarlı bir düzeye gelmiştir.

¹²⁸ Vo ve Daly, s. 167.

¹²⁹ Suk-Joong Kim, Fari Moshirian, Eliza Wu, "Dynamic Stock Market Integration Driven by European Monetary Union: An Empirical Analysis", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 29 No: 10, (2005), s. 2475-2502.

¹³⁰ Kim, Moshirian ve Wu, s. 2485.

Kim, Moshirian ve Wu¹³¹, hisse senedi piyasalarındaki entegrasyonunun yükselmesinin nedeninin döviz riskinin ortadan kaldırılmasından çok ülkeler arası makro ekonomik yakınsamaların artması olduğunu; özellikle küçük ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna tek para biriminin yaptığı katkının oldukça yüksek seviyelere geldiğini belirtmiştir.

Kim, Moshirian ve Wu Avrupa Birliğine üye küçük ülkelerde finansal entegrasyonun henüz sonuçlanmadığını, Merkez Bankalarının fiyat istikrarı taahhüdünün Avrupa Birliği ülkeleri ile Amerikan hisse senedi piyasaları arasındaki entegrasyonu sağlamlaştırdığını belirtmişlerdir.

Baele, Pungelescu ve Horst,¹³² uluslararası finansal varlık fiyatlaması modeline göre Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonu ölçmüşlerdir. Modelde finansal entegrasyonun hangi aşamasında yatırımcıların yerel menkul kıymetlere olan ilgisini kaybedecekleri incelenmiştir.

Veri analizinin sonucuna göre hisse senedi piyasaları arasında senkronizasyonun arttığı ve entegrasyonunun yükseldiği durumlarda, sistematik riskin Avrupa bankaları ve sigorta şirketlerini oldukça fazla etkileyeceği ortaya çıkmıştır.

Baele, Pungelescu ve Horst,¹³³ hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun 1990.lı yıllarda başladığını, uluslararası piyasaların entegrasyonuna rağmen bankaların sistematik risk profillerinin devam ettiğini, bu durumun bankaların yatırım stratejilerini yüksek risk/yüksek risk profiline göre hedeflediklerini gösterdiğini ve bankaların risk profilleri ve sigorta şirketleri riskli varlıklarının hassaslığının pek çok ülkede yükseldiğini belirtmişlerdir.

¹³¹ Kim, Moshirian ve Wu, s. 2498-2499.

¹³² Lieven Baele, Crina Pungulescu ve Jenke Ter Horst, "Model Uncertainty, Financial Markets Integration and Home Bias Puzzle, www.ecb.int/events/pdf/conferences/fgi/Pungulescu_Baele_TerHorst.pdf, (Erişim: 20/12/2008), s. 1-37.

¹³³ Baele, Pungulescu ve Horst, s. 19.

Kim, Moshirian ve Wu¹³⁴, Avrupa Para Birliğinin hisse senedi ve tahvil piyasalarının entegrasyonuna etkisini iki değişkenli EGARCH modeli ile ölçmüşlerdir. Modelde 02/03/1994 ile 19/09/2003 tarihleri arasındaki günlük hisse senedi ve tahvil getirileri kullanılmıştır. Ekonomi politikalarıyla döviz kuru, parasal tutum ve reel ekonomilerde yakınlaşmanın sağlanmasının finansal entegrasyonun derecesinin tespit edilebilmesi için geçerli bir araç olduğu modelin hipotezidir. Veri seti 02/03/1994-31/12/1998 ve 01/01/1999-19/09/2003 tarihlerini içeren iki döneme bölünmüştür. Birinci dönem euro öncesi dönem ikinci dönem ise euronun piyasalarda işlem görmeye başladığı dönemdir.

Kim, Moshirian ve Wu'na¹³⁵ göre ekonomik entegrasyon ve döviz kuru riskindeki azalma, finansal entegrasyonun beklenen neticesi olmuştur. Ancak para politikalarının entegre olmasının yatırımcı kararlarında aşırı duyarlılık ile birlikte bir belirsizliğe yol açabileceği ve bu durumun Avrupa birliğinin ekonomik geleceğini etkileyebileceği düşünölmektedir.

Hisse senedi ve bono piyasalarının entegrasyonu makaleye konu olan dönemde Para Birliğinin devreye alınması ile yüksek seviyelerdedir.

Yang, Min ve Li¹³⁶ ekonomik ve para birliğin kısa ve uzun dönemli periyotlarda 11 Avrupa ülkesi ve Amerikadaki hisse senedi piyasalarına olan etkisi incelemişlerdir.

Veri seti olarak, ABD (S&P 500), Almanya (DAX-30), Avusturya (ATX), Belçika (BEL-20), Finlandiya (FOX), Fransa (CAC-40), Hollanda (NET), İngiltere (FTSE 100), İrlanda (SE General), İspanya (IBEX 35), ve Portekiz (PSI 20) endekslerinin günlük kapanış değerleri 01/01/1996-31/12/1998 (Ekonomik ve Parasal Birlik öncesi) ve

¹³⁴ Suk-joong Kim, Fari Moshirian ve Eliza Wu, "Evolution of International Stock and Bond Market Integration: Influence of the European Monetary Union", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 30 (5), (Mayıs 2006), s. 1507-1534.

¹³⁵ Suk-joong kim, Fari Moshirian ve Eliza Wu, s. 1530.

¹³⁶ Jian Yang, Insik Min ve Qi Li, "European Stock Market Integration: Does Emu Matter?" **Journal of Business Finance and Accounting**, Volume 30 (9-10), s. 1253-1276.

01/01/1999-01/06/2001 (Ekonomik ve Parasal Birlik sonrası) olmak üzere iki farklı döneme ayrılmıştır.

Veri setinin dönemlere ayrılmasının sebebi, 01/01/1999 tarihinde oluşturulan ekonomik ve parasal birliğin euro bölgesinde yer alan hisse senedi piyasalarına olan etkisinin analiz edilmesidir. Data kümesinde yer alan ülkeler ekonomilerine göre de iki grupta toplanmışlardır. Buna göre, Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya, İngiltere ve ABD gelişmiş finansal piyasalara sahip oldukları için büyük ölçekli hisse senedi piyasaları, geri kalan beş ülke ise küçük ölçekli hisse senedi piyasaları olarak değerlendirmeye alınmışlardır.

Hisse senedi piyasalarının 01/01/1996-31/12/1998 tarihleri arasındaki günlük endeks değerleri üzerinden oluşturulan korelasyon matrisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9: I. Dönem (01/01/1996-31/12/1998) Korelasyon Matrisi

Ülke	Almanya	Fransa	İtalya	Hollanda	Avusturya	Belçika	Finlandiya	İrlanda	Portekiz	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Almanya	1	0,63	0,52	0,70	0,63	0,61	0,56	0,37	0,52	0,59	0,62	0,31
Fransa		1	0,66	0,69	0,51	0,65	0,53	0,36	0,56	0,70	0,69	0,40
İtalya			1	0,58	0,45	0,55	0,51	0,35	0,51	0,65	0,58	0,30
Hollanda				1	0,54	0,70	0,57	0,38	0,54	0,64	0,71	0,37
Avusturya					1	0,50	0,48	0,37	0,48	0,50	0,48	0,21
Belçika						1	0,50	0,31	0,49	0,57	0,61	0,39
Finlandiya							1	0,36	0,47	0,50	0,52	0,32
İrlanda								1	0,32	0,31	0,38	0,14
Portekiz									1	0,61	0,51	0,26
İspanya										1	0,60	0,38
İngiltere											1	0,39
A.B.D.												1

Kaynak: Jian Yang, Insik Min ve Qi Li, “European Stock Market Integration: Does Emu Matter?” Journal of Business Finance and Accounting, Vol.30 (9-10), Aralık 2003, s. 1268.

Yukarıdaki veriler incelendiğinde; 01/01/1996-31/12/1998 döneminde, Avrupa Birliği ülkelerinde henüz tam entegrasyonun oluşmadığı görülmektedir. Ülkelerin birbirleriyle olan korelasyon ilişkisinde, yüksek derecede ilişkili olan herhangi bir ülke çifti bulunmamaktadır. En yüksek entegrasyon derecesine sahip olan ülke ikilileri; Hollanda-

İngiltere (0,71), Belçika-Hollanda (0,70), Almanya- Hollanda (0,70) ve İspanya-Fransa (0,70)'dır. Büyük ölçekli hisse senedi piyasalarına sahip ülkelerin birbirleriyle olan korelasyonları diğer ülkelere göre daha yüksektir.

Küçük ölçekli hisse senedi piyasaları bu dönemde büyük ölçekli hisse senedi piyasaları ile herhangi bir yüksek veya orta dereceli entegrasyon ilişkisine sahip değildir.

ABD'nin hisse senedi piyasaları ile Avrupa Birliği ülkeleri arasındaki korelasyonlar da küçük ölçekli hisse senedi piyasalarında olduğu gibi düşük düzeyde oluşmuştur. Piyasalar arasındaki düşük korelasyonların en önemli sebebi piyasalar arasındaki döviz kuru riskidir. Euronun henüz ortak para birimi olarak finansal piyasalarda kullanılmaması nedeniyle, döviz kuru riski, Avrupa Birliğinde hisse senetleri piyasalarında en önemli risk olarak yatırımcılar tarafından dikkate alınmıştır. Hisse senedi piyasalarının 01/01/1999-01/06/2001 tarihleri arasındaki günlük endeks değerleri üzerinden oluşturulan korelasyon matrisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10: II. Dönem (01/01/1999-01/06/2001) Korelasyon Matrisi

Ülke	Almanya	Fransa	İtalya	Hollanda	Avusturya	Belçika	Finlandiya	İrlanda	Portekiz	İspanya	İngiltere	A.B.D.
Almanya	1	0,77	0,68	0,75	0,37	0,41	0,52	0,26	0,54	0,67	0,65	0,48
Fransa		1	0,76	0,75	0,35	0,41	0,6	0,27	0,59	0,75	0,71	0,45
İtalya			1	0,68	0,3	0,35	0,5	0,26	0,51	0,73	0,62	0,39
Hollanda				1	0,37	0,5	0,58	0,3	0,54	0,71	0,68	0,43
Avusturya					1	0,29	0,23	0,21	0,27	0,35	0,33	0,15
Belçika						1	0,23	0,2	0,25	0,38	0,38	0,29
Finlandiya							1	0,25	0,49	0,57	0,52	0,26
İrlanda								1	0,22	0,24	0,31	0,1
Portekiz									1	0,64	0,51	0,3
İspanya										1	0,62	0,39
İngiltere											1	0,43
A.B.D.												1

Kaynak: Jian Yang, Insik Min ve Qi Li, "European Stock Market Integration: Does Emu Matter?" Journal of Business Finance and Accounting, Vol.30 (9-10), Aralık 2003, s. 1269.

01/01/1999- 01/06/2001 dönemi verilerinden oluşturulan yukarıdaki korelasyon matrisinde, Avrupa Birliğinde özellikle gelişmiş ekonomilerdeki entegrasyon düzeyinin 01/01/1996-31/12/1998 dönemine göre daha yüksek seviyelere çıktığı görülmektedir.

Ancak küçük ölçekli hisse senedi piyasaları arasında yer alan Avusturya, Belçika ve İrlandanın diğer ülkelerle olan korelasyonları I. Döneme göre daha düşük seviyelere inmiştir. ABD hisse senedi piyasaları ile Avrupa ülkeleri arasındaki ilişki ise ekonomik ve parasal birlik öncesine göre bir miktar yükseliş göstermiştir.

Yang, Min ve Li,¹³⁷ Avrupa Birliğindeki gelişmiş piyasaların uzun dönemli ilişkilerinin oldukça kuvvetli olduğunu ve krizler sonrası denge noktasının hızlı bir şekilde tekrar sağlandığını yaptıkları çalışmanın sonucunda tespit etmişlerdir. Ekonomik ve parasal birlik sonrasında Almanya, Fransa, İtalya ve Hollanda hisse senedi piyasalarının birbirleriyle daha fazla entegre olduklarını; diğer yedi küçük ülkesinin piyasalarının büyük piyasalarla olan entegrasyonu güçlendiğini; ancak üç ülkenin hisse senedi piyasasının (Avusturya, Belçika ve İrlanda) ise ekonomik ve parasal birlikten sonra diğer piyasalardan izole oldukları çalışmadan elde edilen diğer bulgulardır.

Hardouvelis, Malliaropulos ve Priestley,¹³⁸ Avrupa Para Birliği ve ortak para birimine geçişin ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna ve Avrupa ekonomilerinin birbirlerine yakınlaşmasına etkisini incelemişlerdir. Hardouvelis, Malliaropulos ve Priestley¹³⁹, şarta bağlı finansal varlık fiyatlandırma modelini kullanarak yaptıkları analiz çerçevesinde; yatırımcıların döviz kuru riskinden dolayı portföylerinde oluşan kısıtların euro ile birlikte yok edildiğini ve sınır ötesi yatırımlarda bir artış yaşandığının bu durumun yerel menkul kıymetlerin tercih edilebilirliğini azalttığını belirtmişlerdir.

2.4.2. Tahvil ve Bono Piyasalarının Entegrasyonuna İlişkin Amprik Çalışmalar

Tahvil ve bono piyasalarının entegrasyonu konusunda hisse senedi piyasalarına göre daha sınırlı sayıda araştırma yapılmıştır. Barr ve Priestley¹⁴⁰, tahvillerin getirilerinin

¹³⁷ Yang, Min ve Li, s. 1273.

¹³⁸ Hardouvelis, Malliaropulos ve Priestley, "EMU and European Stock Market Integration", **CEPR Working Paper Series** No: 2124., s. 1-20.

¹³⁹ Hardouvelis, Malliaropulos ve Priestley, s.25.

¹⁴⁰ David G. Barr ve Richard Priestley, "Expected Returns, Risk and the Integration of Bond Markets", **Journal of International Money and Finance**, Volume 23, Issue: 1, (Şubat 2004), s. 71-97.

uluslararası risk faktörleri ile yerel risk faktörlerden etkilenme derecelerini incelemişler ve tam entegrasyonda yerel piyasalarda herhangi bir olumsuz gelişme bononun beklenen getirisinde sistematik bir risk yaratmayacağını saptamışlardır.

Barr ve Priestley¹⁴¹ İngiltere, A.B.D., Almanya, Japonya ve Kanada'nın 1986-1996 döneminde tahvil endeksleri üzerinden hesapladıkları getiriler üzerinden oluşturdukları model ile entegrasyonu ölçmüşlerdir. Çalışmanın sonucunda; dünya devlet borçlanma senedi piyasasında henüz tam entegrasyonun sağlanmadığı, getirinin oluşumunda yerel faktörlerin halen önemli olduğu belirtilmiştir. Ancak bazı ülkeler arasında tam entegrasyonun da olduğu (Almanya ve Japonya dünya piyasaları ile tam entegrasyon halindedir.) çalışmanın sonucu ortaya çıkan verilerde yer almaktadır.

Codogno ve diğerleri¹⁴² euro bölgesi ülkelerinde devlet tahvillerinin getiri farklılıklarının uluslararası risk faktörleri ile ilişkisini uluslararası risk faktörleri olarak Amerikan Hazinesinin borçlanma senetlerinin getirilerindeki değişiklikleri kullanarak incelemişlerdir. Bu çalışmanın neticesinde Amerikan Hazine Bonosunun getirilerinde değişikliklerin euro bölgesindeki devlet iç borçlanma senetlerinin getirilerini etkilemiştir. Çünkü euro bölgesi için Amerikan Hazine Bonosu faizi bir gösterge faiz oranı niteliğindedir ve bu faiz oranındaki değişiklik euro bölgesindeki tahvillerin fiyatlarını etkilemektedir.

Adjaouté ve Danthine¹⁴³ ile Adam ve diğerleri¹⁴⁴ tahvil ve bono piyasalarının entegrasyonunu; 10 yıllık devlet tahvillerinin getirilerinin benchmark tahvil olan Alman devlet tahvilinin getirisi ile arasındaki farklar üzerinden ölçmüştür. Euro bölgesi ülkelerinin devlet tahvillerinin birbirlerine yakın risk değerlerinin 1999 yılında euronun finansal

¹⁴¹ Barr ve Priestley, s. 90.

¹⁴² Lorenzo Codogno, Carlo Favero ve Alessandro Missale, "Yield spreads on EMU Government Bonds", **Economic Policy**, Volume 18, Issue 37, (Ekim 2003), s. 503-532.

¹⁴³ Adjaoute ve Jean-Pierre Danthine, s. 62.

¹⁴⁴ Klaus Adam, Tullio Jappelli, Annamaria Menichini, Mario Padula ve Marco Pagano, "Analyze, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration", **Centre for Studies in Economics and Statistics**, University of Salerno, (Ocak 2002), s. 20-24.

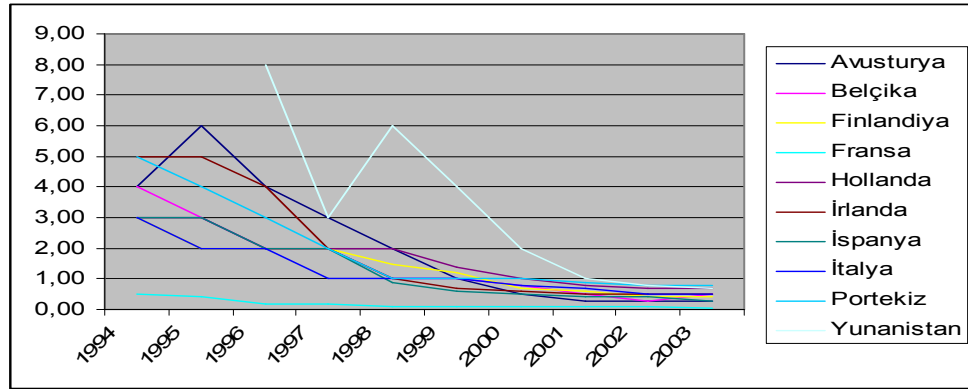
piyasalara girişi ile birlikte ortadan kaybolması ve tahvil getirileri arasındaki farkların finansal entegrasyon olduğu için oldukça küçük olacağı beklenmektedir.

Adam ve diğerleri¹⁴⁵, benzer kredi notu olan ülkelerin ihraç ettiği devlet iç borçlanma senetlerinin getirileri arasında küçük farklar olacağını ancak menkul kıymetin likiditesinden kaynaklanan getiri farklarının tam entegrasyonun olması durumunda bile devam edeceğini belirtmişlerdir.

Adjaouté ve Danthine¹⁴⁶, faiz getirileri arasında bazı farklar olmasına rağmen euro bölgesinde devlet iç borçlanma senetlerinin getirileri arasında yaklaşmanın olduğunu belirlemişlerdir.

Baele ve diğerleri¹⁴⁷, euro bölgesi ülkelerinin 10 yıllık devlet iç borçlanma senetlerinin getirilerinin gösterge tahvil olan 10 yıllık Alman Devlet tahvilinin getirisi ile arasındaki standart sapmalarını 1994-2003 dönemi için analiz etmiştir.

Bu çalışmanın sonucu aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



Grafik 2: Euro Bölgesi ülkeleri ile Alman Devlet Tahvili faizlerinin standart sapmaları

Kaynak: Liaven Baele ve diğerleri; “Measuring Financial Integration in the Euro

Area”, ECB Occasional Paper Series, Nisan 2004, s. 37.

¹⁴⁵ Klaus Adam, Tullio Jappelli, Annamaria Menichini, Mario Padula ve Marco Pagano, s. 21.

¹⁴⁶ Adjaoute ve Jean-Pierre Danthine, s. 64.

¹⁴⁷ Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova, Monnet Cyril, s. 37.

Yukarıdaki grafiğe göre 1999 yılından sonra devlet tahvillerinin getirileri arasındaki farklar hızla azalmaya başlamış ve euronun tedavüle girdiği 2002'den itibaren ise gösterge devlet tahvilinin getirisi ile diğer devlet tahvillerinin getirileri oldukça yakın seyretmiştir.

Laopodis¹⁴⁸ euro bölgesinde yer alan belli başlı ülkelerin nominal tahvil getirilerini euro öncesi (01/01/1995- 31/12/2000) ve euro sonrası (01/01/2001- 27/07/2006) iki döneme ayırarak korelasyon analizi yöntemiyle ülkelerin ikili ilişkilerini incelemiştir.

Tablo 11: (1/1/1995-31/12/2000) Dönemi Nominal Tahvil Getirilerinin Korelasyonu

Ülke	Avusturya	Belçika	Finlandiya	Almanya	İrlanda	İtalya	Hollanda	Portekiz	İspanya	Fransa
Avusturya	1	0,9771	0,9108	0,7412	0,8571	0,6088	0,7084	0,7953	0,9153	0,8362
Belçika	0,9771	1	0,8963	0,7303	0,8943	0,9025	0,8868	0,7777	0,901	0,8077
Finlandiya	0,9108	0,8963	1	0,7516	0,9146	0,9483	0,8331	0,7313	0,9388	0,8168
Almanya	0,7412	0,7303	0,7516	1	0,9389	0,8392	0,6974	0,9795	0,7492	0,8111
İrlanda	0,8571	0,8943	0,9146	0,9389	1	0,7101	0,8303	0,6769	0,8176	0,7913
İtalya	0,6088	0,9025	0,9483	0,8392	0,7101	1	0,7172	0,5686	0,7262	0,7855
Hollanda	0,7084	0,8868	0,8331	0,6974	0,8303	0,7172	1	0,7462	0,9191	0,8785
Portekiz	0,7953	0,7777	0,7313	0,9795	0,6769	0,5686	0,7462	1	0,7319	0,6861
İspanya	0,9153	0,901	0,9388	0,7492	0,8176	0,7262	0,9191	0,7319	1	0,8865
Fransa	0,8362	0,8077	0,8168	0,8111	0,7913	0,7855	0,8785	0,6861	0,9989	1

Kaynak: Nikiforos T. Laopodis. "Government Bond Market Integration within European Union", International Research Journal of Finance and Economics, Issue No: 19 (2008) s. 62

Tablo 12: (1/1/2001-27/7/2006) Dönemi Nominal Tahvil Getirilerinin Korelasyonu

Ülke	Avusturya	Belçika	Finlandiya	Almanya	İrlanda	İtalya	Hollanda	Portekiz	İspanya	Fransa
Avusturya	1	0,9979	0,9908	0,8317	0,9976	0,9985	0,9954	0,9953	0,9952	0,9961
Belçika	0,9979	1	0,8463	0,9603	0,9943	0,9923	0,9998	0,9977	0,991	0,9987
Finlandiya	0,9908	0,8463	1	0,8416	0,8546	0,8983	0,8631	0,8713	0,8588	0,8668
Almanya	0,8317	0,9603	0,8416	1	0,9869	0,9792	0,9772	0,9695	0,9792	0,9761
İrlanda	0,9976	0,9943	0,8546	0,9869	1	0,9901	0,9993	0,9931	0,0087	0,9992
İtalya	0,9985	0,9923	0,8983	0,9792	0,9901	1	0,9972	0,9986	0,9962	0,9955
Hollanda	0,9954	0,9998	0,8631	0,9772	0,9993	0,9972	1	0,9962	0,9991	0,9985
Portekiz	0,9953	0,9977	0,8713	0,9695	0,9931	0,9986	0,9962	1	0,9969	0,9981
İspanya	0,9952	0,991	0,8588	0,9792	0,0087	0,9962	0,9991	0,9969	1	0,9989
Fransa	0,9961	0,9987	0,8668	0,9761	0,9992	0,9955	0,9985	0,9981	0,9989	1

Kaynak: Nikiforos T. Laopodis. "Government Bond Market Integration within European Union", International Research Journal of Finance and Economics, Issue No: 19, 2008, s. 62

¹⁴⁸ Nikiforos T. Laopodis, "Government Bond Market Integration within European Union", **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue No:19, (2008) s. 61-62.

Tablolarda yer alan verilere göre euro öncesi dönemde de bazı ülkeler arasında korelasyonun bulunduğu, ancak euro sonrası korelasyon değerlerinin bir önceki döneme göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Ancak ikinci dönemde entegrasyonun yükselmesinin sadece euronun finansal işlemlerde kullanılması sonucunda oluştuğunu söylemek mümkün değildir. Çünkü getiriler arasındaki bu yakınlaşma; uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon ve veri setinde yer alan değerlerdeki trend etkisinin analizden ayrıştırılmaması nedeniyle ortaya çıkmış olabilecektir.

Folmer ve diğerleri¹⁴⁹, tahvil ve bono piyasalarının entegrasyonu ölçülmesi için euro bölgesi ülkeleri arasında yer alan Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya ve İspanya ile euro bölgesi dışında bulunan ama ekonomisi itibarıyla Avrupa Birliği'nin büyük ekonomileri arasında yer alan İngiltere'nin devlet tahvili verilerini kullanmışlardır. Yazarlar, ülkelerin 1990 ile 2007 tarihleri arasında ihraç etmiş oldukları farklı vadeli onbeşer adet devlet tahvilinin 1993-2008 dönemindeki günlük değerlerinin standart sapmaları üzerinden analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Çalışma neticesinde ülkelerin devlet tahvillerinin günlük fiyatlarının standart sapmalarının birbirleriyle paralel gittiğini ve bu durumun entegrasyonun bu ülkeler arasında oluştuğu saptanmıştır.

Yukarıdaki çalışmalar ışığında, euro bölgesinde yer alan devletlerin ve İngiltere'nin ihraç etmiş oldukları devlet iç borçlanma senetlerinin getirilerinin birbirlerine oldukça yakın olduğu görülmektedir. Menkul kıymetlerin getirilerindeki yakınlaşma bu enstrümanların işlem gördüğü piyasaların finansal entegrasyona dahil olduğunu da ayrıca belirtmektedir.

Tahvil bono piyasalarında kamunun yanı sıra özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri de işlem görmektedir. Euronun kullanılması, özel sektörün tahvillerinin entegrasyonu açısından destekleyici bir olay olsa da bu menkul kıymetler arasındaki

¹⁴⁹ Atze Folmer, Flip Van Overhagen, Marijke Van Der Hoek ve Tim Giesberts, "The Integration of the European Government Bond Market versus U.K", **European Financial Integration**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105878 (Erişim: 07/05/2009)

entegrasyonun hızı kamu sektörü kadar değildir¹⁵⁰. Bu sürecin yavaş işleminin en önemli sebebi ülkeler arasındaki yasal düzenlemelerin yeknesak hale getirilememesidir. Muhasebe prensipleri, kurumlar vergisi, ortakların hakları gibi konularda ülkeler arası farklılıklar bulunmaktadır. Bu durum aynı risk seviyesine sahip olsalar da iki farklı ülkede ihraç edilen dolayısıyla iki farklı yasal düzenlemeye tabi olan menkul kıymetlerin fiyatlarının ve getirilerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. Ekonomik ve finansal birlik ile birlikte ülkelerin vergi mevzuatındaki bu gibi farklılıkların kalkması beklenmektedir.

Özel sektörün ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerdeki entegrasyonun sağlanamaması sorunu, ipoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage-backed securities) için de geçerlidir. Konut kredilerinin bankalar tarafından menkul kıymetleştirilmesi sonucu oluşturulan ipoteğe dayalı menkul kıymetler bankaların alacaklarını menkul kıymetleştirmesini sağlamaktadır. Amerika'nın aksine ipoteğe dayalı menkul kıymetler konusunda Avrupa Birliğinin finansal piyasalarda geliştirme yapmaya ihtiyacı bulunmaktadır. Bu gelişimin önündeki en önemli engel yasal düzenlemelerdir. Finansal Hizmetler Aksiyon Planı ile yasal engellerin kaldırılarak ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde de entegrasyonun sağlanması hedeflenmektedir.

2.5. Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarına İlişkin Yasal Düzenlemeler

Avrupa Birliğinin Tek Pazar hedefi çerçevesinde yer alan “Tek Finansal Pazar” oluşumu temelde üye ülkelerin Avrupa Birliğinde serbestçe finansal hizmetlerini sunması ve finansal hizmetlerinden faydalanmasını sağlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda ilk önce üye ülkeler arasında sermayenin serbestçe dolaşımının önündeki engellerin kaldırılması sağlanmıştır. Daha sonra ise finansal piyasalarda yer alan sektörlere ilişkin hukuki düzenlemelere gidilmiştir.

Avrupa Birliğinin temelini oluşturan 1957 Roma Antlaşmasında mal, hizmet, iş gücü ve sermayenin üye devletler arasında serbest bir şekilde dolaşması konusunda genel hükümler bulunmaktadır. Sermaye'nin dolaşıma ilişkin 67/1 maddesinde: “Üye devletler;

¹⁵⁰ De Grauwe, s. 245.

geçiş dönemi süresince ortak pazarın iyi işlenmesini gerektirdiği ölçüde, üye devletlerde oturan kişilere ait sermaye hareketlerinde kısıtlamalarla, tarafların uyuşu, ikametgahı ya da yatırım yeri ile ilgili ayırım gözetici işlemleri kendi aralarında kaldırmalıdır.” hükmü yer almaktadır.¹⁵¹ Bu maddedeki en dikkat çekici husus, sermayenin dolaşım serbestliğine ortak pazarın iyi işlenmesini gerektirdiği kadar izin verilmesidir. Bu kavramın son derece muğlak olması; üye ülkelerin özellikle kendi iç pazarları ve yerel politikaları yüzünden sermayenin serbest dolaşımına yeteri kadar önem vermemelerine neden olmuştur. Konuyu başka bir açıdan ele alırsak; 1957 Roma Antlaşmasında dört faktörün (mal, hizmet, iş gücü ve sermaye) serbest dolaşımına ilişkin genel hükümlere yer verilmiştir. 1957 yılında henüz Birlik düşüncesinin olmadığı bir ortam düşünüldüğünde, üye devletlerin öncelikli amacı ortak pazarın ve ekonomik bütünleşmesinin sağlanması olup, sermayenin serbest dolaşımı ve buna bağlı olarak finansal entegrasyon birincil öncelikli hedefler arasında yer almamıştır.

1957 Roma Antlaşmasının metninde sermaye piyasaları ve menkul kıymetler ile ilgili doğrudan bölümler bulunmamaktadır. Menkul kıymetler, işletme hukuku ve yukarıdaki paragrafta bahsedilen sermayenin serbest dolaşımı başlıkları altında yer almaktadır.

Sermaye Piyasalarının 1970’li yıllarda hızlı bir şekilde gelişmesi, bu alanda da tek Pazar çalışmalarının yoğunlaştırmıştır. Avrupa Birliği içerisinde her alanda olduğu gibi sermaye piyasalarında da tek pazar oluşturulması ile ilgili hedef 1985 yılında yayınlanan “Beyaz Kitap”da yer almıştır.

Avrupa Birliğinde sermaye piyasası mevzuatı, menkul kıymetler alanında etkin ve sağlıklı işleyen bir piyasanın temel unsurları, hizmet sunumu serbestisi, düzenleyici

¹⁵¹ **Avrupa Ekonomik Topluluğunu Kuran Antlaşma-Roma Antlaşması**, çev: Haluk Günöğür, Barışcan Yayıncılık, Ankara, 1988 s. 45, Avrupa Birliğinin kurulması ile birlikte Amsterdam Antlaşması ile bu maddenin numarası ve metni değiştirilmiştir. Güncellenen metin: md. 56: “Bu kısım hükümleri çerçevesinde üye devletlerin kendi aralarındaki ve üye devletler ile üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinde bütün kısıtlamalar yasaklanmıştır. (maddenin çevirisi için kullanılan kaynak: Enver Bozkurt, Mehmet Özcan ve Arif Köktaş, **Avrupa Birliği Temel Mevzuatı**, Ankara: Asli Yayın Dağıtım, Ankara, 2005, s. 310-311.

otoritelere yönelik kurallar, yatırımcıların korunması, sermaye piyasası suçları, sermaye piyasası kurumlarının faaliyet koşulları, şirketler için menkul kıymet ihraçları, kamuyu aydınlatma, mali tablolara ilişkin hususlar ile kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyet esasları konularından oluşmaktadır.

Aşağıdaki bölümde Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları mevzuatında yer alan temel düzenlemeler genel esasları ile yer almaktadır. Ayrıca bölümün sonunda 2000.li yıllarda finansal piyasalarda tek pazara geçiş için yapılması gereken yasal düzenlemeler ve diğer öncelikli konularda atılacak adımları belirleyen Finansal Hizmetler Aksiyon Planı (FSAP) ve Finansal Hizmetler Politikasına ilişkin açıklamalar yer almaktadır. Avrupa Birliği hisse senedi piyasalarının entegrasyonunda Finansal Hizmetler Aksiyon Planı ve Finansal Hizmetler Politikasının etkileri, tezin ampirik çalışmasında hisse senedi endeksleri üzerinden ölçülmüştür.

2.5.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası (77/534/EEC)

Avrupa Birliği sermaye piyasalarına ilişkin ilk düzenleme Devredilebilir Menkul Kıymetlere ilişkin “Avrupa Davranış Yasası”dır¹⁵². Avrupa Komisyonu, Davranış Yasasına ilişkin önerisini 25/06/1977 tarihinde kabul etmiş ve bu belge tek pazara geçiş öncesinde Avrupa Birliği içerisinde sermaye piyasalarının daha etkin ve uyumlu çalışması konusunda ilk önemli adımı oluşturmuştur.

Davranış Yasası bir seri ilke ve bazı somut esasları kapsamaktadır. Davranış Yasası bir öneri biçimde sunulduğundan üye ülkeleri bağlamamaktadır. Birlik nezdindeki bütünleşmeyi sağlamak üzere, üye ülkelerin yükümlülüklerini düzenlemekte ve bunlara bağlı uygulamaların da birbirlerine yakınlaştırılmasını önermektedir.

Davranış Yasası, altı genel ve onsekiz tamamlayıcı kuraldan oluşmaktadır. Yasanın temelini oluşturan kurallar, kamuyu aydınlatma, eşitlik sağlama ve çıkar

¹⁵² Directive 77/534/EEC : Commission Recommendation of concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities, <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=310>, (Erişim: 01/05/2009)

çatışmalarının önlenmesine ilişkindir. Yasada bulunan genel kurallar aşağıda maddeler halinde yer almaktadır.¹⁵³

1) Menkul Kıymet İşlemleri hem üye ülkelerin yürürlükte olan mevzuatlarına, hem bu davranış yasası çerçevesinde belirlenen dürüst davranış ilkelerine uygun olmalıdır.

2) Yatırımcılara açıklanacak bilgiler; eksiksiz, doğru, kesin ve ayrıntılı olmalıdır. Menkul kıymetlere ilişkin fiyatlar gerçeği yansıtacak şekilde ve zamanında verilmelidir. Bilgilerin açıklanmasında, kurallara uygun hareket edilmeli ve hiç kimseye ayrıcalık sağlanmamalıdır. Menkul kıymetin ihracından itibaren borsada işlem görme dönemini de kapsayan bir şekilde, kamuyu tam aydınlatma ilkesinin uygulanmasına özen gösterilmelidir.

3) Bir şirketin tüm ortakları için eşit davranılacaktır. Piyasada işlem gören şirketin fiziki veya hukuki kontrolünü ele geçirmeye olanak sağlayan hisselerin devrine ilişkin işlemlerde de tüm hisse senedi sahiplerine eşit muamele yapılacaktır.

4) Menkul kıymetleri işlem gören şirketlerde çalışan tüm yöneticiler ile düzenleyici ve kontrol edici konumda bulunan kişiler, davranış yasasının belirlediği ilkelere uygun hareket etmelidir. Menkul kıymet işlemlerini ters yönde etkileyecek veya ortakların haklarına zarar verecek herhangi bir davranış içerisinde olunmamalıdır.

5) Menkul kıymet alım satım işlemlerinde aracılık yapan profesyoneller, haksız kazanç elde etme davranışından kaçınmalıdır.

6) Finansal araçlar, kendileri ve müşterileri arasındaki veya iş ilişkisinde buldukları diğer kişilerle arasındaki çıkar çatışmalarından kaçınmaya gayret gösterirler. Bununla birlikte, herhangi bir çıkar çatışma olması durumunda, doğrudan ya da dolaylı olarak çıkar sağlamak ve iş ilişkileri içinde oldukları müşterileriyle diğer kişilere zarar vermemek için bütün önlemleri almak zorundadır.

¹⁵³ **Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar**, Derleyen: Dr. Can Fuat Gürlesel, Finans Klup Yayınları, İstanbul: 2007, s. 200.

2.5.2. Finansal Araçların İşlem Gördüğü Piyasalar Direktifi (2004/39/EC)

Avrupa Birliği Yatırım hizmetlerine ilişkin temel nitelikteki ilk düzenleme, 93/22/EEC sayılı Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Hakkında 10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı direktifdir. Ancak sermaye piyasalarının hızlı bir şekilde gelişmesi, yeni enstrümanların finansal piyasalara işlem görmesi ve ekonomik ve parasal birlik ile birlikte mevcut düzenlemede revizyon yapma ihtiyacı oluşmuştur. Bu direktifin yerine 30 Nisan 2004 tarihinde kabul edilen 2004/39/EC Direktifi¹⁵⁴ kabul edilmiştir. Bu direktif 30 Nisan 2006 tarihi itibarıyla tüm üye ülkelerde uygulamaya geçmiştir.

Direktif, finansal enstrümanlar için konsolide hale getirilmiş bir düzenlemedir. Direktif 73 maddeden oluşmakta olup, Avrupa Birliğindeki bütün yatırım şirketlerini kapsamaktadır. Direktif finansal araçlar ve hizmetler konusunda daha önceki direktife göre daha kapsamlı düzenlemeler içermektedir.¹⁵⁵

Direktif, sermaye piyasası kurumlarına minimum standartlar getirerek “Tek Pasaport” ilkesiyle, herhangi bir üye devlette faaliyet gösteren bir yatırım bankası, banka veya borsanın, kendi ülkesinden aldığı izinler çerçevesinde, diğer üye ülkelerde de faaliyet göstermesini amaçlamaktadır.

Direktif, üye ülkelerin birbirlerinden farklı düzenlemelerini uyumlaştırmayı amaçlamaktadır. Verimli, rekabetçi ve bütünlük arz eden bir piyasanın oluşumunu teşvik eden Direktif, özellikle banka, diğer yatırım firmaları ve borsaların adaletli bir şekilde rekabet etmelerini sağlayarak nihai hedef olan tek Avrupa menkul kıymet kurallarının oluşumuna önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir.¹⁵⁶

¹⁵⁴ Directive on Markets in Financial Instruments, 2004/39/EC

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm, (Erişim: 05/06/2009)

¹⁵⁵ Dominique Ceuppens, Christian Marlier, “Challenges and Hurdles for MiFID”, Finansal Araç Piyasaları Direktifi, Bankalar Birliği Konferansı, 2008, <http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/mifid.pdf>, (Erişim 06/06/2009)

¹⁵⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesabatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri**, İstanbul: 2004, s. 9.

Direktifin, özellikle yatırım hizmeti sunacak kuruluşlara ilişkin hükümlerde, yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde, aracı kuruluşun yeterli finansal kaynaklara sahip olmasını, şirket yöneticilerinin profesyonel olmalarını, şirketin büyük ortaklarının denetlenmesine ilişkin maddeler yer almaktadır. Aracı Kuruluşların devamlı gözetim ve denetim altında tutulması, muhasebe standartları, müşteri hesaplarının mevzuata uygun tutulması, aracı kuruluşların mali yeterlilik ve piyasa risklerine karşı dayanma gücü, işlemlere ilişkin aracı kuruluş bünyesinde tutulan kayıtlarına ilişkin düzenlemeler de bu direktifte yer almaktadır. Aracı kuruluşun denetiminde, aracı kuruluşun ana kuruluş ülkesinin yetkili otoritesi sorumludur. Ancak, idari kuralların uygulanması ve bunlara sağlanan uyumun incelenmesinde aracı kuruluşun faaliyet gösterdiği ülkedeki yetkili otoritelerde kamu yararı çerçevesinde ilgili kurum bünyesinde denetim yapılabilecektir.

Yatırımcının korunması ve piyasaların düzgün işleyişinin sağlanması hedefi çerçevesinde, işlemlerin şeffaflığı garanti edilmektedir. Direktifte, piyasaların şeffaflığına ilişkin olarak, aracı kuruluşların işlem öncesi müşterilerinin bilgilendirilmesine ayrı bir önem verilmiştir.

Direktif kapsamındaki yatırım şirketleri, finansal araçlara ilişkin emirlerin alınması, müşteri hesabına bu emirler üzerine işlem yapılması, yatırım kendi hesabına işlem yapması, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, finansal araçların ihracı veya ihracına aracılık faaliyetlerini gerçekleştirebileceklerdir.

2.5.3. Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Direktifi (93/6/EC)

Avrupa Birliğinde aracı kuruluşlarla ilgili sermaye yeterliliği şartları, 93/6/EC sayılı “Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği” Direktifi ile düzenlenmiştir.¹⁵⁷

¹⁵⁷ Directive 93/6/EC, Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0255:EN:PDF> (Erişim 06/06/2009)

Direktif, aracı kuruluşlar ve kredi kuruluşlarının sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarını, aracı kuruluşların faaliyetlerini düzenlemektedir.

Direktif ayrıca bu kuruluşların saklama yetkilerini de kurala bağlamıştır. Buna göre, müşterilerin nakdini ve/veya menkul kıymetlerini saklayan, müşterilerinin alım satım talimatlarına yerine getiren ve portföy yönetimi hizmeti veren aracı kuruluşların asgari sermayesi 125.000 Euro olarak belirlenmiştir. (Md. 5)

Direktif, herhangi bir saklama hizmeti vermeyen ve sadece borsalarda alım satım işlemlerine aracılık eden aracı kuruluşların asgari sermayelerini 50. 000 Euro olarak belirlemiştir. (Md. 7)

Halka arz edilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim, kendi adına borsalarda alım satım işlemi yapan, müşteri nakdini ve/veya menkul kıymetlerini saklayan, portföy yönetimi ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerini de yürüten aracı kuruluşlar için belirlenmiş olan asgari sermaye 730.000 Euro'dur. (Md. 9)

Bu direktifin en önemli amacı; yatırımcıların organize finansal piyasalarda gerçekleştirecekleri işlemleri güvenilir bir şekilde yapmaları ve sahip oldukları finansal varlıkları güvenilir bir şekilde saklayacak aracı kuruluşlara sermaye yeterliliğinin getirilmesidir. Bu direktif bu kurumların risklilik düzeylerine göre asgari sermaye belirleme yetkisine sahiptir.

Bu direktif ile birlikte, aracı kuruluşların sermaye yeterlilik durumlarını finansal tablolar yardımıyla belirli periyotlarda üye devletin yetkili otoritesine sunmaları zorunlu hale getirilmiştir. En yüksek asgari sermayeye sahip aracı kuruluşların sermaye yeterlilik formlarını ayda bir, diğer aracı kuruluşların ise üç ayda bir sermaye yeterlilik formlarını üye ülkenin sermaye piyasalarının düzenleme ve denetimi ile görevlendirilmiş otoritesine bildirilmesi gerekmektedir.

2.5.4. Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi (85/611/EEC)

Kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin Avrupa Birliğinin temel düzenlemesi 20 Aralık 1985 tarih ve 85/611/EEC sayılı “Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi”dir.¹⁵⁸

Bu direktifin amacı, bir üye devlette faaliyet gösteren bir kolektif yatırım kuruluşunun katılma belgelerinin başka bir üye devlette güvenli bir şekilde ihraç edilmesi, üye devletlerin bu düzenlemede belirlenen kurallar dışında başka kurallar uygulamasının engellenmesi, kolektif yatırım kuruluşlarının katılma belgelerini başka üye ülkelerde ihraç etmesi durumunda katılma belgesi sahiplerinin her türlü haklarının korunması ve katılma belgesi ile bilgilere tam ve zamanında ulaşabilmesidir.¹⁵⁹

Direktif, üye ülkelerin sınırları içerisinde bulunan ve devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarını (Undertakings for collective investments in transferable securities-UCITS) kapsamaktadır. Direktif kapsamına açık uçlu yatırım fonu katılma belgelerini halka arz eden kolektif şirketler girmektedir.

Direktif kapsamında kurulan yatırım fonları, prensip olarak sadece tanınmış, düzenli ve açık nitelikli piyasalara kote edilmiş ve işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapabilirler ve herhangi bir milliyet ayrımı yapamazlar. Bununla birlikte Birlik dışında ihraç edilmiş menkul kıymetler için üye devletler “Piyasa seçiminin onaylanması” şartını yatırım fonu katılma belgesinin ihracı sırasında rezerv olarak koyabilirler. Bu rezerv belirli menkul kıymetlere yönelik olmamalıdır. Ancak bir ulusal veya uluslar arası pazarın ya da

¹⁵⁸ Directive 85/611/EEC, “Coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), (Erişim: 06/06/2009)

¹⁵⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, **Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri**, Yayın No:85, Ankara: 1997, s. 18

onun gözetim sisteminin değerlendirmesini gerektirebilir.¹⁶⁰ (Md. 19, birinci bent, C fıkrası)

Direktif, kolektif yatırım şirketlerine kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirmiştir. Buna göre yıllık rapor ve altı aylık rapor yayınlanması zorunludur. Raporlar hem yatırımcıların hem de yetkili otoritenin bilgisine sunulmaktadır.

2.5.5. Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Direktif (2001/34/EC)

Avrupa Birliğinde Borsa kotunda yer alan menkul kıymetlerin ihraççıların kamuya aydınlatmaları konusundaki dağınıklığın giderilmesi ve etkinliğinin sağlanması amacıyla 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34/EC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulüne ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Direktif” kabul edilmiştir.¹⁶¹

Direktif daha önce dört farklı direktif ile dört farklı alanda yapılan düzenlemeleri güncelleyerek tek bir direktif haline getirmiştir.

Direktife göre hisse senetleri birden fazla üyenin borsasına kote olmuş şirketler, işlem gördükleri borsalara aynı bilgileri sağlamak ile yükümlüdür. Şirketler hisse senetlerinin kote olduğu bütün ülkelerde hisse senedi sahiplerinin haklarını kullanabilmesi için tüm imkan ve bilgileri sağlamak ile mükelleftir.

Şirketler, hisse senetlerinin fiyatlarında önemli değişikliğe yol açabilecek bilgileri en kısa zamanda yayımlayarak kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmektedir.

¹⁶⁰ İktisadi Kalkınma Vakfı, **Avrupa Topluluğu Menkul Kıymet Düzenlemeleri**, Yayın No:114, İstanbul: 1992, s. 72.

¹⁶¹ Directive 2001/34/EC, Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing and Information to be Published on those Securities, <http://eur-ex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:184:0001:0066:EN:PDF> (Erişim: 06/06/2009)

Şirketler, altı aylık ve yıllık periyotlarla şirket ile ilgili finansal bilgileri bir önceki dönem ile karşılaştırmalı olarak kamuoyuna açıklamak zorundadır. Bu raporların şirketin finansal yapısı ile ilgili yeterli ve doğru bilgiyi taşıması gerekmektedir.

Borçlanma aracı ihraç eden şirketler de hisse senedi ihraç eden şirketler gibi yıllık mali tablo ve faaliyet raporu yayımlama ve özel durumların kamuya açıklanması konusunda hisse senedi ihraççı üyeler ile benzer yükümlülükler taşımaktadır. Bu şirketlerin altı aylık faaliyet raporu yayımlama zorunlulukları bulunmamaktadır.

Hisse senetleri Avrupa Birliği bünyesinde bir veya birden fazla ülkede işlem gören şirketlerin pay sahipliğinde belirli değişimler yaşanması durumunda, bu durum pay sahipleri tarafından yedi takvim günü içerisinde yetkili otoriteye ve şirkete bildirilmektedir. Şirket veya yetkili otorite bu pay değişimini kamuya açıklamak zorundadır.

Direktif, üye devletlerde ilk defa halka arz edilen ve söz konusu üye ülke borsalarında henüz kote edilmemiş menkul kıymetlerin halka arz izahnamelerini düzenlemektedir. Bu izahnamelerde yer alacak gerekli bilgiler ve ortak standartlar bu Direktif ile düzenlenmiştir. İzahnameler aynı menkul kıymetin başka bir üye ülkede halka arzında kullanılabilir.

Halka arza ilişkin izahname, ihraç tarihinden önce yayımlanarak yatırımcıların incelemesine sunulmaktadır. İzahnamede; firmanın varlıkları ve yükümlülükleri, finansal durumu, kar ve zararı, ilgili diğer firma bilgileri ve menkul kıymetlere sahip olmaktan doğacak haklar yer alacaktır.

2.5.6. Sermaye Piyasası Suçları Direktifi (2003/6/EC)

Avrupa Birliğinde sermaye piyasası suçlarına ilişkin temel düzenleme 2003/6/EC sayılı Direktiftir.¹⁶² Bu direktif daha sonra Bu direktif 2003/124/EC ve 2003/125/EC,direktifleri ile güncellenmiştir. Bu direktif ile piyasanın şeffaflığını ortadan

¹⁶² Directive 2003/6/EC, Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF>, (Erişim 06/06/2009)

kaldıran ve yatırımcı güvenini olumsuz yönde etkileyen faaliyetlerin önlenmesi amaçlanmıştır.

Direktif, 89/592/ECC sayılı içeriden öğrenenlerin ticareti konusundaki düzenlemeyi yürürlükten kaldırmış ve bu konuyu manipülasyon ile birlikte tek bir düzenlemede ele almıştır.

Sermaye piyasalarındaki hızlı teknolojik gelişmeler, finansal bilgilere ulaşımı kolaylaştırmak ile birlikte sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki piyasa suistimallerinin oluşmasına neden olduğundan, bu alanda ortak bir düzenleme yapma ihtiyacı doğmuştur.

Direktif, piyasanın kötüye kullanılmasının tanımlanmasında genel ve esnek kavramların kullanılmasını önermiştir. Böylelikle piyasa şartlarına ve teknolojik gelişmelere paralel olarak düzenleyici ve denetleyici kurumlara konuya ilişkin düzenleme yapma yetkisi sağlanmaktadır.

Direktif, içeriden öğrenmeyi “ihraççı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin kamuya henüz açıklanmamış olan ve menkul kıymetin işlem yönünü değiştirerek, menkul kıymetin piyasa değerini değiştirici nitelikteki her türlü bilginin şirket yetkilileri tarafından böyle bir bilgiye sahip olmanın verdiği avantaj ile kullanılması” olarak tanımlamaktadır. Bu kişilerin kendi namlarına veya üçüncü bir kişi hesabına yaptıkları işlemlere ilişkin yasaklama getirilmektedir.

Direktif manipülasyonu “ sermaye piyasası araçlarının arz ve taleplerini yanlış ve yanıltıcı bir biçimde etkileyen/etkileyebilecek ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasına neden olan emir ve işlemler ile sermaye piyasası araçları ile ilgili yanlış ve yanıltıcı etki yaratan/yaratabilecek nitelikteki bilgilerin yayınlanması olarak tanımlamıştır. Direktife göre bu fiilleri gerçekleştiren gerçek ve tüzel kişiler piyasanın şeffaflığını bozmaları nedeniyle cezalandırılmaktadır.

2.5.7. Finansal Hizmetler Aksiyon Planı

Avrupa Birliği'nin uzun dönemli hedeflerinden birisi de finansal hizmetler alanında tek pazar yaratmaktır. İlk kez 1985 tarihli Beyaz Kitap'ta AB'nin tek pazara geçiş vizyonu açıklanmıştır. Avrupa Birliğinde finansal hizmetlerin entegrasyonu konusunda 90'lı yıllarda Birlik bünyesindeki çalışmalar yeterli ölçüde faydalı olmamıştır. Ancak 90'lı yılların sonunda başlayan ve 2000'li yıllarda hızlanan dönem, finansal entegrasyonun gerçekleştirilmesi için Avrupa Birliğinde yoğun çabaların gösterildiği ve başarılı sonuçların alındığı bir dönem olmuştur. Bu kapsamda Finansal Piyasalar Aksiyon Planı (FSAP) 11 Mayıs 1999 tarihinde Avrupa Komisyonu tarafından kabul edilmiştir. Bu plan ile finansal piyasalarda tek pazara geçiş için yapılması gereken yasal düzenlemeler ve diğer öncelikli konularda atılacak adımlar bir zaman çizelgesine bağlanmıştır.¹⁶³ FSAP, entegre olmuş finansal piyasaların geliştirilmesi için mevcut düzenlemelerin uygulamaya geçirilmesindeki etkinliği değerlendirip düzenlemelerin zayıf yanlarını tespit ederek gerekli değişikliklerin yapılmasını içermektedir.¹⁶⁴ FSAP'ın üç temel stratejisi; kurumsal finansal hizmetlerde AB tek pazarının tamamlanması, açık ve güvenli perakendeci finansal hizmetler piyasası oluşturulması ve gelişmiş tedbirler ve denetim standartlarının uygulanmasıdır.¹⁶⁵

Avrupadaki finansal entegrasyon; finansal hizmetler aksiyon planının (FSAP) kademeli olarak gerçekleştirilen uygulamaları sayesinde büyük bir gelişme göstermiştir. Avrupa çapındaki halka arzlar artış göstermiştir. FSAP'ın amacı, Avrupa Birliği'nde tek toptan bankacılık hizmetleri piyasasının oluşturulması, şeffaf ve güvenli bireysel bankacılık ve sigortacılık piyasaları, denetim ve düzenlemelerin ekonomik ve sosyal koşullara uyumlaştırılması ve optimal ve bir mali piyasanın oluşturulması için gerekli mali kuralların geliştirilmesidir. Bu hedeflere ulaşmak için toplam 42 düzenleme değişikliği önerilmiştir.

¹⁶³ Melike Alparslan, "Avrupa Birliği'nde Finansal Hizmetler Tek Pazarına Geçiş Süreci", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:48, İstanbul, (2004), s. 93.

¹⁶⁴ Jean Darminé, "European Banking, Past, Present and Future", Second Central Banking Conference: the Transformation of the European Financial System, Frankfurt, 24-25 Ekim 2002, s. 8.

¹⁶⁵ İKV, **Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar**, s. 85.

Tablo 13: Finansal Hizmetler Aksiyon Planı Düzenlemeleri

Menkul Kıymet ve Türev Piyasalarının Bütünleşmesine İlişkin Hukuki Çerçeve
Profesyonel ve Perakendeci Yatırımcıların Ayırımına İlişkin Bildiri
Piyasa Manipülasyonu Direktifi
Yatırım Hizmetleri Direktifi (ISD) ile ilgili Yeşil Belge
AB Esasına Dayalı Sermaye Artırımı
Prospektüs Direktifinin Değiştirilmesi
Menkul Kıymet İhraç Edenler İçin Şeffaflık Yükümlülükleri Direktifi
Düzenli Raporlama Direktifi (82/121/EEC)
Listeye Alınan Şirketler İçin Tek Mali Bilanço Seti
Şirket Hukuku Direktiflerinde adil değer (fair value) muhasebe standartlarına ilişkin değişikliklerin yapılması
Menkul Kıymetlerin Tasfiyesinde Sistemik Riskin Kontrol Edilmesi
Mutabakat Sonuçlandırma Direktifinin Uygulanması
Sınır-Ötesi Karşılık Kullanma Direktifi
Sınır-Ötesi Yeniden Yapılanmada Güvenli ve Şeffaf Ortamın Sağlanması
Devralma Teklifleri Direktifi
AB Kurumsal Yönetişim uygulamalarının gözden geçirilmesi
10. Şirket Hukuku Direktifinde değişiklik
14. Şirket Hukuku Direktifinde değişiklik
Avrupa Şirket Yönetmeliği
Yatırımcılar İçin Tek Pazarın Sağlanması
Ek Emeklilik Fonlarının Etkin Denetimi Direktifi
Önerilen UCITS (Undertakings engaging in collective investment in transferable securities) direktifleri üzerinde siyasi anlaşma sağlanması
Perakendeci Piyasaların Açıklığı ve Güveninin Sağlanması
Mali Hizmetlerin Uzaktan Pazarlanması Direktifi
Alıcılar için Açık ve Kapsamlı Bilgilendirme Duyurusu
Sigorta Aracıları Direktifi (1976 Direktifi ile değiştirilmek üzere)
Tek Pazarda Perakende Ödemeler Bildirisi
Mevduat Sigortası Garanti Sistemleri
Etkin Denetim Kuralları
Bankaların tasfiyesine ilişkin Direktif
Sigortacılıkla ilgili taahhütlerin tasfiyesine ilişkin Direktif
Sigortacılık Direktifleri ve ISD'de (Yatırım Hizmetleri Direktifi) üçüncü ülkeler ile bilgi paylaşımı yapılması için gerekli değişikliklerin yapılması
Elektronik Para Direktifi
Bankaların ve yatırım şirketlerinin sermaye çerçevesinin gözden geçirilmesi
Reasürans denetimi
Mali holdingler için ihtiyati denetim kuralları
Karaparanın aklanmasının önlenmesi Direktifinde değişiklik

Kaynak: Alparslan, s. 104.

