

148083

T.C.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’NİN AVRUPA BİRLİĞİ’NE UYUM
SÜRECİNDE SERMAYE PİYASALARININ
ENTEGRASYONU**

Vedat KOŞAR

SBE İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programında
Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

148083

İSTANBUL, 2004

**T.C.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYE’NİN AVRUPA BİRLİĞİ’NE UYUM
SÜRECİNDE SERMAYE PİYASALARININ
ENTEGRASYONU**

Vedat KOŞAR

**SBE İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programında
Hazırlanan**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Güler ARAS

İSTANBUL, 2004

İÇİNDEKİLER

Sayfa

KISALTMA LİSTESİ.....	i
TABLO LİSTESİ.....	iii
GRAFİK LİSTESİ.....	v
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	viii
1. GİRİŞ.....	1
2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU ve YAPILANMASI.....	3
2.1 AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU.....	3
2.2 AVRUPA EKONOMİK ve PARASAL BİRLİĞİ'NİN YAPILANMA SÜRECİ.....	7
2.2.1 Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyon.....	8
2.2.1.1 Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesine Yönelik Mevcut Yasal Düzenlemeler.....	8
2.2.1.1.1 11 Mayıs 1960 Tarihli Birinci Direktif.....	9
2.2.1.1.2 18 Aralık 1962 Tarihli İkinci Direktif.....	11
2.2.1.1.3 1960 Yılı Direktifini Değiştiren 20.12.1985 Tarihli Direktif.....	12
2.2.1.1.4 17 Kasım 1986 Tarihli Üçüncü Yönerge.....	13
2.2.1.1.5 24 Haziran 1988 Tarihli Dördüncü Direktif.....	13
2.2.1.2 Sermayenin Serbest Dolaşımına İlişkin Davalar.....	14
2.2.1.2.1 R.V. Thompson Davası (1978).....	14
2.2.1.2.2 Casati Davası.....	15
2.2.1.3 Avrupa Birliği Finansal Uyumsallaştırma Raporları.....	16
2.2.1.3.1 Cockfield Raporu.....	16
2.2.1.3.2 Segre Raporu.....	17
2.2.1.3.3 Schiller Planı.....	17
2.2.1.3.4 Barre Raporları.....	18
2.2.1.3.5 Werner Raporları.....	19
2.2.1.3.6 Cecchini Raporu.....	19
2.2.1.3.7 Beyaz Kitap.....	21
2.2.1.3.8 Avrupa Tek Senedi.....	22
2.2.1.3.9 Delors Raporu.....	23
2.2.1.3.10 Maastricht Antlaşması.....	24
2.3 TÜRKİYE AVRUPA BİRLİĞİ İLİŞKİLERİ.....	26

2.3.1	Türkiye Avrupa Birliği İlişkilerinin Tarihsel Gelişimi.....	26
2.3.2	Türkiye Avrupa Birliği İlişkilerinde Son Gelişmeler.....	29
2.4	AVRUPA BİRLİĞİ'NE ÜYELİK İÇİN İSTENEN KRİTERLER.....	30
2.4.1	Kopenhag Kriterleri.....	31
2.4.1.1	Siyasi Kriterler.....	31
2.4.1.2	Ekonomik Kriterler.....	31
2.4.1.3	Topluluk Müktesebatının Kabulü.....	32
2.4.1.4	İdari Kapasitenin Güçlendirilmesi.....	33
3.	AVRUPA BİRLİĞİ ÜYESİ ve AVRUPA BİRLİĞİ'NE ADAY ÜLKELERE İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER.....	33
3.1	AVRUPA BİRLİĞİ'NİN 15 ÜYE ÜLKESİNE AİT TEMEL GÖSTERGELER.....	33
3.1.1	Nüfus.....	35
3.1.2	Kişi Başına Düşen GSMH.....	36
3.1.3	Enflasyon.....	38
3.1.4	İşsizlik.....	40
3.1.5	Borsada Hisse Senetleri Kote Edilen Şirket Sayısı.....	41
3.1.6	Borsaların Hisse Senedi İşlem Hacmi.....	43
3.1.7	Piyasa Kapitalizasyonu.....	44
3.1.8	Borsalarda Yoğunlaşma.....	46
3.1.9	Fiyat-Kazanç Oranları.....	49
3.1.10	Borsalarda Kayıtlı Tahvil Sayısı ve İşlem Gören Tahvillerin Pazar Değerleri.....	50
3.2	AVRUPA BİRLİĞİ'NE YENİ ÜYE OLMUŞ ÜLKELERE ve ADAY ÜLKELERE AİT TEMEL GÖSTERGELER.....	53
3.2.1	Nüfus.....	54
3.2.2	Kişi Başına Düşen GSMH.....	55
3.2.3	Enflasyon.....	57
3.2.4	İşsizlik.....	59
3.2.5	Borsada Hisse Senetleri Kote Edilen Şirket Sayısı.....	60
3.2.6	Borsaların Hisse Senedi İşlem Hacmi.....	61
3.2.7	Piyasa Kapitalizasyonu.....	62
4.	AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI.....	64
4.1	AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI DÜZENLEMELERİ ve MEVCUT DURUM.....	64
4.1.1	Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası.....	64

4.1.2	Kotasyon Kriterleri ve Uygulama İle İlgili Yasalar.....	67
4.1.3	Insider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti).....	72
4.1.4	Yatırımcının Korunmasına İlişkin Yasa ve Uygulamalar.....	76
4.1.5	Muhasebe Standartları ve Raporlama.....	80
4.1.6	Takas ve Saklama.....	81
4.1.7	Kollektif Yatırım Şirketleri.....	84
4.1.8	Yatırımcı Tazmin Fonu.....	89
4.2	Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları ve Borsalarının Özellikleri.....	89
4.2.1	Kurumsal Yapı.....	90
4.2.2	Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar.....	92
4.2.3	Bankacılık Sistemi.....	94
4.2.4	Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yatırımcılar.....	97
4.2.5	Sermaye Piyasalarından Son Haberler.....	99
4.2.6	Avrupa Birliği Borsaları.....	101
5.	TÜRK SERMAYE PİYASASI.....	104
5.1	TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN GENEL ÖZELLİKLERİ.....	104
5.1.1	Hisse Senedi Piyasası.....	104
5.1.2	Tahvil Piyasası.....	109
5.1.3	Türev Piyasalar.....	110
5.2	AVRUPA SERMAYE PİYASALARI İLE BÜTÜNLEŞMENİN TÜRK SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN AVANTAJLARI.....	111
5.2.1	İMKB'ye Sağlayacağı Avantajlar.....	111
5.2.1.1	Arzda Artış.....	112
5.2.1.2	Talepte Artış.....	112
5.2.2	Sermaye Piyasası Kurumlarına Sağlayacağı Avantajlar.....	112
5.2.3	Yatırımcılara Sağlayacağı Avantajlar.....	113
5.3	AVRUPA SERMAYE PİYASALARI İLE BÜTÜNLEŞME.....	113
5.3.1	Yasal Uyum.....	114
5.3.1.1	Avrupa Sermaye Piyasalarına Uyum İçin Yapılan Yasal Düzenlemeler ve Eksiklikler.....	114
5.3.1.2	Yasal Uyum İçin Yapılması Gereken Ek Düzenlemeler.....	116
5.3.2	Uygulama Boyutunda Avrupa Sermaye Piyasaları ile Bütünleşme.....	119
6.	SONUÇ ve ÖNERİLER.....	123
	KAYNAKLAR.....	127

EKLER.....	132
EK 1 Sermaye Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	132
EK 2 Kar Payı Gelirlerinin Vergilendirilmesi.....	133
EK 3 Avrupa Sermaye Piyasasında Standardizasyon Sağlayan Mevcut Yönergeler.....	135
EK 4 AB Ülkelerinde Menkul Kıymet Saklama Kuruluşları.....	136
EK 5 Faiz Gelirlerinin Vergilendirilmesi.....	137
EK 6 Türk Sermaye Piyasası'nın Yeniden Yapılandırılması Sırasında Yürütülen Projeler..	138
EK 7 Türk Sermaye Piyasası'nın Tarihsel Gelişimi.....	140
ÖZGEÇMİŞ.....	141



KISALTMA LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AK	Avrupa Konseyi
AKÇT	Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu
APB	Avrupa Para Birliği
APIF	Avrupa Parasal İşbirliği Fonu
AT	Avrupa Topluluğu
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
ECU	Avrupa Para Birimi
EIONET	Avrupa Bilgi ve Gözlem Ağı
EMU	Avrupa Parasal Birliği
EPB	Ekonomik ve Parasal Birlik
Euratom	Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu
FEE	Avrupa Federasyonu
FIBV	Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu
GATT	Genel Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Antlaşması
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HICP	Uyumlaştırıcı Tüketici Fiyat Endeksi
IASC	Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi
ISD	Yatırım Hizmetleri Direktifi
İKV	İktisadi Kalınma Vakfı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	Küçük Orta Boy İşletme
MDAÜ	Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri
NYSE	New York Borsası
OECD	Ekonomik Birleşme ve Gelişme Organizasyonu

SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Gelişimi Organizasyonu
UCITs	Kollektif Yatırım Kuruluşları
UP	Ulusal Program
US\$	Amerikan Doları



TABLO LİSTESİ

Sayfa

Tablo 3.1	Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Nüfus Değerleri.....	35
Tablo 3.2	Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Kişi Başına Düşen GSMH Değerleri.....	37
Tablo 3.3	Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Enflasyon Oranları.....	39
Tablo 3.4	Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin İşsizlik Oranları.....	40
Tablo 3.5	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	42
Tablo 3.6	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarının Hisse Senedi İşlem Hacmi.....	43
Tablo 3.7	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları.....	45
Tablo 3.8	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Piyasa Değeri İçindeki Payları.....	46
Tablo 3.9	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Toplam İşlem Hacmi İçindeki Payları.....	47
Tablo 3.10	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Fiyat / Kazanç Oranları.....	49
Tablo 3.11	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarındaki Tahvillerin Pazar Değerleri.....	51
Tablo 3.12	AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Kayıtlı Tahvil Sayıları.....	52
Tablo 3.13	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Nüfus Değerleri.....	55
Tablo 3.14	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Kişi Başına Düşen GSMH Değerleri...	56
Tablo 3.15	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Enflasyon Oranları.....	58
Tablo 3.16	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin İşsizlik Oranları.....	59
Tablo 3.17	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Borsada İşlem Gören Şirket Sayıları...	61
Tablo 3.18	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Borsalarının İşlem Hacimleri.....	62
Tablo 3.19	AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Piyasa Kapitalizasyonları.....	63

Tablo 4.1 AB'ne Üye Ülkelerde Bankaların Denetimine, Faaliyet İzni Vermeye ve Ödeme Güçlüğüne Düşmeleri Halinde Gerekli Tedbirleri Almaya Yetkili Merciler.....	94
Tablo 5.1 Türkiye'de Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları.....	107
Tablo 5.2 İMKB'de Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri.....	108
Tablo 5.3 AB Konsey Yönergelerine İlişkin Olarak Değişiklik Yapılacak Türk Sermaye Piyasası Düzenlemeleri.....	117



GRAFİK LİSTESİ

Sayfa

Grafik 3.1 AB, AB'ne Aday Ülkeler, Türkiye, Amerika ve Japonya'nın Nüfus Değerleri	36
Grafik 3.2 AB'de Kişi Başına Düşen GSMH'nin Yıllık Değişim Oranları.....	37
Grafik 3.3 AB ve Türkiye'nin Enflasyon Oranları.....	39
Grafik 3.4 AB, Türkiye, Amerika ve Japonya'nın İşsizlik Oranları.....	41
Grafik 3.5 AB ve Türkiye Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	42
Grafik 3.6 AB ve Türkiye Borsalarındaki Hisse Senedi İşlem Hacimleri.....	44
Grafik 3.7 AB ve Türkiye Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları.....	45
Grafik 3.8 AB ve Türkiye Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Piyasa Değeri İçindeki Payları.....	48
Grafik 3.9 AB ve Türkiye Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Toplam İşlem Hacmi İçindeki Payları.....	48
Grafik 3.10 AB ve Türkiye Borsalarında Fiyat / Kazanç Oranları.....	50
Grafik 3.11 AB ve Türkiye Borsalarındaki Tahvillerin Pazar Değerleri.....	51
Grafik 3.12 AB ve Türkiye Borsalarında Kayıtlı Tahvil Sayıları.....	52
Grafik 3.13 AB ve Türkiye'de Gayri Safi Milli Hasılının Yıllık Yüzde Değişimi.....	57
Grafik 3.14 AB, AB'ne Aday Ülkeler ve Türkiye'nin Enflasyon Oranları.....	58
Grafik 3.15 AB, AB'ne Aday Ülkeler ve Türkiye'nin İşsizlik Oranları.....	60
Grafik 5.1 İMKB'de İşlem Gören Şirket Sayısı.....	105
Grafik 5.2 İMKB'de Toplam İşlem Hacmi.....	105
Grafik 5.3 İMKB Borsa Pazarlarında İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri.....	106

Grafik 5.4 İMKB’de Birincil Halka Arz Yoluyla Sağlanan Kaynak.....	106
Grafik 5.5 Türkiye Ekonomisinde Konsolide Bütçenin Temel Büyüklükleri.....	108
Grafik 5.6 Türkiye Ekonomisinin Üçer Aylık Dönemler İtibariyle Büyüme Hızı.....	109
Grafik 5.7 İMKB’de Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacmi.....	110



TÜRKİYE’NİN AVRUPA BİRLİĞİ’NE UYUM SÜRECİNDE SERMAYE PİYASALARININ ENTEGRASYONU

Vedat KOŞAR
İşletme Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi

Avrupa Birliği, sermaye piyasalarında uyumlaşma ve bütünleşme sağlarken, Türkiye tam üyelik kapsamında sermaye piyasası ve borsası ile birlikte tüm finansal sistemini AB’ye uyumlaştırma çabasıdadır.