Komisyon tarafından 01/06/2004 tarihinde yayımlanan 10. ilerleme raporunda; 39 düzenleme değişikliğinin hayata geçirildiği, 10. Ticaret Hukuku Direktifi için görüşmelerin devam ettiği, Basel II çerçevesinde bankaların sermaye yeterliliklerinin düzenlenmesi ve 14. Ticaret Hukuku Direktifi için ise önerilerin yapıldığı belirtilmiştir.¹⁶⁶ Üye ülkelerin 2005 yılı sonuna kadar yerel yasalarını FSAP düzenlemelerine uygun hale getirmeleri beklenmektedir.¹⁶⁷

Ülkelerin gerçekleştirdikleri düzenlemeler ilişkin olarak hazırlanan ve Ek-1’de yer alan tabloya göre bazı ülkelerin FSAP kapsamında yer alan düzenlemeleri henüz hayata geçirmediği görülmektedir. Bu ülkeler ve henüz tam olarak gerçekleştiremedikleri düzenlemeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 14: Üye ülkelerin Gerçekleştiremedikleri FSAP Düzenlemeleri

Düzenleme	Düzenleme Numarası	Uyumlaştırma Son Tarihi	Ülkeler
Şeffaflık Direktifi	2004/109/EC	20/01/2007	Çek Cumhuriyeti
Kara Para Aklama Direktifi	2005/60/EC	15/12/2007	Belçika, İspanya, Finlandiya, Fransa, İrlanda, Polonya, İsveç

Kaynak: **Financial Services, Turning the Corner**, FSAP 10. İlerleme Raporu, Avrupa Komisyonu, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress10_en.pdf (Erişim Tarihi: 05/05/2009)

FSAP ile finansal hizmetler ve dolayısıyla bankacılık sektörünün de tek ortak pazarda faaliyet göstermesi hedeflenmektedir.

Finansal entegrasyonun derecesi artıkça bankacılık sisteminde rekabet daha fazla artarak kar marjları daralmakta ve etkinlik baskısı artmaktadır. Finansal entegrasyonun en önemli boyutlarından olan ortak bankacılık piyasası oluşturmadaki temel beklenti ise ölçek ve saha ekonomisi yaratarak etkinliğin artırılması ve riskin uluslararası çeşitlendirilmesi sağlanarak daha başarılı bir şekilde yönetilmesidir. Bu bağlamda coğrafi genişleme

¹⁶⁶ **Financial Services, Turning the Corner**, FSAP 10. İlerleme Raporu, Avrupa Komisyonu, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress10_en.pdf (Erişim: 05/05/2009) s. 5.

¹⁶⁷ Philipp Hartman, Angela Maddalani ve Simone Manganelli, “The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives”, **European Central Bank Working Paper**, No:230, (2003), s. 34.

politikasının bir sonucu olarak bazı orta ve doğu avrupa ülkelerinin AB'ye kabulü gerçekleştirilmiştir.

AB bankacılık sistemi genel olarak değerlendirildiğinde, deregülasyon ve uluslararasılaşma sonucunda rekabetin arttığı, sistemin maliyet-gelir baskının yükseldiği görülmektedir. Sistemde gelir artırma amacıyla, faaliyet alanlarının (özel bankacılık, yatırım bankacılığı, varlık yönetimi gibi bireysel ve kurumsal yatırımcılara yeni hizmetler sunma) genişletilmesi ve faaliyet gösterilen coğrafi alanın genişletilmesine yönelik girişimler olduğu, pazar koşullarının zorlaşması sonucu daha karmaşık yatırım stratejilerinin uygulandığı gözlemlenmektedir. Öte yandan maliyetlerin azaltılması, etkinlik ve verimliliğin artırılması çabaları, risk yönetimine daha fazla önem verilmesi ve daha etkin risk yönetim teknikleri geliştirilmeye çalışılması ve daha fazla müşteri odaklı bir anlayışın hakim olmaya başlaması AB bankacılık sisteminde ön plana çıkan konulardır.¹⁶⁸

Avrupa Komisyonu, FSAP ile finansal hizmetler alanında tek pazarın oluşmasına ilişkin engellerin 2005 yılı sonuna kadar kaldırılması ve 2006 yılında tamamen entegre olmuş Avrupa finansal hizmetler sektörünün oluşturulmasını amaçlamıştır. Ancak Avrupa Birliğine yeni üyelerin katılması, finansal piyasalarda yaşanan krizler, ülkelerin Avrupa Birliği anayasasına üzerinde çalışmaları ve benzeri nedenlerle 2004 yılının ortasında planda belirtilen sürede finansal entegrasyonunun gerçekleştirilemeyeceği anlaşılmıştır.

2.5.8. Lamfallussy Raporu

FSAP çerçevesinde sermaye piyasası düzenlemeleri ile ilgili olarak akıl adamlar komitesi (The Committee of Wiseman) oluşturulmuş ve komite başkanı olarak Alexandre Lamfalussy getirilmiştir. Komite, AB'de sermaye piyasalarıyla ilgili düzenlemelerin uygulanması için piyasaların mevcut koşullarının incelenmesi ve piyasa gelişmelerine

¹⁶⁸ Serpil Canbaş ve Gamze Vural, "Avrupa Birliği sürecinde Türk ve Avrupa Birliği Bankacılığının karşılaştırılması; Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde Finans Sektörü ve Reel Sektör **VII. Uusal Finans Sempozyumu Bildirileri**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları No:284, (2003), s. 487-488.

uygun düzenleyici mekanizmaların değerlendirilmesi konusunda yetkilendirilmiş ve bu konulara ilişkin komite tarafından bir rapor hazırlanmıştır.¹⁶⁹

Lamfalussy raporunda tek pazardan beklenen faydalar aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:¹⁷⁰

1) FSAP, finansal istikrar ve piyasaların entegrasyonu için gerekli koruyucu önlemleri güçlendirecektir. Bu bağlamda; FSAP, piyasaların kötü kullanımının önlenmesine ilişkin politikaların oluşturulması için etkin bir çerçeve oluşturulmasını amaçlamaktadır. Ayrıca, FSAP; doğru, tarafsız ve karşılaştırılabilir bilginin AB içinde kamuoyuna açıklanmasına olanak verecektir.

2) Düzenlemeler alanındaki işbirliği; finansal hizmetlerde tek pazarın getireceği potansiyel faydaları garanti altına almanın en iyi yoludur. Çünkü, FSAP finansal alanda yasal düzenlemelerin uygulanmasını ve uyulmasını sağlayacak bir çerçeve çizmiştir. Bu çerçeve otoriteler arasındaki yakın ilişkiye bağlıdır.

3) Genişleme; finansal hizmetlerde tek pazarın coğrafik olarak genişlemesi; ekonomik faydaları artıracaktır. Yeni katılımcı ülkelerin hızlı büyüme döneminde finansman ihtiyaçları fazla olacaktır. Bu ülke piyasalarının sağlıklı ve yumuşak geçiş ile AB mevzuatı içine alınması gerekmektedir. Bu ülkelerin piyasalarında kuralların etkin olarak uygulanması ve uyulması en önemli koşuldur.

4) Finansal entegrasyonun getireceği faydalar için beklentiler hem tüketiciler hem de firmalar tarafında devam edecektir. Bu faydalar; yüksek büyüme potansiyeli, istihdam artışı ve finansal piyasalardaki dalgalanmaların tedrici bir şekilde azaltılmasıdır.

Raporda tek pazarın bu avantajları sıralandıktan sonra, Avrupa Birliği'nin global piyasalarda rekabetçi kalabilmesi ve düzenlemelere ilişkin prosedürün daha hızlı ve daha esnek olması gerektiği belirtilmiş ve dört aşamalı bir yaklaşım önerilmiştir.¹⁷¹

¹⁶⁹ Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar, s. 86.

¹⁷⁰ Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar, s. 87.

1. Aşama: Avrupa Komisyonu tarafından tam bir değerlendirme yapıldıktan sonra direktif ve düzenlemelere ilişkin çerçeve prensiplerin oluşturulması ve bunların Avrupa Parlamento ile Avrupa Konseyine sunulması ve düzenlemelerin yasalaşması.

2. Aşama: Komisyon, düzenlemelere ilişkin Avrupa Menkul Kıymetler Komitesinden görüş aldıktan sonra finansal entegrasyon ölçümlerini teknik olarak uygulamak için Avrupa Sermaye Piyasaları Düzenleyici Otoriteleri Komitesinden öneri isteyecektir.

3. Aşama: Avrupa Sermaye Piyasaları Düzenleyici Otoriteleri Komitesi, uygulamaya yönelik olarak tavsiyeler, uygun ve uyumlu kılavuzlar ve ortak standartlar oluşturacaktır.

4. Aşama: Komisyon; üye devletlerin bu düzenlemelere uyumu kontrol edecektir. Komisyon, bazı durumlarda üye devletlerden FSAP'a aykırı işlem gerçekleştirenleri cezalandıracaktır.

Lamfallussy raporu; Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonu hızlandıran ve üye devletlerin daha hızlı bir şekilde uyum yasalarını çıkartmalarını sağlayan bir öneri raporudur.

Lamfallussy raporunu hazırlayan komite tarafından öncelikli olarak takip edilen düzenlemeler aşağıda maddeler halinde aşağıda yer almaktadır:

- 2004/72/EC Sayılı Direktif:¹⁷² Avrupa Birliğinde finansal piyasaların piyasa düzenini, fiyat ve işlem kurallarını güvence altına alan bu direktif, içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) ve manipülasyon suçlarına ilişkin yasal düzenlemeleri de tek çatı altında toplamıştır.

¹⁷¹ **Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets**, Brüksel, 15/02/2001, s. 6.

¹⁷² Bu direktif 2003/124/EC ve 2003/125/EC, direktifleri ile güncellenmiş olan 2003/6/EC "Directive on Market Abuse" direktifinin en güncel halidir.

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm (Erişim: 05/06/2009)

- 2003/71/EC Sayılı Direktif:¹⁷³ Avrupa Birliğinde finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere ilişkin izahnamelere ilişkin olarak üye ülkelerce uygulanacak temel kurallar yer almaktadır.
- 2004/39/EC Sayılı Direktif:¹⁷⁴ Sermaye piyasalarını ve menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerini düzenleyen bu direktif Avrupa mali piyasalarının yeni temel kanunu olarak görülmektedir. MiFID'in amacı, esas olarak, mali hizmet sağlayıcıları arasında rekabeti güçlendirmek, piyasa şeffaflığını arttırmak ve müşterilerin daha iyi korunmalarını sağlamaktır. MiFID ile aynı zamanda, sermaye piyasalarında piyasa likiditesinin ve verimliliğin artması hedeflenmektedir.
- 2004/109/EC Direktifi:¹⁷⁵ Menkul kıymetleri organize piyasalarda işlem gören ihraççılara ait bilgilerin, kamuya açıklanması konusundaki düzenlemelerin yer aldığı Kamuyu Aydınlatma Direktifidir. Bu direktifin amacı¹⁷⁶;
 - a) Şirketlerin performansı, finansal pozisyonu ve önemli tutardaki hisse sahiplikleri hakkında yatırımcılara sunulacak bilgilerin kalitesini arttırmak,
 - b) Avrupa Birliği'nde yatırımcıların korunmasını ve yatırımcı güvenini iyileştirmek,
 - c) Entegre Avrupa finans piyasası yolunda bir aşamayı daha tamamlamakolarak belirlenmiştir.

Akil adamlar komitesi (The Committee of Wiseman) tarafından Avrupa Birliği üyelerinin yukarıdaki düzenlemelere ilişkin uyumlaştırma çalışmaları belirli periyotlarla takip edilmektedir. 2008 yılsonu itibariyle, ülkelerin büyük çoğunluğunun yukarıdaki

¹⁷³ Directive on Prospectuses, 2003/71/EC

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm (Erişim: 05/06/2009)

¹⁷⁴ Directive on Markets in Financial Instruments, 2004/39/EC

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index_en.htm (Erişim: 05/06/2009)

¹⁷⁵ Transparency Directive, 2004/109/EC,

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm (Erişim: 05/06/2009)

¹⁷⁶ Carstern Ostermann, "Transparency Directive"

http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf (Erişim: 05/06/2009)

düzenlemeleri ilişkin olarak kendi yasal düzenlemelerini uyumlaştırdıkları görülmektedir. Ülkelerin gerçekleştirdikleri düzenlemeler EK-2’de yer almaktadır.

Ülkelerin gerçekleştirdikleri düzenlemeler ilişkin olarak hazırlanan ve Ek-2’de yer alan tabloya göre bazı ülkelerin düzenlemeleri henüz hayata geçirmedikleri görülmektedir. Bu ülkeler ve henüz gerçekleştiremedikleri düzenlemeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 15: Lamfallussy Raporuna Göre Üyelerin Tamamlayamadıkları Düzenlemeler

Düzenleme	Düzenleme Numarası	Uyumlaştırma Son Tarihi	Ülkeler
Şeffaflık Direktifi	2004/109/EC	20/01/2007	Çek Cumhuriyeti, Polonya, Hollanda
Şeffaflık Direktifi (Güncellenmiş)	2007/14/EC	08/03/2008	Çek Cumhuriyeti, Fransa, Macaristan, İtalya, Polonya, Hollanda
MiFID (Güncellenmiş)	2006/73/EC	31/01/2007	Polonya

Kaynak: Lamfallussy Direktiflerinin Uyumlaştırma Tablosu: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm (Erişim: 06/05/2009)

Bu tabloya göre, Polonya’nın MiFID ve şeffaflık direktifi; Çek Cumhuriyeti, Fransa, İtalya ve Macaristan’ın ise şeffaflık direktifi konusunda kendi yasal düzenlemelerini uyumlaştırmaları beklenmektedir.¹⁷⁷

2.5.9. Finansal Hizmetler Politikası

Avrupa komisyonu 2005 yılı Mayıs ayında sonunda FSAP’ın süreci sonrasındaki finansal hizmetler politikasını belirlemek amacıyla hazırladığı “Green Paper”ı kamuoyu ile paylaşmıştır.¹⁷⁸

Bu dokümanda gelecek beş yıl için Komisyon’un finansal hizmetler alanındaki öncelikli politikaları ilişkin görüşleri yer almaktadır. Komisyon’un nihai politika programı,

¹⁷⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf (Erişim: 05/06/2009)

¹⁷⁸ Avrupa Komisyonu, **Green Paper on Financial Service Policy (2005-2010)**, 03/05/2005, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf (Erişim: 05/06/2009)

istişare ve sonraki hazırlık çalışmaları sonrasında, Aralık 2005'te "*White Paper*" olarak sunulmuştur.¹⁷⁹

Avrupa Birliği Komisyonu'nun yeni dönemde finansal hizmetler alanındaki öncelikli politikası, yeni düzenlemeler yapılmasından ziyade, mevcut önlemlerin ulusal mevzuatlara geçirilişinin sağlanması ve düzenlemelerde uygulama/yürütmenin takip edilmesi olarak belirlenmiştir. Komisyon belirlediği bu politikayı finansal hizmetler politikası, finansal hizmetler mevzuatının konsolidasyonu, yeni düzenleme girişimleri ve izleme süreci olarak dört gruba ayırmıştır.

Finansal hizmetler politikası konusunda Komisyonun açıkladığı temel politika hedefleri aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:¹⁸⁰

- a) AB'de ekonomik açıdan önemli olan engellerin kaldırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin en düşük maliyetle serbestçe dolaşımına ve sunumuna imkan sağlanması,
- b) İhtiyati düzenlemelerle finansal istikrarın korunması,
- c) Tüketici yararına ve haklarının korunmasına yönelik uygulamaların artırılması,
- d) AB'de gözetim ve denetim alanında işbirliğinin ve uyumun artırılması, global finansal piyasalardaki diğer ülke ve kurumlarla ilişkilerin ve Avrupa'nın global etkisinin güçlendirilmesi.

Komisyon FSAP kapsamında bulunan ancak 2005 yılı itibariyle henüz tamamlanamamış olan, sınır ötesi işlemlerin takas ve mutabakatı; sigortacılık alanında yeni sermaye yeterliliği ve Avrupa Birliğindeki iç ödemeler konularında direktifler hazırlamayı hedeflemektedir.¹⁸¹ Ayrıca Finansal hizmetler mevzuatının konsolidasyonu konusunda da çalışmalar planlanmaktadır.

¹⁷⁹ Avrupa Komisyonu, **White Paper on Financial Service Policy (2005-2010)**, 05/12/2005, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf (Erişim: 05/06/2009)

¹⁸⁰ Avrupa Birliğinde Finansal Hizmetler Politikası, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 55, (2005), s. 88-89.

¹⁸¹ **Avrupa Birliğinde Finansal Hizmetler Politikası**, s. 90.

Komisyonun yeni düzenleme girişimleri grubunda yer alan çalışmalar; yatırım fonlarına ilişkin aktif yönetimi düzenlemesi ve perakende finansal hizmetler düzenlemesidir. Komisyonun perakende finansal hizmetler alanında eylem planına aldığı faaliyetler aşağıda yer almaktadır:¹⁸²

- a) Perakende finansal hizmetlerdeki dağıtım kanallarının geliştirilmesi,
- b) İpotekli konut finansmanı piyasalarının entegrasyonu,
- c) Bilgi sağlama yükümlülüklerine ilişkin mevcut kuralların basitleştirilmesi ve yasalaşması,
- d) Finansal aracılık faaliyetleri,
- e) Banka hesaplarına ilişkin engellerin kaldırılması,
- f) Hayat sigortası ve diğer tasarruf ürünleri.

Raporun son konu başlığı olan “izleme sürecine” ilişkin olarak, Komisyonun “White Paper”da ele aldığı konularda kaydedilen ilerlemeler ve gelişmeler hakkında yıllık bazda değerlendirme raporu hazırlaması ve bu raporu kamuoyuna sunması öngörülmüştür.

Avrupa Komisyonu; hazırlamış olduğu Finansal Hizmetler Politikası ile FSAP ile belirli bir noktaya gelen finansal piyasaların entegrasyonunu tam olarak sağlamak istemektedir. Bu kapsamda özellikle finans mevzuatında uyumlaştırma düzenlemeleri yapılmasını ve etkin bir şekilde kontrol edilmesini öncelikli hedef olarak belirlemiştir.

2.6. Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasaları Ülke Uygulamaları

Bu bölümde Avrupa Birliği ülkeleri arasında seçilmiş olan 15 ülkenin sermaye piyasaları incelenecektir. Seçilen ülkeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

¹⁸² **Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar**, s.98-99.

Tablo 16: Finansal Piyasaları incelenen Avrupa Birliği Ülkeleri

Ülke Adı	Ülke Adı
Almanya	İrlanda
Avusturya	İspanya
Belçika	İtalya
Bulgaristan	Macaristan
Çek Cumhuriyeti	Polonya
Danimarka	Romanya
Fransa	Yunanistan
İngiltere	

Yukarıdaki ülkelerin seçiminde beş ülkenin gelişmiş ekonomilerden (Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve İspanya) beş ülkenin orta büyüklüğe sahip olanlardan (Avusturya, Belçika, Danimarka, İrlanda, Yunanistan), beş ülke ise Birliğe yeni katılan ülkeler (Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya) arasından seçilmiştir.

Bu ülkelerin sermaye piyasalarında düzenlemeler ile borsaların işlem hacimleri, borsalara kote olan şirket sayıları ile borsanın en yüksek işlem hacmine sahip beş hisse senedinin toplam işleme oranını gösteren yoğunlaşma dereceleri de ülke bazında incelenecektir.

Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin analiz edilmesinde kullanılan oranlardan bir tanesi de, ülkelerin borsalarında işlem gören hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonlarının ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hasılasına olan oranıdır. Bu oranın yüksek olması, ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmiş olduğunu göstermektedir.

Yukarıdaki tabloda yer alan seçilmiş ülkelerin ve Türkiye'nin 2000-2008 döneminde, hisse senetlerinin piyasa değerlerinin ülkelerin GSYİH bölünmesi ile elde edilen oran aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 17:2000-2008 Dönemi Piyasa Kapitalizasyonlarının GSYİH'ye Oranı (%)

Ülke/Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Almanya	65,60	56,96	29,27	37,07	38,43	45,43	53,50	59,43	31,99
Avusturya	15,36	13,32	14,73	20,07	27,74	43,94	58,95	59,73	19,42
Belçika	59,18	49,18	33,11	50,08	69,41	80,95	94,42	78,74	34,87
Bulgaristan	0,00	0,00	0,00	0,00	10,38	19,71	31,02	51,29	18,67
Çek Cumhuriyeti	13,74	13,03	12,24	15,18	24,61	31,00	30,51	37,69	19,94
Danimarka	68,61	53,34	39,88	49,71	56,50	70,09	83,36	83,87	40,86
Fransa	111,97	92,13	62,00	67,40	69,09	86,37	101,95	98,93	54,19
İngiltere	171,30	146,87	99,87	116,76	116,88	141,37	147,94	128,88	74,46
İrlanda	83,18	72,29	44,20	48,37	56,34	59,64	69,84	51,64	19,12
İspanya	85,21	77,25	60,76	73,54	82,29	89,55	102,14	117,18	62,15
İtalya	68,71	47,44	35,36	36,50	41,74	47,33	52,41	47,49	23,83
Macaristan	24,65	19,47	17,70	17,74	25,58	31,11	35,22	31,10	12,59
Polonya	18,18	13,59	12,91	15,31	25,41	32,47	41,47	46,46	18,00
Romanya	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	16,96	19,29	17,38	4,72
Türkiye	26,04	24,57	13,47	20,37	23,11	35,82	29,64	41,72	17,12
Yunanistan	85,52	66,21	41,99	49,32	49,58	62,25	71,39	79,43	26,65

Kaynak: Avrupa Borsa Federasyonları (FESE) ve Eurostat

Yukarıdaki verilere göre 2008 yılı hariç tutulmak üzere; Almanya ve İtalya dışındaki gelişmiş ekonomilerin piyasa kapitalizasyonlarının GSYİH'ya oranı diğer ülkelere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu veri, bu ülkelerin sermaye piyasalarının da gelişmiş olduğunu göstermektedir. Özellikle İngiltere'nin verileri incelendiğinde, Londra'nın dünyanın en önemli global finans merkezi olmasının sağladığı avantajlar görülebilmektedir. Aynı şekilde, Fransa ve İspanya'nın oranları da finansal piyasalarının gelişmiş olduğunu göstermektedir. Bu durumun, bu ülkelerin sermaye hareketlerini diğer ülkelere göre daha önceki dönemlerde serbest bırakmasının bir etkisi olduğu düşünülmektedir.

Avrupa Birliğine yeni katılan ülkelerde ise bu oranın oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu durumun en önemli nedeni; bu ülkelerin geçmiş dönemlerde doğu bloku ülkeleri olmaları nedeniyle sermaye piyasalarının mevcut olmamasıdır. Bu ülkelerin sermaye piyasaları Birliğe katılım gerçekleştikten sonra yavaş yavaş gelişmektedir. Örneğin Polonya'da hisse senedi piyasasında yer alan şirketlerin piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı 2000 yılında % 18,18 iken, bu oran 2007 yılında (2008 yılında global

finansal kriz nedeniyle bütün piyasalarda düşüş yaşanmıştır.) % 46, 46'ya yükselmiştir. Bulgaristan, Macaristan ve Romanya'nın verilerinde de benzer durumlar söz konusudur. Bu ülkelerin Avrupa Birliğine girdikleri tarihten itibaren sermaye piyasalarında gelişmeler yaşanmıştır.

Ülkelerin sermaye piyasalarına ilişkin genel bilgiler, ülke bazında aşağıdaki bölümde yer almaktadır.

2.6.1.Almanya

Almanya'nın federal yapısı dolayısıyla, çeşitli yerel borsalar birkaç yüzyıldır faaliyet göstermektedir. Örneğin, Frankfurt Borsasının kuruluşu 16. Yüzyıl sonlarına dayanmaktadır. İkinci Dünya Savaşı esnasında kapanan 8 yerel borsa, 1951 yılında tekrar faaliyete geçmiştir. Borsalar arası birleşmelerden sonra, Deutsche Börse grubu içinde yer alan Frankfurt Borsası ile beraber, toplam 6 yerel borsa faaliyet göstermektedir. Almanya'da 16. yüzyıldan itibaren yerel borsalar bulunmasına rağmen, sermaye piyasası düzenlemeleri ancak 1990'lı yıllarda gelişmiştir. Bundan öncesinde sermaye piyasası ile ilgili hükümler Ticaret Kanunu veya Borçlar Kanunu çerçevesinde yürütülmekteydi. Sermaye piyasalarına ilişkin ilk düzenleme 1990 yılında Borsalarda Halka arz izahnamelerini düzenleyen "Propectus Act" olmuştur. Yine 1990 yılında sermaye piyasalarına ilişkin hükümlerin toplandığı Birinci Finansal Piyasalar Teşvik Yasası (First Financial Market Promotion Act) yasalaştırılmıştır. 1994 yılında Menkul kıymetlerin alım satım işlemlerini düzenleyen Menkul Kıymet İşlem Yasası (Securities Trading Act) yürürlüğe girmiştir. Bu yasa ile Menkul kıymet düzenleme Kurumu (Federal Securities Supervisory Office) kurulmuştur. Ayrıca insider trading işleminin yasaklanması ve raporlama standartları ve büyük pay değişimlerine ilişkin düzenlemeler bu kanun ile yapılmıştır. 1998 yılında Üçüncü Finansal Piyasalar Teşvik Yasası (3. Financial Market Promotion Act) yayınlanmıştır. Bu yasanın amacı; küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye ihtiyaçlarının giderilmesi, sermaye artırımlarındaki işlem maliyetlerinin azaltılması, future işlemlerine düzenleme getirilmesi emeklilik yatırım fonlarının

düzenlemesidir. Yine 1998 yılında Şeffaflık Yasası (Transparency Act) yasal olarak yürürlüğe girmiştir. Enron skandalı ve Almanyada yaşanan yüksek teknoloji şirketlerinin çöküşü ile birlikte sermaye piyasalarında yeni düzenlemeler yapma ihtiyacı doğmuştur. 2002 yılında Dördüncü Finansal Piyasalar Teşvik Yasası (4. Financial Market Promotion Act) kabul edilmiştir. Bu yasa ile borsalara ilişkin düzenleyici ve denetleyici hükümler getirilmiştir. Ayrıca hisse senedi manipülasyonları da bu yasa ile düzenlenmiştir.¹⁸³ Beşinci Finansal Piyasalar Teşvik Yasasının (5. Financial Market Promotion Act) hazırlıkları da devam etmektedir. Almanya’da sermaye piyasalarının gözetimi, federal düzeyde, bankacılık, mali piyasalar ve sigortacılık alanında faaliyet gösteren üç ayrı düzenleyici kurumun birleşmesinden oluşan Federal Mali Denetleme Otoritesi (BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) tarafından gerçekleştirilmektedir.

Almanya’da finans sistemi temel olarak banka ağırlıklıdır. Bununla beraber, 1990’ların sonuna doğru sermaye piyasasında hızlı bir büyüme ve gelişim görülmüştür. Bu gelişimde, bir yandan Deutsche Telekom da dahil olmak üzere büyük halka arzlar, öte yandan Deutsche Börse’nin geliştirdiği yenilikler ve sistemlerindeki devamlı iyileştirme çalışmaları etkin olmuştur.¹⁸⁴ Bu çalışmalar neticesinde Almanya’da hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonlarının Yurtiçi Gayri Safi Hasılaya oranı 1989 yılında 30,9 iken bu oran 2001 yılında 49,22’ye yükselmiştir. Ancak bu oran bile gelişmiş olan ülkelerin verilerine göre oldukça düşüktür. 2001 yılı verilerine göre Avrupa Birliğindeki ortalama oran %70,7 dir. Amerika ve İngilterede ise piyasa kapitalizasyonlarının GSYİH’ye oranı sırası ile 137,1 ve 133,87 olarak 2001 yılında gerçekleşmiştir.¹⁸⁵

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Alman Hisse Senedi Piyasalarını işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

¹⁸³ Jan Pieter Krahen ve Reinhard H. Schmidt; **The German Financial System**, Oxford University Press, 2004, s. 426-441.

¹⁸⁴ Ekin Fıkrkoca, Almanya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı:38, TSPAKB Yayınları, 2005, s. 21.

¹⁸⁵ Krahen ve Schmidt; s. 428

Tablo 18: Alman Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	2.296,16	4.296	39,8
2001	1.617,53	3.619	43,9
2002	1.279,86	3.282	40
2003	1.138,63	3.142	40,63
2004	1.237,67	3.242	36,56
2005	1.545,79	3.551	37,18
2006	2.164,85	4.171	28,57
2007	3.144,15	5.151	30,57
2008	3.223,50	5.232	27,63

Kaynak: FESE

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, özellikle 2006-2008 döneminde işlem hacimleri ve borsaya kote olan şirket sayılarında belirgin bir yükseliş olduğu göze çarpmaktadır. Bu yükselişte Alman borsalarında gerçekleşen işlemlerin elektronik platformlarda da gerçekleştirilmesinin önemli bir yeri bulunmaktadır. Ayrıca yoğunlaşma derecesinde yıllar itibariyle düşüşlerin yaşanması, Alman Borsalarının derinliğinin arttığını gösteren bir veri olarak göz önüne alınmalıdır.

2.6.2. Avusturya

Avusturya Avrupa Birliğinin orta büyüklükteki ekonomilerinden bir tanesidir. Ülkenin yıllık ortalama GSYİH'sı 225 Milyar Eurodur. (2000-2008 dönemi ortalaması)

Avusturyanın Viyana kentinde yer alan Viyana Borsası 1771 yılında kurulmuştur. İlk kurulduğu yıllarda, tahvil ve bonolar ile yabancı paralar işlem görmüştür. Hisse senedi işlemleri ise 1818 yılında başlamıştır. 1872'de kurulan emtia borsası, 1876'da Viyana Borsasıyla birleşmiştir. 1997 yılı Aralık ayında, spot işlemlerin yapıldığı Viyana Borsası ile vadeli işlemlerin yapıldığı Avusturya Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ÖTOB birleşerek Wiener Börse AG'yi (Viyana Borsası) oluşturmuştur. 1998 yılında özelleşen Viyana

Borsası, Avusturya’da faaliyet gösteren tek menkul kıymet borsasıdır. Bu borsada hem hisse senetleri ve tahviller, hem de türev ürünler işlem görmektedir.

Avusturya’da modern sermaye piyasası kanunu, ülkenin AB’ye girmesinin ardından deregülasyon çalışmaları kapsamında 1991 yılının sonbaharında kabul edilmiştir. Bu kanun, Avusturya Menkul Kıymet Otoritesinin kuruluşunu da öngörmüştür. Avrupa Birliğinin izahname direktifinin (Prospectus Directive) 17 Nisan 1989 tarihinde yayımlanmasından sonra Avusturyadaki sermaye piyasası kanunu hazırlanmıştır. Sermaye piyasası kanununa ilişkin en son güncelleme 26 Ağustos 2003 tarihinde yapılmıştır.¹⁸⁶

2002 yılında, mali kesimde düzenleyici kurumlar tek çatı altında birleştirilmiştir. Bu kapsamda, Avusturya Menkul Kıymet Kurumu da tüm finans kesiminin düzenlemesiyle yükümlü olan Mali Piyasa Kurumu çatısı altına girmiştir. Mali Piyasa Kurumu, bankacılık, sigortacılık ve emeklilik fonları ile menkul kıymetler piyasalarında düzenleyici kurumdur. Sermaye piyasası tarafında hem organize borsada hem de tezgâhüstünde işlem gören menkul kıymetler, Mali Piyasa Kurumu denetimi altındadır. Aracı kuruluşların faaliyetlerinin ve Viyana Borsasındaki işlemlerin denetimi de Mali Piyasa Kurumunun sorumluluğundadır. Ayrıca, ihraççıların ve sermayedarların denetimini de yapmaktadır. Mali Piyasa Kurumu sermaye piyasasında aracılık, danışmanlık ve portföy yönetimi gibi faaliyetlerde bulunmak isteyen aracı kurumlara lisans verip, bunların denetimini gerçekleştirmektedir.¹⁸⁷

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Avusturya Hisse Senedi Piyasalarını işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

¹⁸⁶ Avusturya Merkez Bankası, **The Austrian Financial Markets, A Survey of Austria Capital Markets**, 2004, s. 111

¹⁸⁷ Ekin Fıkrkoca, Avusturya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı:51, TSPAKB Yayınları, 2006, s. 20.

Tablo 19: Avusturya Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	10,50	111	57,78
2001	8,62	113	53,47
2002	6,45	129	70,00
2003	9,80	125	57,64
2004	19,40	120	67,94
2005	37,50	111	57,60
2006	64,89	113	52,72
2007	94,49	119	52,74
2008	71,85	118	55,6

Kaynak: FESE

Viyana Borsası gerek piyasa değeri, gerekse işlem hacmi açısından diğer gelişmiş Avrupa ülkelerine kıyasla geride kalmaktadır. Borsaya kote olan şirket sayısının az olması ve banka hisse senetlerinin işlem hacminin büyük bir bölümünü gerçekleştirmeleri nedeniyle, Viyana Borsası'nın piyasa derinliği yeterli derecede değildir.

2.6.3. Bulgaristan

Bulgaristan Avrupa Birliğine Romanya ile birlikte son katılan iki ülkeden birisidir. Ülke uzun yıllar doğu blokunda yer almıştır. Bu neden ile ekonomisi yeterli ölçüde gelişmemiştir. Ülkenin 2000-2008 dönemindeki GSYİH ortalaması 50 milyar Euro ile oldukça düşük düzeydedir.

Bulgaristanda sermaye piyasası Temmuz 1995'te kabul edilen "Menkul Kıymetler, Borsalar ve Yatırım Fonları Kanunu ile düzenlenmiştir. Dünya Bankası düzenlemeleri, ABD uygulamaları ve Avrupa Birliğinin sermaye piyasalarına ilişkin direktifleri dikkate alınarak hazırlanan bu Kanun ile kurulan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, borsaları, aracı kurumları, diğer finansal araçları ve halka arz edilen menkul kıymetlerin gözetim ve denetimi ile görevlendirilmiştir.¹⁸⁸ Bu Kanun ayrıca, halka arz işlemlerini, açık ve kapalı uçlu yatırım fonlarının kurulmasını ve menkul kıymet işlemlerinde çıkabilecek

¹⁸⁸ Bulgaristan Ülke Profili, İMKB Araştırmaları Serisi, No:3, İstanbul:1999, s. 19.

anlaşmazlıkları çözebilmek için bir Uyuşmazlık Mahkemesi oluşturulması da düzenlenmiştir. Kanunun 3 temel amacı bulunmaktadır. Bunlar; sermaye piyasasının derinleştirilmesi, yatırımcının korunması ve özelleştirmeler için gerekli platform sağlanmasıdır.

Avrupa Birliğinde tek sermaye pazarı hedefinde gerçekleştirilen düzenlemeler, Bulgaristan tarafından da dikkate alınmış ve sermaye piyasası mevzuatında deregulasyona gidilmiştir. Bu çerçevede, Finansal Enstrüman Piyasaları Yasası (Markets in Financial Instruments Act) 01/11/2007 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Bulgaristan finansal piyasalar düzenleme komitesi hisse senedi piyasalarının yasal düzenleyicisidir. Bu komite Parlamento tarafından görevlendirilmiş olup 01/03/2003 tarihinde yürürlüğe giren Finansal Piyasalar Düzenleme Komitesi yasası (Financial Supervision Commission Act) ile kurulmuştur.¹⁸⁹ Komitenin düzenleme ve denetim yaptığı konular aşağıda maddeler halinde yer almaktadır.¹⁹⁰

- a) Organize menkul kıymet piyasaları
- b) Merkezi Saklama faaliyeti
- c) Aracı Kuruluşlar
- d) Yatırım şirketleri
- e) Kamu ve ihraççı kuruluşların gerçekleştirdikleri halka arz faaliyetleri

Aşağıdaki tabloda 2004-2008 döneminde Bulgaristan Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

¹⁸⁹ http://download.bse-sofia.bg/pdf/FSC_Act-en.pdf (Erişim Tarihi: 01/06/2009)

¹⁹⁰ <http://www.bse-sofia.bg/?page=RegulatoryAuthorities> (Erişim tarihi: 01/06/2009)

Tablo 20: Bulgaristan Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2004	0,44	320	72,66
2005	1,02	331	69,38
2006	1,42	345	80,38
2007	4,64	369	81,35
2008	1,32	399	69,13

Kaynak: FESE

Yukarıdaki tabloda yer alan verilere göre Bulgaristan hisse senedi piyasaları oldukça sığ ve gelişmemiş bir piyasadır. Bazı ülkelerin günlük işlem hacimleri Bulgaristanın yıllık işlem hacminden daha yüksektir. İşlem hacmi ve yoğunluk derecesi açısından Bulgar borsası likit olmayan bir borsadır. Ancak diğer orta ve

2.6.4. Belçika

Belçika Avrupa Birliğinin ilk kurucuları arasında yer alan ülkelerden bir tanesidir. Belçika ekonomisi Avrupa Birliğinde orta sıralara yer almaktadır. Ülkenin 2000-2008 dönemi ortalama GSYİH 276 milyar Euro olup, Avrupa Birliğinde 7. büyük ekonomiye sahiptir.

Belçikada hisse senedi işlemleri Brüksel Borsasında gerçekleştirilmektedir. Brüksel Borsanın kuruluşu 1801 olarak belirtilmiştir. Borsa; 2000 yılında Euronext bünyesinde Paris, Amsterdam ve Lizbon Borsaları ile birleşmiştir.

Belçikada sermaye piyasalarına ilişkin güncel düzenlemeler 2000.li yıllarda gerçekleştirilmiştir. Finans sektörü ve finansal hizmetlerin gözetimi konusunda 2 Ağustos 2002 tarihinde Kanun çıkarılmıştır. (Law on the supervision of financial sector and financial services) Bu kanun ile bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık sektörlerinin gözetim ve denetimi, Bankacılık, Finans ve Sigorta Kurulu tarafından

gerçekleştirilmektedir.¹⁹¹ 2003 yılında İzahname Yasası (Prospectus Act) yürürlüğe girmiştir. Bu yasa halka arz izahnamelerini belirli standartta kavuşturmuştur.

Avrupa Birliği mevzuatına uyum çerçevesinde, son dönemde ülkede mevzuat güncellenmeleri hızlı bir şekilde yapılmıştır. Örneğin MiFID, menkul kıymetlerin raporlama ve kamuya açıkladıkları bilgileri, kara para aklama ve terörün finansmanı yasaları Avrupa Birliğine uyum kapsamında Belçika Finans ve Sigorta Kurulu tarafından hazırlanarak sermaye piyasası sistemine dahil edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Belçika Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 21: Belçika Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECEŚİ (%)
2000	-	168	55,25
2001	-	155	57,45
2002	-	145	62,31
2003	33,76	145	47,17
2004	55,87	141	48,86
2005	91,05	138	47,47
2006	103,37	137	51,59
2007	158,89	135	54,32
2008	137,22	131	59,09

Kaynak:FESE

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere global krizin yaşandığı 2008 yılı hariç olmak üzere, Brüksel Borsasında işlem hacimleri yükselen bir trendte hareket etmiştir. Bu durum, borsanın Euronext piyasalarının altında faaliyet göstermesinin olumlu bir yansımasıdır. Borsaya kote olan şirket sayısının azalması ise piyasanın derinliğini

¹⁹¹ http://www.cbfa.be/eng/aboutcbfa/wg/pdf/law_02-08-2002.pdf (Erişim 11/06/2009)

etkileyebilecek bir husustur. Aynı şekilde yoğunlaşma derecesinin yüksek olması da borsanın likiditesini olumsuz etkileyen bir husustur. Borsada yoğunlaşma derecesini yüksek çıkaran hisse senetlerinin büyük bir bölümü bankalardır.

2.6.5. Çek Cumhuriyeti

Çek Cumhuriyeti Avrupa Birliğine son katılan 12 ülke arasına yer almaktadır. Ülke ekonomisi birliğe yeni katılan üyeler arasında Polonyadan sonra ikinci sıra yer almaktadır.

Çek Cumhuriyetinde Prag Borsası 1992 yılında 214 sayılı yasa ile kurulmuştur. Bu düzenleme ile Borsalarda yapılacak işlemler, Borsanın organizasyon yapısı ve Borsa Garanti Fonu aynı yasada tanımlanmıştır.

Çek Cumhuriyetinde sermaye piyasalarının gözetim ve denetimi 2007 yılına kadar Çek Menkul Kıymetler Kurulu tarafından gerçekleştirilmekte idi. 2007 yılında Çek Merkez Bankası finansal piyasaların düzenleyici kuruluşu olarak görevlendirilmiştir.

Çek cumhuriyetinde sermaye piyasaları konusundaki ilk düzenleme Prag Borsasının kurulduğu 1992 yılında yapılmıştır. 591/1992 sayılı Menkul Kıymetler Kanunu ile Çek Cumhuriyetinde organize piyasalarda işlem görecektir olan menkul kıymetlere ilişkin kurallar getirilmiştir. Bu kanun günümüze kadar muhtelif kereler değişikliğe uğramıştır. Bu değişikliklerin pek çoğu Avrupa Birliği sermaye piyasasına uyum kapsamında gerçekleştirilmiştir. Bu yasada en son 230/2008 sayılı yasa ile bir düzenleme yapılmıştır.¹⁹²

2004 yılında sermaye piyasasında gerçekleştirilen ticari faaliyetleri düzenleyen 256/2004 sayılı Kanun çıkmıştır. Bu kanun ile Avrupa Birliğinin tek piyasa uygulaması çerçevesine yapılan değişiklikler Çek Cumhuriyeti Kanunlarına yansıtılmıştır. Sermaye

¹⁹²http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/leg_capital_market/download/act_256_2004.pdf (Erişim 10/06/2009)

piyasalarında gerçekleşen halka arz işlemleri, menkul kıymetlerin halka arz edilmesi ve izahnamelerin yayımlanması gibi sermaye piyasası faaliyetleri yer almaktadır.¹⁹³

Aşağıdaki tabloda 2001-2008 döneminde Çek Cumhuriyeti Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 22: Çek Cumhuriyeti Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2001	-	47	90,09
2002	5,88	45	98,93
2003	7,47	38	97,76
2004	15,07	55	88,96
2005	34,91	39	85,12
2006	30,02	32	80,27
2007	36,58	32	87,2
2008	34,18	29	89,88

Kaynak: FESE

Yukarıdaki tabloda verilere göre Prag borsası oldukça sığ bir piyasadır. Borsanın işlem hacimleri diğer Avrupa Birliği ülkelerinin gerisindedir. Prag Borsasında hisse senetlerinin yoğunlaşma derecesinin de yüksek olması sermaye piyasalarının etkin olmadığını göstermektedir. Borsada kote olan hisse senedi sayısının oldukça düşük olması ve işlem hacminin büyük bir bölümünün beş hisse senedi üzerinden gerçekleşmesi bu Borsanın yeteri kadar rekabetçi bir yapıda olmadığını göstermektedir.

¹⁹³http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/leg_capital_market/download/act_256_2004.pdf (Erişim 10/06/2009)

2.6.6. Danimarka

Danimarka Avrupa Birliğinin orta büyüklükte ekonomiye sahip ülkelerinden bir tanesidir. Avrupa Birliği ülkelerinin GSYİH sıralamasında 13. Sırada yer almaktadır. Danimarka 1973 yılından beri Avrupa Birliğine üye ülkeler arasında yer almaktadır. Ülke henüz resmi para olarak euro kullanmamaktadır. Ancak ülke ERM-II sistemine dahil olarak ulusal parası olan Danimarka Kronunu belirli bant çerçevesinde euroya karşı hareket etmesini sağlamaktadır. Danimarka Kronunun belirli bant bir çerçevesinde hareket etmesi, finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılar için oldukça önemli bir bilgidir. Böylelikle yatırımcıların üstlendikleri döviz kuru riskinin limitleri ortaya çıkmaktadır.

Danimarkada hisse senedi işlemlerinin organize piyasası Kopenhag Borsasıdır. Kopenhag Borsasının 1996 yılında limited şirket haline dönüştürülmüştür. Borsa 2005 yılında Baltık ve Kuzey Avrupa Borsalarının entegre olduğu OMX grubuna dahil olmuştur. OMX grubu; NASDAX Borsasının bir yan kuruluşudur.

Danimarkada sermaye piyasalarının denetim ve gözetimi Finansal Hizmetler Otoritesi (Finanstilsynet) tarafından yerine getirilmektedir. Bu kurum 1988 yılında kurulmuş olup, finansal piyasaların tamamı üzerinde düzenleme yetkisine sahip bulunmaktadır. Danimarka Finansal Hizmetler Otoritesinin sermaye piyasalarında işlem yapan finansal kurumlara lisans verilmesi, ihraççı şirketlerin menkul kıymetlerini halka arz etmesi, sermaye piyasalarında düzenlemelerin yapılması, finansal kuruluşlar tarafından hazırlanan raporların değerlendirilmesi ve bu kurumların yerinde denetlemesi gibi görevleri bulunmaktadır.¹⁹⁴ Kurum içerisinde yer alan ve 1995 yılında oluşturulan Menkul Kıymetler Konseyi sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgilenmektedir. Bu konseyin temel amacı sermaye piyasalarının güvenli bir şekilde çalışmasıdır. Danimarka sermaye piyasasının etkin, şeffaf ve rekabetçi bir piyasa olarak faaliyet göstermesi, teşvikler uygulanması, yatırımcıların, ihraççıların ve piyasaların diğer katılımcıların uluslararası standartlar hizmet alması

¹⁹⁴ <http://www.finanstilsynet.dk/en/Omos/~media/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/About/NotatFTmemorandumUK261005%20pdf.ashx>
(Erişim:09/06/2009)

Konseyin diğ er hedefleri arasındadır. Danaimarka Finansal Hizmetler Otoritesinin Avrupa Birliğine uyum ç alışmaları kapsamında d ört yıllık bir uyum programı bulunmaktadır.

Danimarka sermaye piyasalarının temel mevzuatı menkul kıymet işlemleri yasasıdır. (Securities Trading Act) Bu yasanın ilk yayımlanma tarihi 1980 yılıdır. 1980 yılında yayımlanan yasa ile sermaye piyasalarındaki genel kurallar belirlenmiştir. Ayrıca Kopenhag Borsası ve Merkezi Saklama Kuruluşu olan VP Securities şirketine ilişkin esaslar da bu düzenlemede yer almaktadır. Daha sonra bu Kanun'da 1995 yılında bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerden en önemlisi Finansal Hizmetler Otoritesi bünyesinde Sermaye Piyasaları Konseyinin kurulması ve bu konseyin görev ve sorumluluklarının düzenlenmesidir. Ayrıca bu Kanun ile menkul kıymet işlemlerinin kayıtları, netleştirme ve takas faaliyetleri de düzenlenmiştir.¹⁹⁵

Mevcut menkul kıymet işlemleri yasasının güncel ihtiyacı karşılamaması ve Avrupa Birliği düzenlemelerinin yerel mevzuatta uyumlaştırılması ç alışması sonucunda menkul kıymet işlemleri yasasının güncellenmiş hali 02/04/2008 tarihinde yayımlanmıştır. Bu düzenleme ile Avrupa Birliğinin FSAP ile gerçekleştirdiği ana düzenlemeler olan MiFID, içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyon düzenlemesi ,menkul kıymetlerin kote edilmesi, izahname direktifi, şeffaflık direktifi ve kara para aklama direktiflerinde yer alan hükümler Danimarka sermaye piyasası mevzuatına da aktarılmıştır.¹⁹⁶

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Danimarka Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

¹⁹⁵ <http://www.uk.vp.dk/C1256CF300390A8E/0/7FEF72AA1A798449C1256D130041C231> (Erişim 09/06/2009)

¹⁹⁶ Securities Trading Act (02/04/2008), http://www.finanstilsynet.dk/en/Regler-og-praksis/Translated-regulations/~media/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/Acts/CAct214_020408_new%20pdf.ashx, (Erişim: 09/06/2009)

Tablo 23: Danimarka Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	101,22	2.101	57,41
2001	73,45	2.074	55,87
2002	53,82	2.056	59,78
2003	56,04	2.059	63,85
2004	79,72	2.084	56,29
2005	95,78	2.100	58,53
2006	137,38	2.175	48,86
2007	173,74	2.210	55,38
2008	142,77	2.155	68,41

Kaynak:FESE

Yukarıdaki tabloda verilere göre Kopenhag Borsası OMX grubuna dahil olduktan sonra işlem hacimlerinde oldukça yüksek artışlar yaşanmıştır. Bu durum entegre piyasaların daha yüksek işlem hacimlerini sağladığını göstermektedir. Borsalara kote olan hisse senedi sayısı da oldukça yüksektir. Ancak yoğunlaşma derecesindeki % 50'nin üzerinde ortalama bu borsanın derinliği konusundaki olumsuz bir veridir.

2.6.7.Fransa

Fransa, Avrupa Birliğinde Almanya ve İngiltereden sonra üçüncü büyük ekonomiye sahip ülkedir. Diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi Fransada da Borsanın kurulması 17. yüzyıla dayanmaktadır. Fransız Devrimi ile kesintiye uğraşan menkul kıymet alım satım işlemleri 1801 yılından itibaren tekrar başlamıştır.

Fransada menkul kıymetler üzerindeki geliştirme düzenlemeleri 1980.li yıllarda başlamıştır. Future işlemlerinin gerçekleştirildiği Marché à Terme International de France S A (MATIF) ile menkul kıymet opsiyonlarının işlem gördüğü Marché des Options Negotiables de Paris S A (MONEP) bu dönemde kurulmuştur. 1988 yılında yayımlanan bir yasa ile Société des Bourses Françaises S A. Fransanın ana borsası olarak kurulmuştur. Bu yasa ile birlikte, borsaya yabancı finansal aracılarn ve ihraççıların üye olmasına izin

verilmiştir. Haziran 1999 tarihinde yukarıda bahsedilen üç şirket ve Société du Nouveau Marché şirketi birleşerek Paris Borsasını (Paris Bourse^{SBF}) oluşturulmuştur.

Dünyada sermaye piyasalarında yaşanan yoğun rekabet Avrupadaki borsaların birleşmesine neden olmuştur. Paris Borsası da bu çerçevede Brüksel, Amsterdam Borsaları ile birleşerek Euronext isimi almıştır. 2002 yılında bu şirkete İngiliz Future Borsası ve Lisbon Borsası da katılmıştır.¹⁹⁷

Fransada sermaye piyasalarında 1980.li yıllarda başlayan modernizasyon düzenlemeleri Avrupa Birliğinin yatırım hizmetleri direktifinin Fransız yasalarına uyumlaştırılması ile başlamıştır. Bu dönemde finansal piyasaların gözetim ve denetimi farklı kuruluşların görev alanlarında bulunmaktadır.

Fransız sermaye piyasalarında gerçekleşen radikal değişiklikler 2 Temmuz 1996 tarihinde yürürlüğe giren yasa ile gerçekleşmiştir. Bu yasa ile Avrupa Birliğindeki tek sermaye piyasası hedefine uyum düzenlemeleri gerçekleştirilmiştir. Avrupa Birliğinde tek piyasa ve sermaye piyasaları için ortak kurallar belirleyen menkul kıymet yatırım hizmetleri direktifi bu düzenleme ile Fransız mevzuatına aktarılmıştır.¹⁹⁸

Ancak Avrupa Birliği'nin finansal hizmetler aksiyon planı çerçevesinde kara para direktifi ve şeffaflık direktifi konusunda Fransa'nın sermaye piyasaları mevzuatını uyumlaştırma çalışmaları devam etmektedir.

Fransada sermaye piyasalarının gözetim ve denetiminden sorumlu kurum Finansal Piyasalar Otoritesidir. (Autorité des Marchés Financiers) Bu kurum Commission des Opérations de Bourse (COB), the Conseil des Marchés Financiers (CMF) and Conseil de Discipline de la Gestion Financière (CDGF).kurullarının birleşiminden oluşmaktadır. Bu kurumun yasal ve finansal bağımsızlığı bulunmaktadır.

¹⁹⁷ Peter Howells ve Keith Brain, **The Economics of Money, Banking, and Finance, A European Text**, Financial Times Prentice Hall, Essex: 2005, s. 137

¹⁹⁸

http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/debt_management_51/secondary_market_267/the_french_272/index.html
(Erişim: 08/06/2009)

Bu kurumun dört ana konuda düzenleme görevi bulunmaktadır.

- 1) Menkul kıymetler ve finansal açıklamalar
- 2) Yatırım hizmeti sağlayıcıları
- 3) Kolektif yatırım araçları
- 4) Piyasalar ve piyasaların alt yapıları

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Fransa Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 24: Fransa Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	1.176,21	3.176	25,07
2001	1.202,53	3.204	24,45
2002	1.164,80	3.167	33,22
2003	974,26	2.977	19,67
2004	1.082,06	3.086	33,92
2005	1.208,18	3.213	29,92
2006	1.687,86	3.694	25,97
2007	2.157,05	4.164	26,92
2008	1.822,59	3.831	32,35

Kaynak: FESE

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, özellikle 2007 yılında işlem hacimleri ve borsaya kote olan şirket sayılarında belirgin bir yükseliş olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca yoğunlaşma derecesinin yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde % 20-%34 aralığında seyretmesi, Fransız Borsasının derinliğinin yüksek olduğunu gösteren bir veri olarak göz önüne alınmalıdır.

2.6.8. İngiltere

İngiltere Avrupa Birliğinin en gelişmiş ikinci ekonomisine sahiptir. Bu gelişmede Londra dünyanın en önemli finans merkezi olmasının katkısı da bulunmaktadır.¹⁹⁹ Londra Finans Piyasasının İngiltere'nin GSYİH'a verdiği katkı oranı %9'dur.²⁰⁰ Bu finans merkezi Londranın merkezinde finans sektörünün yoğunlaştığı bir alanda faaliyet göstermektedir. İngiltere, uluslar arası finans merkezinin sağladığı yararlardan faydalanmak amacıyla bu finans merkezinin yönetimini Londra belediyesinden bağımsız hale getirmiştir. Bu bölgenin yöneticisi bölgede yer alan finansal kurumlar tarafından belirlenmektedir.

Londra Borsası dünyanın ilk organize borsası olup 1801 yılında kurulmuştur. Borsanın tarihi 1698 yılına dayanmakta olup, dünyanın en eski ve en büyük borsaları arasında yer almaktadır.²⁰¹

İngiltere'nin finansal sistemindeki yakın tarihli ilk reform niteliğindeki düzenleme değişikliği 1986 yılında Big Bang adıyla bilinen yapısal düzenleme değişikliği ile gerçekleştirilmiştir. Finansal Hizmetler Yasası'nın yürürlüğe girmesi ile finansal piyasalarda güvenin sağlanması ve yatırımcıların korunması konularında etkinliğin sağlanması amaçlanmıştır. Söz konusu yasanın yürürlüğe girmesinden sonra sermaye piyasası kurumları ile birlikte bankalar ve sigorta şirketleri ile yapı kooperatifleri de sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili olarak yasa kapsamına girmişlerdir. Bu kurumların düzenlemeleri ile gözetim ve denetimleri ise sermaye piyasası düzenleme otoritesi dışındaki organların sorumluluğunda kalmıştır.²⁰²

1986 yılındaki finansal reform sonrasında İngiltere'deki finansal düzenleyici otoritelerin yapılanması, bankalar, sigorta şirketleri, yapı kooperatifleri ve sermaye piyasası

¹⁹⁹ Mark Yeandle, Jeremy Horne, Nick Danev ve Alexander Knapp, **The Global Finance Centres Index 5**, City of London, İngiltere: 2009, s.5

²⁰⁰ <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/index.shtml>, (Erişim: 09/06/2009)

²⁰¹ <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm>, (Erişim: 09/06/2009)

²⁰² Hakan Baştürk, **Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları**, SPK Araştırma Raporu, 1999, s. 24

kurumları için ayrı düzenleyici otoriteler şeklinde örgütlenmiştir. Oluşturulan yapılanmaya göre ve aralarında borsalarve öz düzenleyici kuruluşların bulunduğu 20 organizasyon, finansal piyasaların gözetimini ve denetimini gerçekleştirmektedir. Öz düzenleyici kurumlar arasında koordinasyon görevini ise menkul kıymet yatırım kuruluna verilmiştir. (security investment board). Ancak 1997 yılındayapılan reform ile ayrı ayrı olan düzenleyici kurumlar, bankacılık dahil birleştirilerek bütün düzenleme yetkileri Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Service Authority-FSA) tek bir kurum bünyesine geçmiştir.²⁰³

FSA 28 Ekim 1997 tarihinde SIB'nin isminin değiştirilmesi ile oluşturulmuş olup, isim değişikliği kurumun legal statüsünün veya mevcut organlarının işlemleri değiştirilmeden yeni tek düzenleyici organın faaliyetlerine başlaması amacıyla gerçekleştirilmiştir. FSA finansal hizmetler düzenlemesi reformu kapsamında Haziran 1998 yılında bankacılık sektörünün gözetim ve denetim görevini de üstlenmiştir. Haziran 2000'de yayımlanan Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası ile FSA Londra Borsasında bulunan ve Borsalarda kotasyona kabul yetkisini kendi üzerine almıştır.