Üye ülke piyasalarında görülen aksaklıklar ve ülkelerarası fon hareketlerinde çıkan uyuşmazlıklar, topluluğu yeni standartlar belirlemeye ve uygulamaya yöneltmektedir. Bu nedenle, heterojen yapıya sahip üye ülkeler arasında işbirliği ve koordinasyonla birlikte kademeli yakınlaşma sağlanması esas alınmaktadır.

1992 yılında Maastrich anlaşması ile topluluk, AB olarak daha geniş boyutlu bir hedefe hazırlanmaktadır. Anlaşma ile, ekonomik ve parasal birlik kurmak, uyumlu ve dengeli olarak ekonomik faaliyetlerde süreklilik sağlamak, dışsal faktörleri de dikkate alarak enflasyonsuz bir büyümeyi gerçekleştirmek ve yüksek seviyede istihdam olanağı ve sosyal güvence amaçlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Avrupa Birliği, Sermaye Piyasası, Entegrasyon.

THE INTEGRATION of CAPITAL MARKETS DURING THE ACCOMODATION PROCESS of TURKEY to THE EUROPEAN UNION

Vedat KOŞAR
Business Administration, M.S. Thesis

Turkey efforts to accomodate it's capital market, stock exchange and all financial system to be a member of EU while EU realizes accommodation and integration.

The problems in member countries' markets orient the EU to define and apply new standards. Therefore it's the basic think that staged approach should be supplied within coordination and cooperation between the countries which have heterogeneous structure.

EU has prepared itself to the target which is bigger than before since Maasrtich agreement in 1992. It's aimed with this agreement to build economical and monetary union; to apply continuity about the economical activities to be accommodated and balanced; to apply economy which has not high inflation larger taking into consideration outer factors and lastly to apply high employment opportunities and social insurance.

Keywords: European Union, Capital Market, Integration.

1. GİRİŞ

Avrupa Birliği, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra büyük bir yıkıma uğrayan Avrupa'da, barışın ve bölgesel istikrarın yeniden sağlanması ve ekonomik yeniden yapılanma amacıyla oluşturulan bir ülkeler topluluğu, belirli alanlarda egemenliklerini devretmiş bulunan Avrupalı ülkelerden oluşan bir uluslarüstü kurumdur. Gerçekten de Avrupa Birliği'nin doğru bir tanımının yapılabilmesi için egemenlik konusuna atıfta bulunulması gerekir. Avrupa Birliği, üyelerinin anayasası olarak adlandırılabilen Kurucu Antlaşması'nda yer verilen ticaret politikası, tarım politikası, para politikası gibi daha önceden üye ülkelerin yetkisinde olan bir çok politikayla ilgili egemenlik haklarını kısmen devretmeleri esasına dayanmaktadır.

Avrupa Birliği, fiziksel, teknik ve vergisel engellerin tamamen kaldırılarak, İç Pazar'da malların, hizmetlerin, sermayenin ve işgücünün serbest dolaşımını sağlamayı hedeflemektedir. Serbestleşme temelinde, Ekonomik ve Parasal Birlik ile tek ve merkezi para politikasının gerçekleştirilmesi sağlanacaktır. Üye ülkeler arasındaki değişik düzenleme ve uygulamaların giderek birbirine yakınlaştırılması ve tam entegrasyonu oluşturacak ortak standartların kabulü esas alınmaktadır.

Avrupa'daki entegrasyon sürecinde ulusal devletlerin kendi istekleri ile diğer devletlerle bir ekonomik entegrasyon içine girme çalışmalarını yapmaları, yetkilerini uluslarüstü kurumlara devretmek durumunda kalmaları, ulusal devletin ekonomik faaliyetini düzenleme görevini ve yararlandığı araçları etkilemektedir. Entegrasyonda yer alan ülkede ulusal ekonomik politikaların Topluluk düzeyinde belirlenen çerçeveye uygun olarak saptanması gerekir. Yapılmaması halinde entegrasyon sürecini tamamlayıp Topluluk üyesi olmak mümkün olmaz.