FSA, Avrupa Birliğinde sermaye piyasalarının entegrasyonu çalışmaları kapsamında gerçekleştirilen ve mevzuatın uyumlaştırılması hedefini taşıyan FSAP kurallarına uyum göstermek için, ülkenin sermaye piyasası mevzuatını güncellemektedir. Özellikle Lamfallussy Raporunun özellikle üzerinde durduğu, izahname direktifi, MiFID, şeffaflık direktifi ile içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon düzenlemeleri, FSA tarafından dikkate alınarak İngiliz sermaye piyasası düzenlemelerine geçirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde İngiltere Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

²⁰³ Rüya Eser, **Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Sermaye Piyasasında Düzenleyici Kurumlar**, SPK Araştırma Raporu, 2001, s. 18.

Tablo 25: İngiltere Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECEŚİ (%)
2000	4.943,46	2.929	29,01
2001	5.074,99	2.891	29,68
2002	4.227,75	2.824	26,89
2003	3.174,12	2.692	23,39
2004	4.150,66	2.837	22
2005	4.583,17	3.091	22,57
2006	5.990,49	3.256	18,81
2007	7.544,97	3.307	36,36
2008	4.362,20	3.096	23,08

Kaynak: FESE

Londra Borsanın işlem hacimlerinin yüksekliği oldukça dikkat çekici boyuttur. Borsanın günlük ortalama işlem hacmi 20 milyar euro civarında olup, bu veri bazı ülkelerin bir yıllık işlem hacimlerine eşit tutardadır. Aynı şekilde borsaya kote olan şirket sayısının yüksekliği yatırımcılara hisse senedi alma durumunda muhtelif seçenekler sunma şansını vermektedir. Yoğunlaşma derecesi de oldukça makul bir düzeydedir. Bu veriler ışığında Londra Borsasının derinliği ve likiditesinin yüksek olduğu görölmektedir.

2.6.9. İrlanda

İrlanda Avrupa Birliğinin orta büyüklükte bir ekonomiye sahip ülkesidir. Ülke Avrupa Birliği ülkeleri arasında GSYİH sıralamasında 12. Sırada yer almaktadır.²⁰⁴

İrlandada Borsanın bulunduğu Dublin dünya finans merkezi arasında mart 2009 itibariyle 10. sırada yer almaktadır.²⁰⁵ İrlanda Menkul Kıymet Borsası (eski adı Dublin Borsasıdır) oldukça eski bir geçmişe sahiptir. Borsada işlemler 1799 yılında başlamıştır.

²⁰⁴ <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim: 15/06/2009)

²⁰⁵ Yeandle, Horne, Danev ve Alexander Knapp, s. 4.

Borsa dünyada faaliyetlerini sürdüren en eski 6. Borsadır.²⁰⁶Borsa Avrupa Birliğinin orta seviyedeki borsaları arasındadır.

İrlanda sermaye piyasalarının gözetim ve denetimi finansal düzenleme kurumu tarafından gerçekleştirilmektedir. (Financial Regulator) Finansal piyasalara ilişkin düzenleme, denetim ve gözetim ise Merkez Bankası ve Finansal Hizmetler Otoritesinin birleşmesiyle oluşan kurum tarafından gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme yetkisi ise Maliye Bakanlığındaır. İrlanda Maliye bakanlığı, Avrupa Birliğinin sermaye piyasalarına ilişkin mevzuatına ilişkin uyumlaştırma çalışmalarını gerçekleştirmektedir. Örneğin sermaye piyasaları ile ilgili olarak önemli düzenlemeler arasında yer alan 2004/39/EC MiFID Direktifinin İrlanda mevzuatına uyumlaştırması 2007 yılı temmuz ayında gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde İrlanda Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 26: İrlanda Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECEŚİ (%)
2000	15,73	96	52,22
2001	25,52	87	67,57
2002	35,13	77	80,39
2003	38,76	66	70,29
2004	36,25	65	60,09
2005	54,40	66	58,32
2006	64,59	68	60,62
2007	99,55	73	61,57
2008	56,22	68	68,06

Kaynak: FESE

²⁰⁶ Shane Whelan, *Actuarial Investigations in Irish Capital Markets*, PhD Thesis in School of Mathematical & Computer Sciences in Heriot-Watt University, Edinburgh, İskoçya:2003, s. 1.

Dublin şehri, dünyanın belli başlı global finans merkezleri arasında yer almasına rağmen, Dublin Borsası diğer ülke borsalarına göre oldukça düşük seviyelerde seyreden bir işlem hacmine sahiptir. Borsanın işlem hacminin düşüklüğünde Borsaya kote olan hisse senedi sayısının az olmasının da etkisi bulunmaktadır. Hisse senedinin az olması ve yoğunlaşma derecesinin yüksek olması nedeniyle Dublin Borsasının derinliğinin düşük olduğu görülmektedir.

2.6.10. İspanya

İspanya Avrupa Birliğinin güçlü ekonomilerinden birisine sahip bulunmaktadır. 2008 yılı itibariyle dünyanın en büyük 9. Ekonomisine sahiptir. Avrupa Birliği ülkeleri arasındaki sıralamadaki yeri ise beşinciliktir.²⁰⁷

1986 yılında Avrupa Birliği üyesi olan İspanya, bu tarihten sonra devletin öncülüğünde çeşitli düzenlemelerle sermaye piyasalarını entegre etmeye yönelik reformlar gerçekleştirmiştir. 1988 yılında çıkarılan sermaye piyasası kanunuyla konuyla ilgili pek çok düzenleme yapılmış, daha sonra devam eden entegrasyon çabalarıyla İspanyol sermaye piyasaları AB içinde rekabetçi bir konuma ulaşmıştır.

1988 yılında çıkarılan sermaye piyasası kanunuyla sermaye piyasasında düzenleyici kurum “Comisión Nacional del Mercado de Valores” (CNMV) kurulmuştur. Menkul kıymet ihraççıları, menkul kıymet piyasaları ile yatırım hizmeti sunan şirketler (kolektif yatırım şirketleri, aracı kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri vb.) CNMV yetkisi altındadır. CNMV'nin amacı, İspanyol piyasalarının şeffaflığını sağlamak, bu piyasalarda doğru fiyat oluşumunu temin etmek ve yatırımcıları korumak olarak belirlenmiştir.²⁰⁸

İspanya sermaye piyasalarına ilişkin ilk düzenleme 28/07/1988 tarihinde yürürlüğe giren 24/1988 sayılı sermaye piyasası kanunudur. Kanun 131 maddeden oluşmaktadır. Bu Kanunda menkul kıymetlerin kayıtlarının tutulması, birincil ve ikincil piyasalar, halka arza

²⁰⁷ <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim ta

²⁰⁸ Ekin Fıkrkoca, **İspanya Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:33, TSPAKB Yayınları, Mayıs 2005, s. 6-8.

ilişkin izahnameler, Borsalar, yatırım firmaları, içeriden öğrenenler ve manipülasyon suçları, piyasaların gözetimi ve denetimi konuları düzenlenmiştir. Kanun oldukça kapsamlı bir şekilde hazırlanmıştır.

Sermaye piyasalarında gelişmeler nedeniyle sermaye piyasası kanunu; 1998 yılında 37/1998 sayılı kanun ve 2007 yılında yürürlüğe giren 47/2007 Kanun ile güncellenmiştir.²⁰⁹ Ayrıca 2002 yılında finansal sistemde yapılacak reformların ölçülebilmesi amacıyla 22 Kasım'da 44/2002 sayılı düzenlemeyi yayınlamışlardır.

Bu güncellemeler neticesinde İspanya sermaye piyasası mevzuatı Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlu hale getirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde İspanya Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 27: İspanya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	660,78	2.652	77,59
2001	606,52	2.856	74,78
2002	689,67	3.015	71,4
2003	820,44	3.223	61,07
2004	963,37	3.272	65,95
2005	1.263,61	3.335	60,59
2006	1.535,63	3.378	59,19
2007	2.160,32	3.537	61,58
2008	1.654,56	3.576	72,43

Kaynak:FESE

²⁰⁹http://www.cnmy.es/index_n_e.htm?english/Legislacion/Legislacion/indi_general_e.htm~/english/p_legislacion_1_e.html (Erişim: 09/06/2009)

İspanya sermaye piyasalarının 2003 yılından itibaren işlem hacmi açısından hızla büyüdüğü yukarıdaki tabloda yer alan verilerden anlaşılmaktadır. Borsalara kote olan şirket sayısının yüksek olmasının yatırımcıların alternatiflerinin fazla olması nedeniyle piyasanın gelişmişlik düzeyi yüksektir. Ancak borsanın yoğunlaşma derecesinin yüksek olması piyasanın etkinliği konusunda negatif değer olacaktır.

2.6.11. İtalya

İtalya Avrupa Birliğinin gelişmiş ekonomileri arasında yer almaktadır. Ülke, Avrupa Birliği ülkelerinin GSYİH büyüklüğü açısından 4. Sırada yer almaktadır. Dünya sıralamasında ise 7. sıradadır.²¹⁰

İtalya sermaye piyasasında düzenleyici kurum, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, kısaca Consob'dur. 1974'te kurulan Consob, İtalya Merkez Bankasıyla işbirliği halinde çalışmaktadır. Finansal sistemin denetlenmesinde Consob ile İtalya Merkez Bankasının yetki ayrımları ve işbirlikleri kanuni düzenlemelerle açıkça tanımlanmıştır. Consob'un hedefi yatırımcıyı korumaktır. Bu bağlamda Consob, sermaye piyasası katılımcılarının şeffaflığını ve dürüst davranmasını, kote şirketlerin yatırımcıyı yeterli ve doğru şekilde aydınlatmasını, halka arz edilecek menkul kıymetlerin izahnamelerinin doğru bilgileri yansıtmasını sağlamaktadır.²¹¹

İtalya'da Milano Borsası 19. Yüzyılda kurulmuş ve 19. yüzyıl sonlarında Milano, İtalyan borsaları arasında ana finans merkezi olarak öne çıkmaya başlamıştır. 1990'lı yılların ortalarında, 9 yerel borsa ile Milano Borsası birleşmiş, Milano İtalya'nın tek borsası haline gelmiştir.

AB'nin 1990.lı yıllarda sermaye piyasası ile ilgili temel direktifi olan 93/22 sayılı Yatırım Hizmetleri Direktifi, İtalya'da 1996 yılında çıkarılan bir kanun ile italyan sermaye piyasalarına uyarlanmıştır. Daha sonraki dönemde Avrupa Birliği tarafından Finansal

²¹⁰ <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim 15/06/2009)

²¹¹ Ekin Fıkrkoca, **İtalyan Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:35, TSPAKB Yayınları, Temmuz 2005, s. 6-8.

Hizmetler Aksiyon Planı yapılan çerçevesinde gerçekleştirilen düzenlemeler İtalya tarafından da gerçekleştirilmiştir. Örneğin finansal varlıkların işlem göreceği piyasaları düzenleyen MiFID Direktifi 29/10/2007 tarihinde yasalaşarak İtalyan sermaye piyasalarında uygulanmaya başlanmıştır. Ayrıca finansal araçlara ilişkin yapılan düzenlemede aynı tarihte yürürlüğe girmiştir.²¹²

2008 yılında Consob ve İtalyan Merkez Bankasının birlikte hazırladığı bir düzenleme ile takas servisleri, garanti sistemi ve merkezi saklama hizmetleri yeniden düzenlenmiştir. Bu düzenlemenin en önemli amacı Avrupa Birliği ile mevzuat uyumlaştırılmasının yapılmasıdır. Bu mevzuat uyumlaştırma çalışmalarına rağmen güncel tarihi itibarıyla FSAP düzenlemelerinden şeffaflık direktifi konusunda İtalyan sermaye piyasası mevzuatında gerçekleştirilen uyumlaştırma çalışması bitirilememiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde İtalya Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 28: İtalya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESİ (%)
2000	1.013,63	297	39,60
2001	709,95	294	43,50
2002	669,82	295	49,90
2003	721,53	279	38,40
2004	772,96	278	48,33
2005	1.050,30	282	47,70
2006	1.258,03	290	40,00
2007	1.680,20	307	58,42
2008	1.029,13	300	60,51

Kaynak: FESE

²¹² <http://www.borsaitaliana.it/speciali/mifid/documentielink/documentielink.en.htm> (Erişim: 09/06/2009)

Milano Borsasının diğer gelişmiş borsalarda olduğu gibi işlem hacimleri oldukça yüksektir. Ancak Borsada işlem gören hisse senedi sayısı diğer gelişmiş ülkelere göre daha düşüktür. Ancak işlem gören hisse senedi sayısının düşük olması hisse senedi başına işlem hacmi değerini yükseltmektedir. Böylelikle borsanın likiditesi ve derinliğinin yüksek olduğu görülmektedir. Hisse Senedinin yoğunlaşma derecesi ise İspanya'nın olduğu gibi İtalyada da özellikle 2007 ve 2008 yılında yükselmiştir.

2.6.12. Macaristan

Macaristan 2004yılına Avrupa Birliğinin katılan 10 orta ve doğu Avrupa ülkesi arasındadır. Birliği bu dönemde katılan ülkeler arasında ekonomisi Polonya ve Çek Cumhuriyetinden sonra üçüncü sırada yer almaktadır.

Macaristan'da sermaye piyasasına ilişkin faaliyetleri 1864 yılında kurulan Budapeşte Mal ve Hisse senedi piyasası ile başlamıştır. Bu tarihlerde orta ve doğu avrupanın en önemli finansal merkezlerinden olan Budapeşte Borsası, sosyalist rejim ile birlikte kapatılmıştır.²¹³

1987 yılında, banka ve diğer finans kuruluşları tarafından imzalanan "Hisse Senetleri Ticareti" Antlaşması ile sermaye piyasasının hukuki mevzuatı oluşturulmuştur. Bu yasa ile birlikte şirketlerin halka arz edilmesi ve hisse senetlerinin düzenli bir borsada işlem görmesi kabul edilmiştir.

Macaristanda sermaye piyasalarının gözetim ve denetimi faaliyetleri ile piyasalar üzerinde düzenleme yapma yetkisine Macaristan Finansal Düzenleme Otoritesi sahiptir. (Hungarian Financial Supervisory Authority) Macaristan Finansal Düzenleme Otoritesi 2007 yılında yayınlanan 85 sayılı yasa ile kurulmuştur.²¹⁴ Bu yasa ile otoriteye Bankacılık, sermaye piyasaları, sigortacılık, kara para ve terörün finansmanı, emeklilik fonları ve diğer finansal kuruluşların gözetim ve denetim yetkisi verilmiştir.

²¹³ Profile 1998, Eko Avrupa Ekonomik Danışma Merkezi, Ankara:1999, s.25

²¹⁴ Act CXXXV of 2007, on the Hungarian Financial Supervisory Authority, <http://net.jogtar.hu/jr/gen/getdoc.cgi?docid=a0700135.tv&dbnum=62>, (Erişim: 10/06/2009)

Sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme 2001 yılında yürürlüğe giren 70 sayılı Sermaye Piyasası Yasasıdır. (Act CXX of 2001 on Capital Market) Bu düzenleme ile hisse senetlerinin organize piyasalarda işlem görmesine ilişkin kurallar konulmuştur. Hisse senetlerinin fiziki veya kaydi olarak ihraç edilmesi, halka arz izahnameleri , hisse senetlerinin organize piyasada işlem görmesi ,Yatırımcıları Koruma Fonunun kurulması, kamuyu aydınlatma durumları, pay sahiplerinin oy hakları ve genel kurul toplantıları gibi hisse senetleriyle ilgili düzenlemeler bu kanun ile yasalaşmıştır.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Macaristan Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

Tablo 29: Macaristan Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	13,09	60	83,45
2001	5,38	56	85,34
2002	6,25	48	92,19
2003	7,23	51	96,56
2004	10,76	46	92,58
2005	19,42	44	95,66
2006	24,63	41	95,12
2007	34,61	41	93,14
2008	20,97	43	96,23

Kaynak: FESE

Budapeşte Borsası gerek işlem hacmi gerekse de borsada işlem gören hisse senedi sayısı açısından gelişmekte olan borsalar kategorisinde yer almaktadır. Borsa 2001 yılındaki global borsa krizinin etkisinde kalmıştır. Daha sonra 2007 yılında her yıl artan işlem hacmi yine global bir kriz ile yaklaşık % 50.lik bir düşüş yaşamıştır. Yoğunlaşma derecesinin % 95'in üzerinde olması bu piyasanın çok sığ bir piyasa olduğunu göstermektedir.

2.6.13. Polonya

Polonya, Avrupa Birliğinin dördüncü genişlemesi ile birlikte birliğe üye olan bir orta Avrupa ülkesidir. Avrupa Birliği ülkeleri arasında GSYİH sıralamasında 7. sırada yer almaktadır.²¹⁵

Polonya'daki ilk borsa 12 Mayıs 1817'de açılmış, 16 Mayıs 1817'de işlemlere başlamış, II. Dünya Savaşı'ndan sonra komünist rejim altında kapatılmıştır. 1989'da serbest piyasa ekonomisine geçiş ile beraber, ülkede sermaye piyasasının temelleri de atılmış ve ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bununla beraber, Polonya Hazine Bakanlığı tarafından Nisan 1991'de Varşova Borsası (Warsaw Stock Exchange-WSE) anonim şirket statüsünde kurulmuş, eş zamanlı olarak Polonya Sermaye Piyasası Kurulu da hayata geçirilmiştir. Varşova Borsası orta ve doğu avrupa ülkelerindeki en büyük borsadır.

Polonya sermaye piyasaları 1991 yılında kurulurken, sermaye piyasası otoritesi olarak Polonya Sermaye Piyasası Kurumu yetkili kılınmıştır. Piyasanın kurulma aşamasında, başta ABD ve Fransa olmak üzere bazı ülkelerin piyasa yapıları örnek alınmıştır. Polonya'da, yasal düzenlemeler yapılırken, ilgili Avrupa Birliği direktifleri göz önünde tutulmuştur.

Daha sonra 21 Temmuz 2006 tarihli Finansal Piyasaların Düzenlenmesine ilişkin yasa ile finansal piyasaların denetleme yetkisinin tek bir çatı altında toplanarak Polonya Finansal Denetleme Otoritesi'ne verilmesi kararlaştırılmıştır. Bu sebeple 19 Eylül 2006 tarihinden itibaren Polonya Sermaye Piyasası Kurumu ve Polonya Sigorta ve Emeklilik Fonu Denetim Kurumu görevlerini tamamlamıştır. Diğer taraftan 31 Aralık 2007 tarihinde ise Bankacılık Denetim Komisyonu ve Bankacılık Denetleme Teftiş Kurulu'nun faaliyetleri durdurularak bu kurumların yetkileri de 1 Ocak 2008'den itibaren Polonya Finansal Denetleme Otoritesine geçmiştir.²¹⁶

²¹⁵ <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim 15/06/2009)

²¹⁶ Özcan Çikot, **Polonya Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı: 65, TSPAKB Yayınları, Ocak 2008, s. 20-23.

Bu yeni denetleme otoritesinin yetki alanına bankacılık, emeklilik şirketleri, sigortacılık, sermaye piyasaları, elektronik para transferi kurumları, kredi kurumları ve yatırım şirketleri girmektedir. Varşova Borsası, Ulusal Saklama Kurumu, yatırım firmaları, yatırım fonu şirketleri, brokerlar, yatırım danışmanları ve ihraççı şirketler PFSA denetimindedir.

Polonya sermaye piyasalarına ilişkin ilk temel düzenleme en son 21/08/1997 tarihinde güncellenen Menkul kıymet ticareti yasasıdır. (Law on Public Trading in Securities) Bu yasa ile sermaye piyasalarına ilişkin genel kurallar getirilmiş ve polonya menkul kıymet ve borsa komisyonu, Varsova Borsası, Ulusal Saklama Kuruluşu ve aracı kuruluşların faaliyetleri düzenlenmiştir.²¹⁷ Daha sonra Avrupa Birliğine giriş sonrasında Polonya Sermaye Piyasalarında Avrupa Birliğine uyum kapsamında bazı düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. 24/10/2005 tarihinde yayımlanan yasalar aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:²¹⁸

- 1) Halka arz, menkul kıymetlerin borsalarda işlem görmesi ve halka açık şirketler Kanunu (Act On Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and Public Companies)
- 2) Finansal Varlıkların Ticareti Yasası (Act on trading in Financial Instruments)
- 3) Sermaye Piyasalarının gözetimi yasası (The Supervision Act)

Polonya yukarıda belirtilen yasalarla ile Avrupa Birliği mevzuatı ile uyumlaştırma çalışmaları gerçekleştirmiştir. Ancak FSAP kapsamında yer alan şeffaflık direktifi ve MiFID Direktifi konusunda çalışmalar devam etmektedir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Polonya Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

²¹⁷ Varsova Borsası, **Factbook 2005**, Varsova: 2005, s. 11-12.

²¹⁸ Varsova Borsası, **Factbook 2006**, Varsova: 2006, s. 11-12.

Tablo 30: Polonya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2000	21,05	211	60,57
2001	10,85	216	64,38
2002	8,31	202	67,39
2003	8,78	189	56,02
2004	13,15	216	51,72
2005	24,11	241	44,14
2006	43,24	265	34,34
2007	63,88	375	48,55
2008	47,85	458	56,83

Kaynak:FESE

Varşova Borsasında da bütün gelişmekte olan ülke borsalarında olduğu gibi 2001 yılında işlem hacminde ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Yine 2008 yılında mortgage krizi yükselen trend şeklinde değişim düşme pozisyonuna getirmiştir. Varşova borsasında 2000 yıllardaki en önemli gelişme Borsa'ya kote olan şirket sayısının % 100'ün üzerinde artış göstermiştir. Hisse senedi yoğunlaşma diğer gelişmekte olan ülkelerin tersine % 50.li değerlerdedir. Bu durum Polonya Borsasının gelişimi konusunda olumlu bir veridir.

2.6.14. Romanya

Romanyada organize piyasalar, mal piyasaları olarak 1881 yılında kurulmuştur. Budapeşte Borsasının kuruluşunda Fransız modeli kullanılmıştır. Daha sonraki dönemde menkul kıymetler de bu piyasada işlem görmüştür. Ancak 2. Dünya Savaşı sonucunda ülkeye hakim olan komünist rejim Borsayı kapatmıştır. Borsa Ulusal Menkul Kıymet Komitesinin 1995 yılında aldığı karar çerçevesinde 23 Temmuz 1995 tarihinde Borsa resmen tekrar açılmış. Borsa'nın açılmasının yanı sıra hisse senedi işlemlerine ilişkin düzenlemeler, takas ve saklama faaliyetlerine ilişkin kurallar da belirlenmiştir. Borsada resmi olarak ilk seans 20 Kasım 1995'te yapılmıştır. 2007 yılına Romanya'nın Avrupa Birliğine girmesi ile birlikte Romanya Borsasında yabancı yatırımcılarda işlem yapmaya başlamıştır. 2005 yılında Romanya Borsasında işlem gören hisse senetlerinin merkezi

saklama kuruluğu tarafından saklanmasına karar verilmiştir. Ayrıca 2008 yılında ilk defa yabancı bir şirket (Ernste Bank) Borsaya kote olarak Budapeşte borsasında işlem görmeye başlamıştır.²¹⁹

Romanya sermaye piyasalarında, Menkul kıymetlere ilişkin düzenleme 1995 yılında yürürlüğe giren “Menkul Kıymet ve Borsalar Kanunu”dur. Bu kanun ile kurulan Ulusal Menkul Kıymet Komitesinin görevi sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve yürütülmesidir. Bu komitenin amacı, sermaye piyasasının düzenli bir şekilde işlemesi, böylece yatırımcıların haklarının korunması ve sermaye piyasasında faaliyet gösterecek olanların faaliyetlerinin düzenlenmesi ve kontrolüdür. Komite’nin yine ilgili kanundan gelen aracı kuruluşlara lisans verme, Borsada işlem görecek şirketlere izin verme sorumlulukları da bulunmaktadır.²²⁰

Romanya 2007 yılında Avrupa Birliğine tam üye olarak Birlik üyeleri arasına katılmıştır. Bu süreçte Avrupa Sermaye piyasalarına uyum yasaları ulusal menkul kıymet komitesi tarafından hazırlanmıştır. Örneğin menkul kıymetler ve piyasaları konusundaki en güncel ve önemli düzenleme olan 2004/39/EC sayılı MiFID direktifinde yer alan hususlar ulusal menkul kıymet komitesi tarafından üç farklı düzenleme ile Romanya sermaye piyasasında uygulanmaya başlamıştır. Bu üç düzenleme de 2006 yılında yapılmış olup, bu düzenlemeler; 1/2006 sayılı yasa, belirtilen hisse senedi ihraçları, bunların kamuoyuna açıklanması ve ulusal menkul kıymet komitesinin güncellemesini kapsamaktadır. Aynı tarihte yayımlanan 2/2006 sayılı düzenlemede; organize piyasalar ve katılımcılarına ilave hükümler getirmiştir. 32/2006 sayılı yasa ile finansal yatırım hizmetleri kanunu bu çerçevede hazırlanan son yasal düzenlemedir.

Aşağıdaki tabloda 2005-2008 döneminde Romanya Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

²¹⁹ <http://www.bvb.ro/About/Presentation.aspx?t=1> (Erişim: 10/06/2009)

²²⁰ **Profile 98**, s. 159.

Tablo 31: Romanya Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESESİ (%)
2005	0,11	59	81,54
2006	1,27	53	72,44
2007	1,99	54	65,65
2008	1,05	64	71,49

Kaynak: FESE

Budapeşte borsasının işlem hacmi diğer ülkelere göre oldukça düşüktür. Hisse senedi sayısının az olması ve işlem hacminin düşüklüğü borsanın henüz likidite ve derinlik açısından yeterli olmadığını göstermektedir. Bu tip borsalarda işlem hacimlerinin yükselmesinde yabancı yatırımcıların piyasalarda işlem yapmasının etkili olabileceği varsayımı altında, ülkenin Avrupa birliğine girmesinin sermaye piyasalarını olumlu olarak etkileyeceği düşünülmektedir.

2.6.15. Yunanistan

Atina Menkul Kıymetler Borsası (Athens Stock Exchange-ASE) 1876 yılında öz düzenleyici bir kamu kuruluşu olarak kurulmuştur. Borsada ilk işlem gören ürünler devlet tahvilleridir. Borsa 1995 yılında anonim şirket statüsüne kavuşmuştur.

Yunanistan Sermaye Piyasası Komisyonu (Hellenic Capital Market Commission-HCMC), sermaye piyasalarının düzenleme ve denetim konularında yetkili tek otoritedir.²²¹

Komisyon, hizmet kalitesi ve yatırımcının korunması, sermaye piyasası işlemlerinin ve takas sisteminin güvenilirliğinin sağlanması, piyasa şeffaflığının ve altyapı güvenliğinin sağlanmasına yönelik düzenlemeler yapmaktadır.

²²¹ Özcan Çikot, **Yunanistan Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:73, TSPAKB Yayınları, Eylül 2008, s. 24-28.

Yunanistanda menkul kıymetler ve borsalar konusunda 1980.li yılların sonunda deregulasyon çalışmaları yapılmıştır. Bu kapsamda 1988 yılında, Borsalar ve menkul kıymet düzenlemelerinin güncellenmesine ilişkin 1806/1988 sayılı Kanun yürürlüğe girmiştir. 1995 yılında ise Yunanistan Sermaye Piyasası Komisyonu'nun (Hellenic Capital Market Commission-HCMC) kurulmasına sağlayan 2324/1995 Yasa çıkarılmıştır. Aynı yasa ile Atina Borsası anonim şirket haline dönüştürülmüştür. Atina Vadeli İşlemler Borsasının kuruluş esaslarını içeren 2533/1997 sayılı Kanunun yürürlüğe giriş tarihi 11/11/1997'dir.

Avrupa Birliğinin Finansal Hizmetler Aksiyon Planında üye ülkelerin sermaye piyasalarının birbirlerine yakınlaştırılması amacıyla önerdiği düzenlemeler çerçevesinde Yunanistan sermaye piyasalarında bazı düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. 2004 yılında yatırım fonları ve kolektif yatırım şirketlerinin ihraç ettiği devredilebilir menkul kıymetlere ilişkin 3283/2004 sayılı Kanun çıkarılmıştır. Bu Kanun ile yatırım fonları ve kolektif yatırım şirketlerine ilişkin düzenlemeler Avrupa Birliği kuralları ile uyumlu hale getirilmiştir. Manipulasyon ve içerden öğrenen ticareti konusundaki düzenleme ise 2005 yılında 3340/2005 sayılı yasa ile gerçekleştirilmiştir. Avrupa Birliğinin MiFID düzenlemesi ise, 2007 yılında yayımlanan 3606/2007 “Markets for financial instruments and other provisions “ yasası ile Yunanistan sermaye piyasalarında uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye piyasaları konusunda güncel durumdaki son yasal düzenleme 2008 yılında yapılan ve karar para aklama ve terörün finansmanının önlenmesi için çıkarılan 3691/2008 sayılı “Prevention and suppression of money laundering and terrorist financing and other provisions” düzenlemesidir.²²²

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde Yunanistan Hisse Senedi Piyasalarının işlem hacimleri, Borsalarda kote olan hisse senedi sayısı ve Borsalarda en yoğun işlem gören beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranını gösteren yoğunlaşma derecesi verisi yer almaktadır.

²²² Greek Capital Markets Legislation Framework, <http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=35>, (Erişim 08/06/2009)

Tablo 32: Yunanistan Sermaye Piyasası İşlem Hacmi , İşlem Gören Hisse Sayısı, Yoğunlaşma Derecesi

YIL	İŞLEM HACMİ (MİLYAR EURO)	KOTE ŞİRKET SAYISI (ADET)	YOĞUNLAŞMA DERECESİ (%)
2000	117,17	310	29,67
2001	41,70	332	26,82
2002	24,47	338	45,23
2003	34,48	340	34,7
2004	35,18	321	41,02
2005	52,15	304	40,14
2006	85,05	290	44,72
2007	122,36	292	45,91
2008	77,97	292	51,72

Kaynak:FESE

Atina Borsası özellikle 2001-2002 döneminde yaşadığı işlem hacmi kaybını daha sonraki yıllara telafi ederek 2007 yılında 122 milyar euroluk bir işlem hacmine sahip olmuştur. Daha sonraki yıl yaşanan global kriz işlem hacmi oldukça düşürmüştür. Borsaya kote olan hisse senedi sayısı, diğer gelişmekte olan ülkeler ile orta ve doğu Avrupa ülkelerinden daha iyi konumdadır. Aynı şekilde yoğunlaşma derecesi de pek çok ülkeden daha iyi durumdadır.

Bu bölümde Avrupa Birliğine üye 15 ülkenin sermaye piyasaları, yasal düzenlemeler, piyasaların gözetim ve denetiminden sorumlu kuruluşlar, borsaların gelişimi ve hisse senedi piyasaları verileri üzerinden analiz edilmiştir. Hisse senedi piyasalarının analizinde borsa işlem hacimleri, borsaya kote olan şirketler ve en yüksek işlem hacmine sahip beş hisse senedinin toplam işlem hacmi içerisindeki payı incelenmiştir.

Avrupa Birliğindeki hisse senedi piyasalarının büyük bölümünün kuruluşunun 18 yy-19 yy tarihlerinde gerçekleştiği ancak bazı borsaların hükümetler tarafından kapatıldığı tespit edilmiştir. Hisse senedi piyasalarının tarihsel süreçlerinin uzun olması Avrupa ekonomilerinin tarihsel süreçte güçlü ve eski ekonomileri olmasının katkısı bulunmaktadır.

Ülkelerin sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin bağımsız kuruluşlar tarafından yapıldığı saptanmıştır. Bu kuruluşların bazılarında sadece sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme ve denetleme yetkisi bulunurken, büyük bir bölümünde finansal piyasaların tamamı üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahiptir. Finansal piyasalara ilişkin yetkilerin tek bir kurumda toplanmasının özellikle piyasalar arasındaki koordinasyonun ve uyumun sağlanması açısından büyük avantajları bulunmaktadır.

Bu bölümde incelenen 15 ülkenin tamamında Avrupa Birliğinde finansal piyasaların tek piyasa hedefi çerçevesinde hazırlandığı FSAP çerçevesinde hazırlanmış olduğu düzenlemelerin ulusal mevzuatlarına aktardıkları gözlemlenmiştir. Ülkelerin mevzuat uyumlaştırma çerçevesinde gerçekleştirdikleri bu çalışmalar, sermaye piyasalarının entegrasyonu açısından önemli bir adımdır.

Ülkelerin hisse senedi piyasalarının işlem hacimleri ülkenin gelişmişlik düzeyine göre değişmektedir. Londra ve Frankfurt gibi uluslararası finans merkezlerinde yer alan borsaların işlem hacimleri, işlem gören yabancı hisse senetleri ve işlem yabancı yatırımcıların etkisi ile diğer ülkelere göre oldukça yüksektir. Diğer ülkelerde ise işlem hacimleri 2000-2008 döneminde genel olarak yükselmiştir. Bu yükselişin küreselleşme, sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, hisse senedi piyasasına ilişkin düzenlemelerin yeknesaklaştırılması, şirketlerin hisse senedi piyasalarından kaynak elde etme konusundaki istekleri gibi sebepleri bulunmaktadır.

Borsaların derinliği konusunda kullanılan kriterlerden bir tanesi olan yoğunlaşma derecesi konusunda da ülkeler bazında hesaplamalar yapılmıştır. Borsalarda en yüksek işlem hacmine sahip beş hisse senedinin toplam işlem hacmi içerisindeki payı olarak hesaplanan yoğunlaşma derecesi, Londra ve Frankfurt borsaları dışındaki diğer borsalarda yüksek olarak hesaplanmıştır. Bu durum, yatırımcıların belirli hisse senetlerinde işlem yapmayı daha çok tercih ettiklerini göstermektedir. Borsalarda yüksek işlem hacmine sahip olan hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonları diğer hisse senetlerine göre daha yüksektir ve bu hisse senetlerin borsaların blue-chip hisse senedi endeksleri içerisinde yer almaktadır.

Tezin ikinci bölümünde Avrupa Birliğindeki sermaye piyasaları incelenmiştir. Böylelikle, tezin ampirik çalışmasında kullanılan Avrupa Birliğine üye ülkelerin verilerinin oluşmasındaki etkenler bu bölümde incelenmiştir. İlk olarak, hisse senedi ve tahvil ve bono piyasalarına ilişkin global veriler ve Avrupa birliğinde hisse senedi ve tahvil bono piyasaları genel olarak incelenmiştir. Daha sonra Avrupa Birliğinde hisse senedi ve tahvil bono piyasalarının entegrasyonuna ilişkin yapılan ampirik çalışmalar özetlenmiştir. Avrupa Birliğinde sermaye piyasaları mevzuatının tarihsel gelişimi de bu bölümde incelenmiştir. Bölümün sonunda Avrupa Birliği üyeleri arasında yer alan on beş ülkenin sermaye piyasaları incelenmiştir.

Tezin bundan sonraki bölümünde Türkiye'deki sermaye piyasaları incelenecektir. Bun incelemenin amacı, tezin ampirik çalışmasının incelenecek konuya ilişkin bilgisel alt yapının kurulması sağlamaktır.

3. TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASALARININ AVRUPA BİRLİĞİ İLE ENTEGRASYONU

Türkiye’de hisse senedi piyasaları, şirketlerin kaynak toplama amacıyla hisse senetlerini halka arz edebilecekleri ve yatırımcıların organize piyasalarda işlem yapabilecekleri finansal piyasalardır. Avrupa Birliği ile bütünleşme sürecinde çerçevesinde hisse senedi piyasalarının Avrupa Birliği hisse senedi piyasalarına entegrasyonu önemli bir kriter olarak dikkate alınmalıdır.

Bu bölümde ilk olarak, Türkiye sermaye piyasalarına ilişkin tarihsel süreç özetlenecektir. Daha sonra hisse senedi piyasalarındaki uygulanan düzenlemeler ve bu düzenlemelerin Avrupa Birliği sermaye piyasalarına göre uyumu incelenecektir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından mevzuatın uyumlaştırılması konusunda yapılan çalışmalardan da bahsedilecektir. Bölümün sonunda organize hisse senedi piyasası olan İMKB’nin tarihsel ve yasal süreci anlatıldıktan sonra hisse senedi piyasasına ilişkin veriler analiz edilecektir.

Bu bölümün amacı, ampirik çalışmada kullanılacak olan İMKB verilerinin daha iyi anlaşılabilmesi için hisse senedi piyasalarının irdelenmesidir.

3.1. Sermaye Piyasalarına İlişkin Tarihsel Süreç

Türkiye sermaye piyasalarının gelişimini Osmanlı İmparatorluğu zamanına dayanmaktadır. Osmanlı İmparatorluğu döneminde Galata Bankerleri tarafından yürütülen faaliyetler, cumhuriyet döneminde menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunu ve bu kanuna ilişkin düzenlemelerle devam etmiş ve 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanunun tebliğ ve diğer düzenlemeleri ile günümüze kadar gelmiştir. Bu bölümde, sermaye piyasalarına ilişkin süreç; Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyet dönemi olarak iki ayrı dönemde incelenecektir.

3.1.1. Osmanlı Dönemi

Avrupa’da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkması ve bu şirketlerin halka açılması; Türkiye’de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıkların bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleri ile ilgilenmelerine ve bu menkul kıymetlerin alım satımını yapmalarını sağlamıştır. O dönemde tedavülde altın para olması, kambiyo kontrolünün olmaması ve kapitülasyonların sağladığı serbestlik sayesinde alım işlemleri için ülke dışına para çıkarma imkanı olmuştur.²²³

Tanzimatın etkisi ile Türk vatandaşlarının da bu alım satım işlemlerine ilgisi olmuştur. Dışarıdan alınan menkul kıymetlerin el değiştirmesi ile birlikte Türkiye’de de bir piyasa oluşmuştur. Bu piyasanın oluşumuna Galatalı Bankerler aracılık etmiştir.²²⁴ Galata Bankerleri bu çerçevede bir dernek kurmuş ve bu işlemlerin dernek bünyesinde gerçekleştirilmesini sağlamıştır.

Ancak, Galata Bankerleri tarafından gerçekleştirilen bu işlemlerin bir kumar şeklini aldığı hususundaki eleştiriler nedeniyle Borsa işlemlerinin güvenilirliği, faaliyetlerin düzenlenmesi açısından organize bir piyasanın oluşturulması için bir tüzük tasarısı hazırlanarak Maliye Bakanlığına sunulmuştur. Bu tüzüğün ne zaman kabul edilip uygulamaya alındığına ilişkin muhtelif görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe göre borsa 13 Nisan 1866 tarihinde çıkarılan bir kararname ile kurularak Galata’da Komisyon Han’da resmen faaliyete geçmiştir.²²⁵

Diğer bir görüşe göre ise borsa ancak 1873-1874 yıllarında çıkarılan bir tüzük ile “Dersaadet Tahvilat Borsası” adıyla kurulup Maliye Bakanlığına bağlanmıştır. İki tarih arasındaki farklılık konusunda; borsanın kuruluşuna ilişkin kanun tasarısının 1862 yılında hazırlandığı, bir sirkü ile yabancı temsilciliklere de gönderildiği, fakat borsa işlemlerinin

²²³ **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB Yayınları, 19. Baskı, İstanbul: 2006, s. 4.

²²⁴ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İrfan Yayıncılık, İstanbul: 1994, s. 36.

²²⁵ H. Avni Şanda, **İstanbul Borsasının Yüz Yıllık Hayatı**, 100. yıl broşürü, (Aktaran: Azmi Fertekligil, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi , İMKB Yayınları, İstanbul: 1993, s. 22.)

hükümetin denetimi altına girmesinden endişe eden Galata Bankerlerinin devlet erkânı üzerindeki nüfuzlarını kullanarak yapmış oldukları tahmin edilen engellemeler nedeniyle söz konusu yönetmeliğin on yıl sonra kanunlaştığı görüşü bulunmaktadır.²²⁶

Dersaadet Tahvilat Borsasında, yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa Borsalarıyla telgraf ile irtibat kurularak suretiyle alım satıma konu edilmiştir. Osmanlı İmparatorluğunun Hazinesi için gerçekleştirdiği borçlanmalar için halka arz ettiği tahviller, Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı elektrik ve gaz şirketleri ile meşrutiyet sonrası yerli şirketlerin hisse senedi ve tahvilleri bu piyasada işlem görmüştür.

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşları bu piyasayı oldukça etkilemiştir. Ayrıca, cumhuriyetin ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi, altın para ekonomisinden milli ve dışa kapalı devletçi ekonomi düzenine geçilmesi nedeniyle Türkiye’nin ilk sermaye piyasası deneyimi sona ermiştir.²²⁷

3.1.2. Cumhuriyet Dönemi

Osmanlı İmparatorluğunun çöküşü ve Kurtuluş Savaşının sona ermesi ve Türkiye Cumhuriyetinin kurulması ile birlikte ekonominin yeniden düzenlenmesi konusunda çalışmalara başlanmıştır. Cumhuriyetin ilanından sonra 16 Mayıs 1929 kabul edilerek 30 Mayıs 1929’da yürürlüğe giren 1477 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanununa kadar sermaye piyasalarında bazı ufak düzenlemeler yapılmıştır. Borsa ile ilgili en önemli değişiklik, Borsa’nın Galatadan Bahçekapıda o tarihte yeni inşa edilmiş olan Dördüncü Vakıf Hana taşınmasıdır. Böylece borsanın tarihinde Osmanlı perdesi tamamen kapatılmıştır. Borsa acentaları ve bankalar Vakıf Hana toplu bir şekilde taşınmışlardır.

²²⁶ Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri**, TEB Yayınları, İstanbul:1981, (, (Aktaran: Azmi Fertekligil, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi , İMKB Yayınları, İstanbul: 1993, s. 22.)

²²⁷ Karşlı, s. 36.

Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası yarım yüzyıldan fazla Dördüncü Vakıf Handa faaliyetini sürdürmüş ve İMKB'nin açılması ile bu durum sona ermiştir.²²⁸

Dünya ekonomisinde 1929 buhranı sermaye piyasalarını ve Borsaları olumsuz yönde etkilemiş ver finansal piyasalarda büyük çöküşler yaşanmıştır. Hükümetin dünyadaki bu kriz nedeniyle yaşanan sorunları çözmek için özellikle döviz piyasalarında tedbir almak için çalışmalara başlanmıştır. Bu çalışmalara menkul kıymet borsaları konusundaki çalışmalarda eklenerek 1929 yılında 1477 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve 1930 yılında 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanunlar birbirlerine tamamlayan kanunlardır. Çünkü o dönemde hükümet borsayı menkul kıymetlerin işlem gördüğü bir piyasa yerine kambiyo işlemleri için tercih etmekteydi.

Borsada 1950.li yıllardaki en önemli değişiklik; Maliye Bakanlığının döviz işlemlerini Borsa yerine TC. Merkez Bankası bünyesinde yapılması kararı almasıdır.²²⁹ Böylelikle Borsa kambiyo faaliyetlerine son verilmiştir.

Türkiyede sermaye piyasasının tekrar işlerlilik kazanması 1960.lı yıllarda halka arz edilen Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile olmuştur. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen zorunlu tasarruf olarak halka verildiğinden, kısa bir süre sonra bu menkul kıymetlerin paraya çevrilmesi ihtiyaç haline gelmiştir. Piyasalaraki bazı kişiler tarafından bu kıymetler faiz oranları ve vadelerine göre iskonto edilerek satın alınmıştır. Bu kişiler tarafından satın alınan menkul kıymetlerin üzerine kar eklenerek bu kıymetlere yatırım yapmak isteyenlere satılması ile birlikte ilk kez ikinci el bir menkul kıymet piyasası doğmuştur.²³⁰

Bu piyasalarda zaman ile halka açık olarak kurulan ve/veya sonradan halka açılan şirketler işlem görmeye başlamıştır. 1970.li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını görerek iki üç bin ortaklı şirketler kurmuşlardır.

²²⁸ Fertekligil, s. 141.

²²⁹ Fertekligil, s. 177.

²³⁰ **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, s. 4.

Bu yıllarda hisse senedi piyasasının oluşmasına katkıda bulunan kurumlardan bir tanesi de Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankasıdır. Banka, kuruluşta iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketleri kuruluş dönemi tamamlanıp kara geçtiği dönemde primli bir fiyattan halka arz etmiştir. Bu işlem ile banka hem sermaye piyasalarına kaynak sağlamış hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiştir.²³¹

1980.li yıllara gelindiği 24 Ocak Kararları ile Türkiye finansal liberalizasyon konusunda adımlar atılmıştır. Serbest piyasa ekonomisi ile birlikte faizlerin piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmesi öngörülmüştür.²³²

Faizlerin serbest bırakılmasının Türkiye ekonomisine sağladığı yararların yanı sıra bankerler skandalı ile verdiği büyük bir zararda olmuştur. Faizlerin serbest bırakıldığı dönemde, sermaye piyasası kanunu olmadığı için bankerler herhangi bir engel ile karşılaşmadan menkul kıymetleri serbestçe halka satarak kaynak toplamaktaydı. Ancak bir süre sonra bankerlerin ödeme güçlüğü çekmeleri nedeniyle iflase sürüklenmeleri sonucunda pek çok yatırımcı mağdur duruma düşmüştür. Banker skandalının sermaye piyasalarına olan en önemli faydası, bu skandal sonrası sermaye piyasası kanununun yürürlüğe girmesidir.

3.2. Sermaye Piyasalarına İlişkin Düzenlemeler ve Sermaye Piyasası Kurulu

Yukarıdaki bölümde belirtilen bankerler skandalı ile birlikte sermaye piyasalarını düzenleme ihtiyacı tekrar gündeme gelmiştir. Bu çerçevede 28/07/1981 tarihinde kabul edilen ve 30/07/1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu sermaye piyasalarının düzenlenmesi konusunda günümüzdeki nihai düzenlemedir. Sermaye Piyasası Kanununun amacı; “Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf

²³¹ Karslı, s. 37-38.

²³² Melek Ögeç, Buket Köşkeroglu ve Nariman Shahsuvarov, **24 Ocak 1980 kararları**, <http://mimoza.marmara.edu.tr/~mtekce/eco272/24ocak.pdf>, (Erişim 17/06/2009)

sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.”²³³ Sermaye piyasası kanunu ile Türkiye sermaye piyasalarının yasal altyapısı oluşturulmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu; sermaye piyasası araçları, bu araçların halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve sermaye piyasası kuruluna ilişkin düzenlemeleri içermektedir.²³⁴

Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasalarında düzenleme ve denetleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu’na verilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu bu çerçevede tebliğler ve ilke kararları ile sermaye piyasalarında düzenleme yetkisini kullanmaktadır.

Finansal piyasaların düzenlenmesi konusunda, ülkelerde, ikili bir yaklaşım benimsenmektedir. Birinci yaklaşım, Türkiye uygulamasında da olduğu gibi, sermaye piyasaları, bankacılık ve sigortacılık sektörlerinin ayrı ayrı kurumlarca düzenlenmesi ve denetlenmesidir. İkinci yaklaşım ise, finansal piyasaların bütününün tek bir kurum tarafından düzenlenmesi ve denetimidir. Her iki yaklaşımın da kendisine özgün avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Ancak, finansal piyasalarda yaşanan hızlı teknolojik değişim sektörün gözetim ve denetiminde koordinasyon problemini de gündeme getirmektedir. Bu nedenle de uluslararası uygulamalarda mali piyasaları ayrı ayrı düzenleyen kurumları tek bir çatı altında toplama yönünde gittikçe artan bir eğilim bulunmaktadır.²³⁵ Bu kurumlara örnek olarak, İngiltere’de FSA, Almanya’da Bafin, İtalya’da Consob (Merkez Bankası ile), Polonya Finansal Denetleme Dairesi verilebilecektir. Avrupa Birliğinde finansal piyasaların tek bir kurum çatısı altında toplanması Birlik üyeleri tarafından tercih edilmektedir.

Türkiye’de finansal piyasaların tek otorite altında toplanması veya mevcut durumun korunması konusunda muhtelif görüşler bulunmaktadır. Finansal piyasalarda değişik bağımsız otoriteler tarafından düzenleme ve denetim yapılmasının finansal

²³³ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, md. 1.

²³⁴ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, md. 2.

²³⁵ TUSİAD, **Bağımsız Düzenleyici Kurumlar ve Türkiye Uygulaması**, TUSİAD Yayınları, İstanbul: 2002, s. 152.

piyasaların etkinliğini azaltacağı yönündeki düşüncelerin yanı sıra finansal piyasaların denetimindeki çok başlılığın finansal piyasaların tamamının sağlıklı olarak işlevlerini yerine getirme olasılığını azaltacağı ifade edilmektedir.²³⁶ Başka bir görüş ise, aynı çatı altına toplanması düşünülen bankacılık, sermaye piyasaları, sigortacılık ve batık banka faaliyetlerinin gelişmişlik düzeyi çok farklı olduğu, birleşme olması halinde, sermaye piyasalarının daha etkin olan bankacılık sektörünün gölgesinde kalacağı ve sermaye piyasalarının gelişmesinin engelleneceği öne sürülmektedir.²³⁷

Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası düzenlemelerinin genel çerçevesi çizilmiştir. Kanunun dışında, yönetmelik ve tebliğlerle sermaye piyasası düzenlemelerine ilişkin diğer hukuki bilgiler ve sermaye piyasalarının işleyişi düzenlenmektedir. Özellikle sermaye piyasası kurulu tarafından tebliğler aracılığıyla, sermaye piyasası araçları, aktörleri ve piyasalarının faaliyetleri belirlenmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17. maddesi uyarınca, kamu tüzel kişiliğine haiz olup, idari ve mali özerkliği sahiptir.²³⁸ Sermaye Piyasası Kurulu'nun temel görevi, sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içerisinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin (yatırımcıların) hak ve yararlarının korunmasıdır.²³⁹

Sermaye Piyasası Kurulu'nun temel amaçları aşağıda maddeler halinde yer almaktadır.

- 1) Sermaye piyasalarının işleyiş kurallarını belirlemek,
- 2) Piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak,
- 3) Sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak,

²³⁶ Ercan Kumcu, “Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması” Hürriyet Gazetesi <http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=127292&yazarid=7>, (Erişim tarihi 15/06/2009)

²³⁷ **Akşam Gazetesi**, “En Üst Kurula İlk Eleştiri SPK'dan”, 15/08/2006, <http://www.tumgazeteler.com/?a=1646530> (Erişim Tarihi 18/06/2009)

²³⁸ Sermaye Piyasası Kanunu, md. 17.

²³⁹ <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0> (Erişim 19/06/2009)

4) Piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır.

Sermaye Piyasası Kurulu, bu amaçları yerine getirmek için Kanun, yönetmelik ve tebliğlerle düzenlemeler yaparak, piyasaların gözetim ve denetimini sağlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kanun ile gelen en önemli yetkisi; kendi gözetimi altındaki piyasalardaki işlemler ve görev alanındaki işlerin kuralların tanımlanmasıdır. Bu çerçevede;

- 1) Menkul kıymetler,
- 2) Menkul kıymet borsalarının, kıymet maden borsalarının, vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kuruluş ve işleyişi
- 3) Sermaye piyasalarından menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlayan şirketler
- 4) Sermaye piyasası kurumları

hakkında düzenlemeler yapmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu sermaye piyasalarında gerçekleştirdiği düzenlemelerin büyük bir bölümünü Avrupa Birliği'nin sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerine uyumlu bir şekilde gerçekleştirmektedir. Özellikle Avrupa Birliği müktesebatı ile uyumlaştırma sürecinin başlaması ile birlikte sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler güncellenmektedir.

Aşağıdaki tabloda Avrupa Birliğinde sermaye piyasaları düzenleyen başlıca direktiflere karşılık gelen Türkiye sermaye piyasası mevzuatındaki düzenlemeler ve Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumlaştırma kapsamında gerçekleştirilmesi gereken uygulama değişiklikleri yer almaktadır.

Tablo 33: Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Mevzuatı ile Türkiye Sermaye Piyasası Mevzuatının Karşılaştırılması

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, Türkiye sermaye piyasaları mevzuatı, Avrupa Birliği sermaye piyasası mevzuatı ile genel olarak uyumludur. Ancak özellikle yabancı finansal kuruluşların (aracı kuruluşlar, yatırım fonları ve diğer sermaye piyasası kurumları) veya sermaye piyasası ihraççılarının Türkiye sermaye piyasalarında gerçekleştirecekleri faaliyetler konusunda sermaye piyasası mevzuatında uyum kapsamında gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2005 yılı Ağustos ayında yayınlanan ve kamuoyunun görüşüne açılan Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarı Taslağı hazırlanmıştır. Bu Yeni Kanun Tasarı Taslağı, son yıllarda gözlenen Avrupa Birliği müktesebatındaki değişimler ve Türk sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler doğrultusunda, piyasanın Avrupa Birliği normlarına uyumlaştırılmasını ve uluslararası piyasalara entegrasyonunu sağlamak, yatırımcıların korunması anlayışının daha etkin hale getirilmesi, sektörün gelişiminin desteklenmesi ve mevzuat engellerinin kaldırılması amacıyla hazırlanmıştır.²⁴⁰ Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilgili kuruluşlara taslak hakkında görüşler sorulmuştur. İlgili kuruluşlardan yapılan geri dönüşler çerçevesinde taslak metin revize edilerek Kanunun nihai hali Türkiye Büyük Millet Meclisine sunulmuştur. Güncel durum itibarıyla Kanun tasarısı henüz yasalaşmamıştır.

3.3. Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Mevzuatına Uyum Çerçevesinde Sermaye Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Türkiye'nin Avrupa Birliği ile 1963 Ankara Antlaşması ile başlayan ilişkileri, 16-17 Aralık 2004 tarihlerinde Brüksel'de düzenlenen Avrupa Birliği Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesinde alınan karar çerçevesinde 3 Ekim 2005 tarihinde yapılan Katılım Konferansı ile Avrupa Birliğine katılım müzakerelerine başlanması ile yeni sürece

²⁴⁰ TÜRMOB, *Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağının Muhasebe Mesleği Mensupları Açısından İncelenmesi*, İstanbul: 2005, s. 1.

geçmiştir. Bu süreç ile birlikte Avrupa Birliği ile bütünleşme çerçevesinde Kopenhag siyasi kriterlerine, ekonomik kriterlere ve müktesebata uyum ön plana çıkmaktadır.²⁴¹

Katılım Müzakereleri, Türkiye'nin AB müktesebatını ne kadar sürede kendi iç hukukuna aktarıp yürürlüğe koyacağı ve etkili bir şekilde uygulayacağı belirlendiği süreçtir.²⁴² Katılım müzakereleri 35 alt başlık açılarak Ekim 2005 yılında başlamıştır. Hisse senedi piyasalarına ilişkin müzakere alt başlığı, 4. numaralı "Sermaye'nin Serbest Dolaşımı"dır. Sermayenin serbest dolaşımı, malların, kişilerin ve hizmetlerin serbest dolaşımı ile birlikte Avrupa Topluluğu'nun üzerine inşa edildiği temel prensiplerden birini oluşturmaktadır. Bu alandaki müktesebat tüm ekonomik sektörlerde AB kaynaklı doğrudan yabancı yatırımları etkileyen tüm kısıtlamaların kaldırılmasını amaçlamaktadır. 19 Aralık 2008'de düzenlenen 6. Hükümetlerarası Konferansta (HAK) bu faslın açılması kararlaştırılmıştır. Sermaye piyasası düzenlemeleri Avrupa Birliğinin Sermaye'nin serbest dolaşımı faslında görüşülmektedir.

3.3.1. Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programları

Avrupa Birliği müktesebatına uyum kapsamında Türkiye tarafından gerçekleştirilen çalışmalar 2001, 2003 ve 2008 yılında yayımlanan Ulusal Programlarda yer almaktadır. Bu programlarda sermaye piyasalarına ilişkin olarak gerçekleştirilen veya gerçekleştirilmesi öngörülen düzenlemeler aşağıdaki bölümde yer almaktadır.