Avrupa Birliği, 1999 yılı sonunda yeni bir genişleme sürecine girerek, birliğine ilave ettiği yeni ülkeleri ile birlikte 2000'li yılları, ekonomik, finansal ve siyasal alanlarda entegrasyon çalışmalarını daha hızlı yürütmeye başlamıştır. Günümüze kadar ekonomik ve finansal alanlarda birlik oluşturma faaliyetlerinde belli bir aşamaya gelen Avrupa Birliği, bundan sonrası için birlik düzenlemelerinin güncelleştirilmesi için gerekli değişikliklerin yapılması, aday ülkelerin yasal ve teknik yapılarının uyumu ve bu ülkelerin uyum sürecinin tamamlanması gibi konular üzerinde çalışmalarını yapmayı planlamaktadır.

Türkiye uyum sürecinde çoğu alanda ilerleme kaydetmiştir; ancak birçok konuda henüz sürecin başlarındadır. Bütün alanlarda mevzuatla ilgili daha fazla çalışma yürütülmeli ve Türkiye, müktesebatın kabulüne ilişkin Ulusal Program'ın, Katılım Ortaklığı'nın önceliklerine uygun olarak bütün alanlarda daha tutarlı bir şekilde uygulanmasına odaklanmalıdır. Ayrıca yeni kabul edilen yasa ve yönetmelikler de müktesebattan uzaklaşmamalıdır.

Türkiye piyasa ekonomisinin işleyişini önemli ölçüde geliştirmiştir, ancak makroekonomik dengesizlikler devam etmektedir. Makroekonomik istikrar ve yapısal reformlar doğrultusunda atılacak yeni kararlı adımlar, ayrıca, Türkiye'nin rekabet baskıları ve Birlik içindeki piyasa güçleriyle başa çıkma kapasitesini artıracaktır.

Menkul kıymet piyasalarının bütünleşmesi, arz ve talebin en etkin şekilde biraraya gelmesi Avrupa Birliği için bir zorunluluk haline gelmiştir. Avrupa Birliği Tek Avrupa Sermaye Piyasası ile sanayisinin global rekabet gücünü kazanması ve enflasyonsuz ekonomik büyümeyi sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amacın gerçekleşmesinde Avrupa Menkul Kıymet Pazarlarının işleyiş kurallarının uyumsallaşması büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, Avrupa Birliği'nin doğuşu ve gelişimi incelenmiş, bu gelişim sürecinde Türkiye'nin Avrupa Birliği ile olan ilişkileri ele alınmıştır. İkinci bölümde, Avrupa Birliği'nde sermaye piyasalarının genel yapısı, gelişimi ve bütünleşme sürecine değinilmiştir. Üçüncü bölümde ise Türk Sermaye Piyasası'nın genel özellikleri, Avrupa Sermaye Piyasalarına uyumun gerekçeleri, uyum için yapılan yasal düzenlemeler ve yapılması gerekenler ele alınmıştır.

Avrupa Sermaye Piyasaları'nda devam etmekte olan bütünleşme ve yeniden yapılanma kapsamında, Türk Sermaye Piyasası'nın Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşme sürecini incelediğim bu tez, entegrasyonun gerçekleşmesine yardımcı olacak öneriler ile sonuçlandırılmıştır.

2. AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU ve YAPILANMASI

İkinci Dünya Savaşı sonrasında Avrupa'nın en önemli gündem maddesi, benzer bir felaketi yeniden yaşamamak, yaşlı kıtada bir kez daha savaş rüzgarlarının önüne geçecek bir yapılanma içine girmektir. Avrupalı aydınların daha önce de zaman zaman gündeme getirdiği "Avrupa Federasyonu" veya "Birleşik Avrupa" düşüncesi savaş sonrasında daha yoğun bir şekilde yeniden tartışmaya açıldı. 1946 yılında İngiltere başbakanı Winston Churchill'in Zürih Üniversitesi'nde "Avrupa Birleşik Devletleri" kurulması yönündeki çağrısı büyük destek gördü. Churchill, bu konuşmasında görüşlerini "En büyük dileğim, her milletten kadın, erkek, herkesin Avrupalı olmayı kendi ülkesine bağlılık kadar önemseydiği ve bu geniş toprak parçasının her yerinde kendi evindeymiş gibi rahat ettiği bir Avrupa görmektir" sözleriyle dile getiriyordu. 1947 yılında kurulan "Avrupa Birliği Hareketleri Koordinasyon Komitesi" Avrupa Birliği hareketinin öncüsü sayılmaktadır¹.