3.3.1.1. 2001 Ulusal Program

Bakanlar Kurulu tarafından 24 Mart 2001 tarih ve 24352 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" ile, Türkiye'nin

²⁴¹ Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Müzakere Süreci ve Türkiye**, <http://www.abgs.gov.tr/tarama/Ozet.htm>, (Erişim: 11/06/2009)

²⁴² İktisadi Kalkınma Vakfı, **Müzakere Sürecinde Kaydedilen Gelişmeler**, <http://www.ikv.org.tr/katilimmuzakereleri.php>, (Erişim: 03/07/2009)

Avrupa Birliğine tam üyelik süreci içinde kısa ve orta vadede gerçekleştirilmesi öngörülen çalışmalar belirlenmiştir.²⁴³ Bu programda sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme değişiklikleri programın **4.5. Sermayenin Serbest Dolaşımı** bölümünde yer almaktadır. Bu bölümde sermaye piyasaları mevzuatı kapsamında gerçekleştirilen düzenleme değişiklikleri aşağıda maddeler halinde yer almaktadır.²⁴⁴

- Yabancı sermaye piyasası araçlarının yurt içinde satışı “Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Tebliği (Seri: III, No:20)” ile düzenlenmiştir.
- “Yatırımcıyı Koruma Fonu” kurulmuştur. Bu fon, büyük oranda AB’deki ilkeler dahilinde tasarlanmıştır.
- Takas sistemleriyle ilgili olarak, Türkiye’de işlemlerin takası, merkezi bir takas-saklama kuruluşu olan Takasbank tarafından, “Otuzlar Grubunun” (Group of Thirty) tavsiyeleriyle uyumlu bir yapıda gerçekleştirilmektedir. Yatırımcının korunması çerçevesinde Sermaye Piyasası Kanununda yapılan son değişikliklerle, aracı kurumlar için tedrici tasfiye mekanizması getirilmiş ve bunu yürütmek görevi de kurulacak olan Merkezi Kayıt Kuruluşunca idare edilecek olan Yatırımcıyı Koruma Fonuna verilmiştir.
- Yatırım fonları ve ortaklıkları gibi portföy yönetimi esasına dayanan kurumsal yatırımcıların menkul kıymet ihracı ve bu menkul kıymetlerin işlem görme esasları Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir.
- Yurtdışında yerleşik yabancı yatırım fonlarının ve yatırım ortaklıklarının Türk sermaye piyasasında paylarının halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı,

²⁴³ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" Bakanlar Kurulu Karar Sayısı: 2001/2129,

²⁴⁴ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı, s. 130-134.

SPK'nın Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

3.3.1.2. 2003 Ulusal Program

Bakanlar Kurulu tarafından 24 Temmuz 2003 tarih ve 25178 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" ile, Türkiye'nin Avrupa Birliğine tam üyelik süreci içinde kısa ve orta vadede gerçekleştirilmesi öngörülen çalışmalara ilişkin esaslar belirlenmiştir.²⁴⁵

Bu programda sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme değişiklikleri programın **IV. 4. Sermayenin Serbest Dolaşımı** bölümünde yer almaktadır. Bu bölümde sermaye piyasaları mevzuatı kapsamında 2003-2006 döneminde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerçekleştirilmesi planlanan düzenlemeler yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu bu düzenlemeleri Avrupa Birliğinin 24 Haziran 1988 tarihinde yayımladığı 88/361/EEC Direktifine uyum kapsamında gerçekleştirecektir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun mevzuata uyum ve mevzuatın uygulanması için alınacak eğitim ve danışmanlık için Avrupa Birliği fonlarından karşılanacak olan toplam 580.000 Euroluk finansman ihtiyacı olduğu bu dokümanda yer almaktadır.²⁴⁶

2003 Ulusal Programında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından revizyon yapılması düşünülen mevzuat değişiklikleri aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:

- KHK/91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname

²⁴⁵ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" Bakanlar Kurulu Karar Sayısı: 2003/5930,

²⁴⁶ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı, s. 157-159

- 84/8581 Karar Sayılı Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği
- Seri: III No: 20 Sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği
- Seri: VII No 14 Sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği
- Seri:V No:46 Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

2003 Yılı Ulusal Programında, yukarıda tebliğlerde yapılacak değişikliklerin Aralık 2005 tarihine kadar bitirilmesi hedeflenmiştir. Ancak ilgili tebliğlere ilişkin herhangi bir düzenleme gerçekleştirilmemiştir.

3.3.1.3. 2008 Ulusal Program

Bakanlar Kurulu tarafından 31 Aralık 2008 tarih ve 27097 5. Mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" ile, Türkiye'nin Avrupa Birliğine tam üyelik süreci içinde yapılacak çalışmalara ilişkin temel esas ve unsurlar belirlenmiştir.²⁴⁷

Bu programda sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme değişiklikleri programın “Üyelerin Yükümlülüklerini Üstlenebilme Yeteneği” başlıklı 4. bölümünün. **Sermayenin Serbest Dolaşımı** bölümünde yer almaktadır. Bu bölümde sermaye piyasaları

²⁴⁷ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" ile "Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine Dair Karar" Bakanlar Kurulu Karar Sayısı: 2008/14481.

mevzuatı kapsamında 2009-2011 döneminde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerçekleştirilmesi planlanan düzenlemeler yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu bu düzenlemeleri Avrupa Birliğinin 24 Haziran 1988 tarihinde yayımladığı 88/361/EEC Direktifine uyum kapsamında gerçekleştirecektir.

2008 Ulusal Programında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından revizyon yapılması düşünülen mevzuat değişiklikleri aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:²⁴⁸

- Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun: Kanunda yer alan yabancı menkul kıymetlerin kotasyonu konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların 2009-2010 yılları arasında kaldırılması hedeflenmektedir.
- Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik: Bu yönetmelikte yer alan yabancı menkul kıymetlerin kotasyonu konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların 2009-2010 yılları arasında kaldırılması hedeflenmektedir.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliğinde Değişiklik: Bu yönetmelikte yer alan yabancı menkul kıymetlerin kotasyonu konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların 2009-2010 yılları arasında kaldırılması hedeflenmektedir.
- Seri: III No:20 Sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik: Tebliğdeki yabancı sermaye piyasası araçlarının ihraç ve satışı konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların kaldırılması amaçlanmaktadır. Ayrıca Sermaye piyasası araçlarının kayda alınması ve satışı ile ilgili olarak AB düzenlemelerinde tek pasaport esaslı gibi ancak tam üyelikle birlikte uygulanabilecek düzenlemelerin bulunduğu durumlarda, Avrupa Birliğinde geçerli karşılıklılık ve üçüncü ülke kuralları dikkate alınarak düzenleme yapılması, mevzuat

²⁴⁸ Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı, s. 46-48.

değişikliklerinin sektör üzerine aşırı yük getireceğinin tespit edildiği durumlarda ise düzenlemelerin tedricen değiştirilmesine ilişkin program ve geçiş süreleri benimsenmesi düşünülmektedir. Bu çerçevede AB düzenlemeleri ile tam uyumun, tam üyelikten iki yıl önce tamamlanması ve tam üyelikle birlikte yürürlüğe girmesi yöntemi benimsenmesi planlanmaktadır.

- Seri: VII No:14 Sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik: Tebliğdeki Yabancı yatırım fonu paylarının ihraç ve satışı konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların kaldırılması düşünülmektedir. Yatırım fonu paylarının kayda alınması ve satışı ile ilgili olarak AB düzenlemelerinde tek pasaport esası gibi ancak tam üyelikle birlikte uygulanabilecek düzenlemelerin bulunduğu durumlarda, Avrupa Birliğinde geçerli karşılıklılık ve üçüncü ülke kuralları dikkate alınarak düzenleme yapılması, mevzuat değişikliklerinin sektör üzerine aşırı yük getireceğinin tespit edildiği durumlarda ise düzenlemelerin tedricen değiştirilmesine ilişkin program ve geçiş süreleri benimsenmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede AB düzenlemeleri ile tam uyumun, tam üyelikten iki yıl önce tamamlanması ve tam üyelikle birlikte yürürlüğe girmesi yönteminin benimsenmesi planlanmaktadır.

- Seri: V No:46 Sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik: Tebliğde yer alan, Yabancı aracı kuruluşların Türkiye’de şube açmaları konusu ile ilgili olarak sermaye hareketleri önündeki kısıtların kaldırılması amaçlanmaktadır. Aracı kurum sayısındaki sınırlamanın kaldırılmasına ilişkin mevzuat değişiklikleri, piyasa üzerindeki etkileri dikkate alınarak yapılacak, bir AB üyesi devlette alınan yetkiye dayanılarak Topluluk içinde şube açma imkanı getiren tek pasaport kuralına yönelik uyum çalışmaları ise karşılıklılık ve üçüncü ülke kuralları kapsamında gerçekleştirilecektir. Bu çerçevede AB düzenlemeleri ile tam uyumun, tam üyelikten iki yıl önce tamamlanması ve tam üyelikle birlikte yürürlüğe girmesi yönteminin benimsenmesi planlanmaktadır.

2008 programında yer alan yukarıdaki mevzuat değişikliklerinin büyük bölümünün, Türkiye'nin Avrupa Birliği ile tam üyelik konusunda gerçekleştireceği görüşmeler neticesinde ortaya çıkacak kesin katılım tarihinde yürürlüğe girmesi hedeflenmektedir.

3.3.2. Twinning Projesi

Türkiye'de 2002 yılında uygulanmasına başlanan eşleştirme (twinning) mekanizması, aday ülkelerin kamu kurumlarına, AB mevzuatını uygulamaya geçirmeye yönelik kurumsal yapılanma çabalarına destek vermek üzere üye devletlerle birlikte uygulamanın gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü uzun süreli teknik yardım projesidir. Türkiye sermaye piyasası mevzuatının AB ile tam uyumunu sağlamak PHARE programının kaynaklarından karşılanan çalışmalar Almanya sermaye piyasası düzenleyici kurumundan destek alınarak yürütülmektedir.²⁴⁹

Sermaye Piyasası Kurulu'nca "Sermaye Piyasası Kurulu'na AB Sermaye Piyasası Standartlarına Uyumda Yardım" isimli Eşleştirme Projesi 2006-2007 döneminde gerçekleştirilmiştir. Eşleştirme projesi kapsamında Türk mevzuatı AB mevzuatı ile karşılaştırılmış, ayrıca "izahname", "piyasanın suistimali (market abuse)", "yatırımcıları koruma fonu", "bağımsız denetim", "pay alım teklifleri", "takas ve finansal teminat", "yatırım fonları", "sermaye yeterliliği", "şirketler hukuku", "finansal araç piyasaları", "kamuyu aydınlatma" konularını da içerecek şekilde sermaye piyasası ile ilgili mevzuat taslakları hazırlanmıştır.²⁵⁰

Avrupa Birliği sermaye piyasalarına uyum kapsamında, Almanya sermaye piyasası düzenleyici kurumunu olan BaFin'in yanı sıra Hollanda Finansal Piyasalar Otoritesi (Authority for Financial Markets - AFM) ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından **"Borsa Şirketlerinin Finansal Raporlaması İçin Etkin Gözetim Sistemi Oluşturulması"** ve **"Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Aracı Kuruluşlar İçin**

²⁴⁹ Ekin Fıkrıkoca, Almanya Sermaye Piyasası...,s. 9.

²⁵⁰ <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=4> (Erişim: 20/06/2009)

Daha Etkin Bir Uzaktan Gözetim Sisteminin Kurulması" Projeleri yürütülmektedir. Bu projenin amacı; borsa şirketlerinin finansal raporlaması ve aracı kurumlar alanlarında gözetim kapasitesinin güçlendirilmesi, borsa şirketlerinin özellikle uluslararası muhasebe standartlarına uyumu ve aracı kuruluşların AB mevzuatına uyum sürecinde faaliyet koşullarının daha etkin biçimde gözetimidir.

3.4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Türkiye’de menkul kıymetlerin organize bir piyasada işlem görmesi İMKB’nin faaliyete geçmesi ile sağlanmıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılmasıyla birlikte borsaların ekonomideki rolünün yeniden tanımlanması çalışmalarına başlanmıştır. Bu çerçevede, 1983 yılı Ekim ayında “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname” yayımlanarak İMKB’nin faaliyete geçmesine ve 1447 sayılı Kanununa dayanarak kurulan Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsasının ortadan kaldırılmasına karar verilmiştir.²⁵¹

Aşağıda bölümde İMKB’ye ilişkin yasal çerçeve ve mevzuatta yer alan düzenlemeler tarihsel süreç içerisinde yer almaktadır.

3.4.1. Hukuki Çerçeve

91 Sayılı KHK (06/10/1993 tarih ve 18183 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.) menkul kıymet borsalarını özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğini muhafaza etmek ile birlikte dünya borsa sistemleri içerisinde daha önce Fransa ve Almanya ağırlıklı olan Borsa sistemi daha liberal sistem olan Anglo-Sakson Borsa tipine yakınlaştırmıştır.²⁵² KHK’nın amacı, menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için menkul kıymetler borsalarının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere; kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlenmelerini düzenlemek suretiyle sermaye

²⁵¹ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul: 2001, s. 83.

²⁵² Muharrem Karşlı, s. 250.

piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamak olarak belirlenmiştir.²⁵³ Bu düzenleme ile borsaların gözetim ve denetimi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerçekleştirilmesi kararlaştırılmıştır. Borsaların işleyişine ilişkin pek çok düzenlemenin SPK tarafından hazırlanarak onaylanması KHK ile yapılan düzenlemeler arasında yer almaktadır.

Bu düzenlemede, Borsalarda işlem yapmaya yetkili kişilerin SPK tarafından yetkilendirilen gerçek ve tüzel kişiler olması kararlaştırılmıştır.²⁵⁴

Yukarıda belirtilen KHK'den sonra Borsaların kuruluş ve çalışma esasları bir yönetmelik ile düzenlenmiştir. "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" 06/10/1984 tarih ve 18537 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak aynı tarihte yürürlüğe girmiştir. Yönetmeliğin amacı, 91 sayılı KHK'nin amacı ile benzerlik içermektedir. Yönetmelik ile Borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin, alım satımının KHK' de yazılı esaslar dairesinde, belli kaidelere göre dozen içinde yapılmasını sağlayan, teşekkül eden fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlar olarak tanımlanmıştır.²⁵⁵ Bu yönetmelik ile menkul kıymet borsalarının kuruluş, yönetim, çalışma ve denetim esasları belirlenmiştir.

Yönetmeliğin uygulamaya girmesinden sonra, hükümet tarafından üçlü kararname ile 27 Şubat 1985 tarihinde Borsa Başkanlığına Muharrem Karslı atanarak kendisine Borsayı kurma görevi verilmiştir. Borsa'nın ilk genel kurulu 19 Nisan 1985 tarihinde toplanarak ilk yönetim kurulunu seçmiştir.

Borsa'nın ilk genel kurulunda seçilen Borsa Yönetim Kurulu'nun en önemli faaliyeti, İstanbul Menkul Borsası Yönetmeliği hazırlayarak genel kurula sunmasıdır. Borsa genel kurulu 31 Ekim 1985 toplanarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğini kabul etmiştir. Bu yönetmelik 18/12/1985 tarih ve 18962 sayılı Resmi Gazetede

²⁵³ Menkul Kıymet Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname, md. 1

²⁵⁴ Menkul Kıymet Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname, md. 4.

²⁵⁵ Menku Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, md. 4.

yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Borsa 26 Aralık 1985 tarihinde açılarak 2 Ocak 1986 tarihinde ilk seans gerçekleştirilmiştir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, Borsa'nın 28/9/1994 ve 27/12/1995 tarihlerinde yapılan Olağanüstü Genel Kurulu'nda alınan karar çerçevesinde değiştirilmiş ve 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 11 inci maddesine istinaden Sermaye Piyasası Kurulu'nun 8/2/1996 tarih ve 9/167 sayılı kararı ile onaylanarak, 19/02/1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Yönetmelik ile İMKB ilişkin temel çalışma esasları ve yönetim organları belirlenmiştir. Yönetmeliğe göre İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Genel Kurul, Yönetim ve Denetleme Kurulu ile Komiteler ve Borsa Başkanı ile Borsa Başkanına bağlı Başkanlık teşkilatından oluşmaktadır.²⁵⁶ Borsa genel kurulunun Borsa üyelerinden oluşması yine yönetmelikte belirtilmiştir. Yönetmelikte ayrıca; Borsaya üyelik şartları, menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması, borsada kurulan piyasalar, işlem görece menkul kıymetler ve işlem türleri, menkul kıymetlerin takas işlemleri, uyumsuzluk ve disiplin konularında düzenlemeler yapılmıştır.

İMKB'nin yukarıda belirtilen mevzuat düzenlemeleri dışında, kotasyon yönetmeliği, hisse senedi piyasaları yönetmeliği ve tahvil ve bono piyasası yönetmeliği olarak üç ana düzenlemesi daha bulunmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği, menkul kıymetlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici veya sürekli çıkarılması, Borsa pazarlarında işlem görmesi ve işlemlerin sürekli veya geçici olarak durdurulması esaslarının düzenlenmesi, menkul kıymetlerin sağlıklı ve etkin bir piyasada açıklık ve dürüstlük içinde işlem görmesini sağlamak üzere menkul kıymetleri Borsa kotunda bulunan ve/veya Borsa pazarlarında işlem gören ortaklıkların uyması gereken kurallar ile Borsaya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri belirlemek amacıyla

²⁵⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, md. 4.

hazırlanmıştır.²⁵⁷ Yönetmelik ilk olarak 1985 yılında yayımlanmıştır. Güncel yönetmelik ise 24/06/2004 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Piyasası Yönetmeliği, borsa bünyesinde yer alan hisse senedi piyasalarına ilişkin esasların belirlenmesi amacıyla 19/02/1996 ve 22559 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmelik ile hisse senedi piyasalarında işlem görecekt hisse senetleri, piyasalarda işlem yapacak kuruluşlar, işlem seanslarına ilişkin genel düzenlemeler, hisse senedi alım satım işlemlerine ilişkin düzenlemeler, hisse senetlerinin işlem görecektleri piyasalar ve temerrüt hükümleri yer almaktadır.²⁵⁸

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği, Borsa üyeleri arasında menkul kıymet hareketini teşvik etme ve yatırımcıların hisse senedi dışındaki menkul kıymetlere yapacakları yatırımların fiyatlarının piyasada rekabet ortamında belirlenmesini ve istenildiği anda nakde dönüştürülebilmesini sağlama amacı ile 19/02/1996 ve 22559 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.²⁵⁹ Bu yönetmelik ile devlet tahvili, hazine bonosu, gelir ortaklığı senedi, kamu idare ve müesseselerince ihraç edilmiş tahviller, özel sektör tahvilleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ile finansman bonoları ve diğer kabul edilen menkul kıymetlerin İMKB tahvil ve bono piyasalarında işlem yapmaları mümkün hale getirilmiştir. Yönetmelikte ayrıca tahvil bono piyasalarına ilişkin temel ilkelere yer verilmiştir.

3.4.2. Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri

Türkiye’deki finansal piyasalara yatırım yapan yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım gerçekleştirdikleri finansal araç çeşitleri diğer gelişmiş ülkelere göre oldukça sınırlıdır. Türkiye’de yatırımcılar geleneksel yatırım araçlarından Türk Lirası mevduat ve döviz tevdiat hesaplarını tercih etmektedirler.

²⁵⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği, md. 1.

²⁵⁸ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Piyasası Yönetmeliği.

²⁵⁹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği, md. 1.

Aşağıdaki tabloda 2005-2008 döneminde yerli yatırımcıların yatırım yaptıkları finansal araçların dağılımı yer almaktadır.

Tablo 34: Yerli Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (Milyon TL)

Yatırım Aracı/Yıl	2005	2006	2007	2008
TL Mevduat	141.716	168.943	206.081	262.738
Döviz Tevdiat Hesabı	82.128	108.754	111.619	141.858
DİBS	55.276	55.781	56.852	63.237
Yatırım Fonları	29.374	22.012	26.381	23.979
Hisse Senedi	23.020	26.256	31.070	20.040
Katılım Bankası Top. Fonlar	8.369	10.788	14.626	18.638
Eurobond	5.348	5.413	4.309	4.867
Repo	1.486	2.202	2.733	2.199
Emekli. Yat. Fonları	1.219	2.821	4.558	6.042
Kıymetli Madenler Hesabı	96	250	163	344
TOPLAM	347.936	402.970	458.229	543.598

Kaynak: BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2008, s. 18.

Yukarıdaki tablodaki verilere göre yerli yatırımcıların yatırım tercihlerinde TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarının büyük payı bulunmaktadır. Yukarıdaki rakamların oransal olarak dağılımı ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 35: Yerli Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (%)

Yatırım Aracı/Yıl	2005	2006	2007	2008
TL Mevduat	40,73%	41,92%	44,97%	48,33%
Döviz Tevdiat Hesabı	23,60%	26,99%	24,36%	26,10%
DİBS	15,89%	13,84%	12,41%	11,63%
Yatırım Fonları	8,44%	5,46%	5,76%	4,41%
Hisse Senedi	6,62%	6,52%	6,78%	3,69%
Katılım Bankası Top. Fonlar	2,41%	2,68%	3,19%	3,43%
Eurobond	1,54%	1,34%	0,94%	0,90%
Repo	0,43%	0,55%	0,60%	0,40%
Emekli. Yat. Fonları	0,35%	0,70%	0,99%	1,11%
Kıymetli Madenler Hesabı	0,03%	0,06%	0,04%	0,06%

Kaynak: BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2008, s. 18.

Yerli yatırımcıların hisse senetlerine yaptıkları yatırımların toplam yatırımlar içindeki payı 2005-2007 döneminde ortalama %6,6'lık bir seviyede gerçekleşmiştir. Finansal krizin olduğu 2008 yılında bu oran yaklaşık %50'lik bir düşüş ile % 3,69'a inmiştir. Yatırımcıların yatırım tercihlerini daha çok TL Mevduat, Döviz Tevdiat Hesabı ve DİBS'ler için kullandığı yukarıdaki tablodaki verilerden de anlaşılmaktadır. Bu üç yatırım aracının 2005-2008 döneminde toplam yatırımlardaki payı % 80,22 ile % 86,06 arasında değişim göstermiştir.

Hisse senedi piyasalarına yatırım yapan yatırımcı sayıları ve bu verinin Türkiye'nin toplam nüfusuna olan oranı ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 36: Hisse Senedi Yatırımcı Sayıları ve Türkiye Nüfusuna Oranı

YIL	Yatırımcı Sayısı	Ortalama Nüfus	Yatırımcı Sayısı/Ortalama Nüfus
2001	1.032.776	65.135.000	1,59%
2002	973.439	66.009.000	1,47%
2003	906.718	66.873.000	1,36%
2004	887.958	67.734.000	1,31%
2005	884.063	68.582.000	1,29%
2006	927.100	69.421.000	1,34%
2007	940.766	70.256.000	1,34%
2008	989.850	71.517.000	1,38%

Kaynak: TUIK, Takasbank, MKK

Yukarıdaki verilere göre hisse senedi piyasası yatırımcı sayılarının toplam nüfusa oranı oldukça düşüktür. Örneğin 2008 yılında mevduat hesabı sahibi yatırımcıların toplamı 66.423.000²⁶⁰ olup bu rakamın Türkiye nüfusuna oranı % 92,87'dir.

Hisse senedi piyasasına yatırım yapan yatırımcıların toplam yatırımlardaki payı ve yatırımcı sayılarının nüfusa oranı oldukça düşüktür. Bu durum hisse senedi piyasalarının daha fazla yatırımcı tarafından tercih edilmesi için çalışmaların yapılmasına ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

²⁶⁰ BDDK, **Aylık Bülten**, Şubat 2009, s. 81.

3.4.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda alım satım işlemlerinin başlangıç tarihi 02/01/1996 olup, hisse senedi piyasasında işlemler yedi farklı pazarda gerçekleşmektedir. Bu pazarlar; ulusal pazar, ikinci ulusal pazar, yeni ekonomi pazarı, fon pazarı, gözaltı pazarı birincil piyasa ve toptan satışlar piyasasıdır. Ayrıca henüz faaliyete geçmemiş olan gelişen işletmeler piyasasının gelecek dönemde hisse senedi piyasaları arasında yer alması beklenmektedir.

Hisse Senetleri Piyasası'nda işlemler elektronik alım-satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak “Çoklu Fiyat-Sürekli Müzayedede” esaslarına göre otomatik olarak gerçekleşmektedir. İşlemler biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Sabah birinci seansın başında Tek Fiyat Sistemine göre “Açılış Seansı” düzenlenmektedir. İMKB üyeleri yatırımcılardan elektronik olarak topladıkları emirleri uzaktan erişim ağı üzerinden ExAPI mesajlaşma ara yüzü (ExAPI) ile İMKB'ye göndermektedirler. Buna ilave olarak, üye temsilcileri, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB'de ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığı ile Elektronik Alım-Satım Sistemi'ne girebilmektedirler.²⁶¹

Hisse senedi piyasalarında alım satım işlemleri borsa üyesi olan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun vermiş olduğu “Alım Satım Aracılığı Yetki Belgesi”ne sahip aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Geçmiş dönemlerde Bankaların da hisse senedi piyasalarında alım satım yapma izinleri bulunmakta idi. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ağustos 1996'da aldığı ilke kararı uyarınca bankalara 02 Ocak 1997 tarihinden itibaren hisse senedi işlemlerini kuracakları veya devralacakları bir aracı kurum üzerinden gerçekleştirmeleri zorunluluğu getirilmiştir. SPK'nın almış olduğu bu karar Avrupa Birliğinin güncel sermaye piyasası mevzuatı ile uyumsuz halde bulunmaktadır. Avrupa Birliği mevzuatında bankaların sermaye piyasalarında işlem yapmalarına ilişkin herhangi

²⁶¹ <http://www.imkb.gov.tr/imkbweb/Markets/StockMarket.aspx> (Erişim 09/06/2009)

bir sınırlama bulunmamaktadır. SPK'nın mevzuatın uyumlaştırılması çalışmaları sırasında bu yasağı kaldıracağı düşünülmektedir.

İMKB Hisse Senedi piyasalarında farklı sektörlerde bulunan anonim şirketlerin hisse senetleri alım satımına konu olmaktadır. Aşağıdaki tabloda hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketlerin yıllar itibarıyla piyasalara göre dağılımı yer almaktadır.

Tablo 37: İMKB Hisse Senedi Piyasalarında İşlem Gören Hisse Senedi Sayıları

YIL	Ulusal Pazar	İkinci Ulusal Pazar	Yeni Ekonomi Pazarı	Gözaltı Pazarı	Toplam
1986	80	-	-	-	80
1987	82	-	-	-	82
1988	79	-	-	-	79
1989	76	-	-	-	76
1990	110	-	-	-	110
1991	134	-	-	-	134
1992	145	-	-	-	145
1993	160	-	-	-	160
1994	176	-	-	-	176
1995	193	12	-	-	205
1996	213	11	1	3	228
1997	244	7	2	5	258
1998	262	7	1	7	277
1999	256	10	1	18	285
2000	287	13	-	15	315
2001	279	13	-	18	310
2002	262	14	-	12	288
2003	264	16	-	5	285
2004	274	17	1	5	297
2005	282	16	2	4	304
2006	290	15	3	8	316
2007	292	14	3	10	319
2008	284	18	3	12	317

Kaynak: İMKB

Yukarıdaki verilere göre özellikle 1989 yılından başlayan 2000 yılına kadar süren dönemde hisse senedi piyasalarında işlem yapan hisse senedi sayısı oldukça hızlı bir şekilde artmıştır. 1986 yılında 80 şirket işlem görürken bu rakam 2000 yılında 315'e yükselmiştir. 2000 yılından sonra ise yeni halka arzlarda düşüşler yaşanmıştır. Aşağıda tabloda 2000-2008 döneminde ilk kez halka arz olan ve İMKB'de işlem görmeye başlayan şirketlerin yıllar itibariyle sayıları yer almaktadır.

Tablo 38: 2000-2008 Dönemi İlk Kez Halka Arz Olan Hisse Senetleri

YIL	ŞİRKET SAYISI
2000	38
2001	1
2002	5
2003	2
2004	13
2005	9
2006	17
2007	9
2008	2
TOPLAM	96

Kaynak: İMKB

Ekonominin atılım gösterdiği dönemlerde ilk kez halka arz edilen hisse senetlerinin sayısının yüksek olduğu, kriz dönemlerinde ise şirketlerin halka arzı pek tercih etmediği şeklinde görüşü yukarıdaki tablo desteklemektedir. Buna göre ekonominin yükselişte olduğu 2000 ve 2006 yıllarında ilk kez halka arz edilen şirket sayısı 38 ve 17'dir. Ekonominin çok ciddi bir şekilde krize girdiği 2001 ve 2008 yıllarında ise halka arz edilen hisse senedi sayısı 1 ve 2'dir. Şirketlerin hisse senetlerini halka arz ederek kaynak sağlama yönündeki taleplerini 2001 yılından itibaren azalttıkları görülmektedir. Hisse senedi piyasalarında işlem gören şirket sayısının az olması ilgili borsanın derinliği açısından olumsuz bir veri olarak görülmelidir.

Hisse senedi piyasalarının gelişmişlik düzeyi konusunda piyasalarda işlem gören hisse senedi sayılarının yanı sıra şirketlerin piyasa değerlerinin başka bir ifade ile piyasa kapitalizasyonlarının ülkenin GSYİH'ne oranı da önemli bir veri olarak incelemeye

almaktadır. İMKB Hisse Senedi piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerleri, Türkiye'nin GSYİH'sı ve piyasa değerinin GSYİH'e bölünmesi ile elde edilen borsa kapitalizasyon oranı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloda şirketlerin piyasa ve GSYİH değerleri euro cinsinden hesaplanmış olup buradaki amaç Avrupa Birliği ülkeleri rakamsal karşılaştırmaların daha sağlıklı bir şekilde yapılmasının sağlanmasıdır.

Tablo 39: 2000-2008 Dönemi Hisse Senedi Kapitalizasyonu, GSYİH ve Borsa Kapitalizasyon Oranı

Yıl	Piyasa Değeri (Milyar Euro)	GSYİH (Milyar Euro)	Piyasa Değeri/GSYİH
2000	75,49	289,93	26,04%
2001	53,55	217,91	24,57%
2002	32,79	243,44	13,47%
2003	54,67	268,33	20,37%
2004	72,71	314,58	23,11%
2005	138,61	386,94	35,82%
2006	124,24	419,23	29,64%
2007	196,92	471,97	41,72%
2008	85,33	498,40	17,12%

Kaynak: İMKB, OECD Factbook 2009

Türkiye'de İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerinin Türkiye'nin GSYİH oranının ortalaması % 25,76 olup bu değer gelişmiş ülkelere göre oldukça düşük seviyelerdedir. Bu veri, hisse senedi piyasalarının yatırımlara kaynak yaratmada oldukça yetersiz olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların yatırım tercihlerinde hisse senedi piyasalarını tercih etmemeleri, şirketlerin hisse senedi piyasaları yerine kaynak ihtiyaçlarını bankalardan karşılamaları neticesinde hisse senedi piyasaları gerekli aracılık fonksiyonunu yerine getirememektedir.

Tezin ikinci bölümünde yer alan sermaye piyasaları incelenen on beş ülkenin 2000-2008 dönemindeki ortalama borsa kapitalizasyon oranları aşağıda tabloda yer almaktadır.

Tablo 40: 2000-2008 Dönemi Ortalama Borsa Kapitalizasyon Oranları

ÜLKE	ORTALAMA
İngiltere	127,15%
İspanya	83,34%
Fransa	82,67%
Belçika	61,11%
Danimarka	60,69%
Yunanistan	59,15%
İrlanda	56,07%
Almanya	46,41%
İtalya	44,54%
Avusturya	30,36%
Romanya	26,21%
Türkiye	25,76%
Polonya	24,87%
Macaristan	23,91%
Çek Cumhuriyeti	21,99%
Bulgaristan	14,59%

Türkiye'nin borsa kapitalizasyonu açısından on beş ülke arasındaki yeri gelişmekte olan ülkelerin hemen üzerindedir. Listenin ilk sırasında ortalama %127,15.lik oran ile İngiltere yer almaktadır. İngiltere'nin hisse senedi piyasasının dünyanın en gelişmiş borsaları arasında yer alması, Londra Borsasının hem yatırımcılar hem de şirketler açısından yararlı bir durumdur. Listenin üst sıralarında İngiltere'nin yanı sıra İspanya, Fransa gibi gelişmiş ülkelerin olması bu piyasaların etkinliğini göstermektedir. Almanya'nın gelişmiş bankacılık piyasası nedeniyle hisse senedi piyasalarındaki şirketlerin borsa kapitalizasyon oranlarının düşüklüğü bir istisna olup, Türkiye'nin borsa kapitalizasyon oranını yükseltmesinin hisse senedi piyasalarının gelişimine oldukça büyük faydası olacağı düşünülmektedir.

Hisse senedi piyasalarının gelişmişlik ve derinlik düzeylerinin saptanmasındaki bir diğer kriter işlem hacmi miktarlarıdır. Aşağıdaki tabloda İMKB hisse senedi piyasalarında gerçekleşen hisse senedi alım satım işlem hacimlerinin 2000-2008 dönemindeki değerleri yer almaktadır.

Tablo 41: İMKB Hisse Senedi Piyasası Yıllık İşlem Hacimleri

YIL	Milyar TL	Milyar Euro
2000	111,17	179,73
2001	93,12	72,68
2002	106,30	61,84
2003	146,64	83,44
2004	208,42	114,33
2005	269,93	171,38
2006	325,13	175,60
2007	387,78	227,30
2008	332,60	155,92

Kaynak: İMKB

Hisse senedi piyasalarındaki işlem hacmi 2001 yılındaki kriz nedeniyle yaşanan düşüş dışında 2000-2008 döneminde sürekli yükseliş içerisinde olmuştur. İşlem hacminin yükselmesi hisse senetlerinin likiditesi açısından oldukça önemli bir veri olarak görülmektedir. Tezin ikinci bölümünde yer alan ve sermaye piyasaları incelenen on beş ülkenin 2000-2008 dönemindeki ortalama işlem hacimleri aşağıda tabloda yer almaktadır.

Tablo 42: 2000-2008 Dönemi Ortalama İşlem Hacimleri

Ülke	Ortalama İşlem Hacmi (Milyar Euro)
İngiltere	4.894,65
Almanya	1.960,90
Fransa	1.386,17
İspanya	1.150,54
İtalya	989,50
Türkiye	138,02
Danimarka	101,55
Belçika	96,69
Yunanistan	65,61
İrlanda	47,35
Avusturya	35,94
Polonya	26,80
Çek Cumhuriyeti	23,44
Macaristan	15,81
Bulgaristan	1,77
Romanya	1,10

Hisse senedi piyasalarındaki işlem hacimleri açısından Türkiye oldukça iyi bir yerde yer almaktadır. Türkiye gelişmiş olan beş ülkenin ardından altıncı sırada yer almaktadır. Bu veri İMKB'nin likiditesinin diğer ülkelere göre daha iyi konumda olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi piyasalarındaki gelişmişlik ölçütlerinden bir tanesi de hisse senetlerinin devir hızıdır. Hisse senedi piyasasının devir hızı, piyasanın yıllık toplam işlem hacminin piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu verinin 1'den yüksek olması hisse senedi piyasasının likiditesinin iyi olduğunu göstermektedir.

Aşağıdaki tabloda İMKB hisse senedi piyasasının 2000-2008 döneminde hisse senedi devir hızı yıllık olarak yer almaktadır.

Tablo 43: İMKB Hisse Senedi Piyasası Devir Hızı

YIL	DEVİR HIZI
2000	238,08%
2001	135,74%
2002	188,58%
2003	152,64%
2004	157,23%
2005	123,64%
2006	141,34%
2007	115,43%
2008	182,72%
Ortalama	159,49%

Kaynak: İMKB

Yukarıdaki tabloda yer alan verilere göre İMKB hisse senedi piyasasının 2000-2008 dönemindeki ortalama devir hızı % 159,49 olarak saptanmıştır. Bu değer hisse senedi piyasasının etkin bir şekilde işlemesi konusunda bir veri olarak kabul edilecektir.

Tezin ikinci bölümünde yer alan ve sermaye piyasaları incelenen on beş ülkenin 2000-2008 dönemindeki ortalama devir hızları aşağıda tabloda yer almaktadır.

Tablo 44: Hisse Senedi Piyasaları 2000-2008 Dönemi Ortalama Devir Hızı

ÜLKE	ORTALAMA DEVİR HIZI
İngiltere	222%
Almanya	194%
İtalya	166%
Türkiye	159%
İspanya	156%
Fransa	103%
Danimarka	83%
Çek Cumhuriyeti	83%
Macaristan	80%
İrlanda	64%
Yunanistan	61%
Belçika	50%
Avusturya	45%
Polonya	41%
Bulgaristan	23%
Romanya	8%

Kaynak: FESE

İMKB hisse senedi piyasası, işlem hacmi sıralamasında olduğu gibi ortalama devir hızı sıralamasında gelişmiş ülkeler arasında yer almaktadır. Hatta ortalama devir hızı verisinde İspanya'nın üzerinde yer almaktadır. Bu veriye göre İMKB'nin diğer gelişmiş ülkelerle aynı kategoride faaliyet gösterdiğini söylemek mümkündür.

Hisse senedi piyasasının incelenmesindeki son kriter, hisse senedi piyasasında en yüksek işlem hacmine sahip beş hisse senedinin borsada gerçekleştirdikleri alım satım işlemlerinin toplam işlem hacmindeki payını inceleyen yoğunlaşma derecesidir. Bu değer yüksek veya düşük çıkması ilgili borsanın etkin bir şekilde çalışıp çalışmadığı konusundaki önemli donelerden bir tanesidir. Yoğunlaşma derecesinin düşük olması, işlem hacimlerinin piyasada işlem gören hisse senetlerinden oluştuğunu ve belirli hisse senetlerinde bir yoğunlaşma oluşmadığını göstermektedir. Yoğunlaşma derecesinin yüksek olması, işlem hacminin belirli senetlerde yoğunlaştığını, bu senetlerin likiditesinin diğer senetlere göre oldukça yüksek olduğunu, diğer hisse senetlerinin sığ bir piyasada işlem gördüğünü göstermektedir.

Aşağıdaki tabloda İMKB hisse senedi piyasasının 2000-2008 döneminde Aralık ayındaki en yüksek işlem hacmine sahip beş hisse senedinin toplam işlem hacmine oranı olarak hesaplanan yoğunlaşma dereceleri yıllık olarak yer almaktadır.

Tablo 45: İMKB Hisse Senedi Piyasası Yoğunlaşma Dereceleri

Yıl	Oran
2000	37,42
2001	35,82
2002	45,85
2003	36,56
2004	32,30
2005	20,53
2006	34,23
2007	40,50
2008	50,64

Kaynak: FESE ve İMKB

Yukarıdaki tabloda yer alan dönemdeki veriler genel olarak incelendiğinde yoğunlaşma derecesinin yıllar itibariyle yükseldiği görülmektedir. 2007 yılında % 40,50 olan yoğunlaşma derecesi 2008 yılında % 50.64'e yükselmiştir. 2008 yılı Aralık ayında ilk beş sırayı oluşturan hisse senetleri ve yoğunlaşma dereceleri aşağıda yer almaktadır²⁶².

- a) Garanti Bankası % 23,92
- b) İş Bankası (C) % 12,02
- c) Vakıflar Bankası % 6, 26
- d) Akbank % 4, 84
- e) Turkcell % 3,60

Garanti Bankasının yoğunlaşma derecesinin hesaplanmasında kullanılan veride en yüksek değeri aldığı görülmektedir. Yukarıda yer alan beş hisse senedi de İMKB'nin blue

²⁶² İMKB, **Aylık Rapor**, Aralık 2008

chip endeksine dahil hisse senetleri olup yatırımcıların daha güvenilir bir şekilde alım satım gerçekleştirdikleri hisse senetleridir.

Tezin ikinci bölümünde yer alan ve sermaye piyasaları incelenen on beş ülkenin 2000-2008 döneminde Aralık aylarında borsalarda oluşan yoğunlaşma derecelerinin ortalaması aşağıda tabloda yer almaktadır.

Tablo 46: Ortalama Yoğunlaşma Derecesi

Ülke	Ortalama
İngiltere	25,75%
Fransa	27,68%
Almanya	36,09%
Türkiye	37,09%
Yunanistan	39,99%
İtalya	47,37%
Belçika	53,70%
Polonya	53,77%
Danimarka	58,26%
Avusturya	58,88%
İrlanda	64,32%
İspanya	67,18%
Romanya	72,78%
Bulgaristan	74,58%
Çek Cumhuriyeti	89,78%
Macaristan	92,16%

Kaynak: FESE ve İMKB

İMKB hisse senetleri piyasasının yoğunlaşma derecelerine göre Avrupa Birliği üyeleri ile karşılaştırmasının yer aldığı yukarıdaki tabloda, oldukça iyi bir durumda olduğu görülmektedir. İMKB, İngiltere, Fransa ve Almanya'nın ardından dördüncü sırada yer almaktadır. Bu veri İMKB'de gerçekleşen işlemlerin belirli hisse senetleri yerine piyasadaki daha fazla hisse senetlerine dağıldığını göstermektedir.

Yukarıdaki verilerin genel olarak incelendiğinde, İMKB'nin hisse senedi piyasasının Avrupa Birliğindeki Borsalar arasında işlem hacmi, işlem devir hızı ve yoğunlaşma derecelerine göre oldukça iyi durumda olduğu görülmektedir. Ancak hisse senetlerinin toplam yatırım araçları arasındaki payının oldukça düşük olması, kapitalizasyon değerinin GSYİH'e göre düşük olması, piyasalarda işlem gören hisse senet sayısının az olması gibi verilerin iyileştirilmesi çalışmaları yapılmalıdır.

3.5. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Yapan Yabancı Yatırımcılar

Türkiye'de, uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılarak yabancı yatırımcıların Türkiye finans piyasalarında işlem gören menkul kıymetler üzerinde işlem yapmalarına, 11/08/1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan ve aynı tarihte yürürlüğe giren "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar" ile izin verilmiştir.²⁶³ Bu karar ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar kaldırılmış; yabancı yatırımcılara, Türkiye'de işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapma ve karlarını transfer etme serbestisi sağlanmıştır.

Yabancı yatırımcılar yukarıda belirtilen 32. Sayılı Karar'dan sonra Türkiye'deki finansal piyasalarda yer alan finansal araçlara yatırım yapmaktadırlar. Yabancı yatırımcılara sağlanan vergi avatanjları birlikte hisse senetlerine yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri karlar ve temettü gelirleri üzerinde herhangi bir vergisel yükümlülük doğmamaktadır. Bu durum, yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri ise yerli yatırımcılardan oldukça farklılık göstermesine neden olmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2005-2008 döneminde Türkiye'deki finansal piyasalara yatırım yapan yabancı yatırımcıların finansal araçlara göre dağılımı yer almaktadır.

²⁶³ Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32. Sayılı Kararının 14. maddesinin 4 no.lu Bendi: Dışarıda yerleşik kişilerin, (yurtdışındaki yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları dahil) her türlü menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetler ve araçlara ait gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar aracılığıyla yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir." <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/BANKACILIK/32sayilikarar.htm> (Erişim:05/05/2009)

Tablo 47: Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (Milyon USD)

Yatırım Aracı/Yıl	2005	2006	2007	2008
Hisse Senedi	33.483	35.083	69.876	27.150
DİBS	17.528	24.512	30.363	16.920
Mevduat	3.434	4.186	4.984	6.553
Eurobond	634	555	378	595
TOPLAM	55.079	64.336	105.601	51.218

Kaynak: BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2008, s. 18.

Yukarıdaki tablodaki verilere göre yabancı yatırımcılar yerli yatırımcıların aksine yatırımlarının önemli bir bölümünü hisse senetlerinde değerlendirmektedir. Yukarıdaki rakamların oransal olarak dağılımı ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 48: Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (%)

Yatırım Aracı/Yıl	2005	2006	2007	2008
Hisse Senedi	60,79%	54,53%	66,17%	53,01%
DİBS	31,82%	38,10%	28,75%	33,04%
Mevduat	6,23%	6,51%	4,72%	12,79%
Eurobond	1,15%	0,86%	0,36%	1,16%

Kaynak: BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2008, s. 18.

Yabancı yatırımcıların toplam yatırımları içerisinde hisse senetlerinin payı ilgili dönemde % 50.li oranların üzerinde seyretmektedir. Yabancı yatırımcıların DİBS alımı da oldukça yüksek görünmektedir. Ancak yatırım aracı olarak ilk tercihlerinin hisse senedi olduğu görülmektedir. 2008 yılında ise global kriz nedeniyle yabancı yatırımcılar da yerli yatırımcılarla benzer davranış kalıbı içerisine girerek garantili gelir elde etme amacıyla hisse senedi piyasalarından ayrılarak DİBS ve mevduat hesaplarına yönelmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2000-2008 döneminde yabancı yatırımcıların İMKB’de gerçekleştirdikleri işlemlere ilişkin veriler yer almaktadır. Yabancı yatırımcıların İMKB hisse senedi piyasalarında gerçekleştirdikleri işlemler, İMKB’nin 30/01/1995 tarihinde yayımlanmış olduğu 14 Sayılı Genelgesi çerçevesinde Aracı Kurum ve Bankalar tarafından İMKB’ye bildirilmekteydi. İMKB’nin 26/03/2008 tarihinde yayımlanmış olduğu 280 No.lu genelge ile bu bildirim işlemi sona erdirilmiş ve yabancı yatırımcıların alım satım işlemleri MKK tarafından Borsaya bildirilmeye başlanmıştır. MKK tarafından yapılan bildirim

aracı kuruluşlar tarafından yapılan bildirimde göre daha doğru ve tutarlı olduğu düşünülmektedir.

Tablo 49: 2000-2008 Döneminde Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi İşlemleri

Yıl	Alım-Satım (Milyon TL)	Alım-Satım (Milyon USD)	Oran TL (%)	Oran USD (%)
2000	20.326	33.410	9,14	9,18
2001	13.846	12.139	7,435	7,55
2002	19.384	12.869	9,115	9,09
2003	25.327	17.334	8,635	8,66
2004	52.905	37.368	12,69	12,65
2005	108.622	81.101	20,12	20,10
2006	125.951	88.519	19,37	19,27
2007	185.521	144.143	23,92	23,96
2008	178.784	142.126	26,88	27,20

Kaynak: İMKB

Yabancı yatırımcıların İMKB’de sahip oldukları hisse senedi varlıkları yıllar içerisinde büyük artış göstermiştir. Yabancıların 1999 Yılında İMKB’de işlem gören toplam hisse senetleri içerisindeki payı; hükümet tarafından alınan ekonomik tedbirler, IMF ile yapılması beklenen anlaşmanın gerçekleşeceğine olan inanç ile faizlerin hızlı bir şekilde düşmesi ve Türkiye’nin Avrupa Birliği aday ülkeleri arasında yer alması sonucunda, özellikle Aralık ayında yaptıkları alımlarla birlikte, 60’ın üzerine çıkmıştır.²⁶⁴

Yabancı yatırımcılar 2000 yılı ortasından itibaren İMKB paylarını azaltmaya başlamıştır. 2000 Kasım ayında başlayan ve Demirbank’ın 6 Aralık 2000’de Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmesi ile sonlanan ekonomik kriz boyunca yabancı payları artan bir ivme ile azalmış ve 2000 yılı sonunda 40’lı seviyelere düşmüştür. Diğer yandan yabancı fonların bir bölümünün Türkiye’den çıkmaları, 2001 Şubat’ında yaşanan ekonomik krizin sebeplerinden biri olmuştur.²⁶⁵ Ancak Yabancı yatırımcıların 2001’in

²⁶⁴ <http://webarsiv.hurriyet.com.tr/1999/12/30/167807.asp> (Erişim: 05/05/2009)

²⁶⁵ Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2000/1, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf> (Erişim: 06/05/2009) s. 5.

ilerleyen dönemdeki uygulanan ekonomik tedbirlerin etkisiyle 2001 sonunda 49'a yükselmiştir.

Türkiye'nin Avrupa Birliğine giriş müzakereleri konusunda yaşanan hayal kırıklığı, dünya ekonomilerinde yaşanan durgunluklar ve 2002 yılı başında yaşanan Enron skandalının dünya hisse senedi piyasalarındaki olumsuz etkileri gibi nedenlerle İMKB'deki yabancı yatırımcı payı, 43'e kadar düşmüştür.

2002-2004 döneminde yabancı yatırımcıların İMKB'deki paylarında yaşanan düşüşlerden sonra 2004 yılı sonundan itibaren yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasında varlıklarının borsada işlem gören toplam hisse senetleri içerisindeki payları yıllar içerisinde sürekli olarak artmıştır. 30/12/2005 itibariyle yabancı yatırımcıların İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplamındaki payı 1999 yıl sonu itibariyle gerçekleşen değer üzerine çıkararak 66,34 olmuştur. 2007 yılı başında 65'lerde olan yabancı payı, Akbank T.A.Ş.'nin 20'sinin Citibank N.A. tarafından satın alınması sonucunda 67,73'e yükselmiştir (09/01/2007)²⁶⁶. 2007 yılı Şubat ayında TAV havalimanlarının halka arz edilmesi, Mart ayında Şekerbank T.A.Ş.'nin Turan Alem Securities JSC'e satılması²⁶⁷ ve Nisan 2007 yabancı yatırımcıların yaptıkları 749,5 milyon dolarlık alımlar sonucunda 10 Nisan'da İMKB'deki yabancı payı 70'in üzerine çıkmış ve 30 Nisan itibariyle 70,8 olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında 70-71 bandında dolaşan yabancı yatırımcı oranları 22 Temmuz seçimlerinde tek parti hükümetinin devam etmesi sonucunda 25 Temmuz 2007'de 72,13'e yükselmiştir. 2007 Ekim ayı içerisinde yabancı payı 72,63'e yükselerek tarihin en yüksek seviyesine ulaşmıştır (15/10/2007). 2007 yılı sonu itibariyle bu oran 72,37 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında dünyadaki global kriz nedeniyle yabancı yatırımcılar bütün gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi İMKB'de de satış ağırlıklı olarak hareket etmişlerdir. Yabancı oranı küçük oranlarda düşerek 22 Nisan'da % 71'e, 25 Haziran'da %70'e gerilemiştir. Düşüş yaz aylarında da devam etmiş, 25 Ağustos'ta yabancı oranı % 69,01 olarak gerçekleşmiştir. Krizin etkisinin derin olarak hissedildiği yılın son

²⁶⁶ www.mkk.com.tr.

²⁶⁷ 15/03/2007 tarihli İMKB Günlük Bülteni Şirket Haberleri Bölümü

döneminde yabancı oranı % 66,18'e kadar gerilemiştir. (24 Kasım) Daha sonraki bir ayda küçük bir toparlanma sonucunda oran 31/12/2008 tarihinde % 67,46 olmuştur.

Aşağıdaki tabloda 2004-2008 yıl sonları itibariyle İMKB'de piyasasında işlem gören hisse senetlerinin yerli ve yabancı yatırımcı bazında dağılımları yer almaktadır.

Tablo 50: 2004-2008 Döneminde Yabancı Yatırımcıların İMKB'deki Payları

Tarih	Yerli Yatırımcıların Piyasa Değeri (Milyar USD)	Yabancı Yatırımcıların Piyasa Değeri (Milyar USD)	Yerli Yatırımcıların Oranı (%)	Yabancı Yatırımcıların Oranı (%)
31/12/2004	12,691	15,475	45,06	54,94
30/12/2005	17,156	33,812	33,66	66,34
29/12/2006	18,680	35,083	34,74	65,26
31/12/2007	26,801	70,213	27,63	72,37
31/12/2008	13,369	27,297	32,54	67,46

Kaynak:MKK www.mkk.com.tr

Bu bölümde, Türkiye'de sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler tarihsel süreç çerçevesinde özetlenmiştir. Ayrıca sermaye piyasası mevzuatı ile Avrupa Birliği sermaye piyasalarının genel olarak karşılaştırması yapılmıştır. Bu karşılaştırma neticesinde, Türkiye'deki sermaye piyasası mevzuatının büyük ölçüde Avrupa Birliği sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu olduğu görülmüştür. Bu durum Türkiye'deki sermaye piyasalarının Avrupa Birliği ile entegrasyonun mevzuat düzenlemeleri açısından tam olarak sağlandığını göstermektedir. Sermaye piyasası mevzuatına ilişkin tek uyumsuzluk olan; tek piyasa kuralı çerçevesinde yabancı aracı kuruluş ve ihraççı şirketlerin ana ülkeden aldıkları izin çerçevesinde İMKB'de işlem yapmaları konusunun ise, Türkiye'nin Avrupa Birliğine tam üye olduğu süreçte gerçekleştirilebileceği 2008 Ulusal programında yer almaktadır.

Daha sonraki bölümde İMKB ve İMKB bünyesinde yer alan hisse senedi piyasalarına ilişkin tarihsel sürece yer verilmiştir. Bu bölümde İMKB verilerinden üretilen oranlara hisse senedi piyasalarının gelişmişliği, etkinliği ve likiditesine analiz yapılmıştır. İMKB verilerinin Avrupa Birliği ülkeleri arasından seçilmiş olan on beş ülke ile karşılaştırılması neticesinde özellikle işlem hacmi ve hisse senedi devir hızı yönünden

oldukça iyi bir noktada olduğu belirlenmiştir. Ancak hisse senedi piyasalarının etkinliğinin ölçümde kullanılan piyasa değerinin GSYİH'a bölümü sonucunda elde edilen borsa kapitalizasyonu oranı diğer ülkelere düşük olarak hesaplanmıştır. Bu durumun en önemli nedeni; yatırımcıların hisse senedi piyasalarına yeterince yatırım yapmamaları, kaynak ihtiyacı olan şirketlerin de bu kaynakları sermaye piyasaları yerine bankacılık sektöründe karşılamalarıdır. Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde kullanılabilmesi için yatırımcıların yatırım tercihlerinde hisse senetlerinin daha yukarı noktalarda olmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. Bölümün sonunda yabancı yatırımcıların Türkiye finansal piyasalarındaki yatırım tercihleri incelenmiş ve hisse senedi piyasalarında paylarına ilişkin tarihsel süreç ilgili olaylarla birlikte anlatılmıştır.

Tezin bu bölümünde genel olarak Türkiye hisse senedi piyasası Avrupa Birliği ülkelerinin sermaye piyasası verileri ve sermaye piyasası mevzuatının karşılaştırılması suretiyle incelenmiştir. Böylelikle tezin ana konusu olan Türkiye hisse senedi piyasalarının Avrupa Birliği ülkeleri ile entegrasyonuna ilişkin genel çatı kurulmuştur. Tezin bundan sonraki bölümde Türkiye hisse senedi piyasaları ile Avrupa Birliği hisse senedi piyasaları verileri kullanılarak sermaye piyasalarının entegrasyonu incelenecektir.

4. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ VE TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASALARI ENTEGRASYONUNA İLİŞKİN AMPİRİK ÇALIŞMA

4.1.Genel Açıklama

Çalışmanın bu bölümünde; 2002 yılında Euro'nun fiziksel olarak ekonomide kullanılmaya başlaması ile tamamlandığı düşünülen parasal birlik ile 2005 yılında Finansal Hizmet Politikası ile son hali verilen FSAP'ın, Avrupa Birliği ülkelerindeki hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna olan etkisi incelenecektir.

Bu bölümde ilk önce çalışmaya ilişkin genel bilgiler verilecektir. Daha sonra çalışmanın kısıtları ve analiz yöntemlerinden bir tanesi olan korelasyon analizinden bahsedilecektir. Finansal Piyasaların işleyişine ilişkin literatürde yer alan teorik ve amprik çalışmaların bir kısmına ait özet bilgi verildikten sonra Avrupa Birliği ülkelerindeki hisse senedi piyasalarının entegrasyonu üç farklı yöntem ile analiz edilecektir. Birinci yöntem Avrupa Birliği ülkelerinin hisse senedi piyasalarının endeks değerleri korelasyon analizi yöntemi ile incelenecektir. Bu yöntem ilk ölçüm methodudur. İkinci yöntem, veri setinde yer alan endeks değerlerinin durağanlaştırılması ile üretilen yeni değerler üzerinden yine korelasyon analizi kullanılarak finansal entegrasyonun incelenmesidir. Son yöntem ise finansal piyasaların işleyişine ilişkin teorik modeller arasında yer alan Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde (CAPM) yer alan β katsayısına göre hisse senedi piyasalarının ortak hareket edip etmediklerinin analiz edilmiştir. Bölümün sonunda; Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının Avrupa Birliğine üye ülkelerinin hisse senedi piyasaları ile entegrasyonu incelenecektir.

Avrupa Birliği'nde euronun; 1999 yılında resmi para birimi olarak kabul edilmesi ve 2002 yılında tedavüle girmesi ile beraber euro bölgesi ülkelerinde parasal birlik sağlanmış olup, yatırımcıların bu ülkelerde gerçekleştirdikleri yatırımlardan kaynaklanan döviz kuru riski ortadan kalkmıştır.