2.1 AVRUPA BİRLİĞİ'NİN OLUŞUMU

Avrupa ülküsü, gerçek bir siyasi projeye dönüşüp AT üyesi ülkelerin hükümet politikalarında uzun vadeli bir hedef haline gelmeden önce, sadece filozoflarla önsözli kimselerin düşüncelerinde yaşıyordu. Avrupa Birleşik Devletleri hümanist ve barışçı bir hayalin parçasıydı. Yirminci yüzyılın ilk yarısında meydana gelen ve kıtayı derinden yaralayan çatışmalar bu hayali darmadağın etti. Avrupa'da ulusal uzlaşmazlıkları aşabilecek bir örgütlenmenin kuruluşu İkinci Dünya Savaşı sırasında totaliter yönetimlere karşı savaştan direniş hareketlerinden kaynaklandı. Avrupa'da bütünleşme sürecine ivme kazandıran, biri federasyon yanlısı diğeri işlevselci iki akımın başlıca savunucuları İtalyan federalist Altiero Spinelli ile 1951'de Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'nun (AKÇT) kurulmasına yol açan Schuman Planı'nın ilham kaynağı Jean Monnet'dir. Federasyon yanlısı yaklaşım, yerel, bölgesel, ulusal ve Avrupa ölçeğindeki güç odakları arasında diyaloga ve tamamlayıcı bir ilişki kurulmasına dayanır. İşlevselci yaklaşım ise egemenliğin ulusal düzeyden Topluluk düzeyine tedricen aktarılmasını savunur. Bu iki görüş, günümüzde tek pazar, para politikası, ekonomik ve sosyal kaynaşma, dış politika ve güvenlik gibi ortak eylemin devletlerin tek tek hareket etmelerinden daha etkili olduğu alanlarda, demokratik ve bağımsız

¹ "AB Tarihsel Sonuç", <http://www.abyerelnet.org/ab/tarihsel/>, (15.01.2003).

Avrupa kurumlarına ulusal ve bölgesel makamlar kadar sorumluluk verilmesi gerektiği inancında iç içe geçmiştir².

Avrupa Birliği 1995'de ilk öncülerinin anısına dikilmiş bir anıt gibidir; ekonomi, sanayi, siyaset, yurttaş hakları ve dış politika alanlarını kapsayan çok-sektörlü bütünleşmenin en ileri biçimidir. Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'nu (AKÇT) kuran Paris Antlaşması (1951), Avrupa Ekonomik Topluluğu'nu (AET) ve Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu'nu (Euratom) kuran Roma Antlaşmaları (1957), Avrupa Tek Senedi (1986) ve Maastricht Avrupa Birliği Antlaşması (1992), Üye devletleri egemen Devletler arasındaki geleneksel antlaşmalardan daha sıkı bir biçimde birbirine bağlayan AB'nin hukuki temellerini meydana getirir. Avrupa Birliği, doğrudan uygulanma imkanı olan bir mevzuat oluşturabilmekte ve yurttaşları lehine özel haklar ihdas edebilmektedir.

Topluluğun çalışmaları, başlangıçta altı kurucu üyesi (Almanya, Belçika, Fransa, Hollanda, İtalya ve Lüksemburg) arasında bir kömür ve çelik ortak pazarı kurulmasıyla sınırlıydı. Savaş ertesindeki o günlerde savaşın galip ve mağluplarını, eşitler olarak işbirliğinde bulunabilecekleri bir kurumsal yapı içinde bir araya getiren Topluluk, temelde barışı güvence altına almanın bir aracı olarak algılanıyordu.

Altılar 1957'de, Fransız Ulusal Meclisi'nin Avrupa Savunma Topluluğu projesini reddetmesinden üç yıl sonra, işgücü ile mal ve hizmetlerin serbest dolaşımına dayanan bir ekonomik topluluk kurmaya karar verdiler. Mamul mallarda gümrük vergileri planlandığı gibi 1 Temmuz 1968'de kaldırıldı; özellikle tarım ve ticaret politikaları olmak üzere ortak politikalar 60'ların sonunda yerli yerine oturmuştu.

Altılar'ın başarısı Birleşik Krallık, Danimarka ve İrlanda'yı Topluluk üyeliğine başvurmaya yöneltti. General de Gaulle yönetimindeki Fransa'nın 1961'de ve 1967'de iki kez veto yetkisini kullandığı çetin bir pazarlık dönemini takiben, bu üç ülke 1972 yılında üyeliğe kabul edildiler³. Üye devlet sayısını altıdan dokuzaya yükselten ilk genişleme ile birlikte, Topluluk sosyal, bölgesel ve çevresel konularda üstlendiği sorumluluklarla yeni bir derinlik kazandı.

² “Avrupa Birliği Tarihi”, http://www.abhaber.com/belgeler/belgeler_12.htm, (15.01.2003).

³ “AB Tarihsel Sonuç”, <http://www.abyerelnet.org/ab/tarihsel/>, (15.01.2003).

Amerika Birleşik Devletleri'nin 1970 başlarında doların konvertibilitesini askıya almasıyla ekonomik yakınlaşma ve parasal birlik gereksinimi açıkça kendini gösterdi. 1973 ve 1979'daki iki petrol kriziyle dünya çapında parasal istikrarsızlık daha da ağırlaştı. 1979 yılında Avrupa Para Sistemi'nin işlerlik kazanması döviz kurlarının sabitleşmesine yardımcı oldu ve Üye Devletlerin kararlı ekonomik politikalar izleyerek açık bir ekonomik alanın dayattığı disiplinden yararlanmalarını ve birbirlerine karşılıklı destek vermelerini sağladı.

Topluluk 1981'de Yunanistan'ın, 1986'da da İspanya ve Portekiz'in katılmalarıyla güneye doğru genişledi. Bu genişlemeler, Onikiler'in, ekonomik gelişmeleri arasındaki farklılıkları azaltmaya yönelik yapısal programlar uygulamalarını kaçınılmaz kıldı.

Bu dönemde Topluluk Güney Akdeniz ile Afrika, Karayipler ve Pasifik (AKP) ülkeleri ile yeni anlaşmalar imzalayarak uluslararası düzeyde daha önemli bir rol oynamaya başladı; AKP ülkeleri birbirini izleyen dört Lomé Sözleşmesi (1975, 1979, 1984 ve 1989) ile Toplulukla bağ kurdu.

Tüm GATT üyeleri arasında 15 Nisan 1994'te Marakeş'te imzalanan bir antlaşma ile dünya ticaretinin gelişiminde yeni bir aşamaya girildi. Pazarlıkları bir blok olarak sürdüren Avrupa Birliği görüşmelere damgasını vurma ve çıkarlarının gözetilmesini sağlama konusunda çaba harcadı. 1 Ocak 1995'de Avrupa Birliği'ne üç yeni üye katıldı. Avusturya, Finlandiya ve İsveç kendilerine özgü katkılarıyla Birliği zenginleştirmekte, Orta ve Kuzey Avrupa'da yeni açılımlar sağlamaktadırlar.

Dünyanın en büyük ticaret gücü olmasına karşın, Birlik diplomatik etkinliğini arttıracak yapıları geliştirmekte ağır davranmıştır. Avrupa siyasi işbirliğinin amacı dışişleri ve güvenlik politikası alanlarında hükümetler arasında daha derinlemesine bir eşgüdümün sağlanmasıdır. Dünyadaki durgunluk ve mali yükün paylaşımı konusundaki iç çekişmeler 1980 başlarında bir "Avrupa karamsarlığı" havasının doğmasına neden oldu. Ama 1984'den sonra bunun yerini Topluluğun canlandırılması konusunda daha umutlu beklentiler aldı. Jacques Delors başkanlığındaki Komisyonun 1984'de hazırladığı Beyaz Kitap'a dayanarak Topluluk 1 Ocak 1993'e kadar tek pazar oluşturmayı kendisine hedef edindi. Avrupa Tek Senedi 17 ve 28 Şubat 1986'da imzalandı

ve bu iddialı hedefle ilgili mevzuatın kabulü konusunda yeni usuller geliştirdi. Tek Senet 1 Temmuz 1987 tarihinde yürürlüğe girdi⁴.

Berlin Duvarı'nın yıkılmasının ardından 3 Kasım 1990'da iki Almanya'nın birleşmesi, Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinin Sovyet denetiminden kurtulmaları ve demokratikleşmeleri, Aralık 1991'de de Sovyetler Birliği'nin çözülmesi Avrupa'nın siyasi yapısını baştan aşağı değiştirdi. Üye Devletler bağlarını güçlendirme kararlılığıyla, temel özellikleri 9-10 Aralık 1991'de Maastricht'te toplanan Avrupa Doruğu'nda kararlaştırılan yeni bir anlaşmanın müzakerelerine başladılar.

1 Kasım 1993'de yürürlüğe giren Avrupa Birliği Anlařması⁵ Üye Devletlerin önüne iddialı bir program koymaktadır: 1999'a kadar parasal birlik; yeni ortak politikalar, Avrupa yurttaşlığı; diplomatik işbirliği; ortak savunma ve iç güvenlik. Dünya ölçeğindeki rekabeti göğüsleyebilmek ve işsizliği azaltmak için Avrupa Doruğu, Komisyon tarafından sunulan 'Büyüme, rekabet, istihdam' adlı Beyaz Kitap'a dayanarak Temmuz 1994'de kıta ölçeğinde altyapı ve iletişim projelerini yürürlüğe koymaya karar verdi.