Diğer yandan 1999 yılında kabul edilen FSAP ve 2005 yılında güncellenen tek pasaport ilkesi çerçevesinde, 2005-2010 döneminde gerçekleştirilecek faaliyetleri belirleyen Finansal Hizmetler Politikası ise yatırımcıların benzer kurullarla Avrupa Birliğine üye ülkelerin hisse senedi piyasalarında işlem yapmalarına olanak sağlayan yasal düzenleme paketidir. Finansal entegrasyon ile birlikte, risk seviyeleri eşit olan hisse senetlerine ait getirilerin, işlem gördükleri piyasalar dikkate alınmadığında dahi aynı olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada, 27 Avrupa Birliği ülkesi ve Türkiye hisse senedi piyasalarındaki blue chip hisse senedi endekslerinin 2002-2007 yılı günlük kapanış verileri kullanılmıştır. Blue-chip (casinolarda en yüksek değerli marka rengi) hisse senetleri genel olarak en güvenilir hisse senetleri olarak tanımlanmaktadır. Genelde yüksek kapitalizasyon değerine sahip olan bu hisse senetleri büyük ve tanınmış şirketlere ait olup fiyat seyirleri istikrarlıdır. Blue chip hisse senetlerinin; risklilik düzeyleri piyasadaki diğer hisse senetlerine göre daha düşük, borsalarda işlem görme oranları ise oldukça yüksektir. Dolayısıyla üzerlerinde manipülasyon yapılma ihtimali oldukça düşüktür.²⁶⁸

Blue chip hisse senetleri, etkin piyasalar teorisinin finansal piyasalarda uygulanmasına örnek olarak gösterilebilecektir. Etkin piyasalar teorisinin en önemli varsayımı olan, menkul kıymet fiyatlarının pazara ulaşan tüm bilgileri yansıtması durumu blue chip hisse senetlerinin fiyatlarında gözlenebilmektedir.²⁶⁹ Yatırımcılar blue chip hisse senetlerinden istikrarlı olarak getiri elde etme amacıyla ile bu hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Bu çalışmada kullanılan Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye'nin blue chip endeksleri aşağıdaki tabloda listelenmiştir. Ayrıca dünyadaki gelişmiş borsalar arasında yer alan Brezilya, Arjantin, Amerika ve Japonya'nın hisse senedi endeksleri de bu çalışmada incelenmiş olup, bu endeksler de tabloya eklenmiştir.

²⁶⁸Karan, s. 217.

²⁶⁹Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **The Journal of Finance**, Volume 25, (Mayıs 1970), s. 383-417.

Tablo 51: Çalışmada Kullanılan Blue Chip Endeksleri

ÜLKE	ENDEKS	ÜLKE	ENDEKS
Almanya	DAX-30	İtalya	S&P/MIB
Avusturya	ATX	Kıbrıs	FTSE/CYSE
Belçika	BEL-20	Letonya	OMXR RIGA
Bulgaristan	SOFIX	Litvanya	OMXV VILNIUS
Çek Cumhuriyeti	PX	Lüksemburg	LUXX
Danimarka	OMX COPENHAGEN 20	Macaristan	BUX
Estonya	OMXT TALINN	Malta	MSE
Finlandiya	OMX HELSINKİ 25	Polonya	WIG 20
Fransa	CAC-40	Portekiz	PSI 20
Hollanda	AEX	Romanya	BET
İngiltere	FTSE-100	Slovakya	SAX
İrlanda	ISEQ 20	Slovenya	SBI20
İspanya	IBEX-35	Türkiye	IMKB-30
İşveç	OMX STOCKHOLM 30	Yunanistan	FTSE/ATHEX
Arjantin	MerVal	A.B.D.	S&P 100
Brezilya	Bovespa	A.B.D.	S&P 500
Japonya	Nikkei 225	A.B.D.	DJI

Veri seti, zaman serilerinden oluşmaktadır. Zaman serisi, bir değişkenin değişik zamanlarda gözlenen bir değerler takımıdır. Bu veriler; Günlük, haftalık, aylık v.b. zaman aralıkları ile düzenli olarak toplanabilirler.²⁷⁰ Bu çalışmada veriler günlük olarak yer almaktadır.

Yukarıdaki tabloda yer alan blue chip endekslerinin yanı sıra Avrupa Birliği dışındaki belli başlı endekslerin de günlük değerleri analize tabi tutulacaktır. Bunun sebebi olarak diğer ülkeler ile Avrupa Birliği ülkelerinin hisse senedi endeks verilerinin birlikte hareket edip etmediğinin analiz edilerek bu piyasalara küreselleşmenin etkisinin incelenmesidir. Analizde kullanılacak blue chip endekslerinin günlük kapanış verileri; Thomson Reuters şirketinden, www.euronext.com, www.nasdaqomxnordic.com, www.nasdaqbaltic.com ve ülke borsalarının internet sitelerinden alınmıştır.

²⁷⁰ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri** 3 Basım, çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları, 1999, s. 23.

Veri seti, döviz kuru riskinin ortadan kalkmasının ve FSAP ile finansal hizmetler politikası çerçevesinde Avrupa Birliğine üye ülkelerin finansal piyasalarda gerçekleştirdikleri uyumlaştırma çalışmalarının etkilerinin ölçülebilmesi amacıyla, 2 test kümesine ayrılmıştır. Birinci kümede yer alan veriler 01/01/2002-31/12/2004 dönemini, ikinci kümede yer alan veriler ise 01/01/2005-31/12/2007 dönemini kapsamaktadır. Çalışmadaki istatistiksel analizler SPSS Paket Programı (Statistical Package for Social Science) kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

4.1.1 Çalışmanın Kısıtları

Ülkelerin blue chip endeks verilerine göre hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun analizinde kullanılan veri seti 2002-2007 dönemi ile kısıtlanmıştır. Veri setinin kısıtlanma sebepleri aşağıda yer almaktadır:

- 1) Bu çalışmada, Euronun tedavüle çıkması ile beraber Avrupa Birliği üyeleri arasında en azından euro bölgesi üyelerinde hisse senedi piyasalarına yatırım yapanlar için döviz kuru riskinin ortadan kalkması sonucunda, hisse senedi piyasalarında oluşan entegrasyon incelenmiştir. Bu nedenle veri setinin başlangıç tarihi, Euronun fiziksel olarak tedavüle çıkış tarihi olan 01/01/2002 olarak alınmıştır.
- 2) Çalışmada, 1999 yılında kabul edilen FSAP ve finansal piyasaların 2005 yılında yeni yol haritasını çizen Finansal Hizmetler Politikasında belirlenen ve 2010 yılında finansal hizmetler piyasasının entegrasyonu hedefi çerçevesinde, tek pasaport ilkesine göre üye ülkelerin hisse senedi piyasalarının mevzuatlarını uyumlaştırma çalışmalarının, üye ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna olan etkisi incelenmiştir.
- 3) Bu çalışmada; veri seti 31/12/2007'de sona erdirilmiştir. Bunun en önemli sebebi; 2007 yılı ikinci yarısında Amerika'daki sub-prime mortgage kredilerinde (düşük gelir seviyesine sahip kişilere verilen ev kredileri) yaşanan geri ödeme sorunları ile başlayan kredi krizi ve beraberinde bankaların likidite sıkışıklığından kaynaklanan finansal kriz bütün dünyayı sarmış ve ekonominin diğer alanlarına da sıçrayarak genel bir ekonomik kriz

halini almıştır.²⁷¹ Bu durum, çalışmada incelenen hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun üzerinde olumsuz etki yaratabilecektir. Finansal piyasalarda özellikle 2008 yılında hisse senedi piyasalarında yaşanan büyük düşüşler ekonomik krizin finansal piyasaları da etkisi altına aldığı en önemli kanıtıdır.²⁷² Bu düşüşlerin Avrupa Birliği ülkelerinde yarattığı olumsuzluklar, özellikle hisse senedi piyasalarının volatilesini artırmıştır. Veri setinde yer alan verilerden oldukça farklı olan bu değerler analiz dışına çıkarılmış ve böylece analizin daha tutarlı olması amaçlanmıştır.

4) Avrupa Birliği üyelerinin Birliğe katılım süreçleri birbirlerinden oldukça farklıdır. Avrupa Birliğinin tarihsel süreci incelendiğinde; ülkelerin bir kısmının toplu olarak bazı dönemlerde Birlik bünyesine alındıkları görülmüştür. Bugüne kadar Avrupa Birliğinde altı kez büyüme süreci yaşanmıştır. Örneğin 12-13 Aralık 2002 tarihli Kopenhag zirvesinde alınan karar çerçevesinde, üyelik müzakereleri tamamlanan ve 2003 Nisanında Atina’da katılım anlaşması imzalayan 10 ülke, 5. büyüme kapsamında 2004 yılında Avrupa Birliğine dahil olmuşlardır (Aynı tarihlerde müzakere sürecinde olan Romanya ve Bulgaristan Birliğe dahil edilişleri 2007 yılıdır.). Üyelerin farklı tarihlerde Birliğe katılmaları, finansal piyasalarının aynı oran ve zamanda gelişmesinin önündeki en önemli engellerden birisi olmuştur. 2004 ve 2007 yılında Birliğe son katılan 12 ülkenin hisse senedi piyasaları incelediğinde, katılım öncesinde; bu ülkelerin hisse senedi piyasalarında işlem gören hisse senedi sayısının sınırlı olması, bunların kapitalizasyon değerlerinin ve piyasalardaki işlem hacimlerinin oldukça düşük olması blue chip endekslerinin sağlıklı bir ölçüde oluşturulmasının önünde sayılabilecek en kayda değer engeller arasında yer almaktadır. Başka bir neden de diğer yandan 2002 yılı öncesinde bu ülkelerdeki blue chip endekslerinde yer alan hisse senedi sayısının da son derece az olmasıdır. Bu nedenlerle 2002 yılı öncesi verilerin, Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye hisse senedi piyasalarındaki blue chip endekslerinin entegrasyonunun analizi çalışmasında kullanılması, analizin sağlıklı sonuçlar

²⁷¹ Sedat Aybar, Uğur Özgöker, Vedat Akman, “Uluslararası Finansal Kriz ve Siyasi Sonuçları”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl: 23, Sayı 83, (Nisan 2009), s. 33.

²⁷² **Time Line: Credit Crunch to Down Turn**, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7521250.stm> (Erişim:10/02/2009)

üretmemesi sonucunu doğurabileceğinden, ülkelerin blue chip endekslerinin verileri, 01/01/2002 tarihinden başlatılmıştır.

4.1.2. Korelasyon Analizi

Korelasyon analizi, iki değişken arasındaki ilişkinin derecesini ve yönünü belirlemek amacıyla kullanılan bir istatistik yöntemidir. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve derecesinin ölçülmesinde korelasyon katsayısından (r) yararlanır. Korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değişen değerler alır. Korelasyon katsayısının 1'e yaklaşması ilişkinin güçlü, 0'a yaklaşması ise ilişkinin zayıf olduğunu gösterir. Korelasyon katsayısının 0'a eşit veya yakın olması iki değişken arasında ilişki olmadığını göstermez. Korelasyon katsayısı 0 değeri aldığı anda, iki değişken arasında doğrusal olmayan ilişki söz konusu olabilir. Korelasyon katsayısının işareti iki değişken arasındaki ilişkinin yönünü gösterir. İşaret eksi (-) ise bu, iki değişken arasındaki ilişkinin ters yönlü (negatif) olduğunu, işaret artı (+) ise bu, iki değişken arasındaki ilişkinin aynı yönlü (pozitif) olduğunu gösterir.²⁷³

Korelasyon katsayısının bazı özellikleri aşağıda maddeler halinde yer almaktadır.²⁷⁴

- a) Korelasyon katsayısı artı ya da eksi değerli olabilir. İşareti iki değişken arasındaki örneklem ortak varyansı olan terimin işaretine bağlıdır.
- b) -1 ile +1 arasında yer alabilir. ($-1 \leq r \leq 1$)
- c) Simetrik bir özelliktedir. Yani X ile Y arasındaki korelasyon katsayısı (r_{xy}) Y ile X arasındaki korelasyon sayısına (r_{yx}) eşittir.

²⁷³ Fazıl Güler, **İstatistik Metodları ve Uygulamaları**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2005, s. 254.

²⁷⁴ Gujarati, s. 78-80.

- d) Sıfır noktasından bağımsızdır. Yani $a>0$, $b>0$ ve c ile d sabitken; $X^*_i = aX_i + c$ ve $Y^*_i = bY_i + d$ olarak tanımlandığında, X^* ile Y^* arasındaki r ; ilk değişkenler X ile Y arasındaki korelasyona eşittir.
- e) X ile Y istatistik açısından bağımsız ise aralarındaki korelasyon katsayısı sıfırdır. Ancak $r=0$ iken iki değişkenin bağımsız olduğu konusunda herhangi bir yorum yapılamaz.
- f) Korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki doğrusal birlikteliğin ya da doğrusal bağımlılığın bir ölçüsüdür, doğrusal olmayan ilişkileri belirtmede hiç bir anlam taşımamaktadır.
- g) r , iki değişken arası doğrusal birlikteliğin bir ölçüsü olmakla birlikte herhangi bir neden sonuç ilişkisi kurulamaz.

Korelasyon katsayısının yorumunu, tam değerler dışında ara değerler için yapmak oldukça güçtür. Ara değer sonucu veren korelasyon katsayısını değerlendirirken, örnek gözlem sayısı oldukça önemlidir. Çok fazla gözleme dayanan değerlendirmelerde 0.25'e kadar düşmüş bir korelasyon katsayısı bile anlamlı sayılabilmektedir. Fakat az sayıda, 10-15 gözleme dayanan değerlendirmelerde korelasyon katsayısının 0.71 üstünde olması beklenmektedir. Korelasyon katsayısı, popülasyona göre normal sayılacak kadar bir gözlem sayısı alınarak bakılmış gözlem grupları için genellikle; 0-0,49 arasında olduğu durumlarda korelasyon zayıf, 0,5-0.74 arasında olduğuna orta derecede, 0.75-1 arasında olduğunda ise kuvvetli ilişki var şeklinde yorumlanmaktadır.

4.2. Finansal Piyasalara İlişkin Teorik Çalışmalar

Bu bölümde finansal piyasalara ilişkin olarak literatürde yapılan teorik çalışmalardan başlıcaları ana hatları ile değerlendirilecektir. Teorik çalışmaların tamamı hisse senetleri piyasasına ilişkin olarak geliştirilen çalışmalardır. Bu nedenle bu bölümde bu çalışmalara yer verilmiştir.

4.2.1. Etkin Piyasalar Teorisi

Finansal piyasalarda fiyatların oluşumu ve yatırımcıların bu fiyatların oluşumunda etkileri, en çok analiz edilen konulardan bir tanesidir. Etkin piyasalar teorisi; finansal piyasalarda fiyatların oluşumu üzerine geliştirilmiştir. Bu teorinin çıkış noktası “Rasyonel Beklentiler Teorisidir. Rasyonel beklentiler teorisine ilk olarak 1961 yılında John. Muth’ un “Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi” adıyla yayınlamış olduğu makalesinde yer verilmiştir. Muth²⁷⁵ gerçekleştirdiği çalışmasında; geçmiş dönemde hisse senedi fiyatının hesaplanmasında geleceğe yönelik beklentilerin hisse senedinin geçmiş dönem performansı üzerinden belirlendiğini (uyumlu beklentiler) ancak hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde yatırımcıların hisse senedinin geçmiş performansının yanı sıra hisse senedine ilişkin öngörülerinin de ön plana çıktığını belirtmiştir. Ayrıca, hisse senedine ilişkin piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde yatırımcıların hisse senedine ilişkin beklentilerini yeni gelen bilgiye göre hızlı bir şekilde değiştirdiğini öne sürmüştür. Rasyonel beklentiler teorisi olan adlandırılan bu teorinin ana fikri “Beklentilerin, finansal varlığa ilişkin tüm bilgileri kullanarak yapılan optimal tahminlerden oluşturulmasıdır.”²⁷⁶

Rasyonel beklentiler teorisi, bireylerin uyumcu (adaptive) bir davranış stili yerine, rasyonel beklentilere sahip olacaklarını ve bu nedenle iktisat politikası uygulamaları karşısında derhal aktif bir tavır alıp bu politikaların beklenen sonuçlarını değiştireceklerini öne sürmektedir. Bu teoriye göre bireyler, iktisat politikası uygulamaları ve bu uygulamaların yaratacağı etkiler konusunda tam bir enformasyona sahiptirler ve dolayısıyla sistematik bir hata yapmalı söz konusu olmayacaktır. Rasyonel beklentiler teorisini savunan iktisatçılar, devletin kısa dönemde vergiler, kamu harcamaları ve para arzı gibi araçları kullanarak, üretim, istihdam, fiyat istikrarı gibi ekonomi değişkenleri üzerinde etkili olamayacağını öne sürmektedirler. Bu iktisatçılar aktif iktisat politikaları yerine istikrarlı ekonomi politikalarının daha efektif olacağını belirtmektedirler. Bu teoriye göre, devlet sadece ekonomik yaşamının kurallarını belirlemelidir. Fertler ise hangi olanaklara

²⁷⁵ John Muth, “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, **Econometrica** Volume 29 (1961), s. 315-335.

²⁷⁶ Mishkin, s. 157.

sahip olduklarını daha önceden bilerek, kararlarının muhtemel sonuçlarını önceden tahmin edebilmelidirler.²⁷⁷

Rasyonel beklentiler teorisinin ana çıkış noktası olan bilginin herkes tarafından ulaşılabilir hale getirilmesi ve yatırımcıların aldıkları ekonomik kararları bu bilgiler ışığında verebilmeleri günümüzde ülkelerin ekonomi otoritelerinin özellikle de düzenleyici ve denetleyici kurumlarının üzerinde durdukları önemli kavramlardandır. Finansal piyasalarda varlıkları işlem gören şirketlerin bu varlıklara ilişkin olarak kamuoyuna yapacakları bilgilendirmelerin yatırımcılar tarafından ulaşılabilir olması (şirketler ve/veya Borsalar tarafından bu verilerin medyada ve/veya internet ortamında yayımlanması), açıklamaların şekil şartlarının, yayınlanma sürelerinin ve dilinin düzenlemelerle belirlenmesi finansal piyasaların gelişimini sağlayan faktörlerden bir tanesidir. Örneğin Avrupa Birliği ülkelerinde yer alan şirketlerin kamuoyuna yaptıkları bilgilendirmeler, ülkenin ana dilinin yanı sıra Avrupa Birliğinin hatta dünyanın ortak konuşma ve yazışma dili olan İngilizcede de yapılması yabancı yatırımcıların da yatırım kararlarını alma konusunda yardımcı olmaktadır.

Yukarıda ana hatları ile anlatılan rasyonel beklentiler teorisine ilişkin olarak bazı iktisatçılar tarafından eleştiriler getirilmiştir. Bunlar aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır:

- a) Rasyonel beklentiler teorisine göre, ekonomik birimler ekonominin gelecek dengesini analiz etme yeteneğine sahip, süper istatistikçiler olarak kabul edilmektedir.
- b) Ekonomide menkul kıymetler piyasası etkin olarak çalışırken mal ve iş piyasaları aynı düzeyde etkin olamamaktadır veya tam tersi durumlarda ekonomik hayatta görülebilmektedir. Fiyat beklentilerine ilişkin tahminler sermaye birikimi konusundaki kararlar için doğru olmasına rağmen, sermaye akışına ilişkin kararlarda ise fiyat beklentileri

²⁷⁷ Aktan, s. 184-185.

önemli hatalar içerebilmektedir. Hisse senedi fiyatlarının dalgalanması bu durum için iyi bir örnektir.²⁷⁸

c) Yatırımcıların ulaşılabilir bütün bilgi kaynaklarına sahip oldukları ancak bu verilerden bir tahmin yapabilmeleri için çok büyük bir çaba göstermeleri gerekmektedir.

d) Yatırımcılar tahminde bulunmak için kullanabilecekleri bilginin halka açık bir bilgi olduğunu bilmediklerinden yatırım kararlarında tahmin eksikliği bulunabilir.²⁷⁹

Rasyonel beklentiler teorisinin iktisat literatüründe yer almaya başladığı 1960'lı yıllarda finansal iktisatçılar, finansal piyasalardaki beklentileri içeren paralel bir teori üretmişlerdir. Teori aslında rasyonel beklentiler teorisi ile aynı fikri savunmaktadır. “Finansal piyasalardaki beklentiler, piyasadaki bütün bilgilerin kullanıldığı tahminlerden üretilmektedir”. Finansal iktisatçıların ürettikleri teori her ne kadar rasyonel beklentiler teorisinin hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin fiyatlanması konusundaki versiyonu ise de teoriye etkin piyasalar hipotezi adını vermişlerdir.²⁸⁰

Etkin piyasalar teorisine göre, piyasanın etkinliği, fiyat uyarlamasının, yeni bir bilgi girişi karşısında hangi hızda ve hangi doğrulukta gerçekleştiğine bağlıdır. Başka bir ifade ile piyasaya yeni giren bilgi sonucunda fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Bu teoriye göre etkin piyasada bir yatırımcının anormal getiri sağlaması mümkün değildir²⁸¹.

Etkin piyasalar teorisi ve etkin piyasa kavramına ilişkin literatürde oldukça fazla çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan en önemlilerden bir tanesi Fama'nın 1970 yılında yayımladığı makalesi “Sermaye piyasalarının etkinliği: Teori ve Ampirik Çalışma”dır. Fama,²⁸² etkin piyasayı mevcut bilgilerin fiyatlara tam olarak yansımaları olarak

²⁷⁸ Aktan, s. 187.

²⁷⁹ Mishkin, s. 158.

²⁸⁰ Mishkin, s.160.

²⁸¹ Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, 2. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2004, s. 271.

²⁸² Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets”, s. 383-417.

tanımlamıştır. Fama'ya göre, piyasalardaki etkinlik ölçümünün üç farklı aşaması olduğunu ileri sürmektedir. Bunlardan birincisi zayıf form testleridir. Bu teste göre, piyasada bulunan mevcut bilgi seti sadece söz konusu fiyata ilişkin geçmiş fiyatları içermektedir. İkinci farklı aşama yarı kuvvetli form testleridir. Bu durum, fiyatın piyasalara açık olarak duyurulan bir bilgiye (yıllık temettü getirisinin ilan edilmesi, hisse senedi bölünmeleri vbz.) göre kendini uyarlaması pozisyonudur. Üçüncü aşama olan kuvvetli formda, bazı yatırımcıların veya grupların fiyat oluşumu ile ilgili yararlı bilgiye monopolistik bir şekilde ulaşıp ulaşmadığı incelenmektedir. Piyasanın etkin olması durumunda, kuvvetli formda o piyasada içerden öğrenenler, büyük fonların yöneticileri ve en önemli analistler beklentilerin üzerinde anormal karlar elde edemeyeceklerdir. Etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu piyasalarda yatırımcıların aşırı getiri elde edememesinin en önemli nedeni, kamuya açıklanmış veya henüz açıklanmamış tüm bilgilerin çok hızlı bir şekilde tüm yatırımcılara ulaşacağı ve dolayısıyla bu bilgilerin hızlı bir şekilde fiyatlara yansıtacağı öngörülmüştür. Piyasaların etkinliği konusundaki ortak görüşler incelendiğinde; güçlü formdaki etkinliğe rastlamanın olanaksız ya da çok zor olduğu, bu nedenle piyasaların yarı güçlü formda ve zayıf formda etkinliğinden söz edebilebileceğidir.²⁸³

Etkin piyasalar hipotezinde bilginin fiyatlara yansıtılması; başka bir deyiş ile insider trading yoluyla bazı yatırımcıların elde ettikleri bilgi nedeniyle daha fazla kazanç elde etme olasılığının bulunmaması konusu düzenleyici kuruluşların özellikle sermaye piyasalarının gözetimini ve denetimini yapanların üzerinde önemli durdukları konulardan bir tanesidir. Düzenleyici kuruluşlar borsalarda hisse senetleri işlem gören şirketlerden işlem fiyatını etkileyebilecek kararlarını veya haberlerinin kamuya en kısa sürede açıklanması konusunda bazı yasal düzenlemeler yapmaktadırlar. Avrupa Birliği de bu kapsamda Avrupa Parlamentosunun 15 Aralık 2004 tarihinde yayımladığı 2004/ 109 no.lu direktif ile organize piyasalarda işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma konusunda şeffaflık kurallarını yayımlanmıştır. Direktifin amacını açıklayan ilk maddesinde, etkin, şeffaf ve entegre olmuş sermaye piyasalarının Birlik içerisinde tek piyasa hedefine ulaşmasını sağlayacağı,

²⁸³ Canbaş ve Doğukanlı, s. 421.

sermayenin daha etkin dağıtımını yardımcı olacağı ve maliyetlerin azaltacağı belirtilmiş, ayrıca hisse senedi ihraççıların, şirketlerinin performansları ve varlıkları konusunda zamanında, açık ve kapsamlı açıklama yapmalarının yatırımcıların güven telkin edeceğini, bu durumun yatırımcıların korunması ve piyasaların etkin çalışması konularının gelişimini sağlayacağı belirtilmiştir.²⁸⁴ Türkiye’de de SPK tarafından kamuyu aydınlatma konusunda yayımlanmış düzenlemeler bulunmaktadır.

4.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Finans literatüründe varlık fiyatlarındaki değişimleri açıklamaya yönelik iki temel yöntem bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi aşağıdaki bölümde anlatılacak olan Finansal Varlık Fiyatlama Modelidir (CAPM). Diğeri ise arbitraj fiyatlama modelidir. Arbitraj fiyatlama modeli CAPM’ne alternatif olarak Ross tarafından 1976 yılında geliştirilmiştir.²⁸⁵ Arbitraj fiyatlama modeli; finansal varlıkların getirilerini etkileyebilecek çeşitli risk faktörlerini belirlemeye yönelik doğrusal bir modeldir. Arbitraj fiyatlama teorisi; CAPM’ne göre daha basit varsayımlara sahiptir.²⁸⁶

Arbitraj fiyatlama modelinin 3 temel varsayımı bulunmaktadır:²⁸⁷

- a) Sermaye piyasaları tam rekabet altındadır.
- b) Yatırımcılar her zaman belirsizlik koşulları altında daha fazla getiriye, daha az getiriye tercih ederler.

²⁸⁴ Avrupa Birliğinin organize piyasalarda işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma konusunda şeffaflık kurallarını belirleyen 2004/109 no.lu direktifi, <http://www.briteproject.eu/documents/other-documents/directive-2004-109-ec-of-the-european-parliament>, (Erişim: 24/02/2009), s. 1.

²⁸⁵ Stephan Ross, “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing”, **Journal of Economic Theory**, Volume 13, (1976), s. 341-360.

²⁸⁶ Richard Roll, Stephan Ross, “The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning”, **Financial Analyst Journal**, Volume 40 (Mayıs-Haziran 1984) ,s. 14-26. Aktaran Tülin Akkum, Bengü Vuran, “Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makro Ekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Analizi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 65, (Kasım-Aralık 2003), s. 55.

²⁸⁷ Stephan Ross, “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing”,s. 342.

- c) Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik süreç (k) faktör ile gösterilebilir.

Arbitraj davranışı, Avrupa Birliğinin tek pazar olma sürecinde en çok üzerinde durduğu konu olan tek fiyat yasası (Law of One Price) ile ilişkilidir. Ekonomide kısıtlamanın olmadığı durumlarda her malın tek bir fiyatı olduğunu öne süren bu teoriye göre, malın herhangi bir neden ile birden fazla fiyatı oluşmuşsa arbitrajcılar piyasaya müdahale ederek fiyatı veya başka bir deyiş ile piyasa fiyatını tekrar dengeye getireceklerdir.²⁸⁸ Avrupa Birliğinde de sermaye piyasaları arasındaki kısıtlamaların kaldırılması ve tek fiyat yasasında olduğu gibi aynı risk seviyesine sahip olan menkul kıymetlerin hangi piyasada işlem gördüğüne bakılmaksızın aynı fiyat düzeyinde olmaları gerektiği görüşü aslında finansal piyasaların entegrasyonunun en önemli yapı taşlarından bir tanesidir. Bu açıdan bakıldığında arbitraj fiyatlama modeli sermaye piyasalarının entegrasyonunun analizinde kullanılacak araçlardan bir tanesidir.

Arbitraj fiyatlama modelinin temelinde finansal varlıkların uzun vadeli getirilerini etkileyen önemli sistematik faktörlerin tanınması yer almaktadır. Model hisse senedi ve tahvillerin günlük fiyat değişimlerini etkileyen faktörler yerine büyük portföylerdeki varlıkların toplamını etkileyen önemli faktörlere daha çok yer vermektedir. Model bu faktörleri gözönüne alarak portföy getirileri üzerine değerlendirmeler yapmaktadırlar. Bu değerlendirmelerdeki nihai amaç portföyün daha iyi yapılandırılmasını sağlayarak performansını artırmaktadır.²⁸⁹

Bu modele göre, varlık getirilerinin belirsizliğinin iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, genel veya ekonomik faktör değeri ise şirkete özgü faktör ya da mikroekonomik nedenlerdir. Bu modelde temel faktörün makro ekonomi ile ilgili yeni bilgiyi ölçtüğü ve bilginin beklenen değerinin tanımı gereği sıfır olduğu kabul edilir²⁹⁰.

²⁸⁸ Karan, s. 251.

²⁸⁹ Richard Roll ve Stephan Ross, s. 15.

²⁹⁰ Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi, Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul: Literatür Yayınları, Mayıs 2008, s. 67.

Sermaye piyasalarında arbitraj olmayacağı koşuluna dayanan model doğrusal (k) faktörlü

$$R_{it} = E(R_i) + b_{i1} \cdot \delta_{1t} + b_{i2} \cdot \delta_{2t} + \dots + b_{ik} \cdot \delta_{kt} + \varepsilon_{it}$$

denklemini ile açıklanabilecektir.

(R_{it} = i varlığının getirisi; $E(R_i)$ = i varlığının beklenen getirisi, δ_t = tüm varlıkların gelirini etkileyen ortak faktörler; b_{ij} = i varlığının j faktörüne olan duyarlılığı ve ε_{it} = i varlığının sistematik olmayan riski ifade etmektedir.)

Yukarıdaki denkleme göre, bir finansal varlığın getirisinin dayandığı 2 nokta bulunmaktadır. Bunlardan birincisi sistematik risktir. Burada finansal varlığın getirisi finansal varlığa ilişkin her türlü ekonomik veri ve/veya bilgiden bağımsız olarak piyasayı etkileyen faktörler ile belirlenebilmektedir. İkinci nokta ise, finansal varlığın kendisine özgü risklerinin ilgili denkleme yansıtılmasıdır.

Arbitraj fiyatlama modelinde kullanılan sistematik riskleri en iyi temsil eden değişkenler ekonominin geneli, dolayısıyla firmanın geneli üzerinde etkili olabilecek makroekonomik değişkenlerdir. Finans literatüründe bu model üzerine yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda, reel ekonomik faaliyetlerin göstergesi olarak milli gelir, sanayi üretimi ve yatırım harcamaları, enflasyon oranı, faiz oranları, para arzı, döviz kurları, bütçe dengesi ve ödemeler dengesine ilişkin dış ticaret ve cari işlemler dengeleri en yaygın kullanılan makroekonomik değişkenlerdir. Bu modele göre, varlık getirilerinin belirsizliğinin iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, genel veya ekonomik faktör değeri ise şirkete özgü faktör ya da mikroekonomik nedenlerdir. Bu modelde temel faktörün makro ekonomi ile ilgili yeni bilgiyi ölçtüğü ve bilginin beklenen değerinin tanımı gereği sıfır olduğu kabul edilmektedir.²⁹¹

²⁹¹ Gürbüz ve Ergincan, s. 67.

Arbitraj fiyatlama modeli; sermaye piyasalarındaki rasyonel dengenin arbitraj fiyatlarını olanaksız hale geldiği varsayıma dayanan bir modeldir. Bu modelin fiyatlandırma ilişkilerinin ihlal edilmesi bir dengesizliği ortaya çıkarmaktadır. Oluşan bu dengesizlik konusunda çok az sayıda yatırımcının bilgisi olsa bile, bu dengesizliğin giderilmesi için oldukça güçlü bir baskı yaratılabilmektedir.²⁹²

Arbitraj Fiyatlama modelinin ilk çıkış noktasının CAPM'e alternatif olması söz konusu olduğundan bu paragrafta modelin CAPM'den farkı incelenecektir. CAPM finansal varlık getirisini tamamen Pazar portföyünün getirisi ile ilişkilendirirken, arbitraj fiyatlama modelinde öngörülere Pazar portföyü ile ilişkisi olmamaktadır. Arbitraj fiyatlama modelinde finansal varlık fiyatlarını etkileyen faktörlere ilişkin herhangi bir varsayımda bulunmamaktadır. Teori doğrusal bir modele dayanmakta olup, bir yatırımın birden fazla faktöre dayandığını varsaymaktadır. CAPM doğrusal bir model olmasına rağmen, bir varlığın getirisi ile açıklamaya çalışmaktadır. CAPM'den daha genel bir model olan arbitraj fiyatlama modeli, pazarın dengede olması ve yatırımcıların tercihleri konularında herhangi bir kısıtlama içermemekte ve arbitraj davranışlarının, yatırımcıların risksiz getiri elde etmeleri gibi, pazarı dengeye doğru yönettiklerini öne sürmektedir.²⁹³

4.2.3. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM) Finans literatüründe varlıkların nasıl fiyatlandırılacağını gösteren bir model ihtiyacı çerçevesinde oluşturulmuştur. 1960'lı yıllarda Markowitz tarafından ortaya konan portföy teorisi Sharpe ve Lintner tarafından geliştirilmiş ve bir varlığın riski ile getirisinin birbirleri ile ilişkisini detaylı olarak inceleyen bir model ortaya çıkmıştır.²⁹⁴ Markowitz'in modelinde yatırımcıların risk

²⁹² Gürbüz ve Ergincan, s.73.

²⁹³ Karan, s. 247.

²⁹⁴ CAPM'e ilişkin yazılan makalelerin bir kısmına aşağıda yer verilmiştir, William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", **Journal of Finance**, Volume 19 No:3, (Eylül 1964), s. 425-442, John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", **Review of Economics and Statistics**, Volume 47 No:1, (Şubat 1965), s.13-37, John Lintner, "Security Prices, Risk and Maximal Gains From Diversification", **Journal of Finance**, Volume. 20 No:4, (Aralık 1965), s. 587-615, Jan Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", **Econometrica**, Vol.

almaktan kaçındıkları ve yatırımın tek dönemlik getirisinin ortalamasını ve varyansı konusunda hassas oldukları öngörülmüştür. Bunun sonucunda yatırımcılar ortalama varyans etkinliği olan bir portföyü tercih etmektedir. Bu modelde modern portföy teorisinden farklı olarak risksiz finansal varlıklara da yatırım yapmak mümkündür.

CAPM; bir menkul kıymetin getirisi ile risk derecesi arasında ilişki kuran ve bazı dış kısıtlayıcı varsayımları olan bir denge modelidir. CAPM yatırımcıların yatırım yapmayı planladığı menkul değerın sahip olduğu riske uygun bir getiri getirip getirmeyeceği incelemektedir. Bazı durumlarda bu model henüz piyasalarda işlem görmeyen bir menkul kıymetin vermesi gereken getiriyi açıklayan teorik bir çerçeve çizmektedir²⁹⁵. Bu methodu amprik çalışmada kullanı

CAPM, bir menkul kıymetin getirisi ile risk derecesi arasında ilişki kuran ve yatırımcıların yatırım yapmayı planladığı menkul değerın sahip olduğu riske uygun bir getiri getirip getirmeyeceği inceleyen bir modeldir.²⁹⁶

CAPM'e göre menkul kıymetlere yapılan yatırımların iki temel risk kaynağı bulunmaktadır. Bunlar sistematik ve sistematik olmayan risklerdir. Sistematik risk başka bir ifade ile "Pazar riski", işletme dışı risklerin şirketin hisse senedi fiyatlarında yarattığı değişimler sonucu ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi endeksine paralel olarak fiyatlara yansıyan bu riskin portföy çeşitlendirilmesi sonucu ortadan kaldırılması imkansızdır. Sistematik olmayan risk ise, ilgili menkul kıymetin fiyat değişmelerinin aslında işletmenin performansından kaynaklanması durumudur. İstatistiksel ve matematiksel yöntemler kullanılarak portföy çok sayıda menkul kıymetten oluşturulması ve portföyün risklilik düzeyinin tekrar gözden geçirilmesi durumunda risk farklılaştırılabilecektir.²⁹⁷

34, No:4, (Ekim 1966), s. 768-783, Fischer Black, "Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing", **Journal of Business**, Volume 45, No:3, (Temmuz 1972), s. 444-454.

²⁹⁵ Karan, s. 199.

²⁹⁶ Karan, s.199.

²⁹⁷ Berk, s. 408.

CAPM'in varsayımları aşağıda maddeler halinde yer almaktadır:²⁹⁸

1. Yatırımcılar portföylerini sadece tek dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirmektedirler. Bu davranış kimi zaman tek dönem sona erdikten sonra gerçekleşmesi olası her şeyi ihmal ettiği dar görüşlü bir yaklaşım olarak görülmektedir.
2. Küçük yatırımcılar için menkul kıymet fiyatları birer veri olup, bu fiyatlar yatırımcıların bireysel alım satım kararlarından etkilenmemektedir.
3. Yatırımlar, piyasada alım satıma konu olan finansal varlıklar, risksiz borçlanma ve ödünç anlaşmaları ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca yatırımcıların sabit bir risksiz faiz oranı ile borçlanabileceği veya ödünç verebileceği varsayımlar arasına dahil edilmiştir.
4. Yatırımcılar; menkul kıymet getirileri üzerinden vergi ödemezler ve ayrıca alım satıma konu olan menkul kıymetler için herhangi bir komisyon ve işlem gideri ödemezler. Ayrıca açığa satış konusunda piyasalarda herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır.
5. Bu modelde yatırımcılar rasyonel davranmaktadırlar. Bunun açık ifadesi; bütün yatırımcıların Markowitz portföy seçimi modelini kullanan ve bu modeldeki ortalama-varyans optimalini arayan kişiler olarak kabul edilmektedir.
6. Bütün yatırımcılar, yatırım araçlarını aynı şekilde ve aynı yönde analiz etmektedirler, ayrıca yatırımcılar aynı iktisadi görüşe sahiptirler. Bunun neticesinde, menkul kıymetlere yapılan yatırımlardan elde edilecek nakit akımlarına ilişkin tahminlerin bütün yatırımcılar için neredeyse birbirine eşit olacak şekilde gerçekleştirilmiş olmasıdır. Veri bir menkul kıymet fiyat seti ve risksiz faiz oranı ile bütün yatırımcılar portföyde etkin sınırı ve tek optimal riskli portföyü oluşturmak üzere aynı beklenen getirileri ve getirilerin aynı kovaryans matrisini kullanmaktadır.

²⁹⁸ Gürbüz ve Ergincan, s. 44-46, Karan, s. 199-200.

7. Yatırımcılar daima yüksek getiri elde etmek istemektedirler. Beklenen getirileri hariç bütün özellikleri aynı olan iki menkul kıymetten yüksek gelir beklentisi bulunan kıymetler yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.
8. Yatırımcılar genel olarak riskten kaçınmaktadırlar. Standart sapmaları hariç; diğer bütün özellikleri aynı olan portföyden daha düşük standart sapması olan portföy seçilmektedir.
9. Risksiz faiz oranı bütün yatırımcılar için eşit olmaktadır.
10. Bilgi bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir şekildedir.
11. Yatırımcılar için borç alma ve verme işlemleri risksiz faiz oranı üzerinden gerçekleştirilmektedir ve bu işlemlerde miktara dayalı herhangi bir faiz değişimi yaşanmamaktadır.

Yukarıda varsayımlara göre CAPM, yatırımcıların tercihlerini oldukça basite indirgemıştır. Yatırımcıların bilgi anında ulaşmaları, aynı analiz yeteneğine sahip olmaları, herhangi bir vergisel veya işlem maliyetlerine katlanmamaları gerçek yaşamda uygulanması mümkün olabilecek durumlar olmamasına rağmen CAPM finansal piyasalara ve o piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin fiyat oluşumlarına ilişkin olarak genel bir çerçeve çizmektedir.

CAPM'e ilişkin literatürde gerçekleştirilen ilk çalışma Sharpe ve Linther tarafından üretilen modeldir. Bu modele göre bir finansal varlığın (i menkul kıymetinin) getirisi;

$$E [R_i] = R_f + \beta_{im} (E [R_m] - R_f) \quad (1) \text{ no.lu Denklem}$$

$$\beta_{im} = \frac{\text{Kov} [R_i, R_m]}{\text{Var} (R_m)} \quad (2) \text{ no.lu Denklem}$$

şeklinde elde edilmektedir. Söz konusu denklemde R_m pazarın getirisini, R_f ise risksiz finansal varlığın getirisini göstermektedir. Genel olarak finans piyasalarında risksiz faiz oranı olarak devlet tahvillerinin faizleri dikkate alınmaktadır. Çünkü risksiz faiz oranının tanımından da görüldüğü üzere, ödenmeme riski olmayan finansal varlığın faiz oranı modelde dikkate alınmaktadır. Yukarıda denklemlerde yer alan ve CAPM ait önemli unsurlardan birisi de β_{im} parametresidir. Söz konusu parametre literatürde Beta katsayısı olarak yer almakta ve bir menkul kıymetin getirisinin piyasa (Pazar) portföyünün getirisi ile olan ilişkisini ifade etmektedir. Bu teoriye göre menkul kıymetin getirisi aldığı toplam riske bağlıdır. Bu risk menkul değer getirilerinin standart sapması olarak gösterilmektedir. Denklemi formül yerine sözcüklerle ifade etmek istersek; yatırımcıların harcamalarını ertelemek yoluyla yaptıkları tasarrufları riskli yatırım araçlarına yönlendirmeleri durumunda; yatırımcının bu yatırımdan getiri beklentisi harcama ertelemesinden doğan zaman fiyatı (dönem sonunda elde edilmesi kesin olan risksiz reel getiri oranı) ile beklenen getirinin gerçekleşmeme olasılığına karşılık olarak belirlenen “risk priminin toplamı olacaktır. Bu parametre aynı zamanda finansal varlıkların piyasaya olan duyarlılığını göstermektedir. CAPM’e göre, bir finansal varlığın risk primi bu varlığın portföye katkısı ile ölçülmektedir. Bir hisse senedinin betası; Pazar portföyünün varyansına adı geçen hisse senedinin katkısını ölçmektedir. Bundan dolayı bir hisse senedinin veya portföyünün sağlaması gereken risk primi betanın bir fonksiyonudur. Yukarıdaki (2) no.lu denklemde de gösterildiği üzere, beta katsayısı hisse senetlerinin getirileri ile piyasa portföyünün getirisi arasındaki kovaryansın piyasa portföyünün varyansına bölünmesi ile elde edilmektedir.

Bir menkul kıymetin beta katsayısı çoğunlukla 0-2 arasında değerler alabilmektedir. Betanın sıfırdan küçük olması o menkul kıymetin piyasa portföyü ile ters yönde bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Betanın 2 den fazla olması ise ilgili hisse senedinin piyasadan çok daha fazla hareketli olduğunu göstermektedir.²⁹⁹

Yukarıda modelde yer alan risksiz finansal varlık getirisi güncel hayatta gerçekleşme olasılığı olmayan bir varsayımdır. Fischer Black bu varsayımı dikkate alarak

²⁹⁹ Karan, s.208.

CAPM'in risksiz borç alma ve/veya verme verisinin olmadığı bir CAPM modeli geliştirmiştir.³⁰⁰

Sharpe ve Lintner tarafından geliştirilen finansal varlık fiyatlama modeline alternatif bir model olarak Black'in³⁰¹ yaklaşımında, gerçekleşmiş pazar ve finansal varlık getirileri dikkate alınarak model bir adım daha ileri taşınmıştır. CAPM'e ilişkin Black yaklaşımı olarak ifade edilen model şu şekildedir:

$$E [R_i] = R_{om} + \beta_{im} (E [R_m] - R_{om}) \quad 3. \text{ No.lu Denklem}$$

$$\beta_{im} = \frac{\text{Kov} [R_i; R_m]}{\text{Var} (R_m)} \quad 4. \text{ No.lu Denklem}$$

(3) no'lu denklemde R_{om} , sıfır-beta (zero-beta) olarak ifade edilen veri, piyasa riskinden bağımsız (piyasa riskinden etkilenmeyen) getiriyi belirtmektedir. Söz konusu getiri, piyasa tarafından belirlenmeyen, piyasa ile ilişkisiz olan tüm getiriler arasından en küçük varyans sahip olan getiridir.³⁰² Black modelinde risksiz varlık yerine Pazar portföyü ile kovaryansı sıfır olan dolayısıyla betası sıfır olan bir portföyden hareket ile varsayımlar üretmektedir. Piyasa riski β_{im} , (4) no.lu denklemde de; piyasa getirisi ile finansal varlık getirisinin birlikte değişiminin (kovaryansının), piyasa getirisinin değişimine (varyansına) oranlanması ile elde edilmektedir.

Risksiz varlık varsayımının kaldırılması ve Black, Jensen ve Sholen in 1972 yılında; Fama ve Mac Beth in 1973 yılında gerçekleştirdiği çalışmalardaki bulgular

³⁰⁰ Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", **CRSP Working Paper Series**, No 550, The University of Chicago, (Ağustos 2003), s. 6.

³⁰¹ Fischer Black, "Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing", **Journal of Business**, Volume 45, No:3, (Temmuz 1972), s. 444-454.

³⁰² John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig MacKinlay, **The Econometrics of Financial Markets**, New Jersey: Princeton University Press, 1997, s. 32.

Black'in CAPM yaklaşımının Sharpe- Linther modeline göre tutarlı olduğu konusunda görüşlerin oluşmasına neden olmuştur.³⁰³

Ancak Black yaklaşımında yer alan finansal varlıkların piyasalarda açığa satış üzerinde herhangi bir kısıtlama olmaması; piyasalarda bulunan pek çok menkul kıymetin korelasyon katsayıları pozitif olduğundan, açığa satış olmadan sıfır betalı bir portföy oluşturma imkanı bulunmamaktadır.

Yukarıda özetlenen Sharpe-Lintner gerekse Black tarafından geliştirilen finansal varlık fiyatlama modellerinin, zaman unsurunu içerisinde bulundurmamaları sebebiyle, ekonometrik analizlerde kullanılmaları mümkün olmamaktır. Modelin ekonometrik analizi için getirilerin zaman serisi davranışları modele bir varsayım olarak dahil edilerek model tahmin edilebilmektedir. Ayrıca, finansal varlıklara ilişkin getirilerin oluşmasındaki 3 unsur modele dahil edilerek aşağıda model oluşturulmuştur:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i (E [R_m] - R_f) + e_i$$

Bu model tek endeks modeli olarak adlandırılmış olup Sharpe tarafından literatüre kazandırılmıştır.³⁰⁴ Modelde yer alan “ α_i ” hisse senedinin beklenen getirisini; (piyasanın risksiz faiz oranı üzerindeki ilave etkisinin sıfır olacağı varsayılmıştır.) “ $\beta_i (E [R_m] - R_f)$ ” tüm piyasadaki hareketler nedeniyle hisse senedinde oluşacak getiriye (β beta katsayısı hisse senedinin tüm piyasanın hareketine karşı duyarlılığını ölçmektedir.) ve e_i şirketin getirisini etkileyebilecek ancak daha önceden tahmin edilemeyen faktörlerden kaynaklanabilecek değişimler ifade etmektedir. Yukarıdaki modeli risk kavramlarına göre açıklamak istediğimizde ise; riskler açısından incelediğimizde ise karşımıza sistematik ve sistematik olmayan risk kavramları ortaya çıkmaktadır. Hisse senedinin getirisinin genel makro ekonomik olaylar (enflasyon, faiz oranlarında değişimler, döviz kuru değişimleri, teknolojik gelişmeler, dış ticaret açığı, küresel krizler vbz.) gibi dışsal nedenlerle değişime uğraması durumu sistematik risk olarak nitelendirilmektedir. Sistematik riskte, hisse senedi

³⁰³ Nevin Yörük, **Finansal Varlık Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000, s. 38.

³⁰⁴ Gürbüz ve Ergincan, s. 55.

getirisi, dışsal ve kontrol edilemeyen nedenlerle değişime uğramaktadır. Sistematik olmayan riskler ise hisse senedinin getirisinin piyasa koşullarından bağımsız olarak şirketin varlıkları, borçları, borçlanma maliyetleri, sermaye yapısından riskler ile yönetim riski gibi doğrudan şirkete etkisi olan ancak genel ekonomiyi ölçülebilecek boyutlarda etkilemeyen riskler nedeniyle değişime uğrama ihtimalidir.

Finansal varlık fiyatlama modeli, bir varlığın riski ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koyarken bu ilişki iki önemli görevi yerine getirmektedir. İlk olarak, bir yatırımın belirli bir risk seviyesinde “gerçek” getirisinin ne olması gerektiğine cevap vermektedir. Böylece yatırımın gerçekleşen getirisi ile teorik olarak olması gereken getirisini karşılaştırma imkânı da ortaya çıkmaktadır. İkincisi, henüz piyasada fiyatı olmayan bir varlığın fiyatının tahminine imkan vermektedir.³⁰⁵

CAPM ile ilgili olarak literatürde farklı dönemlerde farklı testler gerçekleştirilmiştir. Söz konusu testlerden başlıcaları aşağıda yer almaktadır:

- **Sharpe- Cooper Testi**

CAPM konusunda gerçekleştirilen ilk testlerden bir tanesi Sharpe ve Cooper³⁰⁶ tarafından NYSE de işlem gören hisse senetlerinin 1931-1967 yılları arasındaki getirileri ile beta değerlerinin ilişkisinin incelenmiştir. İlgili dönem için yapılan testlerde; 5 yıllık geçmiş getirileri üzerinden yıllık olarak hisse senedi betası tahmin edilmiştir. Daha sonra, hisse senetlerinin yıllık beta tahminlerini, betalara göre 10.luk dilimlere ayırarak her bir dilimin ağırlıklı portföy getirilerini hesaplanmıştır. Sharpe ve Cooper gerçekleşen getirilerin % 95’inden fazlasının betalardaki değişikliklerle açıklanabildiğini ve CAPM’in daha çok sıfır beta formunun geçerli olduğunu belirtmişlerdir.

³⁰⁵ Saim Kılıç, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2002, s. 49-50.

³⁰⁶ William F. Sharpe ve Guy M. Cooper, “Risk-Return Classes of New York Stock Exchange Common Stocks 1931-1967”, **Financial Analysts Journal**, Volume 28, No: 2 (Mart-Nisan, 1972), s. 46-54.

- **Black, Jensen ve Scholes Yaklaşımı**

Black, Jensen ve Scholes³⁰⁷ yaptıkları çalışmalarda Black tarafından geliştirilen CAPM'i test etmişlerdir. Söz konusu çalışmada New York borsasında işlem gören hisse senetlerinin 1931-1965 tarihleri arasındaki getirileri kullanılmış olup Sharp-Lintherin CAPM'ni alternatif zaman serisi modelini kullanarak test edilmiştir. Testlerde 35 yıllık dönem için Miller Scholes yaklaşıma benzer bir şekilde hisse senetlerini gruplandırılarak zaman ve regresyon testlerine tabi tutulmuştur. Black, Jensen ve Scholes'un yaptıkları hesaplamalar neticesinde, hesaplanan risksiz faiz oranının ilgili dönemde Amerikan devlet tahvillerinin ortalama faizinden yüksek olduğu saptanmıştır. Bu durum geleneksel CAPM varsayımlarından olan borç alma ve borç verme faiz oranlarının eşitliği ilkesi terstir. Çünkü hesaplanan risksiz faiz oranının Amerikan devlet tahvilinin yüksek olması risksiz faiz oranı üzerinden borç vermenin mümkün ancak borç almanın mümkün olmadığını göstermektedir. CAPM'nin standart modelini reddederek sıfır betalı CAPM'i desteklediklerini belirtmişlerdir.

- **Fama ve Macbeth Yaklaşımı**

Finansal varlık fiyatlama modelleri için yapılan testlerden biri de Fama ve MacBeth³⁰⁸ tarafından yapılan çalışmadır. Fama ve MacBeth, yaptıkları çalışmada da New York borsasında işlem gören hisse senetlerine ait getiriler kullanılmıştır. Ancak Fama ve MacBeth diğer testlerden farklı olarak beta katsayılarını “kesit regresyon” denklemleri ile tahmin ederek CAPM'in geçerliliğini sınamışlardır. Bu test neticesinde de hesaplanan risksiz faiz oranı devlet tahvillerinin faiz oranı üzerinde bulunmuştur. Fama ve Macbeth, elde ettikleri sonuçların hem standart form ile hem de sıfır betalı form ile uyumlu olduğu ancak sıfır betalı formun daha çok geçerli olduğu belirtmişlerdir.

³⁰⁷ Fischer Black, Michael C. Jensen, Myron Scholes, “The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests”, **Studies In The Theory of Capital Markets**, ed: Micheal C. Jensen Westport: Praeger Publishers, 1972, s. 45.

³⁰⁸ Eugene F. Fama ve James D. Macbeth, Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests, **Journal of Political Economy**, Volume. 81, Issue: 3, (Mayıs-Haziran 1973), s. 607-636.

- **Levy'nin Çalışması**

Levy³⁰⁹ 1978 yılında yayımladığı makalesinde CAPM'i farklı bir yaklaşım ile incelemiştir. Bu yaklaşım Genel Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (GCAPM) olarak adlandırılmaktadır. Bu model rekabetçi sermaye piyasalarındaki dengenin görünmez bir el tarafından onarıldığını öne sürmektedir.³¹⁰ Levy makalesinde; yatırımcıların; işlem maliyetleri, gibi kısıtlar altında yatırım kararlarını verdiklerini ve bu nedenle piyasa portföyüne yatırım yapmak yerine az sayıdaki varlıktan portföy oluşturarak kendi etkin portföylerini oluşturduklarını ileri sürmüştür. Levy CAPM üzerine çalışan diğer akademisyenler gibi New York Borsasında işlem gören hisse senetleri üzerinde analizini gerçekleştirmiştir. Analiz 101 hisse senedinin aylık verileri üzerinden gerçekleştirmiştir. Analiz neticesinde yatırımcıların yatırım kararlarını aylık olarak aldıkları varsayımının geçerli olmadığını, yıllık veriler üzerinden yapılan analizlerde ise parametrelerin olumlu yönde etkilenip yükseliş gösterdiğini tespit edilmiştir. Sonuç olarak, piyasadaki finansal varlıkların portföy içerisindeki dağılımlarının optimum bir şekilde yapılamaması ve işlem maliyetleri gibi kısıtlar sonucunda yatırımcıların yatırım kaynaklarını mevcut tüm finansal varlıklar arasında dağıtamamaları, bunun yerine az sayıda finansal varlıktan oluşan portföyler kurmaları nedeniyle CAPM'de yer alan "Beta'nın tek geçerli risk ölçüsü olduğuna" dair teorik sonucun geçerli olmadığı görülmektedir.³¹¹

- **Roll'ün Çalışması**

CAPM üzerinde yapılan en önemli eleştirilerden bir tanesi 1977 yılında Roll tarafından yapılan çalışma sonucunda öne sürülen konulardır.³¹² Roll; CAPM'in test edilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmektedir. Bunu öne sürmesinin en önemli nedeni

³⁰⁹ Haim Levy, Equilibrium in an Imperfect Market: A Constraint on the Number of Securities in a Portfolio, **American Economic Review**, Volume 68, Issue: 4, (1978), s. 643-658.

³¹⁰ Stephen C. Fan, **General Asset Pricing Model: A Microeconomic Theory of Investments**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286815 (Erişim: 05/02/2009)

³¹¹ Erdiñç Altay, **Varlık Fiyatlama Modelleri, FVFM ve AFT ve İMKB'de uygulaması**, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, 2001, s. 149.

³¹² Richard Roll, "A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I: On Past and Potential Testability of the Theory, **Journal of Financial Economics**, Volume.4 Sayı: 2, (Mart 1977), s. 129-176.

modelin en önemli yapı taşlarından bir tanesi olan piyasa portföyü kavramının teorik ve amprik olarak kolay bulanamayacağını belirtmiştir. Roll'e göre, pazar portföyü kavramının içerisinde yatırım yapılabilecek her varlığın (piyasada değer ifade eden her mal ve ürün) olması gerekmektedir. Ancak modelin teorik çerçevesinde hangi malların piyasa portföyüne dahil edilip edilmediği ve dahil edilen varlıklardaki veri kısıtları konusunda net bir açıklama bulunmamaktadır. Bunun sonucunda modelin testlerinde piyasa portföyü yerine geçebilecek temsili portföyler (S&P 500, Dow Jones Endeksi vbz.) kullanılmaktadır. Roll'e göre bu temsili portföyler gerçek piyasa portföyünün yerini tutamamaktadırlar. Bu çerçevede arbitraj fiyatlama modelinin test edilebilirliği daha iyi bir alternatif olduğunu belirtilmiştir. Roll, ayrıca, CAPM'ndeki değişkenlerin küçük bir değişimin getirileri oldukça fazla miktarda değiştirdiğini; CAPM'ne genel olarak karşı olmamakla birlikte amprik olarak kanıtlanma durumunu reddettiğini belirtmiştir.

- **Gibbons Yaklaşımı**

Gibbons³¹³, çok değişkenli testler ile finansal varlık fiyatlama modellerini sınınamıştır. Gibbons çalışmasında finansal varlık fiyatlama modellerinin doğrusal olarak ifade edilemeyeceği üzerinde durmuş ve doğrusal olmayan çoklu regresyon modelleri kullanarak alternatif bir yöntem geliştirmiştir. Gibbons, CAPM'e karşı kısıtlı model olarak ifade ettiği bir model kurmuştur. Doğrusal olmayan çoklu regresyon modelini kısıtlı model olarak kabul edip finansal varlık fiyatlama modelini de kısıtsız model kabul ederek bu iki modeli birbiriyle karşılaştırmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre finansal varlık fiyatlama modeli reddedilmiştir.

- **Fama ve French'in Yaklaşımı**

Fama ve French³¹⁴ gerçekleştirdikleri çalışmada CAPM'de yer alan beta katsayısı yerine başka değişkenler kullanmışlardır. Yazarlar, New York Borsası ve Nasdaq'ın yer

³¹³ Michael R. Gibbons, "Multivariate Tests of Financial Models: A New Approach", **Journal of Financial Economics**, Volume. 10 Sayı: 1, (Mart 1982), s. 3-27.

³¹⁴ Eugene F. Fama, Kenneth R. French, "The Cross -Section of Expected Stock Returns", **The Journal of Finance**, Volume.47 Sayı: .2, (Haziran 1992), s. 427-465.

alan hisse senetlerinin 1963- 1990 arası getirilerini tek faktörlü (beta katsayısı) olarak incelediklerinde; beta ile varlık getiri oranları arasındaki ilişkinin ortadan kaybolduğunu ve CAPM'in temel öngörüsü olan betanın finansal varlığın getirisini açıklamadaki pozitif etkisi konusunda testlerin olumsuz sonuç verdiğini belirtmişlerdir. Çalışmada kullanılan modele, beta katsayısı yerine şirketin piyasa değeri başka bir ifade ile şirketin büyüklüğü, kaldıraç oranı, fiyat/kazanç oranı, defter değeri/piyasa değeri değişkenlerini ilave edilmiş ve finansal varlık getirilerinin bu oranlar ile ilişkisinin yüksek olduğunu saptanmıştır. Fama ve French firma büyüklüğü ile defter değeri/pazar değeri oranının modelde diğer değişkenlere göre daha baskın olduğunu ileri sürmüşlerdir.³¹⁵

4.3. Hisse Senedi Piyasaları Entegrasyonunun Korelasyon Analizi ile Ölçümü

Bu bölümde Avrupa Birliği üye ülkeleri ile Türkiye'nin blue chip hisse senetlerinden oluşturulan endeks verileri çerçevesinde Avrupa Birliğindeki hisse senedi piyasalarının entegrasyon düzeyi incelenecektir. Bu incelemede, ülkelerin birbirleriyle ilişkilerini ölçen korelasyon analizi yöntemi kullanılacaktır. Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının entegrasyonu ülkelerin blue chip endekslerinin günlük kapanış değerleri üzerinden ölçülecektir.

4.3.1. 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu

Çalışmada ilk olarak 01/01/2002-31/12/2004 döneminde Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye'nin blue chip hisse senedi endekslerinin gün sonu kapanış değerlerine Pearson korelasyon analizi uygulanarak korelasyon matrisi oluşturulmuştur. Korelasyon matrisi EK 1' de yer almaktadır. I. Dönem veri setinde 784 işlem günü yer almaktadır.

Korelasyon matrisinde yer alan veriler üzerinden yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısı en çok olan ülkeden başlamak üzere aşağıdaki tablo üretilmiştir.

³¹⁵ Yörük, s.51.

Tablo 52: 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Korelasyonları

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	ZAYIF
MALTA	18	4	5
POLONYA	18	3	6
FİNLANDIYA	17	7	3
İRLANDA	17	7	3
AVUSTURYA	15	6	6
İSPANYA	15	8	4
DANİMARKA	14	8	5
LÜKSEMBURG	14	7	6
MACARİSTAN	14	7	6
TÜRKİYE	14	7	6
YUNANİSTAN	14	8	5
ALMANYA	13	1	13
FRANSA	13	1	13
İNGİLTERE	13	1	13
İTALYA	13	2	12
PORTEKİZ	13	6	8
BELÇİKA	12	6	9
BULGARİSTAN	12	4	11
ÇEK CUMHURİYETİ	12	6	9
ESTONYA	12	5	10
İŞVEÇ	12	6	9
LETONYA	12	7	8
LİTVANYA	12	6	9
ROMANYA	12	2	13
SLOVAKYA	12	3	12
SLOVENYA	11	1	15
HOLLANDA	5	5	17
KIBRIS	1	4	22

Korelasyon analizi sonucunda, ülkelerin 0-0,49 arasında korelasyon katsayısı olan ülkelerinin borsaları ile zayıf ilişkide olduğu, 0,5-0,74 arasında korelasyon katsayısı olan ülkelerle orta düzeyde ilişkili olduğunu, 0,75 ve üzerinde olan korelasyon katsayılarının ise borsalar arası güçlü ilişki olduğu varsayımı yapılmıştır.

Tablo 52'deki verilere göre Malta ve Polonya hisse senedi piyasaları, 18 ülke ile yüksek korelasyona sahiptir. Tablodaki verileri bir örnek ile açıklarsak, Malta'nın hisse senedi piyasasının 2002-2004 döneminde; yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısının 18, orta düzeyde korelasyona sahip olduğu ülke sayısının 4 ve düşük korelasyonu sahip olduğu ülke sayısının ise 5 olduğu hesaplanmıştır. Kıbrıs'ın ise; yüksek korelasyona sahip

olduğu ülke sayısının 1, orta düzeyde korelasyona sahip olduğu ülke sayısının 4 ve zayıf korelasyonunun olduğu ülke sayısının ise 22 olduğu tablodaki verilerden anlaşılmaktadır.

Bu dönemde, yüksek korelasyona sahip ülkelerin yukarıdaki tablodaki verilere göre aritmetik ortalaması 13 olarak hesaplanmıştır. Çalışmaya konu olan ülke sayısının 28 olduğu göz önüne alındığında 13 sayısının basit aritmetik ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Ancak başka bir açıdan değerlendirildiğinde, yüksek ilişkide yer alan ülke sayısının diğer iki ilişkiye göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte özellikle zayıf ilişkide olan ülkelerin sayısı azımsanmayacak ölçüde yüksektir. Bu noktada, özellikle 2004 ve 2007 yıllarında Avrupa Birliği'ne katılan 12 ülkenin blue chip hisse senedi endekslerinin, Birliğe giriş öncesi dönemde diğer ülkelerin hisse senedi piyasalarına entegrasyon konusunda çok iyi bir yerde olmadığı görülmektedir.

Korelasyon matrisine ilişkin olarak yapılabilecek değerlendirmelerden bir tanesi de, euro bölgesi ülkelerinin (Almanya, Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İtalya, Lüksemburg, Portekiz ve Yunanistan) korelasyonlarının incelenmesidir. Bu ülkelerin Pearson korelasyon analizine göre oluşturulan korelasyon matrisi EK 2’te yer almaktadır. Bu verilerden yukarıdaki korelasyon değer kriterlerine göre hazırlanan tablo aşağıdadır:

Tablo 53: Euro Bölgesi Ülkelerinin 2002-2004 Dönemi Korelasyonu

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
FRANSA	10	0	1
ALMANYA	10	0	1
İSPANYA	10	0	1
FİNLANDİYA	10	0	1
İRLANDA	10	0	1
İTALYA	10	0	1
PORTEKİZ	9	2	0
BELÇİKA	9	2	0
LÜKSEMBURG	9	2	0
YUNANİSTAN	9	2	0
AVUSTURYA	3	4	4
HOLLANDA	3	4	4

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, Hollanda ve Avusturya dışındaki ülkelerde blue chip endekslerinin birbirleriyle uyumlu olduğu görülmektedir. Bu durumun euro bölgesi ülkelerinin ortak para birimi ile birlikte hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun sağlanması hipotezini destekleyecek nitelikte bir veri olduğu düşünülmektedir.

Yukarıdaki tablodaki en ilgi çekici nokta, uzun yıllar Avrupa'nın önemli finans merkezleri arasında yer alan Hollanda'nın AEX blue-chip endeksinin, diğer blue chip endeksleri ile ilişkisinin, diğer ülkelere göre çok daha düşük olmasıdır. Bu durumun en önemli sebebi; Amsterdam finans merkezinin, küreselleşme ve teknolojik gelişmeler sonucunda, başta Londra olmak üzere diğer finans merkezleri karşısında rekabet kapasitesinin düşmesidir. Hollanda finansal rekabette geriye düşmemek için, Amsterdam Borsasının Euronext ile birleşmesini sağlamıştır. Bu birleşme ile birlikte yabancı yatırımcıların Hollanda hisse senedi piyasalarında gerçekleştirdikleri işlem hacimleri artmıştır. 2003 yılı itibarıyla AEX-25 endeksinde yer alan şirketlerin 70'lik payı yabancı yatırımcılara aittir. Yabancı yatırımcıların bu yüksek payı, 2002-2003 döneminde Enron şirketinin iflasının finansal piyasalarda yaşattığı sarsıntıdan AEX-25'in en yoğun bir şekilde etkilenmesine neden olmuştur.³¹⁶

Tablodaki düşük korelasyona sahip diğer ülke ise Avusturyadır. 2002-2004 Döneminde Avusturya'nın diğer ülke borsaları ile birlikte hareket edememesinin en önemli sebebi, 2001 yılında Avusturya ekonomisinde belirgin bir şekilde yaşanan ekonomik yavaşlamanın, 2002 yılının ilk yarısında da devam etmesidir.³¹⁷ Bunun yanı sıra geçmiş dönemlerde de Avusturya Borsası, diğer gelişmiş ülke borsalarından bağımsız hareket etmektedir. Diğer bir ifadeyle diğer ülke borsaları ile düşük korelasyondadır. Bu çalışmada

³¹⁶ Ewald Engelen, "The virtualization of an Equity Exchange Explaining the Decline of Amsterdam Financial Centre, Financial Centres as Competing Clusters" **Paris School of Economics Work Shop**, (30/05/2008), s. 6-12.

³¹⁷ Financial Stability Report of Avustria, 2002_3, **Avusturya Merkez Bankası Yayınları**, 2002, http://www.oenb.at/en/img/fsr3_therealeconomy_tcm16-9485.pdf (Erişim: 01/02/2009), s. 46-56.

yer alan korelasyon matrisi de bu durumu doğrulamaktadır. Örneğin 2000 yılının başından beri Avusturya borsası ile diğer ülkeler arasındaki korelasyon negatiftir.³¹⁸

Euro bölgesi içerisinde yer almadığı halde Avrupa Birliği içerisinde gelişmiş bir ekonomiye sahip olan İngiltere'nin, euro bölgesi ülkeleri ile olan korelasyonu oldukça dikkat çekicidir. İngiltere'nin Avusturya dışındaki diğer euro bölgesi ülkeleri ile arasındaki korelasyon yüksektir. Bu durum, İngiltere'nin finans piyasalarında euro kullanmamasına rağmen euro bölgesi ülkelerinin hisse senedi piyasaları ile entegrasyonunun sağlandığını göstermektedir. İngiltere'nin gelişmiş bir ekonomiye sahip olması, finansal piyasalara ilişkin gerçekleştirdiği düzenlemelerin Avrupa Birliği normlarına uygun olması ve euro bölgesi ülkeleri arasında sermaye dolaşımının serbestliği gibi nedenlerden ötürü, İngiltere hisse senedi piyasası ile Almanya, Fransa, v.b. euro bölgesi ülkelerinin hisse senedi piyasalarının kur riskine rağmen entegre olduğunu gerçekleştirdikleri analizlerle de görüldüğünü belirtmişlerdir.

2002-2004 döneminde Avrupa Birliği ülkelerinin blue chip endekslerinin birbirleriyle olan ilişkisinin korelasyon analizi ile ölçülmesinden sonra, bu ülkelerin dünyadaki başka borsalar ile olan korelasyonları da bu çalışmada incelenecektir. Çalışmada kullanılan diğer borsa endeksleri; Brezilya, Arjantin, Amerika Birleşik Devletleri (3 farklı Borsa Endeksi) ve Japonya hisse senedi piyasalarındaki verilerden üretilmektedir. Aşağıdaki tabloda Avrupa Birliği ülkeleri ile bu ülkelerin borsa endeksleri arasındaki korelasyonun analizi yer almaktadır. Korelasyon analizinde sonucunda, ülkelerin 0-0,49 arasında korelasyon katsayısı olan ülkelerinin borsaları ile zayıf ilişkide olduğu, 0,5-0,74 arasında korelasyon katsayısı olan ülkelerle orta düzeyde ilişkili olduğunu, 0,75 ve üzerinde olan korelasyon katsayılarının ise borsalar arası güçlü ilişki olduğu varsayımı yapılarak tablodaki veriler doldurulmuştur. Yukarıda tablolarda verilerin özetine yer verilmiş olup, bu tabloda ülkelerin hisse senedi endeksleri arasındaki ilişki yukarıda belirtilen 3 değere göre gruplandırılmıştır.

³¹⁸ **Financial Stability Report of Avustria**, s. 53.

Tablo 54: 2002-2004 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu

ÜLKE	BREZİLYA	ARJANTİN	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI 225
AVUSTURYA	Yüksek	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Orta
FRANSA	Zayıf	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
ALMANYA	Zayıf	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
HOLLANDA	Zayıf	Zayıf	Orta	Orta	Orta	Orta
İSPANYA	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
FİNLANDİYA	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
İRLANDA	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
PORTEKİZ	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
BELÇİKA	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
İTALYA	Zayıf	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
LUXEMBURG	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
YUNANİSTAN	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
SLOVENYA	Yüksek	Yüksek	Zayıf	Zayıf	Zayıf	Zayıf
İNGİLTERE	Zayıf	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Orta
DANİMARKA	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
SLOVAKYA	Yüksek	Yüksek	Zayıf	Orta	Zayıf	Zayıf
ESTONYA	Yüksek	Yüksek	Zayıf	Orta	Orta	Zayıf
LITVANYA	Yüksek	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Orta
MACARİSTAN	Yüksek	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Orta
ÇEK CUMHURİYETİ	Yüksek	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Orta
MALTA	Yüksek	Orta	Orta	Yüksek	Yüksek	Orta
ROMANYA	Yüksek	Yüksek	Zayıf	Zayıf	Zayıf	Zayıf
POLONYA	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
TÜRKİYE	Yüksek	Yüksek	Orta	Yüksek	Orta	Orta
LETONYA	Yüksek	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Orta
KIBRIS	Zayıf	Zayıf	Zayıf	Zayıf	Zayıf	Zayıf
BULGARİSTAN	Yüksek	Yüksek	Zayıf	Orta	Orta	Zayıf
İSVEÇ	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
BREZİLYA	X	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	Orta
ARJANTİN	Yüksek	X	Orta	Orta	Orta	Zayıf
S&P 100	Orta	Orta	X	Yüksek	Yüksek	Yüksek
S&P 500	Yüksek	Orta	Yüksek	X	Yüksek	Yüksek
DJI	Yüksek	Orta	Yüksek	Yüksek	X	Yüksek
NIKKEI 225	Orta	Zayıf	Yüksek	Yüksek	Yüksek	X

Avrupa Birliği ülkeleri ile diğer ülkelerin korelasyonlarının yer aldığı yukarıdaki tabloya göre; Brezilya'nın gelişmiş Avrupa ülkeleri (Almanya, Fransa, İngiltere) ile arasında zayıf, orta düzeyde ekonomiye sahip ülkelerle (Portekiz, Belçika, İsveç) orta ve gelişmekte olan ülkelerle (Polonya, Romanya vb.) yüksek derecede korelasyon içinde

bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerle düşük korelasyonun tek istinası İspanyada'dır . İspanya ile Brezilya arasında yüksek dereceli bir ilişki bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerle olan yüksek korelasyon, yabancı fon yatırımcılarının Brezilya'yı da geliştirmekte olan ülkeler kategorisinde değerlendirmelerinin bir sonucu olarak görülebilecektir.

Arjantin'in Avrupa Birliği ülkeleri ile 2002-2004 dönemi hisse senedi piyasaları korelasyonu Brezilya ile benzerlik içerse de korelasyon değerleri daha düşük oluşmuştur. Örneğin Brezilya ile Belçika ve Portekiz arasında orta düzeyde ilişki bulunurken bu ülkelerin Arjantin ile ilişkisi zayıftır. Gelişmekte olan ülkelerle olan yüksek korelasyon, yabancı fon yatırımcılarının Arjantini de Brezilya gibi geliştirmekte olan ülkeler kategorisinde değerlendirmelerinin bir sonucu olarak görülebilecektir. Arjantin'in yüksek korelasyon içerisinde olduğu ülkelerden bir tanesi de Brezilya'dır. ABD endeksleri ile orta düzeyde olan ilişki Japonya ile zayıf durumdadır.

Bu çalışmada kullanılan ABD'nin üç endeksi euro ülkeleri yüksek derecede ilişki içerisindedir. Bu dönemde euro dolar paritesinin çok hareketli olmaması nedeniyle yatırımcıların döviz kuru riski diğer para birimlerine göre daha düşük düzeydedir. Ayrıca gelişmiş ülkelerin benzer ekonomik programlara sahip olmaları ABD ile euro bölgesi borsalarının entegre olmalarını sağlamıştır. Euro bölgesinde olmayan ülkelerle ABD endeksleri arasındaki ilişki zayıf olup, bu ülkelerdeki sermaye kontrolleri ve döviz kuru riskinin entegrasyonu engellediği düşünülebilecektir.

Asya'nın gelişmiş ekonomilerinden bir tanesi olan Japonya'nın Nikkei 225 endeksi Asya Borsalarının en önemli endekslerinden bir tanesidir. Bu endeksin günlük kapanış değerleri ile diğer borsaların kapanış değerleri arasında ilişki incelendiğinde; Nikkei 225 endeksinin; Euro bölgesi ve ABD endeksleri ile yüksek derecede korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Dolar ve euronun Japon yeni karşısındaki değerlerinin bu dönemde çok hareketli olmaması sonucunda döviz kurunun minimize olması, gelişmiş borsalarda getiri düzeylerinin birbirlerine benzer olması bu piyasaların da euro bölgesi

ülkeleri ile entegre olduğunu göstermektedir. Nikkei endeksinin diğer borsalarla olan ilişkisi orta ve zayıf düzeydedir.

Finans sektöründeki en büyük firma çöküşlerinden biri olan Enron şirketinin iflası, finans piyasalarını özellikle 2002 yılında ve 2003 yılının başında, son derece olumsuz yönde etkilemiştir. Amerikan enerji şirketi Enron; hatalı ve/veya hileli muhasebe kayıtları, yolsuzluklar, finansal tablolarının gerçek verileri içermemesi, karlarını olduğundan fazla göstermesi ve bu gösteriminde çok uluslu bir denetim firması olan Artur Andersen'den yardım alması gibi nedenlerle, 1 Aralık 2002 yılında iflasını açıklamıştır.³¹⁹ Şirketin bu usulsüzlükleri 16 Ekim 2001 yılında ortaya çıkmıştır. İlgili tarihte; daha önce ilan edilen altı aylık vergi sonrası net kardan 544 milyon dolar ve öz sermayesinin de 1.2 milyar dolar azaltılmasına ilişkin düzeltmeler yapılacağı kamuoyuna duyurulmuştur. Bu düzeltmenin yanı sıra 8 Kasım 2001 de şirket ikinci bir duyuru yayımlayarak; 1997, 1998, 1999 ve 2000 yılı net kar verilerinin de düzeltildiğini ilan etmiştir³²⁰. Şirketin 2001 yılında pay değerinin 80 \$ dolar olduğu gözönüne alındığında, hisse senedi yatırımcılarının uğradığı zararın ne denli büyük olduğu anlaşılmaktadır.

Enron skandalı, başta Amerikan hisse senedi piyasaları olmak üzere bütün dünyadaki hisse senedi piyasalarını özellikle 2002'de olumsuz etkilemiştir. Bu çalışmada yer alan 28 ülkenin blue chip endekslerinin 2002 yılı ortalama getirisi - 7,3 olmuştur. Bu veri ve belirli istisnalar dışında hisse senedi piyasalarında ülkeler arası korelasyonun yüksek olması, düşen piyasalarda da hisse senedi piyasalarının entegre olabildiklerini göstermektedir. Bu sonuç bazı ülkelerin finans piyasalarında yaşanan sorunların, küreselleşme ile birlikte, diğer ülkelerin finans piyasalarında da oluşabileceğini göstermektedir. Küreselleşme ile birlikte ülkelerin finansal sorunları kar topu etkisi yaratarak tüm finans piyasalarını etkileyebilecek küresel krizlere neden olabilmektedir. Enron skandalı sadece Amerikan finans piyasalarını etkilemekle kalmamış bütün dünyadaki finansal piyasaları derinden etkilemiştir.

³¹⁹ Ayça Zeynep Süer, "Profesyonel Muhasebe Mesleğinde Enron Skandalı ve Sonrası Gelişmeler", 6. **Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, İstanbul (16-19 Nisan 2003), s. 2-4.

³²⁰ Ayça Zeynep Süer, s. 3.

Enron skandalının hisse senedi piyasalarındaki bir diğer etkisi, finans piyasalarında işlem gören varlıkların muhasebe ve mali raporlama standartlarında çok önemli değişiklikler yapan ve 30 Temmuz 2002 tarihi itibarıyla Amerika’da onaylanan Sarbanes–Oxley yasasının, diğer ülkeler tarafından da uygulanabilmesi amacıyla bu ülkelerin özellikle sermaye piyasalarında yapılan mevzuat değişiklikleridir.

Sonuç olarak; 2002-2004 dönemi genel olarak değerlendirildiğinde; Euronun finans piyasalarında bir para birimi olarak işlemlere konu olması ve fiziken piyasalarda yer alması sonucunda, özellikle euro bölgesi ülkelerde döviz kuru riskinin ortadan kalkmıştır. Bu durum ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna, diğer bir deyişle hisse senedi piyasalarının birlikte ve aynı yönde hareket etmelerine olanak sağlamıştır. Döviz kuru riskinin ortadan kalkması ile hisse senedi piyasaları entegrasyonunda büyük aşama kaydedilebileceği varsayımının iki önemli istisnası ise Hollanda ve Avusturya’dır. Bu ülkeler euro bölgesi ülkeleri olmaları ve döviz kuru riskinin ortadan kalkmasına rağmen ülke ekonomilerindeki kırılganlıklar nedeniyle en azından bu dönemde (2002-2004) Avrupa hisse senedi piyasalarındaki entegrasyonun dışında kalmıştır. Avrupa Birliği ile bu çalışmada kullanılan Arjantin, Brezilya, ABD ve Japonya’nın endekslerinin korelasyonunda ise benzer sonuçlar ortaya çıkmış, ABD ve Japonya’nın euro bölgesi ile entegre oldukları saptanmıştır.

4.3.2. 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu

Çalışmanın bu bölümünde; Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye blue chip endekslerinin, 2005-2007 dönemindeki günlük kapanış verileri üzerinden borsaların ilişkileri incelenmiştir. 2002-2004 döneminde olduğu gibi Pearson korelasyon analizi kullanılmak suretiyle oluşturulan korelasyon matrisi EK 3’te yer almaktadır. Veri setinde 781 işlem günü yer almaktadır.

2005-2007 dönemini incelemedeki en önemli amaç 2005 yılında son şekli verilen ve öncelikli amacının yapılacak düzenlemeler ile Avrupa Birliğinde finansal entegrasyonu sağlamak olan FSAP ve Finansal Hizmetler Politikasının hisse senedi blue chip

endekslerinin entegrasyonuna olan katkısının incelenmek istenmesidir. Yine 2002-2004 döneminde olduğu gibi Euronun ekonomik hayatta kullanılmasının hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna katkısı bu dönemde de incelenmiştir. Korelasyon matrisinde yer alan veriler üzerinden yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısı en çok olan ülkeden başlamak üzere aşağıdaki tablo üretilmiştir.

Tablo 55: 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Korelasyonları

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
İSPANYA	25	1	1
FİNLANDIYA	25	1	1
DANİMARKA	25	1	1
POLONYA	25	1	1
AVUSTURYA	24	2	1
ALMANYA	24	2	1
HOLLANDA	24	2	1
LÜKSEMBURG	24	2	1
YUNANİSTAN	24	2	1
MACARİSTAN	24	2	1
ÇEK CUMHURİYETİ	24	2	1
KIBRIS	24	1	2
İŞVEÇ	24	2	1
FRANSA	23	3	1
PORTEKİZ	23	3	1
BELÇİKA	23	3	1
İNGİLTERE	23	3	1
ESTONYA	23	2	2
ROMANYA	23	3	1
TÜRKİYE	23	3	1
İTALYA	22	4	1
LETONYA	22	4	1
BULGARİSTAN	22	2	3
SLOVENYA	16	8	3
LITVANYA	16	8	3
İRLANDA	13	10	4
SLOVAKYA	0	0	27
MALTA	0	21	6

Bu dönemde, yüksek korelasyona sahip ülkelerin yukarıdaki tablodaki verilere göre aritmetik ortalaması 21 olarak hesaplanmaktadır. Bu ortalama, Avrupa Birliğindeki blue chip endeksler göz önüne alınarak yapılan hisse senedi piyasaları entegrasyonu

ölçümünde; korelasyon analizine göre, Avrupa Birliği'nde hisse senedi piyasalarının birbirleriyle entegre olduğunu göstermektedir. Bu çalışmada yer alan iki dönemde; Avrupa Birliğine üye ülkeler ve Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna ilişkin olarak kullanılan korelasyon analizinden üretilen verilerin analizi kapsamında iki dönemde ülkelerin yüksek entegrasyona sahip oldukları ülke sayılarının karşılaştırılmıştır. Bu çerçevede ülkelerin bu çalışmada kullanılan ve her iki dönemdeki yüksek korelasyonda olduğu ülke sayıları ve iki dönem arasındaki farkı gösteren aşağıdaki tablo hazırlanmıştır.

Tablo 56: 2002-2004 ve 2005-2007 Dönemlerinde Yüksek Korelasyona Sahip Ülke Sayıları

ÜLKE	2002-2004 Dönemi	2005-2007 Dönemi	FARK
KIBRIS	1	24	23
HOLLANDA	5	24	19
ÇEK CUMHURİYETİ	12	24	12
İŞVEÇ	12	24	12
DANİMARKA	14	25	11
ALMANYA	13	24	11
BELÇİKA	12	23	11
ESTONYA	12	23	11
ROMANYA	12	23	11
İSPANYA	15	25	10
LÜKSEMBURG	14	24	10
MACARİSTAN	14	24	10
YUNANİSTAN	14	24	10
FRANSA	13	23	10
İNGİLTERE	13	23	10
PORTEKİZ	13	23	10
BULGARİSTAN	12	22	10
LETONYA	12	22	10
AVUSTURYA	15	24	9
TÜRKİYE	14	23	9
İTALYA	13	22	9
FİNLANDİYA	17	25	8
POLONYA	18	25	7
SLOVENYA	11	16	5
LITVANYA	12	16	4
İRLANDA	17	13	-4
SLOVAKYA	12	0	-12
MALTA	18	0	-18

Tablodan da görüldüğü üzere 3 ülke dışında (İrlanda, Malta ve Slovakya) diğer 25 ülke, ikinci dönemde yüksek korelasyona sahip oldukları ülke sayılarını arttırmışlardır. Yüksek korelasyona sahip ülke sayısı ortalaması 2002-2004 döneminde 13 iken, 2005-2007 döneminde 21'e çıkması da bu durumu açıklamaktadır.

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, 2005-2007 döneminde pek çok ülkenin yüksek korelasyonda olduğu ülke sayısı artarken, sadece İrlanda, Malta ve Slovakya'nın yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısı düşmüştür. Malta ve Slovakya'nın yüksek korelasyona sahip olduğu ülke bulunmamaktadır.

Malta'nın diğer ülkeler ile yüksek korelasyon içinde olmamasının en önemli nedenlerinden biri, 2005 yılı Mayıs ayında Avrupa Döviz kuru mekanizmasına girerek Euroya geçiş aşamalarına dahil olmasıdır. Malta Hükümeti 1 Euroyu 0,429300 Malta lirasına sabitlemiş ve bu kurun ± 15 bandında dalgalanmasına izin vermiştir.³²¹ Maltanın ERM-II'ye dahil olması ve döviz kurunu sabit kura bağlaması, hisse senedi piyasasına yapılan yatırımlardaki döviz kuru riskini minimize etmiştir. (Malta Ocak 2008'de euroya geçmiştir.) Bu durum ve Malta'nın sermaye piyasalarında Avrupa Birliği müktesabatına uyum çalışmalarının sonuçlanması ile birlikte piyasa katılımcılarında görülen artış, 2005 yılında Malta blue chip endeksinin⁶⁰ oranında yükselmesini sağlamıştır.³²² Bu oldukça büyük ve sıra dışı yükseliş, Malta'nın diğer borsalarla olan korelasyonunu uyumsuz hale getirmiştir. Bu yükseliş, 2006 yılında ufak çaplı da olsa bir düşüş (- 2,1) ile sonuçlanmıştır.

Slovakya'nın diğer ülkeler ile yüksek korelasyona sahip olduğu ülke bulunmamasının nedeni bu ülkenin de 2005 yılında ERM-II'ye dahil olmasıdır. (Slovakya Ocak 2009 tarihinde Euroya geçmiştir.) Ayrıca 1 Ağustos 2005'de "Menkul Kıymet ve Yatırım Hizmetleri Yasası" uygulamaya alınarak yasal düzenlemelerde Avrupa Birliğine uyum sağlanmaya çalışılmıştır.³²³ Bu gelişmeler 2005 yılında Slovakya Borsasının

³²¹ http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9407_en.htm (Erişim: 16/05/2009)

³²² No Exchange is an island, Malta Stockexchange, **The Economist**, 9 Şubat 2006, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=E1_VVDSGJQ (Erişim: 16/05/2009)

³²³ Important Events in the history of Bratislava Stock Exchange, <http://www.bsse.sk/Content/EN/StockExchange/history.htm>, (Erişim: 16/05/2009)

volatilesini yükseltmiştir. SAX endeksi Mart 2006'da Aralık 2005'e göre 55'lik artı getiriye ulaşmıştır. Kısa süredeki bu hızlı yükseliş daha sonra düşüş trendine girmiştir. Yine de yıl sonunda bir önceki yıla göre endekste yüzde 25 oranında yükseliş gerçekleşmiştir. Malta gibi bu olağanüstü durum Slovak blue chip endeksinin diğer ülkeler ile korelasyonunu olumsuz yönde etkilemiştir.

Avrupa Birliğine üye ülkelerin tamamının yerine sadece euro bölgesi ülkelerinin korelasyonlarının incelenmesi analizi, 2002-2004 döneminde olduğu gibi 2005-2007 dönemi için de yapılmıştır. Bu ülkelerin Pearson korelasyon analizine göre oluşturulan korelasyon matrisi EK 4'te yer almaktadır.

Bu verilerden en fazla ülke ile yüksek korelasyona sahip ülkeden başlamak üzere, ülkelerin diğer ülkelerle yüksek, orta ve düşük derece ilişkili olduğu ülke sayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 57: Euro Bölgesi Ülkelerinin 2005-2007 Dönemi Korelasyonu

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
FRANSA	11	0	0
ALMANYA	10	1	0
İSPANYA	11	0	0
FİNLANDİYA	11	0	0
İRLANDA	8	3	0
İTALYA	11	0	0
PORTEKİZ	10	1	0
BELÇİKA	11	0	0
LÜKSEMBURG	11	0	0
YUNANİSTAN	10	1	0
AVUSTURYA	11	0	0
HOLLANDA	11	0	0

Yukarıdaki tabloda yer alan veriler ışığında, euro bölgesindeki hisse senedi piyasaları verileri üzerinde yapılan analiz sonucunda, bu bölgede finansal entegrasyonun olduğu görülmektedir. Euro bölgesinde yer alan 12 ülkenin 8 adedi diğer tüm ülkeler ile yüksek korelasyon halindedir. İrlanda ile Almanya, Portekiz ve Yunanistan blue chip endeksleri arasındaki korelasyonun orta düzeyde olması, bu ülkelerin de diğer tüm ülkeler ile yüksek entegrasyona sahip olma durumlarını ortadan kaldırmaktadır.

2002-2004 döneminde olduğu gibi bu dönemde de Brezilya, Arjantin, Amerika Birleşik Devletleri (3 farklı Borsa Endeksi) ve Japonya hisse senedi piyasalarındaki veriler ile Avrupa Birliği ülkeler arasında korelasyon ilişkisi incelenmiş ve aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 58: 2005-2007 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu

ÜLKE	BREZİLYA	ARJANTİN	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI 225
AVUSTURYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
FRANSA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
ALMANYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
HOLLANDA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
İSPANYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
FİNLANDIYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
İRLANDA	ORTA	ORTA	ORTA	ORTA	ORTA	YÜKSEK
PORTEKİZ	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
BELÇİKA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
İTALYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
LUXEMBURG	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
YUNANİSTAN	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
SLOVENYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA
İNGİLTERE	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
DANİMARKA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
SLOVAKYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ESTONYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
LİTVANYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA
MACARİSTAN	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
ÇEK CUMHURİYETİ	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
MALTA	ORTA	ORTA	ORTA	ORTA	ORTA	YÜKSEK
ROMANYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
POLONYA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
TÜRKİYE	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
LETONYA	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
KIBRIS	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
BULGARİSTAN	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA
İŞVEÇ	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
BREZİLYA	X	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
ARJANTİN	YÜKSEK	X	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK
S&P 100	YÜKSEK	YÜKSEK	X	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA
S&P 500	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	X	YÜKSEK	YÜKSEK
DJI	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	YÜKSEK	X	ORTA
NIKKEI 225	YÜKSEK	YÜKSEK	ORTA	YÜKSEK	ORTA	X

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, Avrupa Birliği dışındaki dört ülkenin endekslerinin Avrupa Birliği endeksleri ile olan ilişkisinde, Avrupa Birliği ülkelerinin sonuçlarıyla büyük ölçüde benzerlik tespit edilmiştir. Dört ülkenin altı endeksinin Slovakya ile zayıf dereceli bir ilişki içerisinde olduğu, Japonya dışındaki diğer ülkelerin Malta ve İrlanda ile orta derecede korele oldukları saptanmıştır. Japonya'nın diğer ülkelere farklı olarak Malta ve İrlanda ile yüksek derecede korele iken, Litvanya, Slovenya, Bulgaristan, S&P 100 ve S&P 500 endeksleri ile orta derecede korelasyon içerisinde olduğu anlaşılmıştır. Japonya'nın ABD endeksleri ile orta düzeyde korelasyon içerisinde olmasının en önemli sebebinin Doların Japon yeni karşısındaki değer artışı olduğu düşünülmektedir.³²⁴

Sonuç olarak 2005-2007 dönemi genel olarak değerlendirildiğinde; 2002 yılında fiziki olarak piyasalarda işlem gören ve Avrupa Birliği ülkeleri arasındaki döviz kuru riskini sonlandıran Euronun, bu dönemde hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna katkısı 2002-2004 dönemine göre daha fazla olmuştur.

Ayrıca, hisse senedi piyasalarının Avrupa Birliği ülkelerinin büyük bir bölümünde entegrasyon içinde olması sağlayan en önemli etken (bu çıkarım blue-chip endekslerinin karşılaştırılması sonucunda yapılmıştır); Finansal Hizmetler Aksiyon Planı ve Finansal Hizmetler Politikası çerçevesinde tek pasaport ilkesi doğrultusunda, finansal piyasalardaki yasal düzenlemelerin tüm Avrupa Birliği ülkelerinde yeknesak hale getirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması sonucunda yatırımcıların tüm Avrupa Birliği ülkelerinde yatırım yapabilmelerine olanak sağlanmasıdır.

Çalışmada yer alan Brezilya, Arjantin, ABD ve Japonya'nın endeksleri de benzer bir şekilde Avrupa Birliğindeki sermaye piyasaları ile entegrasyon entegrasyon halindedirler.

³²⁴ TCMB, **Yıllık Rapor 2005**, s. 10.

4.4. Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Durağanlaştırma ile Ölçülmesi

Yukarıdaki bölümlerde Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye blue-chip hisse senedi endekslerinin 2002-2004 ve 2005-2007 dönemlerindeki gün sonu kapanış değerleri kullanılarak korelasyon matrisleri oluşturulmuş ve korelasyon matrisinde oluşan korelasyon katsayılarının yorumlanması ile bu piyasalardaki entegrasyon ilişkisi incelenmiştir.

Korelasyon katsayısı, iki değişken arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin ölçülmesinde kullanılan istatistiksel bir değerdir. Korelasyon katsayısı ile iki değişken arasında doğrusal bir ilişki olup olmadığı test edilmektedir. Başka bir deyişle, bir değişkendeki yükselme veya düşüşün diğer değişkende de benzer etkiyi yapıp yapmadığı incelenmektedir. Bir değişkendeki değişiklik diğer değişkende de aynı etkiyi yaratmıyorsa, iki değişken arasında korelasyon olmadığı saptanmaktadır. Bu durum, iki değişken arasında doğrusal bir ilişki olmadığı şeklinde de ifade edilebilir. İki değişken arasında doğrusal bir ilişki yok ise korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki ilişkiyi ölçmemektedir.

Bazı durumlarda korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki ilişkiyi doğru bir şekilde ölçmemektedir. Özellikle zaman serisi kullanılan değişkenlerde bu sorun ortaya çıkmaktadır. Zaman serisi kullanılan iki değişken arasında anlamlı bir ilişki bulunmamasına rağmen bazen korelasyon katsayısı yüksek çıkmaktadır. Bunun nedeni, her iki zaman serisinin de güçlü genel eğilimler (yukarı veya aşağıya doğru kalıcı hareketler) taşımasıdır. Böylece değişkenler arasındaki gerçek ilişkiden değil daha çok bu güçlü ve genel eğilim sonucu yüksek korelasyon saptanabilmektedir. Dolayısıyla değişkenler arasındaki ilişkinin gerçek veya düzmece olduğunu anlamak önemlidir.³²⁵

Zaman serilerini oluşturan değerlerin uzun dönemde ortaya çıkan artma veya azalmalarına zaman serisinin trendi denmektedir. Bu trend etkisi bazı durumlarda değişkenler arasındaki ilişkinin hatalı ölçülmesine neden olabilmektedir. Yukarıdaki paragrafta yer alan genel eğilimler, aslında trend etkisi olarak da ifade edilebilir.

³²⁵ Gujarati, s. 709.

Değişkenlerin ilişkisinin gerçekliğini ölçebilmek için zaman serilerinin trend etkisinden arındırılması gerekmektedir. Bu arındırma işlemi “zaman serilerinin durağanlaştırılması” olarak isimlendirilmektedir. Ortalaması ile varyansı zaman içerisinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılık süreci durağan olarak ifade edilir.

Zaman serilerinin durağanlaştırılarak yukarıda belirtilen trend etkisinden arındırılması için seride yer alan verilerin birinci derece farklarının alınması gerekmektedir.

$$Y_d = Y_t - Y_{t-1}$$

Bu denklem ile zaman serilerini durağanlaştırmak ve trend etkisini ortadan kaldırmak hedeflenmiştir.

Çalışmanın bu aşamasında, yukarıdaki bölümde kullanılan veri setlerinde (2002-2004 ve 2005-2007 dönemleri) yer alan endeks gün sonu kapanış değerlerinin birinci derece farkları alınarak yeni bir veri seti oluşturulmuştur. Bu veri setinden de korelasyon matrisi üretilerek ilgili dönemler yeniden analiz edilmiştir.

4.4.1. 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

2002-2004 döneminde Avrupa Birliği ve Türkiye'nin blue chip endekslerinin gün sonu kapanış değerleri birincil farkları alınarak durağanlaştırılmış ve oluşturulan veriler Pearson korelasyon analizi kullanılarak hazırlanan korelasyon matrisi EK 5'de yer almaktadır.

Korelasyon matrisinde yer alan veriler üzerinden yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısı en çok olan ülkeden başlamak üzere aşağıdaki tablo üretilmiştir.

**Tablo 59: 2002-2004 Dönemi Hisse Senedi Piyasaları Entegrasyonu
(Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)**

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
FRANSA	7	4	16
HOLLANDA	7	4	16
İSPANYA	6	5	16
İTALYA	6	5	16
BELÇİKA	5	6	16
İNGİLTERE	5	6	16
ALMANYA	4	6	17
İŞVEÇ	3	8	16
FİNLANDIYA	1	10	16
AVUSTURYA	0	0	27
BULGARİSTAN	0	0	27
ÇEK CUMHURİYETİ	0	0	27
DANİMARKA	0	9	18
ESTONYA	0	0	27
İRLANDA	0	8	19
KIBRIS	0	0	27
LETONYA	0	0	27
LİTVANYA	0	0	27
LÜKSEMBURG	0	0	27
MACARİSTAN	0	0	27
MALTA	0	0	27
POLONYA	0	0	27
PORTEKİZ	0	9	18
ROMANYA	0	0	27
SLOVAKYA	0	0	27
SLOVENYA	0	0	27
TÜRKİYE	0	0	27
YUNANİSTAN	0	0	27

Yukarıdaki tablo ve EK 5 deki korelasyon matrisine göre bu dönemde en fazla ülke ile yüksek korelasyon halinde olan ülkeler Fransa ve Hollandadır. Fransa'nın yüksek korelasyon içinde olduğu ülke sayısı 7, orta korelasyon içinde olduğu ülke sayısı 4 ve düşük korelasyon içerisinde bulunduğu ülke sayısı 16'dır.

2002-2004 döneminde durağanlaştırılan verilere göre yüksek derecede korelasyona sahip ülkelerin aritmetik ortalaması 1,55'dir. Bu değer, ilgili dönem için normal değerlere göre hesaplanan aritmetik ortalama olan 13 değerinden oldukça düşüktür. Durağanlaştırma sonucunda veri setinde yer alan 19 ülkenin, hiç bir ülke ile yüksek derece korelasyonu saptanmamıştır. Bu durum ilgili dönemde blue chip endeksi verileri üzerinde

trend etkisinin oldukça yüksek olduğunu, durağanlaştırılmış veriler analize dahil edildiğinde hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun istenilen şekilde yüksek olmadığını göstermektedir. Durağanlaştırma sonucunda trend etkisinden arındırılan veriler ile analiz yapıldığında 2002-2004 döneminde blue chip hisse senedi endekslerine göre Avrupa Birliği ve Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının entegre olmadıkları görülmektedir.

2002-2004 döneminde euro bölgesi ülkelerinin durağanlaştırılan değerler üzerinden Pearson korelasyon analizi ile üretilen korelasyon matrisi EK 6'de yer almaktadır. Bu matristen üretilen ve ülkelerin diğer ülkeler ile korelasyon derecelerini gösteren tablo aşağıdadır:

Tablo 60: 2002-2004 Döneminde Euro Bölgesinde Entegrasyon(Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
FRANSA	5	3	3
HOLLANDA	5	3	3
İSPANYA	5	3	3
İTALYA	5	3	3
ALMANYA	4	3	4
BELÇİKA	4	4	3
AVUSTURYA	-	-	11
FİNLANDIYA	-	8	3
İRLANDA	-	6	5
PORTEKİZ	-	7	4
LÜKSEMBURG	-	-	11
YUNANİSTAN	-	-	11

Yukarıdaki tabloda ve EK 6'de yer alan verilere göre; Fransa, Hollanda, İspanya ve İtalya 5 ülke ile, Almanya ve Belçika ise 4 ülke ile yüksek dereceli korelasyona sahiptir. Durağanlaştırmış veriler üzerinden yapılan analize göre yüksek korelasyona sahip ülke sayısı, her ne kadar normal endeks verilerine göre yapılan analizden daha düşük olsa da; Avrupa Birliği'ndeki gelişmiş ülkelerin birbirleriyle yüksek derecede ilişkide olduğu görülmektedir. Euro bölgesi dışında olduğu halde bölge ülkeleri piyasalarıyla yüksek derecede korelasyonu olan (EK 5) İngiltere'nin; Fransa, Hollanda, İspanya, İtalya, Almanya ve Belçika hisse senedi piyasaları ile entegrasyonu, durağanlaştırılan veri setinin analizinde de ortaya çıkmıştır.

Daha önceki bölümlerde incelenen Arjantin, Brezilya, ABD ve Japonya hisse senedi endeksleri de durağanlaştırılma işlemine tabi tutularak, Avrupa Birliği Ülkeleri ile korelasyonları analiz edilmiştir.

Tablo 61: 2002-2004 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler Üzerinden)

ÜLKE/ÜLKE	BREZİLYA	ARJANTİN	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI 225
AVUSTURYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
FRANSA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
ALMANYA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
HOLLANDA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
İSPANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ZAYIF
FİNLANDİYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İRLANDA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
PORTEKİZ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BELÇİKA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İTALYA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
LUXEMBURG	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
YUNANİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
SLOVENYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İNGİLTERE	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
DANİMARKA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
SLOVAKYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ESTONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
LİTVANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
MACARİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ÇEK CUMHURİYETİ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
MALTA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ROMANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
POLONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
TÜRKİYE	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
LETONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
KIBRIS	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BULGARİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İŞVEÇ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BREZİLYA	X	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ARJANTİN	ZAYIF	X	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
S&P 100	ZAYIF	ZAYIF	X	YÜKSEK	YÜKSEK	ZAYIF
S&P 500	ZAYIF	ZAYIF	YÜKSEK	X	YÜKSEK	ZAYIF
DJI	ZAYIF	ZAYIF	YÜKSEK	YÜKSEK	X	ZAYIF
NIKKEI 225	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	X

Dört ülkenin borsa endekslerinin durağanlaştırılmış veriler üzerinden analizinin sonucunda, Brezilya, Arjantin ve Japonya'nın Avrupa Birliğinde yer alan gelişmekte ülkelerin olduğu gibi hiçbir ülke ile korelasyon içinde olmadığı görülmektedir. Hatta Brezilya ve Arjantin'in birbirleriyle olan korelasyonu 0,24 gibi oldukça düşük bir oranda gerçekleşmiştir. ABD'nin üç endeksinin ise Avrupa Birliğinin gelişmiş ekonomileri olan Almanya, Fransa, Hollanda, İspanya ve İtalya ile orta düzeyde korele oldukları, diğer ülkelerle ise zayıf ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. ABD ile gelişmiş ülkeler arasındaki korelasyonun orta düzeyde olması, iki ülke arasındaki faiz oranı farklarının borsaların getirilerine de yansımaları olarak düşünülebilecektir.

Sonuç olarak, 2002-2004 dönemi hisse senedi endekslerinin günlük kapanış verilerinin durağanlaştırılması ile elde edilen değerlerin korelasyon matrisi yolu ile yapılan analizinde; ülkelerin ekonomik büyüklüklerine göre diğer ülkeler ile hisse senedi piyasaları korelasyonlarının oluştuğu, güçlü ekonomisi ve finansal piyasaları oldukça gelişmiş olan ülkeler arasında yüksek bir korelasyonun bulunduğu, orta büyüklükteki ekonomilere sahip ülkelerin hisse senedi piyasalarının diğer ülkelerle korelasyonunun orta düzeyde olduğu, gelişmekte olan ülkelerin ise diğer ülkelerle korelasyonlarının düşük olduğu görülmüştür.

4.4.2. 2005-2007 Dönemi Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

2005-2007 döneminde de, 2002-2004 döneminde olduğu gibi Avrupa Birliği ve Türkiye blue chip endekslerinin günlük kapanış değerlerinin birincil farkları alınarak durağanlaştırılmış ve oluşturulan veriler Pearson korelasyon analizi kullanılarak hazırlanan korelasyon matrisi EK 7'da yer almaktadır.

Korelasyon analizi sonucunda, 0-0,49 arasında korelasyon katsayısı olan ülke borsaları arasında zayıf ilişki olduğu, 0,5-0,74 arasında korelasyon katsayısı olan ülke borsaları arasında orta düzeyde ilişkili olduğunu, 0,75 ve üzerinde olan korelasyon katsayılarının ise borsalar arası güçlü ilişki olduğu ve bu borsaların birlikte hareket ettiği varsayımı yapılmıştır.

Korelasyon matrisinde yer alan veriler üzerinden yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısı en çok olan ülkeden başlamak üzere aşağıdaki tablo üretilmiştir.

Tablo 62: 2005-2007 Döneminde Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	ZAYIF
ALMANYA	8	9	10
BELÇİKA	8	9	10
FİNLANDİYA	8	10	9
FRANSA	8	9	10
HOLLANDA	8	9	10
İNGİLTERE	8	9	10
İSPANYA	8	9	10
İSVEÇ	8	9	10
İTALYA	8	9	10
AVUSTURYA	0	18	9
BULGARİSTAN	0	0	27
ÇEK CUMHURİYETİ	0	16	11
DANİMARKA	0	16	11
ESTONYA	0	0	27
İRLANDA	0	14	13
KIBRIS	0	1	26
LETONYA	0	0	27
LİTVANYA	0	0	27
LÜKSEMBURG	0	15	12
MACARİSTAN	0	4	23
MALTA	0	0	27
POLONYA	0	13	14
PORTEKİZ	0	12	15
ROMANYA	0	0	27
SLOVAKYA	0	0	27
SLOVENYA	0	0	27
TÜRKİYE	0	15	12
YUNANİSTAN	0	16	11

Yukarıdaki tablo ve EK 7'deki korelasyon matrisine göre bu dönemde en fazla ülke ile yüksek korelasyon halinde olan ülkeler; Almanya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç ve İtalya'dır. Bu ülkelerin hisse senedi piyasalarının yüksek derecede ilişkide olduğu ülke sayısı 8 olup, EK 7 daki korelasyon matrisinden de anlaşılacağı üzere bu ülkelerin kendi aralarında da yüksek derece korelasyonları bulunmaktadır. Yukarıdaki tablodaki verilere göre Almanya'nın yüksek korelasyon içinde

olduğu ülke sayısı 8; orta derecede korelasyon içinde olduğu ülke sayısı 9 ve düşük derecede korelasyon içerisinde bulunduğu ülke sayısı 10'dır. 2005-2007 döneminde durağanlaştırılan verilere göre yüksek derecedeki ülkelerin aritmetik ortalaması 2,57'dir. Bu değer, ilgili dönem için normal endeks değerlerine göre hesaplanan aritmetik ortalama değeri olan 21'den oldukça düşüktür. 2002-2004 döneminde olduğu gibi, durağanlaştırma sonucunda, 2005-2007 döneminde de veri setinde yer alan 19 ülkenin, hiç bir ülke ile yüksek derece korelasyonu bulunmamaktadır. Ancak ülkelerin birbirleriyle entegrasyonunun derecesi 2002-2004 döneminden daha yüksektir. 2002-2004 döneminde orta düzeyde korelasyona sahip ülkelerin aritmetik ortalaması 2,64 iken 2005-2007 döneminde bu oran 7,93'e yükselmiştir. Durağanlaştırma sonucunda trend etkisinden arındırılan verilerle yapılan analizde Avrupa Birliğine son katılan ülkeler başta olmak üzere Birlik üyelerinin büyük bir bölümü ve Türkiye'nin, Avrupa Birliği'nin gelişmiş ekonomilerinin hisse senedi piyasaları ile finansal entegrasyonu tam olarak ağılayamadığı görülmektedir.

2005-2007 Döneminde euro bölgesi ülkelerinin durağanlaştırılan değerler üzerinden Pearson korelasyon analizi ile üretilen korelasyon matrisi EK 8'de yer almaktadır. Bu verilere göre ülkelerin diğer ülkeler ile korelasyonunu içeren ve bölümün başında yer alan korelasyon değeri aralıklarına göre oluşturulan tablo aşağıdaki yer almaktadır.

Tablo 63: 2005-2007 Dönemi Euro Bölgesi Ülkelerinin Korelasyonları (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

ÜLKE/KORELASYON	YÜKSEK	ORTA	DÜŞÜK
ALMANYA	6	5	0
BELÇİKA	6	5	0
FİNLANDİYA	6	5	0
FRANSA	6	5	0
HOLLANDA	6	5	0
İSPANYA	6	5	0
İTALYA	6	5	0
AVUSTURYA	0	11	0
İRLANDA	0	11	0
LÜKSEMBURG	0	10	1
PORTEKİZ	0	9	2
YUNANİSTAN	0	10	1

Tabloda ve EK 8’de yer alan verilere göre; Almanya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İspanya ve İtalya’nın 6 ülke ile yüksek derecede korelasyonda olduğu; geri kalan 5 euro bölgesi ülkesinin (Avusturya, İrlanda, Lüksemburg, Portekiz ve Yunanistan) ise yüksek derecede korelasyona sahip olduğu ülke bulunmamaktadır.

Durağanlaştırılan veriler ile yapılan korelasyon analizinde yüksek korelasyona sahip ülke sayısı, normal endeks verilerine göre yüksek korelasyona sahip ülke sayısından daha düşüktür. Ancak Avrupa Birliği’ndeki gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarının birbirleriyle olan ilişkisinin yüksek olarak görülmektedir.

Ayrıca, 2002-2004 döneminde yüksek olan düşük korelasyonlu ülke sayısının, 2005-2007 döneminde orta derece korelasyona yükseldiği görülmüştür. Bunun da Finansal Hizmetler Aksiyon Planının ve Finansal Hizmetler Politikasının hisse senedi piyasalarının entegrasyonuna sağladığı olumlu katkı olduğu düşünülmektedir.

Euro bölgesi dışında olan fakat bu piyasalarla yüksek derecede korelasyonu olan (EK 7) İngiltere’nin; Avrupa Birliğinin gelişmiş ekonomilerinin hisse senedi piyasaları ile yüksek olan ilişkisi, durağanlaştırılan veri setinin analizinde de ortaya çıkmıştır.

Daha önceki bölümlerde incelenen Arjantin, Brezilya, ABD ve Japonya hisse senedi endeksleri de durağanlaştırılma işlemine tabi tutularak, Avrupa Birliği Ülkeleri ile korelasyonları 2005-2007 dönemi için de analiz edilmiştir.

Tablo 64: 2005-2007 Seçili Borsa Endekslerinin AB Üyeleri İle Korelasyonu (Durğanlaştırılmış Veriler Üzerinden)

Ülke	BREZİLYA	ARJANTİN	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI 225
AVUSTURYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
FRANSA	ORTA	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
ALMANYA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
HOLLANDA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
İSPANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
FİNLANDİYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İRLANDA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
PORTEKİZ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BELÇİKA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İTALYA	ZAYIF	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
LUXEMBURG	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
YUNANİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
SLOVENYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İNGİLTERE	ORTA	ZAYIF	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
DANİMARKA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
SLOVAKYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ESTONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
LITVANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
MACARİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ÇEK CUMHURİYETİ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
MALTA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
ROMANYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
POLONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
TÜRKİYE	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
LETONYA	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
KIBRIS	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BULGARİSTAN	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
İSVEÇ	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF
BREZİLYA	X	ORTA	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
ARJANTİN	ORTA	X	ORTA	ORTA	ORTA	ZAYIF
S&P 100	ORTA	ORTA	X	YÜKSEK	YÜKSEK	ZAYIF
S&P 500	ORTA	ORTA	YÜKSEK	X	YÜKSEK	ZAYIF
DJI	ORTA	ORTA	YÜKSEK	YÜKSEK	X	ZAYIF
NIKKEI 225	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	ZAYIF	X

Dört ülkenin borsa endekslerinin durağanlaştırılmış veriler üzerinden analizinin sonucunda, Arjantin ve Japonya'nın 2002-2004 döneminde olduğu gibi Avrupa Birliğine üye hiçbir ülke ile korelasyon içinde olmadığı görülmektedir. Ancak bu dönemdeki korelasyon değerleri 2002-2004 dönemine göre daha yüksek olarak oluşmuştur.

Brezilya'nın bu dönemdeki değerleri incelendiğinde; Fransa ve Almanya ile orta düzeyde korelasyon içinde olduğu, ayrıca Arjantin ve ABD endeksleri ile de korelasyonun benzer bir şekilde orta düzeye çıktığı saptanmıştır. Brezilya'nın 2005-2007 döneminde ekonomisinin gelişmesi ve dünyada BRIC ülkelerinin ekonomik faaliyetlerde yükselen katkısının Brezilya Borsasını geliştirmiş ülke borsaları ile entegre olma yolunda gelişme göstermesini sağlamıştır. ABD'nin üç endeksinin ise Avrupa Birliği'nin geliştirmiş ekonomileri olan Almanya, Fransa, Hollanda, İngiltere ve İtalya ile orta düzeyde korele oldukları, diğer ülkelerle zayıf ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. ABD ile geliştirmiş ülkeler arasındaki korelasyonun orta düzeyde olmasının, ABD Dolarının 2005-2007 döneminde euro karşısında değerinin çok hareketli olması neticesinde, yatırımcıların döviz kuru riskine maruz kalmaları ve ABD Hazinesinin ihraç etmiş olduğu devlet tahvilinin faiz oranlarının düşüş trendinde olması fakat bunun karşılığında Avrupa Birliği'nde faiz oranlarının değiştirilmemesinin etkisi olduğu düşünülmektedir.

Sonuç olarak; durağanlaştırma ile elde edilen veriler ile yapılan analizde; 2005-2007 döneminde Avrupa Birliğindeki büyük ülkelerin finansal piyasalarının birbirleriyle entegre olduklarını, orta büyüklükteki ekonomilerin finansal entegrasyona oldukça yaklaştıkları, ancak Avrupa Birliğine yeni katılan Orta ve Doğu Avrupa Ülkelerinin hisse senedi piyasalarının finansal entegrasyon konusunda oldukça geride oldukları görülmektedir.

4.5. Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonun CAPM ile Ölçülmesi

Çalışmanın 4.3. ve 4.4. bölümlerinde Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye'nin blue chip hisse senetlerinin günlük kapanış verileri ile durağanlaştırılmış günlük kapanış verileri üzerinden Pearson korelasyon analizine göre oluşturulan korelasyon matrisindeki değerler üzerinden hisse senedi piyasalarını entegrasyonu incelenmiştir. Analizde kullanılan veri seti 2002-2004 ve 2005-2007 olarak iki ayrı döneme ayrılmıştır. Ayrıca Brezilya, Arjantin, ABD ve Japonya'da borsaların belirlenmiş olan altı endeksinin Avrupa Birliği ülkeleri ile korelasyonları yine aynı yöntem ile incelenmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde hisse senedi piyasalarının entegrasyonu CAPM ile ölçülecektir.

Hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun CAPM ile ölçülmesi için bu çalışmada kullanılacak olan yöntem Sharpe ve Linther tarafından üretilen denklemdir. Bu denklemde yer alan R_m (pazarın getirisini), R_f ise (risksiz finansal varlığın getirisini) göstermektedir.

Bu çalışmada R_f değeri olarak *10 yıllık Alman Tahvilini* ve R_m olarak ise Alman blue chip endeksi olan DAX-30'un günlük getirileri kullanılacaktır. Veriler excel programı kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada incelenecek değer blue chip endekslerinin β değerleridir. Bu değer ülkenin Alman hisse senedi piyasaları ile ilişkisini göstermektedir. Çalışmanın bu bölümünde Brezilya, Arjantin, ABD ve Japonya'nın endeks verileri kullanılmayacaktır.

Çalışmada yukarıdaki korelasyon matrisi analizinde olduğu gibi veri seti 01/01/2002-31/12/2004 ve 01/01/2005-31/12/2007 dönemleri olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

4.5.1. 2002-2004 Döneminde Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye'nin Beta Katsayıları

Bu bölümde 01/01/2004-31/12/2004 döneminde Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye'nin blue chip endekslerinin günlük getirileri ile Alman DAX-30 endeksinin günlük getirileri arasındaki ilişki CAPM analizinde yer alan β katsayısı üzerinden incelenmiştir.

Aşağıda yer alan tabloda 2002-2004 döneminde Avrupa Birliği üyesi ülkeleri ve Türkiye'nin; Alman DAX-30 endeksinin getirilerine göre hesaplanan β katsayıları büyükten küçüğe sıralanmıştır.

Tablo 65: 2002-2004 Dönemi β (Beta) Katsayıları

ÜLKE	BETA KATSAYISI
HOLLANDA	0,80
FRANSA	0,74
İŞVEÇ	0,60
İSPANYA	0,58
İTALYA	0,58
BELÇİKA	0,54
İNGİLTERE	0,49
FİNLANDİYA	0,41
DANİMARKA	0,33
İRLANDA	0,30
YUNANİSTAN	0,26
POLONYA	0,25
PORTEKİZ	0,24
TÜRKİYE	0,23
MACARİSTAN	0,22
ÇEK CUMHURİYETİ	0,18
AVUSTURYA	0,16
KIBRIS	0,14
LÜKSEMBURG	0,11
ESTONYA	0,09
SLOVAKYA	0,03
SLOVENYA	0,02
BULGARİSTAN	0,02
LİTVANYA	0,01
MALTA	0,01
ROMANYA	0,00
LETONYA	-0,01

Yukarıdaki tablodaki verileri göre en yüksek β katsayısı olan ülkeler Hollanda (0,80) ve Fransa (0,74) dır. Alman DAX-30'daki bir birimlik yükseliş veya azalış Hollanda AEX endeksini % 0,80 oranında yükseltmekte veya azaltmaktadır. β katsayısının 1'e yakın olduğu değerler iki ülkenin endeks getirilerinin birbirlerine paralel bir şekilde yükseldiğini veya düştüğünü göstermektedir.

Bu yaklaşım aslında korelasyon matrisinde kullanılan korelasyon katsayısı ile benzerlik içermektedir. Korelasyon katsayısının yorumlanmasında da iki ülke arasındaki korelasyonun 0,74'ün üzerinde olması bu iki ülkenin yüksek derecede birlikte hareket ettiğini ve piyasalarının birbirlerine entegre olduğunu göstermektedir. Bu kapsamda Tablo

20'de yer alan β katsayıları, korelasyon analizinde uygulanan yöntem ile analiz edildiğinde; β katsayısı 0-0,49 arasında olan ülkeler ile Almanya arasında zayıf ilişki olduğu; β katsayısı 0,5-0,74 arasında olan ülkeler ile Almanya arasında orta düzeyde ilişkili olduğu; β katsayısı 0,75 ve üzerinde olan ülkeler ile Almanya arasında yüksek derecede ilişki olduğu varsayımı yapılmıştır.

Almanya ile yüksek ve orta düzeyde β katsayısına sahip olan ülkelerin ekonomileri gelişmiş olan euro bölgesi ülkeleri ve İngiltere olması, 2002-2004 döneminde Almanya ile gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkelerin hisse senedi piyasalarının entegrasyonu konusunda diğer ülkelere göre daha ileride olduklarını göstermektedir.

Avrupa Birliğine yeni katılan orta ve doğu avrupa ülkeleri ve Türkiye ile Alman DAX-30 endeksi arasında oldukça zayıf bir ilişki bulunmaktadır. En yüksek β katsayısına sahip olan ülke 0,25 ile Polonya'dır. Bu değerler; gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerle hisse senedi piyasalarında entegrasyon kurma olma süreçlerini 2002-2004 döneminde gerçekleştiremediklerini göstermektedir.

Bu durumun sebepleri arasında, orta ve doğu Avrupa ülkelerine yapılacak yatırımlardaki döviz kur riski, bu ülkelerin geçmiş dönemde kapalı ekonomik sistemde olmaları nedeniyle finansal piyasaların gelişmişlik düzeylerinin oldukça sınırlı olması ve finansal piyasalardaki yetersiz düzenlemeler sayılabilecektir.

4.5.2. 2005-2007 Döneminde Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye'nin Beta Katsayıları

Bu bölümde 01/01/2005-31/12/2007 döneminde Avrupa Birliği ülkeleri ve Türkiye'nin blue chip endekslerinin günlük getirileri ile Alman DAX-30 endeksinin günlük getirileri arasındaki ilişki CAPM analizinde yer alan β katsayısı üzerinden incelenmiştir.

Aşağıda yer alan tabloda 2005-2007 döneminde Avrupa Birliği üyesi ülkeleri ve Türkiye'nin; Alman DAX-30 endeksinin getirilerine göre hesaplanan β katsayıları büyükten küçüğe sıralanmıştır.

Tablo 66: 2005-2007 Dönemi β (Beta) Katsayıları

ÜLKE	BETA KATSAYISI
TÜRKİYE	0,95
İŞVEÇ	0,95
FRANSA	0,92
FİNLANDİYA	0,85
AVUSTURYA	0,82
HOLLANDA	0,82
İRLANDA	0,82
İSPANYA	0,80
İTALYA	0,78
İNGİLTERE	0,77
BELÇİKA	0,75
POLONYA	0,75
DANİMARKA	0,65
MACARİSTAN	0,65
ÇEK CUMHURİYETİ	0,61
YUNANİSTAN	0,58
LÜKSEMBURG	0,56
KIBRIS	0,53
PORTEKİZ	0,40
ROMANYA	0,23
ESTONYA	0,19
LİTVANYA	0,09
LETONYA	0,09
SLOVENYA	0,05
SLOVAKYA	0,05
BULGARİSTAN	-0,00
MALTA	-0,02

Yukarıdaki tablodaki veriler incelendiğinde β katsayılarının 2002-2004 dönemine göre oldukça dikkat çekici bir şekilde yükseldiği gözlemlenmiştir. Özellikle Türkiye'nin 2005-2007 döneminde β katsayısı 0,95 olup, bu değer ilgili dönemde Türkiye ile Alman hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettiğini göstermektedir. 2002-2004 döneminde yüksek β sayısına (0,75 ve üzeri) sahip ülke sayısı sadece bir iken bu dönemde on ikiye yükselmiştir. Yüksek β değerine sahip ülkelerin Türkiye, Polonya ve İngiltere dışında kalanları euro bölgesi ülkeleridir. Polonya'nın Almanya ile komşu olması nedeniyle iki ülke arasında ticari ilişkilerin artması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte Alman yatırımcıların Polonya'daki menkul kıymetlere yatırım yapması Polonya ile

Almanya arasındaki yüksek ilişkinin nedenleri arasındadır. Ayrıca Polonya'nın yabancı bankaların faaliyetlerine getirdiği serbestlikte finansal piyasaların entegre olmasına yardımcı olmuştur.

4.6. İMKB'nin Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasaları ile Entegrasyonu

Bu bölümde, İMKB'nin Avrupa Birliği ülkelerinin hisse senedi piyasaları ile entegrasyonu incelenecektir. Bu çalışmada veri seti olarak İMKB'deki blue chip endeksi olan İMKB-30 ile Avrupa Birliği ülkelerinin blue chip endekslerinin gün sonu kapanış değerleri kullanılmıştır. Burada da çalışmanın daha önceki bölümlerinde olduğu gibi veri seti 01/01/2002-31/12/2004 ve 01/01/2005-31/12/2007 olmak üzere iki döneme ayrıştırılmıştır. İMKB-30 ile Avrupa Birliği ülkelerinin blue chip endekslerinin analizi dört farklı veri seti üzerinden gerçekleştirilmiştir:

- 1) 01/01/2002-31/12/2004 dönemi verileri
- 2) 01/01/2005-31/12/2007 dönemi verileri
- 3) 01/01/2002-31/12/2004 dönemi durağanlaştırılmış veriler
- 4) 01/01/2005-31/12/2007 dönemi durağanlaştırılmış veriler

Bu bölümde ayrıca İMKB'de yabancı yatırımcıların alım satım işlemi yapmasına ilişkin tarihsel süreç ve yabancı yatırımcıların İMKB'da sahip oldukları hisse senetlerine ilişkin veriler de yer almaktadır.

4.6.1. 2002-2004 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu

Bu bölümde 01/01/2002-31/12/2004 döneminde İMKB-30 blue chip endeksinin günlük kapanış değerleri ile Avrupa Birliği üyesi ülkelerin blue chip endekslerinin kapanış değerleri üzerinden korelasyon analizi yapılmış ve aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 67: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 endeksinin diğer ülkeler ile korelasyonu

ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon	ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon
MACARİSTAN	0,935	İSPANYA	0,748
AVUSTURYA	0,934	DANİMARKA	0,733
ÇEK CUMHURİYETİ	0,927	YUNANİSTAN	0,688
LETONYA	0,921	LÜKSEMBURG	0,66
POLONYA	0,921	PORTEKİZ	0,641
LITVANYA	0,908	İŞVEÇ	0,592
BULGARİSTAN	0,906	BELÇİKA	0,556
MALTA	0,902	İTALYA	0,39
ESTONYA	0,896	İNGİLTERE	0,316
ROMANYA	0,872	FRANSA	0,283
SLOVENYA	0,862	ALMANYA	0,266
SLOVAKYA	0,841	HOLLANDA	-0,114
FİNLANDİYA	0,783	KIBRIS	-0,308
İRLANDA	0,756		

İMKB-30 endeksinin diğer blue-chip endekslerle olan ilişkileri incelediğinde; İMKB-30 endeksinin 14 ülkenin hisse senedi endeksi ile yüksek korelasyon içinde hareket ettiği, 7 ülke ile olan ilişkinin orta olduğu ve son olarak 6 ülke ile zayıf ilişkisinin bulunduğu görülmektedir.

Yukarıdaki tablolardaki verilere göre, gelişmekte olan ülkeler ile İMKB-30 arasında yüksek derecede korele bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu durum yabancı yatırımcıların Türkiye'yi ve diğer gelişmekte olan ülkeleri aynı kategoride değerlendirerek bu ülkelere yatırım kararlarını benzer bir şekilde aldıklarını göstermektedir.

Türkiye'nin gelişmiş ülkelerle olan entegrasyon ilişkisi ise bu dönem itibariyle oldukça düşüktür. İMKB-30 ile en yüksek korelasyon değeri olan ülke İspanya'dır. İngiltere, Almanya ve Fransa ile olan korelasyon değerleri, piyasalar arası ilişkinin düşük olduğu göstermektedir.

Türkiye'nin Avrupa Birliği ülkelerinde yer alan piyasalar dışında, diğer ülkelerle olan korelasyon ilişkisi de bu çalışmada incelenmiştir. Ülke seçiminde yukarıdaki bölümde

yer alan borsalar kullanılmıştır. Bu borsalar ve endeksleri, Arjantin (MerVal), Brezilya (Bovespa), ABD (S&P 100, S&P 500, DJI) ve Japonyadır. (Nikkei-225) Bu endeksler ile İMKB-30'un korelasyon değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 68: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu

ÜLKE	Arjantin	Brezilya	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI-225
İMKB-30	0,898	0,955	0,657	0,749	0,74	0,602

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, İMKB-30 ile altı endeks arasında oldukça yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. Brezilya ve Arjantin'in Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler kategorisinde olması Borsalarının birlikte hareket etmesini sağlamaktadır. İMKB-30'un ABD ve Japonya endeksleri ile korelasyon değerleri Avrupa Birliğinin gelişmiş ülkelerine göre daha yüksek seviyededir.

2001 Ekonomik krizinin finans sektöründe yarattığı tahribat ve yabancı yatırımcıların ülkemiz hisse senedi piyasası yatırımlarını azaltmaları, İMKB'nin 2002-2004 döneminde özellikle Avrupa Birliğinin lokomotif ülkeleri olan Almanya, Fransa ve İngiltere hisse senedi piyasaları ile korelasyonunu azaltmıştır. Ancak Avrupa Birliği ülkeler dışındaki ülkeler ile İMKB-30'un hareket yönlerinin benzerlik içerdiği görülmektedir. Özellikle ABD piyasası ile Avrupa Birliğinin gelişmiş ülkelerinin aksine daha yüksek düzeyde korelasyon bulunmaktadır.

4.6.2. 2005-2007 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu

Bu bölümde 01/01/2005-31/12/2007 döneminde İMKB-30 blue chip endeksinin günlük kapanış değerleri ile Avrupa Birliği üyesi ülkelerin blue chip endekslerinin kapanış değerleri üzerinden korelasyon analizi yapılmış ve aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 69: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 Hisse Senedi Endeksinin Diğer Ülkeler İle Korelasyonu

ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon	ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon
YUNANİSTAN	0,93	KIBRIS	0,855
ÇEK CUMHURİYETİ	0,928	İSPANYA	0,849
ROMANYA	0,917	LETONYA	0,844
ALMANYA	0,911	BULGARİSTAN	0,831
MACARİSTAN	0,903	İŞVEÇ	0,831
POLONYA	0,901	BELÇİKA	0,802
AVUSTURYA	0,893	SLOVENYA	0,784
HOLLANDA	0,889	İTALYA	0,762
FİNLANDİYA	0,885	LITVANYA	0,756
DANİMARKA	0,884	ESTONYA	0,691
İNGİLTERE	0,883	MALTA	0,64
PORTEKİZ	0,865	İRLANDA	0,534
LÜKSEMBURG	0,863	SLOVAKYA	-0,05
FRANSA	0,855		

Türkiye blue-chip hisse senetlerinin oluşturduğu endeksin, diğer blue-chip endekslerle olan ilişkileri 2005-2007 dönemi için incelediğinde; Türkiye'nin yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısının oldukça dikkat çekici bir şekilde 14 ülkeden 23 ülkeye çıktığı görülmektedir. Bu sonuç, ilgili dönem için blue chip endekslerinin korelasyonu analizine göre, Türkiye'nin Avrupa hisse senedi piyasaları ile tam entegrasyon içerisinde olduğu anlamına gelmektedir.

Türkiye'nin Avrupa Birliği ülkelerinde yer alan piyasalar dışında, diğer ülkelerle olan korelasyon ilişkisi de bu çalışmada incelenmiştir. Ülke seçiminde yukarıdaki bölümde yer alan borsalar kullanılmıştır. Bu borsalar ve endeksleri, Arjantin (MerVal), Brezilya (Bovespa), ABD (S&P 100, S&P 500, DJI) ve Japonyadır. (Nikkei-225) Bu endeksler ile İMKB-30'un korelasyon değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 70: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu

ÜLKE	Arjantin	Brezilya	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI-225
İMKB-30	0,936	0,936	0,808	0,855	0,836	0,8

Yukarıdaki tablodaki verilere göre, İMKB-30 ile altı endeks arasında oldukça yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. Brezilya ve Arjantin'in Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler kategorisinde olması Borsalarının birlikte hareket etmesini sağlamaktadır. İMKB-30'un ABD ve Japonya endeksleri ile korelasyon değerleri bu dönemde Brezilya ve Arjantin'in değerleri kadar yüksek olması bile, ilişki seviyesi "orta" düzeyinden "yüksek" düzeye yükselmiştir. Bu durum İMKB-30'un dünyanın belli başlı endeksleri ile birlikte hareket ettiğini başka bir deyiş ile İMKB-30'un dünya sermaye piyasaları ile entegre olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, Türkiye, 2005-2007 döneminde Avrupa Birliği üyelerinin tamamına yakın bir bölümünün hisse senedi piyasaları ile entegre durumdadır. Türkiye'nin orta düzeyde korelasyon ilişkisi olan ülkelerin (Estonya, İrlanda, Malta ve Slovakya) Avrupa Birliği içerisindeki etkinliği ve Birlik ekonomisi içindeki paylarının oldukça düşük olduğu dikkate alındığında, Türkiye'nin Avrupa Birliği hisse senedi piyasaları ile blue chip endeks verileri dikkate alındığında bütünleşmiş olduğu görülmektedir.

4.6.3. 2002-2004 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

Çalışmanın bu bölümünde İMKB-30 endeks değerinin durağanlaştırılması sonucunda yaratılan yeni veri seti ile korelasyon analizi yapılmıştır. Bu verilerin durağanlaştırılmasının en önemli nedeni trend etkisi nedeniyle değişkenler arasındaki ilişkinin hatalı ölçülmesine neden olan durumdan verilerin arındırılmasıdır.

Bu kapsamda İMKB-30 endeksi ve diğer hisse senedi endekslerinin günlük kapanış değerlerinin birincil farkları alınarak yeni veri seti oluşturulmuş ve korelasyon matrisi ile analiz edilmiştir.

İMKB-30 blue chip endeks değerlerinin, diğer ülkeler ile olan korelasyon katsayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 71: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler)

ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon	ÜLKE	İMKB-30 ile Korelasyon
POLONYA	0,186	FRANSA	0,141
İŞVEÇ	0,170	HOLLANDA	0,139
PORTEKİZ	0,169	İTALYA	0,129
İSPANYA	0,161	BELÇİKA	0,126
MACARİSTAN	0,157	LÜKSEMBURG	0,100
FİNLANDİYA	0,154	ESTONYA	0,067
ALMANYA	0,152	SLOVENYA	0,063
DANİMARKA	0,152	BULGARİSTAN	0,059
İRLANDA	0,148	ROMANYA	0,051
KIBRIS	0,148	SLOVAKYA	0,04
YUNANİSTAN	0,146	LITVANYA	-0,008
AVUSTURYA	0,145	MALTA	-0,038
İNGİLTERE	0,145	LETONYA	-0,055
ÇEK CUMHURİYETİ	0,144		

İMKB-30 hisse senedi endeksinin günlük verilerinin durağanlaştırılması sonucunda ortaya çıkan yeni datası üzerinden yapılan korelasyon analizi sonucunda, İMKB-30'un diğer ülkeler ile arasında zayıf bir ilişki olduğu ve hatta bu verilerden bir kısmının negatif değerler içerdiği yukarıdaki tabloda yer alan verilerde görülmektedir (Letonya, Litvanya ve Malta). Bu analize göre 2002-2004 döneminde İMKB-30 ile diğer ülkeler arasında herhangi bir entegrasyon ilişkisi kurulamamıştır. Bu durum Avrupa Birliği ülkesi dışında olan ve bu çalışmada kullanılan altı endeks verisi için de geçerlidir.

Tablo 72: 2002-2004 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Değerler Üzerinden)

ÜLKE	Arjantin	Brezilya	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI-225
İMKB-30	0,09	0,163	0,06	0,07	0,062	0,12

4.6.4. 2005-2007 Dönemi İMKB ile Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonu (Durağanlaştırılmış Veriler üzerinden)

Çalışmada kullanılan veri setinin ikinci dönemi olan 2005-2007 döneminde de veriler durağanlaştırılmış ve durağanlaştırılan veriler ile yapılan korelasyon analizi

neticesinde, İMKB-30 blue chip endeksi ile Avrupa Birliği ülkeler arasındaki hisse senedi piyasaları entegrasyonu gösteren korelasyon katsayıları tespit edilmiştir.

**Tablo 73: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu
(Durağanlaştırılmış Veriler)**

ÇEK CUMHURİYETİ	0,599	DANİMARKA	0,496
AVUSTURYA	0,59	MACARİSTAN	0,475
YUNANİSTAN	0,58	İRLANDA	0,463
İNGİLTERE	0,571	PORTEKİZ	0,407
FİNLANDİYA	0,562	KIBRIS	0,405
BELÇİKA	0,554	ROMANYA	0,27
FRANSA	0,553	ESTONYA	0,189
HOLLANDA	0,547	LITVANYA	0,164
POLONYA	0,546	LETONYA	0,133
İŞVEÇ	0,528	BULGARİSTAN	0,064
ALMANYA	0,512	SLOVENYA	0,036
İTALYA	0,509	SLOVAKYA	0,028
İSPANYA	0,505	MALTA	-0,002
ÇEK CUMHURİYETİ	0,599	DANİMARKA	0,496
AVUSTURYA	0,59	MACARİSTAN	0,475

Yukarıdaki tablodaki verilerden de görüldüğü üzere, İMKB-30 hisse senedi endeksinin günlük verilerinin durağanlaştırılması sonucunda ortaya çıkan yeni data üzerinden yapılan korelasyon analizi neticesinde, İMKB-30 endeksinin diğer ülkeler blue chip endeksleri ile arasında, 2002-2004 döneminden daha yüksek düzeyde bir ilişki kurulmuştur. Korelasyon kademelendirmesine göre İMKB-30 endeksi 14 ülkenin hisse senedi piyasası ile orta düzeyde diğer 13 ülkenin hisse senedi piyasası ile düşük düzeyde ilişkilidir. Normal endeks verilerine göre yapılan analizde 21 ülke ile yüksek derecede korelasyon içerisinde olan İMKB-30 hisse senedi endeksi, birincil farkların alınarak oluşturulan durağanlaştırma veriler ile yapılan analizde ancak orta derecede korelasyon seviyesine ulaşabilmektedir.

Avrupa Birliği ülkesi dışındaki altı endekse ile ilişkin korelasyon analizinin sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 74: 2005-2007 Dönemi İMKB-30 ile Diğer Endekslerin Korelasyonu (Durağanlaştırılmış Değerler Üzerinden)

ÜLKE	Arjantin	Brezilya	S&P 100	S&P 500	DJI	NIKKEI-225
İMKB-30	0,358	0,402	0,299	0,307	0,299	0,344

İMKB-30 hisse senedi endeksi her ne kadar yüksek korelasyon içerisinde olmasa da Avrupa Birliğindeki orta ve büyük düzeyde ekonomik seviyeye sahip ülkelerle entegrasyon içindedir. Ayrıca 2005-2007 dönemi verilerinden; küreselleşme ve İMKB'deki yabancı paylarının sürekli yükselmesi ile beraber, içerisinde en likit hisse senetlerini barındıran İMKB-30 hisse senedi endeksinin, yurtdışı borsa endekslerine paralel şekilde hareket ettiği saptaması yapılmıştır.

5.SONUÇ

Günümüzde ekonomik entegrasyon, belirli bir coğrafyayı paylaşan ülkelerin, pazarlarının, ekonomilerinin, üretim süreçlerinin bütünleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu bütünleştirme dört faktörün mal, hizmet, iş gücü ve sermayenin herhangi bir sınırlamaya takılmadan serbest bir şekilde dolaşımını sağlamaktadır.

Dünyanın pek çok farklı bölgesinde ekonomik entegrasyonun farklı modelleri uygulanmaktadır. Bu modeller; tercihi ticaret anlaşmaları, serbest ticaret bölgesi, gümrük birliği, ortak pazar ve ekonomik ve parasal birlik olarak sınıflandırılmıştır. Mevcut durumda dünyada en çok uygulanan model gümrük birlikleridir. Ekonomik entegrasyonun en kapsamlı modeli olan ekonomik ve parasal birliğe sadece Avrupa Birliği ulaşabilmiştir.

Optimum para teorisi finansal piyasaların entegrasyonunun sağlanması konusunda oldukça büyük katkı yaratmıştır. Sermaye hareketlerinin bölge üyeleri arasında serbestçe gerçekleştirilebilmesi finansal piyasaların verimliliğini artıracaktır.

Ekonomik entegrasyon, bölge ülkelerinin refahının artırılması amacı ile kullanılan bir araçtır. Bu nedenle ticari blokların (bölgeselleşmenin) dünya refahını artıran çok taraflı ticari sistemi (küreselleşmeyi) destekleyen mi yoksa onu temelinden sarsan oluşumlar mı oldukları konusunda ekonomistler arasında farklı görüşler bulunmaktadır.

Ekonomik entegrasyon ile küreselleşme arasında bazı noktalarda uyumsuzluklar bulunmaktadır. Küreselleşme, serbest ticaret politikalarını savunurken ekonomik entegrasyon serbest ticaret politikalarını sadece bölge içi ülkeler arasındaki ticaret artırmak için kullanmakta ve bölge dışı ülkelere ortak kota uygulanmasını sağlamaktadır. Bu durum bölgesel birliklerin dışında kalan ve ihracata dayalı büyüme modelini uygulayan gelişmekte olan ülkeler için büyük handikaplar içermektedir. Gelişmekte olan ülkeler bu durumu bertaraf etmek için DTÖ'da daha geniş katılım göstererek karar alma süreçlerindeki etkinliklerini artırma yoluna gitmişlerdir.

Ekonomik entegrasyon modellerinden en gelişmiş olan özellikle de Avrupa Birliğinin oluşumunda önemli rol oynayan ekonomik ve parasal birlik, diğer bölgesel birliklerin de hedefinde olan bir iktisadi yapıdır. Bu kapsamda bölgesel birlikler ekonomik ve parasal birliğe ulaşabilmek için birlik üyesi ülkelerde uygulanacak olan ortak kuralları belirlemeye çalışmaktadırlar. Ekonomik entegrasyonun başarıya ulaşması için en önemli etkenlerden bir tanesi birlik üyesi ülkelerin finansal piyasalarının birbirleriyle entegrasyonunun sağlanmasıdır. Ülkelerin entegrasyona dahil olmalarının en önemli sebeplerinden bir tanesi ekonomilerinin sürdürülebilir büyümesini sağlayacak kaynakların entegre olmuş finansal piyasalardan sağlanmasıdır.

Ortak para birimine geçiş entegrasyon anlamında bir mihenk taşıdır. Ortak para birimi entegrasyonu forse etmektedir. Çünkü ortak para sisteminin başarıya kavuşması ülkeler arasındaki harmonizasyonun yükselişine bağlıdır.

Finansal entegrasyon, sermayenin herhangi bir kontrol veya engel olmadan serbestçe dolaşımı ile finansal varlıkların birbirleriyle ikamesinin (yabancı ve yerli finansal varlıkların herhangi bir sınırlama olmadan alınıp satılması) derecesidir. Tek fiyat yasasına göre benzer derecede risk ve getiriye sahip olan finansal varlıkların fiyatı işlem gördüğü piyasalara bağlı olmaksızın aynı olmalıdır.

Avrupa Birliğinin en önemli hedefi; mallar, hizmetler, sermaye ve kişilerin serbest dolaşımıdır. Bu kapsamda Avrupa Birliği yasama organları tarafından yapılan düzenlemeler aynı zamanda ekonomik ve finansal entegrasyonun oluşmasına hizmet vermektedir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, 1957 Roma antlaşmasından beri Avrupa Birliği'nin nihai amacı ekonomik ve politik entegrasyonun üye ülkeler arasında sağlanmasıdır.

Sermaye piyasalarının entegrasyonu Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğinin önemli motivasyon kaynaklarından bir tanesidir. Finansal entegrasyon ile birlikte hisse senedi piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin, ihraç maliyetleri ve işlem maliyetlerinde düşme görüleceği tahmin edilmektedir. Ayrıca Finansal piyasaların

entegrasyonundan ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının faydalarından da yararlanmak suretiyle arttırması ve makro ekonomik volatilitiyi düşürmesi ile ihraç ve işlem maliyetlerinde azalma yaşanması beklenmektedir.

Avrupa Birliğinin Tek Pazar hedefi çerçevesinde yer alan “Tek Finansal Pazar”oluşumu temelde üye ülkelerin Avrupa Birliğinde serbestçe finansal hizmetlerini sunması ve finansal hizmetlerinden faydalanmasını sağlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda ilk önce üye ülkeler arasında sermayenin serbestçe dolaşımının önündeki engellerin kaldırılması sağlanmıştır. Daha sonra ise finansal piyasalarda yer alan sektörlere ilişkin hukuki düzenlemelere gidilmiştir.

Avrupa Birliği’nde finansal entegrasyonun en hızlı bir şekilde gerçekleştiği piyasalar kamu ve özel sektör borçlanma araçlarının işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalardaki entegrasyon özellikle euronun piyasaya çıkmasından olumlu yönde etkilenmiştir. Euro, bu piyasaların homojen bir piyasa yaratarak, yatırımcı tabanını genişletmiştir. Bu durum hem kamu hem de özel sektör menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasaları daha rekabetçi hale getirmiştir.

Avrupa Birliği’nde euronun; 1999 yılında resmi para birimi olarak kabul edilmesi ve 2002 yılında tedavüle girmesi ile beraber euro bölgesi ülkelerinde parasal birlik sağlanmış olup, yatırımcıların bu ülkelerde gerçekleştirdikleri yatırımlardan kaynaklanan döviz kuru riski ortadan kalkmıştır. Diğer yandan 1999 yılında kabul edilen FSAP ve 2005 yılında güncellenen tek pasaport ilkesi çerçevesinde, 2005-2010 döneminde gerçekleştirilecek faaliyetleri belirleyen Finansal Hizmetler Politikası ise yatırımcıların benzer kurullarla Avrupa Birliğine üye ülkelerin hisse senedi piyasalarında işlem yapmalarına olanak sağlayan yasal düzenleme paketidir. Finansal entegrasyon ile birlikte, risk seviyeleri eşit olan hisse senetlerine ait getirilerin, işlem gördükleri piyasalar dikkate alınmadığında dahi aynı olacağı düşünülmektedir.

Faizlerin serbest bırakılmasının Türkiye ekonomisine sağladığı yararların yanı sıra bankerler skandalı ile verdiği büyük bir zararda olmuştur. Faizlerin serbest bırakıldığı

dönemde, sermaye piyasası kanunu olmadığı için bankerler herhangi bir engel ile karşılaşmadan menkul kıymetleri serbestçe halka satarak kaynak toplamaktaydı. Ancak bir süre sonra bankerlerin ödeme gücünü çekmeleri nedeniyle iflasa sürüklenmeleri sonucunda pek çok yatırımcı mağdur duruma düşmüştür. Banker skandalının sermaye piyasalarına olan en önemli faydası, bu skandal sonrası sermaye piyasası kanununun yürürlüğe girmesidir.

Sermaye piyasası kanunu ile Türkiye sermaye piyasalarının yasal altyapısı oluşturulmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu; sermaye piyasası araçları, bu araçların halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve sermaye piyasası kuruluna ilişkin düzenlemeleri içermektedir.

Türkiye sermaye piyasaları mevzuatı, Avrupa Birliği sermaye piyasası mevzuatı ile genel olarak uyumludur. Ancak özellikle yabancı finansal kuruluşların (aracı kuruluşlar, yatırım fonları ve diğer sermaye piyasası kurumları) veya sermaye piyasası ihraççılarının Türkiye sermaye piyasalarında gerçekleştirecekleri faaliyetler konusunda sermaye piyasası mevzuatında uyum kapsamında gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Avrupa Birliğinde hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun ölçülebilmesi amacıyla, 27 Avrupa Birliği ülkesi ve Türkiye hisse senedi piyasalarındaki blue chip hisse senedi endekslerinin 2002-2007 yılı günlük kapanış verileri kullanılarak analiz yapılmıştır. Çalışmada blue chip endekslerin kullanılmasının nedeni bu endeksi oluşturan hisse senetlerinin yüksek kapitalizasyon değerini sahip olmaları ve fiyat seyirlerinin istikrarlı olmasıdır. Bu hisse senetlerinin risk düzeyleri piyasadaki diğer hisse senetlerine göre daha düşük, borsalarda işlem görme oranları ise oldukça yüksektir.

Veri seti, döviz kuru riskinin ortadan kalkması ve finansal piyasalar aksiyon planı ile finansal hizmetler politikası çerçevesinde Avrupa Birliğine üye ülkelerin finansal piyasalarında gerçekleştirdikleri uyumlaştırma çalışmalarının etkilerinin ölçülebilmesi amacıyla, 2 test kümesine ayrılmıştır. Birinci kümede yer alan veriler 01/01/2002-

31/12/2004 dönemini, ikinci kümede yer alan veriler ise 01/01/2005-31/12/2007 dönemini kapsamaktadır.

Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun ölçümünde üç farklı yöntem uygulanmıştır.

Birinci yöntem, hisse senedi endekslerinin günlük kapanış değerleri üzerinden yapılan korelasyon analizidir. Bu yöntemle göre 2002-2004 dönemi verileri incelendiğinde; Avrupa Birliği ülkeleri arasında hisse senedi piyasalarının ilgili dönem itibariyle tam bir entegrasyon içerisinde olmadığı görülmektedir. Ancak euro bölgesi ülkeleri arasındaki entegrasyon Hollanda ve Avusturya dışında oldukça yüksek bir şekilde oluşmuştur. Euro bölgesinin hisse senedi piyasalarının entegrasyonu Avrupa Birliği'nin finansal piyasalarda yapacağı düzenlemeleri hızlandırmalarını sağlamıştır. Bu düzenlemelerin hızlandırılması ekonomik entegrasyonun Birlik bünyesinde oluşmasına katkıda bulunacaktır.

2002-2004 döneminde yaşanan en olumsuz olay, 2002 ve 2003 yıllarında hisse senedi piyasalarını çöküşe sürükleyen Enron Skandalı nedeniyle yatırımcıların yerel hisse senedi piyasalarına geri dönmeleridir. Bu geri dönüşler ve Birlik bünyesinde yer alan veya katılım müzakerelerini sürdüren orta ve doğu Avrupa ülkeleri ile Türkiye'nin hisse senedi piyasalarının kırılabilirlikleri, ilgili dönemde finansal entegrasyonu geciktiren en önemli nedenlerdir.

2005-2007 dönemi, yapılan analizler sonucunda hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun tamamlandığını gösteren bir dönemdir. Euronun dünya finans piyasasında referans döviz olarak kabul edilmesi, Avrupa Birliğinde finansal hizmetler aksiyon planı ve finansal hizmetler politikası ile finansal piyasalardaki mevzuata uyum çalışmaları, Avrupa borsalarının yükselmesini sağlamıştır. Finansal piyasalarda yapılan düzenlemeler ve teknolojik gelişmeler, hisse senedi piyasalarının büyümesini ve borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonlarını artırmıştır. Bu dönemde bütün ülkelerdeki hisse senedi piyasalarının yükseliş trendinde olması entegrasyon oluşumunu kolaylaştırmıştır. Euro kullanmayan ülkelerin de Avrupa Birliği hisse senedi piyasalarındaki entegrasyona

dahil olmaları, Avrupa Birliği bünyesindeki ülkelerde menkul kıymetlere yapılan yatırımlardaki döviz kuru riskinin oldukça düşük olduğunu göstermektedir.

İki dönem genel olarak özetlendiğinde, Avrupa birliği ülkeleri ve Türkiye hisse senedi piyasalarının 2002-2004 döneminde korelasyonlarının yüksek olmadığı ancak 2005-2007 döneminde üye ülkelerin yüksek ilişkiyi sağlayarak hisse senedi piyasalarının tam entegre oldukları görülmektedir.

Çalışmada, Avrupa Birliği ülkeleri dışında yer alan belirli başlı ülkelerin blue chip endekslerine benzer verileri de analize dahil edilmiştir. Arjantin, Brezilya, ABD (3 endeks üzerinden inceleme yapılmış.) ve Japonya'nın blue chip endekslerinin de Avrupa Birliği üyeleri ve ilişkisi 2002-2004 ve 2005-2007 dönemleri için incelenmiştir. Arjantin ve Brezilya'nın 2002-2004 korelasyon değerleri Avrupa Birliğine yeni üye olan ülkelerle benzer ancak gelişmiş ülkelerle orta dere ededir. ABD ve Japonya ise Euro bölgesi ile yüksek derece korele gözükmemektedir.

Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun ölçümünde kullanılan ikinci yöntem, verilerin durağanlaştırılmasıdır. Zaman serilerinde oluşabilecek olan trend etkisinin analizin sonuçlarını etkilemesini önlemek amacıyla veri setinde yer alan dataların birincil farkları alınarak arındırma işlemi yapılmıştır. Durağanlaştırılan veri seti üzerinden 2002-2004 ve 2005-2007 dönemlerine ilişkin korelasyon analizi yapılmıştır.

Bu yöntemle göre, 2002-2004 döneminde blue chip endeksi verileri üzerinde trend etkisinin oldukça yüksek olduğu ve durağanlaştırılmış verilerle analiz gerçekleştirildiğinde hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun istenilen şekilde yüksek olmadığı görülmektedir. Ancak euro bölgesi ülkeleri üzerinden yapılan analizin sonucuna göre; Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya ve İspanya gibi gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerin hisse senedi piyasaları yüksek derecede korelasyon içinde iken orta düzeyde ekonomik büyüklükleri bulunan; Belçika, Finlandiya, İrlanda ve Portekiz'in diğer ülkeler ile

korelasyonunun orta düzeyde ve son olarak Avusturya, Lüksemburg ve Yunanistan gibi daha küçük ekonomilerin ise diğer ülkelerle korelasyonunun düşük düzeyde olmasıdır.

Veri setinin 2005-2007 dönemi için durağanlaştırılması sonucunda yapılan analizde, ilgili dönemde Avrupa Birliğindeki büyük ülkelerin finansal piyasalarının birbirleriyle entegre oldukları, orta büyüklükteki ekonomilerin finansal entegrasyona oldukça yaklaştıkları, ancak Avrupa Birliğine yeni katılan orta ve doğu Avrupa ülkelerinin hisse senedi piyasalarının finansal entegrasyon konusunda oldukça geride oldukları görülmektedir.

Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye hisse senedi piyasalarının entegrasyonunun ölçümünde kullanılan üçüncü yöntem; hisse senedi endekslerinin entegrasyonunun CAPM'de kullanılan β katsayısı üzerinden yapılmasıdır. Bu ölçümde pazar riskinin hesaplanmasında Alman DAX-30 endeksinin günlük getirileri kullanılmıştır. Analiz birinci ve ikinci yöntemde olduğu gibi iki farklı dönem üzerinden gerçekleştirilmiştir. 2002-2004 dönemi için yapılan hesaplamalar neticesinde, Almanya ile yüksek veya orta düzeyde β katsayısına sahip olan ülkelerin, ekonomileri gelişmiş olan euro bölgesi ülkeleri ve İngiltere olduğu saptanmıştır. Avrupa Birliğine katılım müzakerelerine dahil olan orta ve doğu avrupa ülkeleri ve Türkiye ile Alman DAX-30 endeksi arasında ise oldukça zayıf bir ilişki bulunmaktadır. Bu durumun sebepleri arasında; orta ve doğu Avrupa ülkelerine yapılacak yatırımlardaki döviz kur riski, bu ülkelerin geçmiş dönemde kapalı ekonomik sistemde olmaları nedeniyle finansal piyasaların gelişmişlik düzeylerinin oldukça sınırlı olması ve finansal piyasalardaki yetersiz düzenlemeler sayılabilmektedir.

II. Dönemde ise, β katsayılarının 2002-2004 dönemine göre oldukça dikkat çekici bir şekilde yükseldiği saptanmıştır. Özellikle Türkiye'nin 2005-2007 döneminde β katsayısı 0,95 olup, bu değer ilgili dönemde Türkiye ile Alman hisse senedi piyasalarının birlikte hareket ettiğini göstermektedir. 2002-2004 Döneminde yüksek β katsayısına (0,75 ve üzeri) sahip ülke sayısı sadece bir iken bu dönemde on iki olmuştur. Yüksek β değerine sahip ülkelerin Türkiye, Polonya ve İngiltere dışında kalanları euro bölgesi ülkeleridir.

Türkiye'nin blue chip endeksi olan İMKB-30 ile Avrupa Birliği ülkeleri arasındaki hisse senedi piyasaları entegrasyonu yukarıda belirtilen birinci ve ikinci yöntemle göre analiz edilmiştir.

Normal veriler üzerinden yapılan analizlerde; 2002-2004 döneminde, İMKB-30 endeksinin gelişmekte olan ülkeler ile arasında yüksek derecede korele bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu durum yabancı yatırımcıların Türkiye'yi ve diğer gelişmekte olan ülkeleri aynı kategoride değerlendirerek bu ülkelere yatırım kararlarını benzer bir şekilde aldıklarını göstermektedir. Türkiye'nin gelişmiş ülkelerle olan entegrasyon ilişkisi ise bu dönem itibarıyla oldukça düşüktür. 2001 Ekonomik krizinin Türk finans sektöründe yarattığı tahribat ve yabancı yatırımcıların Türkiye hisse senedi piyasasında gerçekleştirdikleri yatırımları azaltmaları, İMKB'nin 2002-2004 döneminde özellikle Avrupa Birliği'nin lokomotif ülkeleri olan Almanya, Fransa ve İngiltere hisse senedi piyasaları ile korelasyonunu azaltmıştır. 2005-2007 döneminde ise, Türkiye'nin yüksek korelasyona sahip olduğu ülke sayısının oldukça dikkat çekici bir şekilde 14 ülkeden 23 ülkeye yükseldiği ve bu sonuca göre ilgili dönem için blue chip endekslerinin korelasyonu analizine göre, Türkiye'nin Avrupa hisse senedi piyasaları ile tam entegrasyon içerisinde olduğu saptanmıştır.

Durağanlaştırılmış veriler üzerinden yapılan analizde, 2002-2004 döneminde İMKB-30 ile Avrupa Birliği ülkeleri arasında herhangi bir entegrasyon ilişkisi kurulamamıştır. 2005-2007 döneminde ise, İMKB-30 endeksinin diğer ülkeler blue chip endeksleri ile arasında, 2002-2004 döneminden daha yüksek düzeyde bir ilişki olduğu ve korelasyon kademelendirmesine göre İMKB-30 endeksinin 14 ülkenin hisse senedi piyasası ile orta düzeyde korele olduğu saptanmıştır.

İMKB-30 hisse senedi endeksi her ne kadar yüksek korelasyon içerisinde olmasa da Avrupa Birliğindeki orta ve büyük düzeyde ekonomik seviyeye sahip ülkelerle entegrasyon içindedir. Ayrıca 2005-2007 dönemi verilerinden; küreselleşme ve İMKB'deki yabancı paylarının sürekli yükselmesi ile beraber, içerisinde en likit hisse senetlerini

barındıran İMKB-30 hisse senedi endeksinin, yurtdışı borsa endekslerine paralel şekilde hareket ettiği saptanmıştır.

Türkiye'deki sermaye piyasası mevzuatının büyük ölçüde Avrupa Birliği sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu olduğu görülmüştür. Bu durum Türkiye'deki sermaye piyasalarının Avrupa Birliği ile entegrasyonun mevzuat düzenlemeleri açısından tam olarak sağlandığını göstermektedir. Sermaye piyasası mevzuatına ilişkin tek uyumsuzluk olan; tek piyasa kuralı çerçevesinde yabancı aracı kuruluş ve ihraççı şirketlerin ana ülkeden aldıkları izin çerçevesinde İMKB'de işlem yapmaları konusunun ise, Türkiye'nin Avrupa Birliğine tam üye olduğu süreçte gerçekleştirilebileceği 2008 Ulusal programında yer almaktadır.

İMKB'nin hisse senedi piyasasının Avrupa Birliğindeki Borsalar arasında işlem hacmi, işlem devir hızı ve yoğunlaşma derecelerine göre oldukça iyi durumda olduğu görülmektedir. Ancak hisse senetlerinin Türkiye'de işlem gören toplam yatırım araçları arasındaki payının ve kapitalizasyon değerinin GSYİH'e göre düşük olması, piyasalarda işlem gören hisse senet sayısının az olması gibi konularda iyileştirilmesi çalışmaları yapılmalıdır.

EKLER

EK1

EK 2

EK 3

EK 4

EK 5

EK 6

EK 7

EK 8

KAYNAKÇA

Aktan, Okan. **Para Birlikleri Kuramı ve Avrupa Para Sistemi**, Ankara: Hacettepe Üniversitesi İİBF Yayınları, No:4, 1983.

Bayraktutan, Yusuf. **Global Ekonomide Bütünleşme Trendleri, Bölgeselleşme ve Küreselleşme**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Eylül 2004,

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2005.

Bilici, Nurettin. **Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri**, 2. Baskı, İstanbul: Seçkin Kitapevi, 2005.

Black, Fischer, Michael C. Jensen ve Myron Scholes. "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests", **Studies In The Theory of Capital Markets**, ed: Micheal C. Jensen Westport: Praeger Publishers, 1972.

Bolak, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4. Basım, İstanbul: Beta Yayınları, 2001.

Bozkurt, Enver, Mehmet Özcan ve Arif Köktaş. **Avrupa Birliği Temel Mevzuatı**, Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd., 2005.

Bulmer, Simon. "History and Institutions of EU", **The Economics of the European Union, Policy and Analysis**, 3rd. Edition, ed. Mike Artis, Frederick Nixon, Amerika: Oxford University Press, 2001.

Campell, John Y. Andrew W. Lo ve A. Craig MacKinlay. **The Econometrics of Financial Markets**, New Jersey: Princeton University Press, 1997.

Corden, Max. **Inflation, Exchange Rates, and the World Economy: Lectures on International Monetary Economics**, Chicago: University of Chicago Press, 1986.

Corden, Warner. M. **“Monetary Integration” Essays in International Finance**, USA: Princeton University, 1972.

Çağlar, Ünal. **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2003.

Ertürk, Emin. **Ekonomik Entegrasyon Teorisi ve Türkiye'nin içinde Bulunduğu Entegrasyonlar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1991.

Fertekligil, Azmi. **Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1993.

Grauwe, Paul De. **Economics of Monetary Union**, Seventh Edition, İngiltere: Oxford University Press, 2007.

Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri 3** Basım, çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları, 1999.

Güler, Fazıl. **İstatistik Metodları ve Uygulamaları**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2005.

Günüğur, Haluk. **Avrupa Topluluğunu Kuran Anlaşma (Roma Anlaşması)**, Ankara: Gazi Kitapevi 1988.

Gürbüz, Osman ve Yakup Ergincan. **Şirket Değerlemesi, Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2008.

Howells, Peter ve Keith Bain. **The Economics of Money, Banking and Finance**, Third Edition, İngiltere: Pearson Education Limited, 2005.

Karan, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, 2. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi, 2004.

Karluk, Rıdvan. **Avrupa Birliği ve Türkiye**, 8. baskı, İstanbul: Beta Yayınları, Ocak 2005.

Karluk, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003.

Karlı, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994

Kazgan, Haydar. , **Galata Bankerleri**, TEB Yayınları, İstanbul:1981,

Kenen, P.B. “The Optimum Currency Area: An Eclectic View”, **Monetary Problems of the International Economy** (edited R.A. Mundell and A. Swoboda), Chicago: University of Chicago Press, 1969.

Kılıç, Saim. **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2002.

Kidwell, S. David, Richard L. Peterson and W. David Blackwell. **Financial Institutions, Markets and Money**, 6. Edition, ABD: The Dryden Press, 1997.

Kodak, Nuray ve Hilmi Erdoğan Yayla. **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkiye, Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2002.

Krugman, Paul R. ve Maurice Obstfeld. **International Economics: Theory and Policy**, Third Edition, USA: Pearson Education Limited, 1994.

Krahen, Jan Pieter ve Reinhard H. Schmidt. **The German Financial System**, İngiltere: Oxford University Press, 2004

Lemmen, Jan. **Integrating Financial Markets in the European Union**, İngiltere: Edward Elgar Publishing Lmt, 1998.

Levich, Richard. **International Financial Markets Prices and Policies**, Second Edition, New York: Mc Graw-Hill Irwin, 2001.

Levine, Ross. "Foreign Banks, Financial Developments and Growth", **International Financial Markets: Harmonization versus Competition**, ed. Claude E. Barfield, Washington: The AEI Pres, 1996.

Miller, Merton H. ve Myron Scholes. "Rate of Return in Relation to Risk: A Re-examination of Some Recent Findings", **Studies in the Theory of Capital Markets**, ed. Michael C. Jensen, New York: Praeger Publishers, 1972.

Nebioğlu, Hüsamettin. **Bölgeselleşme Hareketleri Bağlamında 21. yüzyılda Türkiye**, İstanbul: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 1997.

Robson, Peter. **The Economics of International Integration**, 4. edition, USA: Routledge Inc., 1998.

Sarıkamış, Cevat. **Sermaye Pazarları**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, İstanbul: Güzem Yayıncılık, 2002.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul: Turhan Kitapevi, 1999.

Stiglitz, Joseph E. **Küreselleşme, Büyük Hayal Kırıklığı**, İstanbul: Plan b. Yayınları, 2002.

Tezcanlı, Meral V. ve Oral Erdoğan. **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996.

Tonus, Özgür. **Avrupa Birliğinde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye**, İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, 2000.

Tuncer, Selahattin. **Türkiye’de Sermaye Piyasası Teori-Uygulama**, İstanbul: Okan Yayıncılık, 1985,

Tur, Orhan. **Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000.

Uludağ. İlhan ve Erişah Arıcan. **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasa-Kurumlar-Araçlar)**, İstanbul: Beta Yayımevi, 2001.

Utkulu’ Utku. “Avrupa Parasal Birliği, Optimum Para Sahası ve Türkiye”, **Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri üzerine Ekonomik-Politik Tezler** (Editör İrfan Kalaycı) İstanbul: Beta Yayımevi, 2006.

Winters, Alan L. ve Sidney J. Wells. *International Economics*, 4th. Edition, İngiltere: Routledge, 1991.

Yörük, Nevin. **Finansal Varlık Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2000.

Sürelî Yayınlar

Adler, Martin ve Bernard Dumas. “International portfolio selection and corporation finance a syntesis, **Journal of Finance**, Volume 38, 1983, s. 932.

Akman, M. Sait. “Hokey, Sopaları, Küreselleşme ve Dünya Ticaret Sisteminin Geleceği: Deardorff’u Tamamlayıcı Notlar”, **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi**, Sayı:3 (1-2) 2008, s.27.

Alparslan, Melike. “Avrupa Birliği’nde Finansal Hizmetler Tek Pazarına Geçiş Süreci”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:48, İstanbul, (2004), s. 93.

Aybar, Sedat, Uğur Özgöker ve Vedat Akman, “Uluslararası Finansal Kriz ve Siyasi Sonuçları”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl: 23, Sayı 83, (Nisan 2009), s. 33.

Balassa, Bela. “Towards A Theory of Economic Integration”, **Kyklos**, Volume 14, No:1, (Şubat 1961), s. 1-17.

Black, Fischer. “Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing”, **Journal of Business**, Volume 45, No:3, (Temmuz 1972), s. 444–454.

Black, Fischer. “International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers”, **Journal of Financial Economics**, Volume. 1(4), (Aralık 1974), s. 348.

Brennan, Micheal J. ve Bruno Solnik. International Risk Sharing and Capital Mobility, **Journal of International Money and Finance**, Volume 8, (1989), s. 360.

Barr, David G. ve Richard Priestley. “Expected Returns, Risk and the Integration of Bond Markets”, **Journal of International Money and Finance**, Volume 23, Issue: 1, (Şubat 2004), s. 71-97.

Caprio, Gerard ve Patrick Honohan. “Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume13, (1999), s. 43-64.

Chambers, Nurgül. “Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türk Sermaye Piyasasının Uyumu”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 71, (2005), s. 127-143.

Clinton, Kevin. “Transactions Costs and Covered Interest Arbitrage: Theory and Evidence”, **Journal Of Political Economy** Volume:96, (1988), s. 357-370.

Codogno, Lorenzo, Carlo Favero ve Alessandro Missale. “Yield spreads on EMU Government Bonds”, *Economic Policy*, Volume 18, Issue 37, (Ekim 2003), s. 503-532.

Cooper, Ian ve Evi Kaplanis, “Partially Segmented Capital Markets and International Capital Budgeting”, **Journal of International Money and Finance**, Volume 19 (3), (2000), s. 311.

Eun, Cheul S. ve Sundaram Janakiramanan, “A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership”, **Journal of Finance**, Volume 41 (4), (Eylül 1986), s. 897-914.

Fama Eugene F. ve James D. Macbeth. Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests, **Journal of Political Economy**, Volume. 81, Issue: 3, (Mayıs-Haziran 1973), s. 607-636.

Fama Eugene F. ve Kenneth R. French. “The Cross –Section of Expected Stock Returns”, **The Journal of Finance**, Volume.47 Sayı: .2, (Haziran 1992), s. 427-465.

Fama, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Volume 25, (Mayıs 1970), s. 383-417.

Fleming, J. Marcus. “On Exchange Rate Unification”, **The Economic Journal**, Volume 81, (1971), s. 467-488.

Fujita, Nanako. “Myrdal’s Theory of Cumulative Causation”, **Evolutionary and Institutional Economics Review**, Volume 3(2), (2007), s. 275-283.

Fıkırkoca, Ekin. “Almanya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı: 38, TSPAKB Yayınları, Aralık 2005, s. 21.

Fıkırkoca, Ekin. “Avusturya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı: 51, TSPAKB Yayınları, 2006, s. 20.

Fıkırkoca, Ekin. “İspanya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı: 33, TSPAKB Yayınları, Mayıs 2005, s. 6-8.

Fıkırkoca, Ekin. “İtalya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı: 35, TSPAKB Yayınları, Temmuz 2005, s. 6-8.

Giannetti, Mariassunta. “The Effects of Integration on Regional Disparities: Convergence, Divergence or Both?”, **European Economic Review**, Volume.46, Sayı :3, (Mart 2002), s. 539-567.

Gibbons, Michael R. “Multivariate Tests of Financial Models: A New Approach”, **Journal of Financial Economics**, Volume. 10 Sayı: 1, (Mart 1982), s. 3-27.

Hoffman, Stanley. “The European Process at Atlantic Cross Purposes”, **Journal of Common Market Studies**, Volume 3, No: 2 (Nisan 1965) s. 85-101.

İnan, Emre Alpan. “Dezenflasyon Programının Türk Bankacılık Sistemine Olası Etkileri” **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 32, (2000), s. 6.

Kim, Suk-joong, Fari Moshirian ve Eliza Wu .“Dynamic Stock Market Integration Driven by European Monetary Union: An Empirical Analysis”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 29 No: 10, (2005), s. 2475-2502.

Kim, Suk-joong, Fari Moshirian ve Eliza Wu. "Evolution of International Stock and Bond Market Integration: Influence of the European Monetary Union", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 30 (5), (Mayıs 2006), s. 1507-1534.

Laopodis, Nikiforos T. "Government Bond Market Integration within European Union", **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue No:19, (2008) s. 61-62.

Levy, Haim. Equilibrium in an Imperfect Market: A Constraint on the Number of Securities in a Portfolio, **American Economic Review**, Volume 68, Issue: 4, (1978), s. 643-658.

Lipsey, Richard G. ve Kelvin Lancaster. "The Theory of Second Best", **The Review of Economic Studies**, Volume 24 No:1, (1956), s. 11-32.

Markusen, James R. ve Antony J. Venables, "Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development", **European Economic Review**, Volume 43, (Şubat 1999), s. 335-356.

McKinnon, Ronald I. "Optimum Currency Areas", **The American Economic Review**, No:53(1963), s. 717-725.

Mundell, Robert. "A. Optimum Currency Areas", **The American Economic Review**, No:51(1961), s. 657-665.

Muth, John. "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", **Econometrica** Volume 29 (1961), s. 315-335.

Roll, Richard. "A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I: On Past and Potential Testability of the Theory, **Journal of Financial Economics**, Volume.4 Sayı: 2, (Mart 1977), s. 129-176.

Roll, Richard ve Stephan Ross. "The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", *Financial Analyst Journal*, Volume 40 (Mayıs-Haziran 1984), s. 14-26. (Aktaran Tülin Akkum, Bengü Vuran, "Türk Sermaye Piyasasındaki Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makro Ekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlamaya Modeli ile Analizi, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 65, (Kasım-Aralık 2003), s. 55.

Ross, Stephan. "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", **Journal of Economic Theory**, Volume 13, (1976), s. 341-360.

Sharpe William F. ve Guy M. Cooper. "Risk-Return Classes of New York Stock Exchange Common Stocks 1931-1967", **Financial Analysts Journal**, Volume 28, No: 2 (Mart-Nisan, 1972), s. 46-54.

Stulz, M.René. "On the Effects of Barriers to International Investment", **Journal of Finance**, Vol.36 (4), (Eylül 1981), s. 926.

Tesar, Linda ve Ingrid Wegner. "Home Bias and High Turnover", **Journal of International Money and Finance**, Volume 14(4), (Ağustos 1995), s. 475.

Vergil, Hasan. "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerindeki Etkileri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (3), 2002/1, s. 20.

Vo, Xuan Vinh ve Kevin James Daly. "European Equity Market Integration-Implications for US Investors," **Research in International Business and Finance**, Volume 19, Issue 1, (Mart 2005), s. 155-170.

Willett, Thomas ve Edward Tower. "Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility", **Review of World Economics**, Volume 105 (1) (Eylül, 1970), s. 48-65.

Yang, Jian Insik Min ve Qi Li, "European Stock Market Integration: Does Emu Matter?" **Journal of Business Finance and Accounting**, Volume 30 (9-10), s. 1253-1276.

Yeldan, Erinç. “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, **Praksis Dergisi**, 7. sayı, (2002), <http://www.praksis.org/files/007-02.pdf>, (Erişim Tarihi 08/02/2009), s.22.

Diğer

Adjaoute, Kpate ve Jean-Pierre Danthine. “European Financial Integration and Equity Returns: A theory based Assessment”, **FAME Research Paper Series**, (Ocak 2003).

Agénor, Pierre-Richard. “Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts”, **World Bank Policy Research Working Papers**, No: 2699, (Ekim 2001).

Altay, Erdinç. Varlık Fiyatlama Modelleri, FVFM ve AFT ve İMKB’de uygulaması, (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**), İstanbul Üniversitesi, 2001, s. 149.

Arestis, Philip, Kevin Mc. Cauley ve Malcolm Sawyer. “From Common Market to EMU: A Historical Perspective of Economic and Monetary Integration”, **The Jerome Levy Economics Institute Working Papers**, No. 263, (Şubat 1999), s. 20.

Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar, Derleyen: Can Fuat Gürlesel, İstanbul: Finans Kulüp Yayınları, 2007.

Avrupa Birliğinde Finansal Hizmetler Politikası, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 55, (2005), s. 88-89.

Avrupa Birliği Muktesabatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı, 2001.

Avrupa Birliği Muktesabatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye 2003 Yılı Ulusal Programı, 2003.

Avrupa Birliği Muktesabatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı.
2008,

Avrupa Komisyonu. Financial Services, Turning the Corner, **FSAP 10. İlerleme Raporu**,

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress10_en.pdf

(Erişim: 05/05/2009) s. 5.

Avrupa Komisyonu, Green Paper on Financial Service Policy (2005-2010),
03/05/2005,

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf (Erişim:

05/06/2009)

Avrupa Komisyonu, White Paper on Financial Service Policy (2005-2010),
05/12/2005,

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf (Erişim:

05/06/2009)

Avusturya Merkez Bankası, The Avustrian Financial Markets, A Survey of Austria
Capital Markets, 2004, s. 111

Baele, Lieven, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova ve Monnet
Cyril. “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, **European Central Bank
Occasional Paper Series**, Almanya, (2004), s. 6.

Baele, Lieven, Crina Pungulescu ve Jenke Ter Horst. “Model Uncertainty,
Financial Markets Integration and Home Bias Puzzle,

www.ecb.int/events/pdf/conferences/fgi/Pungulescu_Baele_TerHorst.pdf,

(Erişim:

20/12/2008), s. 1-37.

Balak, Deniz ve Dilek Seymen, Avrupa Birliği'ne Uyum Sürecinde Gümrük Birliğinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri, İstanbul: **TBB Yayınları**, Yayın No: 201, 1996, s. 3.

Bartram,Söhnke M. Stephen J. Taylor, Yaw-Huei Wang, “The Euro and European Financial Integration, Money”, Macro and Finance Research Group, 36. Annual Conference, (2004), s. 1-42.

Başbakanlık Dış Ticaret Müşteşarlığı. **Avrupa Birliği ve Türkiye**, 6. Baskı, Ankara: Avrupa Birliği Genel Müdürlüğü Yayınları, 2007.

Baştürk, Hakan. **Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları**, SPK Araştırma Raporu, 1999, s. 24

Bulgaristan Ülke Profili, İMKB Araştırmaları Serisi, No:3, İstanbul:1999, s. 19.

Bayoumi, Tamim A. ve Ronald MacDonald. “Consumption, Income And International Capital Market Integration”, **CEPR Discussion Paper** No: 1028, (Ekim 1994), s. 1.

BDDK, Aylık Bülten, Şubat 2009, s. 81.

Canbaş Serpil ve Gamze Vural, “Avrupa Birliği sürecinde Türk ve Avrupa Birliği Bankacılığının karşılaştırılması; **Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde Finans Sektörü ve Reel Sektör VII. Uusal Finans Sempozyumu Bildirileri**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları No:284, (2003), s. 487-488.

Çikot, Özcan **Polonya Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı: 65, TSPAKB Yayınları, Ocak 2008, s. 20-23.

Çikot, Özcan **Yunanistan Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:73, TSPAKB Yayınları, Eylül 2008, s. 24-28.

Carstern Ostermann, “Transparency Directive”
http://www.spk.gov.tr/filesys/twinning/konferans_II/sunumlar/CarstenOstermann.pdf
(Erişim: 05/06/2009)

Darmine, Jean. “European Banking, Past, Present and Future”, **Second Central Banking Conference: the Transformation of the European Financial System**, Frankfurt, 24-25 Ekim 2002, s. 8.

De Nicolò Gianni ve Alexander Tieman. “Economic Integration and Financial Stability: A European Stability”, **IMF Working Paper**, WP/06/296, (Aralık 2006), s. 16.

Domowitz, Ian, Jack Glen ve Ananth Madhavan. “Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time”, **William Davidson Institute Working Paper**, No:322, ABD, (Mart 2000), s. 6.

Ceuppens, Dominique ve Christian Marlier. “Challenges and Hurdles for MifID”, Finansal Araç Piyasaları Direktifi, Bankalar Birliği Konferansı, 2008, <http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/mifid.pdf>, (Erişim 06/06/2009)

Engelen, Ewald. “The virtualization of an Equity Exchange Explaining the Decline of Amsterdam Financial Centre, Financial Centres as Competing Clusters” **Paris School of Economics Work Shop**, (30/05/2008), s. 6-12.

Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini ve Jose-Victor Rios-Rull, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances”, **NBER Working Paper Series** No. 12909, (şubat 2007), s. 15.

Eser, Růya. Finansal Piyasalarda Důzenleme ve Sermaye Piyasasında Důzenleyici Kurumlar, **SPK Arařtırma Raporu**, 2001, s. 18.

Fama F. Eugene ve Kenneth R. French. “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, **CRSP Working Paper Series**, No 550, The University of Chicago, (Ağustos 2003), s. 6.

Fan, Stephen C. “General Asset Pricing Model: A Microeconomic Theory of Investments”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286815 (Erişim: 05/02/2009)

Fidura, Michael, Marcel Fratzscher ve Christian Thimann, “Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility”, Avrupa Merkez Bankası http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/fgi/Fidora_Fratzscher_Thimann.pdf, (Erişim: 05/12/2008), s. 12.

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brüksel, 15/02/2001, s. 6.

Financial Stability Report of Avusturya, 2002_3, **Avusturya Merkez Bankası Yayınları**, 2002, http://www.oenb.at/en/img/fsr3_therealeconomy_tcm16-9485.pdf (Erişim: 01/02/2009), s. 46-56.

French, Kenneth R.ve James M. Poterba. “Investor Diversification and International Equity Markets”NBER Working Papers, No:3609, (Ocak 1999), s. 6.

Hardouvelis, Malliaropulos ve Priestley. “EMU and European Stock Market Integration”, **CEPR Working Paper Series** No: 2124., s. 1-20.

Hartman, Philipp, Angela Maddalani ve Simone Manganelli. “The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives”, **European Central Bank Working Paper**, No:230, (2003), s. 34.

Kasman B.ve J. Pigott. “Interest Rate Divergences among the Major Industrial Nations”, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of New York, (1998), s. 28-44.

Köse, M. Ayhan, Guy M. Meredith ve Christopher M. Towe. “How has NAFTA Affected the Mexican Economy? Review and Evidence”, **IMF Working Paper**, No:59, (Nisan, 2004), s. 28.

Lamy, Pascal. “Regional Agreements: The ‘Pepper’ In The Multilateral ‘curry’”, Confederation of Indian Industries Partnership Summit 2007, Hindistan, http://www.wto.org/english/news_e/sppl_e/sppl53_e.htm, (Erişim tarihi 19/01/2009), s.15.

Lemmen, Jan J.G. ve Sylvester C. W. Eijffinger. “Financial Integration in Europe: Evidence from Euler Equation Tests”, **Department of Economics and Center Tilburg University Working Paper**, No: 3088, (Nisan 2005), <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=3088>, (Erişim: 05/08/2008), s. 1-27.

Maes, Ian. “Optimum Currency Area Theory and European Monetary Integration”, **Tijdschrift voor Economie en Management**, Volume XXXVII, No: 2, (1992), s. 139.

Medvedev, Denis. “Preferential Trade Agreements and Their Role in World Trade”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 4038, (Ekim 2006), s. 1.

Meir Kohn, Organized Markets in Pre-Industrial Europe, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=427764, (Erişim: 18/10/2007)

Merton, Robert C. “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with in Complete Information”, **Sloan Working Paper Series**, No:1869, (1987), s. 33.

Mongelli, Francesco Paolo. “New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us” **European Central Bank Working Paper Series**, (Nisan, 2002), s. 10.

Necipoglu, Ayşe İlgan. **Avrupa Birliği’nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türkiye için Öneriler**, Doktora Tezi, İstanbul, 2003, s. 66.

Obstfeld, Maurice. “Capital Mobility in the World Economy. Theory ve Measurement”, **NBER Working Paper Series**, No: 1692, (Ağustos 2005), s. 16.

Obstfeld, Maurice. “How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests”, **NBER Working Paper Series**, No:2075, (1989), s. 23.

OECD Fact Book 2009

Sakallı, Gülay. Optimum Para Sahası Teorisi çerçevesinde Avrupa Para Birliği ve Türkiye www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/optimum.doc, (Erişim: 12/12/2008), s. 2.

Sermaye Piyasası Kurulu, **Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri**, Yayın No:85, Ankara: 1997, s. 18

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 19. Baskı, İstanbul: 2006, s. 4.

Süer, Ayça Zeynep. “Profesyonel Muhasebe Mesleğinde Enron Skandalı ve Sonrası Gelişmeler”, **6. Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, İstanbul (16-19 Nisan 2003), s. 2-4.

TÜSİAD, Avrupa Para Sistemi, ECU_Kullanılışı, Geleceği ve Türkiye İçin Anlamı, İstanbul: **TÜSİAD Yayınları** No: TÜSİAD-T/88.5.115, 1998.

TUSİAD, Bağımsız Düzenleyici Kurumlar ve Türkiye Uygulaması, **TÜSİAD Yayınları**, İstanbul: 2002, s. 152.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesabatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri**, İstanbul: 2004, s. 9.

Uygur, Ercan. “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2000/1, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf> (Erişim: 06/05/2009) s. 5.

Whelan, Shane. **Actuarial Investigations in Irish Capital Markets**, PhD Thesis in School of Mathematical & Computer Sciences in Heriot-Watt University, Edinburgh, İskoçya:2003, s. 1.

Yeandle, Mark, JeremyHorne, Nick Danev ve Alexander Knapp. **The Global Finance Centres Index 5**, City of London, İngiltere: 2009, s. 4.

Dış Ticaret Müştaşarlığı, “Ekonomik ve Parasal Birlik” <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/ekopar.doc>. (Erişim: 18/12/2008), s. 20.

Important Events in the history of Bratislava Stock Exchange, <http://www.bsse.sk/Content/EN/StockExchange/history.htm>, (Erişim:16/05/2009)

No Exchange is an island, Malta Stockexchange, The Economist, 9 Şubat 2006, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=E1_VVDSGJQ (Erişim: 16/05/2009)

T.C. Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin Yapısı, Unsurları ve Görevleri, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/escb.pdf>, (Erişim: 18/12/2008), s.20

Time Line: Credit Crunch to Down Turn, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7521250.stm> (Erişim:10/02/2009)

15/03/2007 tarihli İMKB Günlük Bülteni Şirket Haberleri Bölümü

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği

İMKB Hisse Senedi Piyasası Yönetmeliği

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği

Sermaye Piyasası Kanunu

Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik

Menkul Kıymet Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname

TCMB Yıllık Rapor 2005, s. 10.

Varsova Borsası, **Factbook 2005**, s. 11-12

Varsova Borsası, **Factbook 2006**, s. 11-12

İnternet Kaynakları

<http://www.ikv.org.tr/sozluk2.php?ID=1093> (Erişim: 29/11/2008)

<http://www.civitas.org.uk/eufacts/FSTREAT/TR2.htm> (Erişim: 01/02/2009)

<http://www.ikv.org.tr/sozluk2.php?ID=1120> (Erişim: 08/02/2009)

http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9407_en.htm(Erişim: 16/05/2009)

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf
(Erişi: 05/06/2009)

<http://webarsiv.hurriyet.com.tr/1999/12/30/167807.asp> (Erişim: 05/05/2009)

http://www.richmondfed.org/publications/economic_research/instruments_of_the_money_market/instruments.pdf, (Erişim: 30/06/2007)

http://www.wto.org/english/res_e/doload_e/inbr_e.pdf (Erişim: 10/02/2009)

www.mkk.com.tr.

www.fese.org

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr

http://download.bse-sofia.bg/pdf/FSC_Act-en.pdf (Erişim Tarihi: 01/06/2009)

http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9407_en.htm (Erişim: 16/05/2009)

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transposition/table_en.pdf (Erişim: 05/06/2009)

<http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim 15/06/2009)

<http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>

<http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf> (Erişim: 15/06/2009)

<http://webarsiv.hurriyet.com.tr/1999/12/30/167807.asp> (Erişim: 05/05/2009)

http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/debt_management_51/secondary_market_267/th_e_french_272/index.html

<http://www.borsaitaliana.it/speciali/mifid/documentielink/documentielink.en.htm> (Erişim: 09/06/2009)

<http://www.bse-sofia.bg/?page=RegulatoryAuthorities> (Erişim tarihi: 01/06/2009)

<http://www.bvb.ro/About/Presentation.aspx?t=1> (Erişim: 10/06/2009)

http://www.cbfa.be/eng/aboutcbfa/wg/pdf/law_02-08-2002.pdf (Erişim 11/06/2009)

<http://www.finanstilsynet.dk/en/Omos/~media/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/About/NotatFTmemorandumUK261005%20pdf.ashx> (Erişim:09/06/2009)

<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/index.shtml>, (Erişim:09/06/2009)

Directive 2003/6/EC, Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF>, (Erişim 06/06/2009)

Directive 77/534/EEC : Commission Recommendation of concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities, <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=310>, (Erişim: 01/05/2009)

<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm>

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0> (Erişim 19/06/2009)

<http://www.uk.vp.dk/C1256CF300390A8E/0/7FEF72AA1A798449C1256D130041C231> (Erişim 09/06/2009)

Act CXXXV of 2007, on the Hungarian Financial Supervisory Authority, <http://net.jogtar.hu/jr/gen/getdoc.cgi?docid=a0700135.tv&dbnum=62>, (Erişim: 10/06/2009)

Akşam Gazetesi, “En Üst Kurula İlk Eleştiri SPK’dan”,15/08/2006, <http://www.tumgazeteler.com/?a=1646530> (Erişim Tarihi 18/06/2009)

Atze Folmer, Flip Van Overhagen, Marijke Van Der Hoek ve Tim Giesberts, “The Integration of the European Government Bond Market versus U.K”, European Financial

Integration, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105878 (Erişim: 07/05/2009)

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0903.pdf#page=86 (Erişim: 07/04/2009)

[[Greek Capital Markets Legislation Framework](http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=35), <http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=35>, (Erişim 08/06/2009)

Tablo: 33 Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Mevzuatı ile Türkiye Sermaye Piyasası Mevzuatının Karşılaştırılması

Avrupa Birliği Mevzuatı	Konuyla İlgili Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı	Karşılaştırma ve Uyum Seviyesi
Finansal Araçların İşlem Gördüğü Piyasalar Direktifi (2004/39/EC) (MiFID)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası KanunuAracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V No.46)Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V, No: 55)Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 59)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası Mevzuatı genel olarak uyumludur.Mevduat toplayan ve toplamayan bankaların tüm sermaye piyasası faaliyetlerine yapabilmesi konusunda engeller bulunmaktadır. (Bankaların İMKB hisse senedi piyasalarında işlem yapamaması)Tam üye olunmaması nedeniyle Avrupa Birliğine üye ülkelerin sermaye piyasası kurumları için kuruluş, şube açma, borsalara üye olma, Merkezi Kayıt Kuruluşuna üye olma konularında izin alınması gerekmektedir.
Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Direktifi (93/6/EC)	<ul style="list-style-type: none">Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 34)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası Mevzuatı genel olarak uyumludur. Raporlama ve risk hesaplaması konularında tali uyum düzenlemelerine ihtiyaç bulunmaktadır.
Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun, Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi (85/611/EEC)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası KanunuYatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri VII, No: 10)Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: V, No: 59)Menkul Kıymet Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ (Seri: XI, No: 6)	<ul style="list-style-type: none">Fon Yönetimi şirketlerinin faaliyet alanlarında aşağıda maddeler halinde belirtilen farklılıklar bulunmaktadır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı ile farklılıkların kaldırılması düşünülmektedir.Saklama kurumlarının Avrupa Birliğinde fon faaliyetlerinin kurallara uyumundan sorumlu olmasıDeğişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarının kurulmasıFon Portföyünde yer alabilecek menkul kıymetlere ilişkin sınırlamalardaki farklılıkları

Avrupa Birliği Mevzuatı	Konuyla İlgili Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı	Karşılaştırma ve Uyum Seviyesi
Finansal Kurumların Yıllık ve Konsolide Mali Tabloları Hakkında Tebliğ (88/220/EEC)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası Mevzuatı genel olarak uyumludur. Konsolide mali tabloların hazırlanması konusunda uyum gerekmektedir.
Yatırımcı Tazmin Sistemleri Direktifi (997/9/EC)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası KanunuYatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği	<ul style="list-style-type: none">Yatırımcıları Koruma Fonunun tüm sermaye piyasası araçlarını, kurumlarını ve müşterilerini kapsamı (Mevcut durumda fon kapsamına; yatırımcıların aracı kuruluşlarda saklanan veya Borsalardan alınan hisse senetleri ile yatırımcının aracı kuruluştaki nakit varlığı girmektedir.)
Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Bu Kıymetlerle İlgili Olarak Yayınlanacak Bilgilere İlişkin Direktif (2001/34/EC)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası KanunuHisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: I, No: 26)Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VIII, No: 54)İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: IV, No: 39)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası Mevzuatı genel olarak uyumludur. İhraççıların muafiyetlerinin genişletilmesi ve risk faktörü dahil geleceğe yönelik bilgilerin izahnamelerde açıklanması gerekmektedir.
Sermaye Piyasası Suçları Direktifi (2003/6/EC)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye Piyasası Kanunu 47/A-1, 47/ A- 2 ve 47/A-3 maddeleri.	<ul style="list-style-type: none">Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı ile Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum sağlanacağı düşünülmektedir.

Avrupa Birliği Mevzuatı	Konuyla İlgili Türk Sermaye Piyasası Mevzuatı	Karşılaştırma ve Uyum Seviyesi
Sermayenin Serbest Dolaşımına İlişkin Direktif 88/361/EEC	<ul style="list-style-type: none">• Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükümünde Kararname (KHK/91)• Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (84/8581)• İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği• Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: III, No: 20)• Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VII, No: 14)<ul style="list-style-type: none">• Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: V No.46)• İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği	<ul style="list-style-type: none">• Yabancı aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetlerini serbestçe sunmaları,• Yabancı aracı kuruluşların menkul kıymet borsalarına serbestçe üye olmaları,• Yabancı sermaye piyasası araçlarının serbestçe halka arzı, borsalara kote olması• Yabancı sermaye piyasası araçlarının takas, saklama ve ödeme sistemlerine dahil edilmesi• Yabancı aracı kuruluşlarının Merkezi Saklama Kuruluşuna (Merkezi Kayıt Kuruluşu) üye olmaları <p>konularında Avrupa Birliği mevzuatı ile uyum sağlanması gerekmektedir.</p>

Kaynak: Avrupa Birliği Katılım Sürecinde Finans Sektörü ve Kurumlar, s. 38-41.

EK-1 2002-2004 BLUE CHIP ENDEKSLERİNİN KORRELASYONU																													
	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FİNLANDIYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALY	LUXEMBURG	YUNANİSTAN	SLOVENY	İNGİLTERE	DANİMARK	SLOVAKYA	ESTONYA	LİTVANYA	MACARİSTAN	ÇEK CUMHURİYETİ	MALTA	ROMANYA	POLONYA	TÜRKİYE	LETONYA	KIBRIS	BULGARİSTAN	İŞVEÇ	
AVUSTURYA		1,271**	,254**	-,138**	,759**	,761**	,777**	,639**	,577**	,385**	,663**	,696**	,886**	,303**	,726**	,871**	,944**	,941**	,978**	,970**	,934**	,928**	,915**	,934**	,954**	-,387**	,914**	,563**	
FRANSA	,271**		1,989**	,906**	,794**	,782**	,770**	,878**	,903**	,975**	,857**	,789**	-,109**	,981**	,788**	-,037	,025	,093**	,275**	,102**	,471**	-,068	,409**	,283**	,153**	,662**	-,005	,915**	
ALMANYA	,254**	,989**		1,905**	,780**	,767**	,754**	,861**	,891**	,967**	,865**	,799**	-,130**	,974**	,788**	-,057	,009	,088**	,251**	,085**	,441**	-,091**	,397**	,266**	,145**	,644**	-,014	,895**	
HOLLANDA	-,138**	,906**	,905**		1,480**	,478**	,461**	,624**	,703**	,830**	,600**	,515**	-,476**	,872**	,493**	-,407**	-,379**	-,313**	-,123**	-,307**	,089*	-,448**	,018	-,114**	-,262**	,831**	-,410**	,679**	
İSPANYA	,759**	,794**	,780**	,480**		1,962**	,944**	,937**	,885**	,865**	,946**	,911**	,438**	,808**	,939**	,521**	,601**	,645**	,746**	,653**	,830**	,496**	,836**	,748**	,690**	,211**	,561**	,938**	
FİNLANDIYA	,761**	,782**	,767**	,478**	,962**		1,936**	,934**	,900**	,844**	,954**	,910**	,476**	,792**	,955**	,541**	,601**	,643**	,772**	,658**	,851**	,515**	,844**	,783**	,682**	,204**	,580**	,933**	
İRLANDA	,777**	,770**	,754**	,461**	,944**	,936**		1,906**	,923**	,831**	,931**	,922**	,477**	,797**	,920**	,551**	,594**	,626**	,786**	,663**	,871**	,542**	,803**	,756**	,683**	,171**	,559**	,897**	
PORTEKİZ	,639**	,878**	,861**	,624**	,937**	,934**	,906**		1,922**	,900**	,947**	,911**	,308**	,857**	,917**	,324**	,418**	,479**	,618**	,499**	,775**	,343**	,722**	,641**	,531**	,372**	,392**	,955**	
BELÇİKA	,577**	,903**	,891**	,703**	,885**	,900**	,923**	,922**		1,922**	,939**	,909**	,228**	,916**	,890**	,301**	,336**	,380**	,594**	,424**	,738**	,296**	,619**	,556**	,436**	,385**	,294**	,915**	
İTALYA	,385**	,975**	,967**	,830**	,865**	,844**	,831**	,900**	,922**		1,904**	,825**	-,007	,975**	,830**	,121**	,158**	,215**	,394**	,228**	,558**	,054	,497**	,390**	,273**	,573**	,119**	,939**	
LUXEMBURG	,663**	,857**	,865**	,600**	,946**	,954**	,931**	,947**	,939**	,904**		1,947**	,317**	,873**	,958**	,407**	,472**	,539**	,663**	,539**	,777**	,372**	,762**	,660**	,587**	,300**	,451**	,940**	
YUNANİSTAN	,696**	,789**	,799**	,515**	,911**	,910**	,922**	,911**	,909**	,825**	,947**		1,381**	,803**	,917**	,444**	,508**	,581**	,683**	,585**	,809**	,442**	,773**	,688**	,631**	,247**	,489**	,899**	
SLOVENYA	,886**	-,109**	-,130**	-,476**	,438**	,476**	,477**	,308**	,228**	-,007	,317**	,381**		1,803**	,432**	,841**	,928**	,909**	,873**	,928**	,745**	,961**	,780**	,862**	,887**	-,649**	,934**	,208**	
İNGİLTERE	,303**	,981**	,974**	,872**	,808**	,792**	,797**	,857**	,916**	,975**	,873**	,803**	-,079*		1,807**	,030	,071**	,139**	,322**	,149**	,497**	-,027	,438**	,316**	,199**	,606**	,043	,910**	
DANİMARK	,726**	,788**	,788**	,493**	,939**	,955**	,920**	,917**	,890**	,830**	,958**	,917**		1,432**	,807**		,570**	,638**	,730**	,627**	,814**	,461**	,839**	,733**	,676**	,190**	,564**	,920**	
SLOVAKYA	,871**	-,037	-,057	-,407**	,521**	,541**	,551**	,324**	,301**	,121**	,407**	,444**	,841**		,030	,462**		,886**	,899**	,921**	,778**	,925**	,768**	,841**	,890**	-,529**	,906**	,301**	
ESTONYA	,944**	,025	,009	-,379**	,601**	,601**	,594**	,418**	,336**	,158**	,472**	,508**	,928**	,071**	,570**	,927**		1,982**	,938**	,984**	,817**	,958**	,885**	,896**	,973**	-,544**	,974**	,366**	
LİTVANYA	,941**	,093**	,088*	-,313**	,645**	,643**	,626**	,479**	,380**	,215**	,539**	,581**	,909**	-,139**	,638**	,886**	,982**		1,928**	,980**	,830**	,923**	,921**	,908**	,989**	-,507**	,975**	,426**	
MACARİSTAN	,978**	,275**	,251**	-,123**	,746**	,772**	,786**	,618**	,594**	,394**	,663**	,683**	,873**	,322**	,730**	,899**	,938**	,928**		1,965**	,937**	,921**	,911**	,935**	,942**	-,362**	,910**	,568**	
ÇEK CUMHURİYETİ	,970**	,102**	,085*	-,307**	,653**	,658**	,663**	,499**	,424**	,228**	,539**	,585**	,929**	,149**	,627**	,921**	,984**	,980**	,965**		1,874**	,961**	,902**	,977**	,978**	-,503**	,962**	,432**	
MALTA	,934**	,471**	,441**	,089*	,830**	,851**	,871**	,775**	,738**	,558**	,777**	,809**	,745**	,497**	,814**	,778**	,817**	,830**	,937**		1,874**	,961**	,902**	,977**	,978**	-,503**	,962**	,432**	
ROMANYA	,928**	-,068	-,091*	-,448**	,496**	,515**	,542**	,343**	,296**	,054	,372**	,442**	,961**	-,027	,461**	,925**	,958**	,923**	,921**		1,806**	,883**	,789**	1,879**	,872**	,915**	-,614**	,932**	,257**
POLONYA	,915**	,409**	,397**	,018	,836**	,844**	,803**	,722**	,619**	,497**	,762**	,773**	,780**	-,438**	,803**	,839**	,768**	,885**	,921**	,911**		1,883**	,789**	1,921**	,931**	-,205**	,879**	,691**	
TÜRKİYE	,934**	,283**	,266**	-,114**	,748**	,783**	,756**	,641**	,556**	,390**	,660**	,688**	,862**	,316**	,733**	,841**	,896**	,908**	,935**		1,902**	,872**	,921**	1,921**		-,308**	,906**	,592**	
LETONYA	,954**	,153**	,145**	-,262**	,690**	,682**	,683**	,531**	,436**	,273**	,587**	,631**	,887**	-,199**	,676**	,890**	,973**	,989**	,942**		1,868**	,915**	,931**	1,921**		-,450**	,966**	,487**	
KIBRIS	-,387**	,662**	,644**	,831**	,211**	,204**	,171**	,372**	,385**	,573**	,300**	,247**	-,649**	,606**	,190**	-,529**	-,544**	-,507**	-,362**		1,503**	-,145**	-,614**	-,205**	-,308**	-,450**		,466**	
BULGARİSTAN	,914**	-,005	-,014	-,410**	,561**	,580**	,559**	,392**	,294**	,119**	,451**	,489**	,934**	,043	,564**	,906**	,974**	,975**	,910**		1,962**	,795**	,932**	,879**	,906**	-,585**		,343**	
İŞVEÇ	,563**	,915**	,895**	,679**	,938**	,933**	,897**	,955**	,915**	,939**	,940**	,899**	,208**	,910**	,920**	,301**	,366**	,426**	,568**		1,432**	,729**	,257**	,691**	,592**	,487**			

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).
Gözlem Sayısı: 784
Pearson Correlation

EK-2 2002-2004 EURO BÖLGESİ BLUE CHIP ENDEKSLERİNİN KORRELASYONU												
	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FİNLANDİYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN
AVUSTURYA	1	,271**	,254**	-,138**	,759**	,761**	,777**	,639**	,577**	,385**	,663**	,696**
FRANSA	,271**	1	,989**	,906**	,794**	,782**	,770**	,878**	,903**	,975**	,857**	,789**
ALMANYA	,254**	,989**	1	,905**	,780**	,767**	,754**	,861**	,891**	,967**	,865**	,799**
HOLLANDA	-,138**	,906**	,905**	1	,480**	,478**	,461**	,624**	,703**	,830**	,600**	,515**
İSPANYA	,759**	,794**	,780**	,480**	1	,962**	,944**	,937**	,885**	,865**	,946**	,911**
FİNLANDİYA	,761**	,782**	,767**	,478**	,962**	1	,936**	,934**	,900**	,844**	,954**	,910**
İRLANDA	,777**	,770**	,754**	,461**	,944**	,936**	1	,906**	,923**	,831**	,931**	,922**
PORTEKİZ	,639**	,878**	,861**	,624**	,937**	,934**	,906**	1	,922**	,900**	,947**	,911**
BELÇİKA	,577**	,903**	,891**	,703**	,885**	,900**	,923**	,922**	1	,922**	,939**	,909**
İTALYA	,385**	,975**	,967**	,830**	,865**	,844**	,831**	,900**	,922**	1	,904**	,825**
LUXEMBURG	,663**	,857**	,865**	,600**	,946**	,954**	,931**	,947**	,939**	,904**	1	,947**
YUNANİSTAN	,696**	,789**	,799**	,515**	,911**	,910**	,922**	,911**	,909**	,825**	,947**	1
** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).												
* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).												
Gözlem Sayısı: 784												
Pearson Correlation												

EK-3 2005-2007 BLUE CHIP ENDEKSLERİNİN KORELASYONU																													
ÜLKE/ÜLKE	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FİNLANDIYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN	SLOVENYA	İNGİLTERE	DANİMARKA	SLOVAKYA	ESTONYA	LİTVANYA	MACARİSTAN	ÇEK CUMHURİYETİ	MALTA	ROMANYA	POLONYA	TÜRKİYE	LETONYA	KIBRIS	BULGARİSTAN	İŞVEÇ	
AVUSTURYA																													
FRANSA	0.983**																												
ALMANYA	0.952**	0.962**																											
HOLLANDA	0.977**	0.989**	0.972**																										
İSPANYA	0.940**	0.961**	0.971**	0.957**																									
FİNLANDIYA	0.976**	0.982**	0.982**	0.984**	0.973**																								
İRLANDA	0.821**	0.849**	0.715**	0.813**	0.769**	0.799**																							
PORTEKİZ	0.921**	0.943**	0.981**	0.951**	0.968**	0.970**	0.733**																						
BELÇİKA	0.963**	0.985**	0.931**	0.975**	0.949**	0.968**	0.903**	0.929**																					
İTALYA	0.952**	0.973**	0.894**	0.951**	0.926**	0.944**	0.930**	0.888**	0.989**																				
LUXEMBURG	0.963**	0.981**	0.978**	0.985**	0.977**	0.989**	0.818**	0.974**	0.978**	0.949**																			
YUNANİSTAN	0.968**	0.963**	0.978**	0.973**	0.967**	0.981**	0.742**	0.957**	0.943**	0.916**	0.971**																		
SLOVENYA	0.722**	0.738**	0.883**	0.781**	0.822**	0.819**	0.423**	0.883**	0.702**	0.630**	0.817**	0.816**																	
İNGİLTERE	0.984**	0.962**	0.985**	0.973**	0.981**	0.963**	0.738**	0.992**	0.962**	0.922**	0.968**	0.816**	0.732**																
DANİMARKA	0.964**	0.961**	0.978**	0.978**	0.982**	0.975**	0.883**	0.978**	0.974**	0.957**	0.974**	0.816**	0.936**	0.953**															
SLOVAKYA	-0.113**	0.858**	-0.084**	0.798**	0.978**	0.978**	0.883**	0.978**	0.974**	0.957**	0.974**	0.816**	0.936**	0.953**	0.106**														
ESTONYA	0.867**	0.861**	0.965**	0.861**	0.965**	0.965**	0.861**	0.965**	0.861**	0.965**	0.861**	0.965**	0.861**	0.965**	0.006	0.046													
LİTVANYA	0.780**	0.740**	0.798**	0.746**	0.768**	0.780**	0.487**	0.732**	0.692**	0.661**	0.738**	0.788**	0.753**	0.732**	0.860**	0.291**	0.849**	0.850**	0.850**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**
MACARİSTAN	0.939**	0.916**	0.929**	0.925**	0.879**	0.925**	0.660**	0.881**	0.863**	0.838**	0.894**	0.923**	0.781**	0.920**	0.939**	0.060	0.827**	0.850**	0.850**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**	0.848**
ÇEK CUMHURİYETİ	0.968**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**	0.953**	0.962**
MALTA	0.676**	0.638**	0.531**	0.630**	0.512**	0.583**	0.553**	0.517**	0.618**	0.628**	0.573**	0.599**	0.180**	0.673**	0.507**	-0.332**	0.348**	0.274**	0.576**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**	0.554**
ROMANYA	0.925**	0.921**	0.945**	0.952**	0.922**	0.938**	0.711**	0.938**	0.907**	0.864**	0.951**	0.906**	0.820**	0.931**	0.924**	-0.151**	0.809**	0.741**	0.906**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**	0.932**
POLONYA	0.976**	0.977**	0.968**	0.981**	0.957**	0.977**	0.780**	0.950**	0.956**	0.931**	0.976**	0.968**	0.781**	0.982**	0.955**	-0.157**	0.844**	0.756**	0.935**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**	0.959**
TÜRKİYE	0.893**	0.855**	0.911**	0.889**	0.849**	0.885**	0.534**	0.865**	0.802**	0.762**	0.863**	0.930**	0.784**	0.883**	0.884**	-0.050	0.691**	0.756**	0.903**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**	0.928**
LETONYA	0.902**	0.864**	0.838**	0.878**	0.811**	0.857**	0.712**	0.786**	0.845**	0.827**	0.842**	0.867**	0.640**	0.869**	0.886**	-0.072**	0.833**	0.827**	0.877**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**	0.888**
KIBRIS	0.921**	0.940**	0.978**	0.950**	0.980**	0.971**	0.729**	0.985**	0.930**	0.891**	0.977**	0.961**	0.887**	0.935**	0.954**	-0.119**	0.869**	0.766**	0.878**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**	0.930**
BULGARİSTAN	0.789**	0.796**	0.912**	0.831**	0.891**	0.869**	0.481**	0.902**	0.768**	0.707**	0.864**	0.884**	0.952**	0.802**	0.887**	-0.113**	0.791**	0.815**	0.819**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**	0.867**
İŞVEÇ	0.974**	0.983**	0.948**	0.978**	0.947**	0.980**	0.874**	0.934**	0.982**	0.970**	0.975**	0.952**	0.750**	0.968**	0.970**	-0.136**	0.921**	0.774**	0.903**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**	0.949**

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gözlem Sayısı: 781

Pearson Correlation

EK-5 2002-2004 BLUE CHİP ENDEKSLERİNİN KORELASYON MATRİSİ (DURUĞANLAŞTIRILMIŞ VERİLER ÜZERİNDEN)																														
ÜLKE/ÜLKE	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FINLANDIYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN	SLOVENYA	İNGİLTERE	DANİMARKA	SLOVAKYA	ESTONYA	LİTVANYA	MACARİSTAN	ÇEK CUMHURİYETİ	MALTA	ROMANYA	POLONYA	TÜRKİYE	LETONYA	KIBRIS	BULGARİSTAN	İŞVEÇ		
AVUSTURYA		.364**	.348**	.350**	.380**	.405**	.304**	.337**	.361**	.333**	.218**	.353**	.058	.349**	.378**	.010	.198**	.094**	.328**	.384**	.006	.055	.262**	.145**	.014	.117**	.023		.381**	
FRANSA	.364**		.861**	.948**	.878**	.732**	.584**	.574**	.862**	.911**	.267**	.434**	.044	.871**	.612**	.028	.180**	.065	.341**	.317**	-.014	-.001	.339**	.141**	-.019	.176**	.030		.795**	
ALMANYA	.348**	.861**		.822**	.794**	.656**	.489**	.525**	.741**	.845**	.201**	.415**	.055	.749**	.526**	.043	.163**	.052	.325**	.283**	.006	.001	.343**	.152**	-.019	.169**	.042		.729**	
HOLLANDA	.350**	.948**	.822**		.856**	.732**	.595**	.569**	.877**	.881**	.299**	.433**	.045	.864**	.612**	.026	.196**	.063	.350**	.310**	.007	-.003	.327**	.139**	-.016	.178**	.034		.781**	
İSPANYA	.380**	.794**	.856**	.856**		.679**	.544**	.589**	.776**	.861**	.256**	.415**	.040	.789**	.578**	.027	.165**	.067	.319**	.309**	-.050	.018	.339**	.161**	-.023	.134**	.037		.736**	
FINLANDIYA	.405**	.732**	.656**	.732**	.679**		.538**	.535**	.647**	.691**	.384**	.452**	.070*	.657**	.627**	.033	.212**	.068	.391**	.359**	.012	-.022	.394**	.154**	-.029	.190**	.004		.786**	
İRLANDA	.304**	.584**	.489**	.595**	.544**	.538**		.426**	.556**	.534**	.340**	.375**	.081*	.611**	.485**	.011	.216**	.095**	.299**	.286**	.071*	.021	.310**	.148**	.013	.214**	.017		.542**	
PORTEKİZ	.337**	.574**	.525**	.569**	.589**	.535**	.426**		.548**	.538**	.237**	.379**	.018	.511**	.426**	.023	.167**	.062	.261**	.262**	-.011	.001	.292**	.169**	-.082**	.133**	.065		.537**	
BELÇİKA	.361**	.862**	.741**	.877**	.776**	.647**	.556**	.548**		.786**	.275**	.420**	.090*	.801**	.576**	.043	.168**	.052	.325**	.305**	.000	.010	.276**	.126**	-.010	.139**	.054		.691**	
İTALYA	.333**	.911**	.845**	.881**	.861**	.691**	.534**	.538**	.786**		.240**	.382**	.064	.817**	.538**	.051	.172**	.064	.311**	.288**	-.041	-.001	.331**	.129**	-.007	.153**	.025		.742**	
LUXEMBURG	.218**	.267**	.201**	.299**	.256**	.384**	.340**	.237**	.275**	.240**		.231**	.118**	.263**	.298**	.042	.147**	.057	.204**	.222**	.112**	.048	.217**	.100**	-.024	.142**	-.004		.274**	
YUNANİSTAN	.353**	.434**	.415**	.433**	.415**	.452**	.375**	.379**	.420**	.382**	.231**		.047	.393**	.378**	.056	.147**	.033	.275**	.285**	.048	-.025	.282**	.146**	-.026	.256**	.007		.434**	
SLOVENYA	.058	.044	.055	.045	.040	.070*	.081*	.018	.090*	.064	.118**	.047		.060	.037	.055	.029	.000	.059	.046	.028	.074*	-.004	.063	.028	.061	.007		.060	
İNGİLTERE	.349**	.871**	.749**	.864**	.789**	.657**	.611**	.511**	.801**	.817**	.263**	.393**	.060		.817**	.042	.146**	.045	.328**	.304**	-.020	.012	.292**	.145**	-.031	.151**	.020		.720**	
DANİMARKA	.378**	.612**	.526**	.612**	.578**	.627**	.485**	.426**	.576**	.538**	.298**	.378**	.037	.567**		.007	.158**	.030	.338**	.299**	-.007	.034	.273**	.152**	-.035	.168**	.042		.618**	
SLOVAKYA	.010	.028	.043	.026	.027	.033	.011	.023	.043	.051	.042	.056	.055	.042	.007		.1	-.025	.002	-.047	-.009	.024	-.009	.046	.040	-.042	.014	.024		.029
ESTONYA	.198**	.180**	.163**	.196**	.165**	.212**	.216**	.167**	.168**	.172**	.147**	.147**	.029	.146**	.158**	-.025		.232**	.230**	.220**	.058	.033	.194**	.067	.033	.086*	.051		.165**	
LİTVANYA	.094**	.065	.052	.063	.067	.068	.095**	.062	.052	.064	.057	.033	.000	.045	.030	.002	.232**		.083*	.022	.026	.009	.009	-.008	.018	.078*	-.023		.062	
MACARİSTAN	.328**	.341**	.325**	.350**	.319**	.391**	.299**	.261**	.325**	.311**	.204**	.275**	.059	.328**	.338**	-.047	.230**	.067		.358**	.051	.031	.421**	.157**	-.016	.136**	.000		.371**	
ÇEK CUMHURİYETİ	.384**	.317**	.283**	.310**	.309**	.359**	.286**	.262**	.305**	.288**	.222**	.285**	.046	.304**	.299**	-.009	.220**	.083*	.358**		.003	.002	.374**	.144**	.008	.117**	.016		.360**	
MALTA	.006	-.014	.006	.007	-.050	.012	.071*	-.011	.000	-.041	.112**	.048	.028	-.020	-.007	.024	.058	.022	.051	-.003		.032	-.026	-.038	.040	-.056	-.046		-.035	
ROMANYA	.055	-.001	.001	-.003	.018	-.022	.021	.001	.010	-.001	.048	-.025	.074*	.012	.034	-.009	.033	.026	.031	.002	.032		.028	.051	.068	-.021	-.012		-.039	
POLONYA	.262**	.339**	.343**	.327**	.339**	.394**	.310**	.292**	.276**	.331**	.217**	.282**	-.004	.292**	.273**	.046	.194**	.009	.421**	.374**	-.026	.028		.186**	-.063	.123**	.045		.350**	
TÜRKİYE	.145**	.141**	.152**	.139**	.161**	.154**	.148**	.169**	.126**	.129**	.100**	.146**	.063	.145**	.152**	.040	.067	-.008	.157**	.144**	-.038	.051	.186**		.1	-.055	.148**	.059	.170**	
LETONYA	.014	-.019	-.019	-.016	-.023	-.029	.013	-.082*	-.010	-.007	-.024	-.026	.028	-.031	-.035	-.042	.033	.018	-.016	.008	.040	.068	-.063	-.055		.028	.006		-.011	
KIBRIS	.117**	.176**	.169**	.178**	.134**	.190**	.214**	.133**	.139**	.153**	.142**	.256**	.061	.151**	.168**	.014	.086*	.078*	.136**	.117**	-.056	-.021	.123**	.148**	.028		.1	-.017	.190**	
BULGARİSTAN	.023	.030	.042	.034	.037	.004	.017	.065	.054	.025	-.004	.007	.007	.020	.042	.024	.051	-.023	.000	.016	-.046	-.012	.045	.059	.006	-.017		.1	.048	
İŞVEÇ	.381**	.795**	.729**	.781**	.736**	.786**	.542**	.537**	.691**	.742**	.274**	.434**	.060	.720**	.618**	.029	.165**	.062	.371**	.360**	-.035	-.039	.350**	.170**	-.011	.190**	.048		.1	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gözlem Sayısı: 784
Pearson Correlation

EK-6 2002-2004 EURO BÖLGESİ BLUE CHİP ENDEKSLERİNİN KORELASYONU (DURAGANLAŞTIRILMIŞ VERİLER)

	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FİNLANDİYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN
AVUSTURYA	1	,364**	,348**	,350**	,380**	,405**	,304**	,337**	,361**	,333**	,218**	,353**
FRANSA	,364**	1	,861**	,948**	,878**	,732**	,584**	,574**	,862**	,911**	,267**	,434**
ALMANYA	,348**	,861**	1	,822**	,794**	,656**	,489**	,525**	,741**	,845**	,201**	,415**
HOLLANDA	,350**	,948**	,822**	1	,856**	,732**	,595**	,569**	,877**	,881**	,299**	,433**
İSPANYA	,380**	,878**	,794**	,856**	1	,679**	,544**	,589**	,776**	,861**	,256**	,415**
FİNLANDİYA	,405**	,732**	,656**	,732**	,679**	1	,538**	,535**	,647**	,691**	,384**	,452**
İRLANDA	,304**	,584**	,489**	,595**	,544**	,538**	1	,426**	,556**	,534**	,340**	,375**
PORTEKİZ	,337**	,574**	,525**	,569**	,589**	,535**	,426**	1	,548**	,538**	,237**	,379**
BELÇİKA	,361**	,862**	,741**	,877**	,776**	,647**	,556**	,548**	1	,786**	,275**	,420**
İTALYA	,333**	,911**	,845**	,881**	,861**	,691**	,534**	,538**	,786**	1	,240**	,382**
LUXEMBURG	,218**	,267**	,201**	,299**	,256**	,384**	,340**	,237**	,275**	,240**	1	,231**
YUNANİSTAN	,353**	,434**	,415**	,433**	,415**	,452**	,375**	,379**	,420**	,382**	,231**	1

EK 7 2005-2007 BLUE CHIP ENDEKSLERİNİN KORELASYON MATRİSİ (DURAGANLAŞTIRILMIŞ DEĞERLER)

	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FINLANDIYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN	SLOVENYA	İNGİLTERE	DANİMARKA	SLOVAKYA	ESTONYA	LİTVANYA	MACARİSTAN	ÇEK CUMHURİYETİ	MALTA	ROMANYA	POLONYA	TÜRKİYE	LETONYA	KIBRIS	BULGARİSTAN	İŞVEÇ
AVUSTURYA	1,707**	.684**	.705**	.691**	.744**	.640**	.538**	.703**	.879**	.617**	.595**	.055	.723**	.633**	.024	.276**	.193**	.517**	.659**	.007	.214**	.576**	.590**	.105**	.426**	.067	.682**	
FRANSA	.707**	1,925**	.924**	.871**	.820**	.719**	.588**	.884**	.900**	.630**	.574**	.026	.901**	.688**	.043	.224**	.122**	.481**	.559**	-.007	.165**	.558**	.553**	.115**	.409**	.039	.827**	
ALMANYA	.684**	.925**	1,885**	.846**	.777**	.696**	.565**	.825**	.862**	.563**	.531**	.042	.852**	.631**	.041	.215**	.110**	.450**	.513**	-.018	.163**	.526**	.512**	.103**	.382**	.034	.796**	
HOLLANDA	.700**	.924**	.885**	1,822**	.806**	.698**	.570**	.868**	.868**	.618**	.572**	.000	.884**	.686**	.037	.239**	.132**	.454**	.561**	.002	.198**	.555**	.547**	.091**	.413**	.049	.808**	
İSPANYA	.691**	.871**	.846**	.822**	1,781**	.680**	.607**	.790**	.822**	.534**	.547**	.004	.831**	.633**	.046	.226**	.124**	.436**	.519**	-.013	.136**	.515**	.505**	.094**	.416**	.016	.781**	
FINLANDIYA	.744**	.820**	.777**	.806**	.781**	1,691**	.583**	.782**	.762**	.620**	.603**	.036	.802**	.693**	.042	.246**	.124**	.509**	.577**	.032	.160**	.555**	.562**	.123**	.446**	.072	.818**	
İRLANDA	.640**	.719**	.686**	.698**	.690**	.691**	1,567**	.693**	.657**	.563**	.506**	.075	.715**	.615**	.038	.259**	.177**	.388**	.478**	.014	.223**	.440**	.463**	.136**	.356**	.062	.659**	
PORTEKİZ	.538**	.588**	.565**	.570**	.607**	.583**	.567**	1,581**	.533**	.440**	.407**	-.016	.602**	.545**	-.019	.246**	.211**	.342**	.389**	.032	.219**	.361**	.407**	.085**	.316**	.083	.542**	
BELÇİKA	.703**	.884**	.825**	.868**	.790**	.782**	.693**	.581**	1,833**	.658**	.595**	.024	.833**	.690**	.029	.258**	.146**	.453**	.595**	-.009	.197**	.536**	.554**	.104**	.410**	.040	.782**	
İTALYA	.679**	.900**	.862**	.868**	.822**	.762**	.657**	.533**	.833**	1,532**	.560**	.035	.844**	.640**	.037	.230**	.117**	.429**	.521**	-.008	.145**	.513**	.509**	.086**	.383**	.030	.782**	
LUXEMBURG	.617**	.806**	.563**	.618**	.534**	.620**	.563**	.440**	.658**	.532**	.529**	.048	.598**	.599**	.053	.248**	.165**	.405**	.523**	.008	.230**	.464**	.502**	.072**	.404**	.092	.560**	
YUNANİSTAN	.595**	.574**	.531**	.572**	.547**	.603**	.506**	.407**	.595**	.590**	1,529**	1,090**	.572**	.538**	.050	.221**	.148**	.418**	.560**	-.005	.180**	.447**	.360**	.133**	.560**	.108**	.540**	
SLOVENYA	.055	.026	.042	.000	.004	.036	.075**	-.016	.024	.035	.048	.090**	-.023	1,-023	.044	.000	.148**	.148**	.036	.073**	-.004	.146**	.022	.036	.012	.082**	.098**	.013
İNGİLTERE	.723**	.901**	.852**	.884**	.831**	.802**	.715**	.602**	.833**	.844**	.598**	.572**	-.023	1,692**	.036	.210**	.128**	.473**	.576**	.002	.174**	.567**	.571**	.141**	.417**	.031	.762**	
DANİMARKA	.633**	.688**	.631**	.686**	.633**	.693**	.615**	.545**	.690**	.640**	.599**	.538**	.044	.692**	1,051	.246**	.198**	.440**	.557**	.050	.170**	.485**	.496**	.124**	.407**	.094**	.669**	
SLOVAKYA	.024	.043	.041	.037	.046	.042	.038	-.019	.029	.037	.053	.050	.000	.036	.051	.023	.067	.046	.051	-.004	.006	-.002	.028	.004	.053	.045	.022	
ESTONYA	.276**	.224**	.215**	.230**	.226**	.246**	.259**	.246**	.230**	.246**	.221**	.148**	.210**	.246**	.023	.246**	.195**	.195**	.242**	.034	.185**	.190**	.188**	.117**	.175**	.106**	.212**	
LİTVANYA	.193**	.122**	.110**	.132**	.124**	.124**	.177**	.211**	.146**	.117**	.165**	.148**	.146**	.128**	.067	.342**	1,342**	.195**	.217**	.066	.217**	.135**	.164**	.109**	.139**	.174**	.116**	
MACARİSTAN	.517**	.481**	.450**	.454**	.436**	.388**	.342**	.453**	.429**	.405**	.418**	.036	.473**	.440**	.046	.195**	.421**	.171**	1,592**	.001	.170**	.607**	.475**	.123**	.286**	.021	.453**	
ÇEK CUMHURİYETİ	.659**	.559**	.513**	.561**	.519**	.577**	.478**	.399**	.557**	.521**	.523**	.560**	.073**	.576**	.051	.242**	.217**	.592**	1,-010	.207**	.567**	.599**	.130**	.373**	.057	.538**		
MALTA	.007	-.007	-.018	.002	-.013	.032	.014	.032	-.009	-.008	.008	-.005	-.004	.002	.050	-.004	.034	.086	.001	-.010	1,021	.004	-.002	.015	.071**	.045	-.002	
ROMANYA	.214**	.165**	.163**	.198**	.136**	.160**	.223**	.219**	.197**	.145**	.230**	.190**	.146**	.174**	.170**	.006	.185**	.217**	.170**	.021	.154**	.270**	.270**	.037	.183**	.136**	.132**	
POLONYA	.576**	.556**	.526**	.555**	.515**	.555**	.440**	.361**	.530**	.513**	.464**	.447**	.022	.567**	.485**	-.002	.190**	.135**	.607**	.004	.154**	1,546**	.121**	.308**	.002	.516**		
TÜRKİYE	.590**	.553**	.512**	.547**	.505**	.562**	.463**	.407**	.554**	.509**	.502**	.036	.571**	.498**	.028	.189**	.164**	.475**	.599**	-.002	.270**	.548**	1,133**	.405**	.064	.828**		
LETONYA	.105**	.115**	.103**	.091**	.094**	.123**	.136**	.085**	.104**	.086**	.072**	.133**	.012	.141**	.124**	.004	.117**	.109**	.123**	.130**	.015	.037	.121**	.133**	1,100**	.020	.117**	
KIBRIS	.426**	.409**	.382**	.413**	.416**	.446**	.356**	.316**	.410**	.383**	.404**	.082**	.098**	.417**	.053	.175**	.139**	.286**	.373**	.071**	.183**	.308**	.405**	.100**	1,128**	.397**		
BULGARİSTAN	.067	.039	.034	.049	.016	.072**	.062	.083**	.040	.030	.092**	.108**	.098**	.031	.094**	.045	.106**	.174**	.021	.045	.136**	.002	.064	.020	.128**	1,043		
İŞVEÇ	.682**	.827**	.796**	.808**	.781**	.818**	.659**	.542**	.782**	.782**	.560**	.540**	.013	.792**	.669**	.022	.212**	.116**	.453**	.538**	-.042	.132**	.516**	.528**	.117**	.397**	.043	

EK-8 2005-2007 EURO BÖLGESİ BLUE CHİP ENDEKSLERİNİN KORELASYONU (DURAĞANLAŞTIRILMIŞ VERİLER)												
	AVUSTURYA	FRANSA	ALMANYA	HOLLANDA	İSPANYA	FİNLANDİYA	İRLANDA	PORTEKİZ	BELÇİKA	İTALYA	LUXEMBURG	YUNANİSTAN
AVUSTURYA	1	,707**	,684**	,700**	,691**	,744**	,640**	,538**	,703**	,679**	,617**	,595**
FRANSA	,707**	1	,925**	,924**	,871**	,820**	,719**	,588**	,884**	,900**	,606**	,574**
ALMANYA	,684**	,925**	1	,885**	,846**	,777**	,686**	,565**	,825**	,862**	,563**	,531**
HOLLANDA	,700**	,924**	,885**	1	,822**	,806**	,698**	,570**	,868**	,868**	,618**	,572**
İSPANYA	,691**	,871**	,846**	,822**	1	,781**	,680**	,607**	,790**	,822**	,534**	,547**
FİNLANDİYA	,744**	,820**	,777**	,806**	,781**	1	,691**	,583**	,782**	,762**	,620**	,603**
İRLANDA	,640**	,719**	,686**	,698**	,680**	,691**	1	,567**	,693**	,657**	,563**	,506**
PORTEKİZ	,538**	,588**	,565**	,570**	,607**	,583**	,567**	1	,581**	,533**	,440**	,407**
BELÇİKA	,703**	,884**	,825**	,868**	,790**	,782**	,693**	,581**	1	,833**	,658**	,595**
İTALYA	,679**	,900**	,862**	,868**	,822**	,762**	,657**	,533**	,833**	1	,532**	,560**
LUXEMBURG	,617**	,606**	,563**	,618**	,534**	,620**	,563**	,440**	,658**	,532**	1	,529**
YUNANİSTAN	,595**	,574**	,531**	,572**	,547**	,603**	,506**	,407**	,595**	,560**	,529**	1