Artık AB'nin, bir yandan Üye Devletlerin kimliklerini korurken diğer yandan da karar verebilme ve uygulama yeteneği bulunan hem etkili hem de demokratik bir örgüt olma yolunda daha ileri gitmekten başka seçeneği yoktur. Yapısını güçlendirip karar mekanizmalarını rasyonalize edemezse, iyice gevşeme ya da kımıldayamaz hale gelme seçeneğiyle karşı karşıya kalacaktır. Atlas Okyanusu'ndan Urallar'a uzanan 'Büyük Avrupa' ancak tek sesle konuşup hareket eden istikrarlı bir çekirdek etrafında yapılırsa örgütlü bir güç olarak gelişebilir. 1996 için planlanan kurumsal gündem iddialıdır: 15 üyeli AB'nin yapısının yeni görevleri göğüsleyebilecek şekilde uyarlanması ve kurucularının büyük siyasi projelerinin kaynakları göz ardı edilmeden ve kapsamı kısıtlanmadan tüm kıtaya istikrar getirebilecek biçimde yeni üyelerin katılımına hazırlanması.

Altı üye ülke ile başlayan bu birlik, yıllar içerisinde yeni ülkelerin katılımıyla onbeş üyeye ulaştı. 375 milyon nüfusu ve 8 trilyon Euro'luk gayrisafi milli hasılasıyla en büyük bölgesel güçlerden biri olan AB, 2003 yılında 10 yeni aday ülkenin katılım antlaşması imzalamasıyla 25 üyeli ve 450 milyon nüfuslu bir birlik olma yolunda önemli bir adım attı. Müzakere sürecini başarıyla tamamlayan ve yasalarını AB'ye uyumlu hale getiren 10 yeni üye ülke, referandum sürecini de

⁴ ARI Düşünce ve Toplumsal Gelişim Derneği, "Değişim ve Gelişim Sürecinde AB ve Türkiye", <http://www.abyerelnet.org/ab/turkiyeabiliskileri/tarihce/degisim.doc>, (15.01.2003).

⁵ "Avrupa Birliği Tarihçesi", http://www.abhaber.com/belgeler/belgeler_12.htm, (15.01.2003).

başarıyla tamamladıktan sonra Mayıs 2004'de AB'ye tam üye oldular. Bu on aday ülkeden sonra AB'nin genişleme süreci, 2007 yılında tam üye olması öngörülen Bulgaristan, Romanya ve henüz müzakere sürecine girmemiş olan Türkiye ile devam edecek.

Yaklaşık yarım yüzyıldır Avrupa bütünleşmesi, kıtanın gelişmesi ve halkının zihniyeti üzerinde önemli etkilerde bulunmuştur; aynı zamanda güçler dengesini de değiştirmiştir. Siyasi renklerinden bağımsız olarak tüm hükümetler mutlak ulusal egemenlik çağının artık geçtiğinin farkındadır.

Ancak güçlerin birleştirilmesi ve AKÇT Anlaşması'nın ifadesiyle "gelecekteki kader birliği" için harcanacak çabalar sayesinde, Avrupa'nın eski ulusları ekonomik ve sosyal gelişmelerini sürdürebilir ve dünya ölçeğindeki etkinliklerini koruyabilirler.

Ulusal ve ortak çıkarların sürekli dengelenmesine, ulusal geleneklerin farklılığına saygı gösterilmesine ve farklı kimliklerin güçlendirilmesine dayalı Topluluk yaklaşımı her zaman olduğu gibi bugün de geçerlidir. Devletler arasındaki ilişkilere damgasını vuran köklü düşmanlıkları, üstünlük saplantılarını ve savaşçı eğilimleri aşacak biçimde tasarlanan bu yaklaşım Soğuk Savaş yılları boyunca Avrupa'nın demokratik ülkelerinin özgürlüğe olan bağlılıkları çevresinde birleşmelerini sağlamıştır. Doğu-Batı karşıtlığının ortadan kalkması ve kıtanın siyasi ve ekonomik bakımdan yeniden birleşmesi, Avrupalıların gelecekleri için bugün her zamankinden daha fazla ihtiyaç duydukları Avrupa ruhunun zaferidir.

2.2 AVRUPA EKONOMİK ve PARASAL BİRLİĞİ'NİN YAPILANMA SÜRECİ

Son yıllarda tüm dünya ülkelerini etkisi altına almaya başlayan küreselleşme olgusu ve sermayenin serbest dolaşımı ilkesi bir yandan para ve sermaye piyasaları arasındaki geçişkenlikleri artırırken bir yandan da ülke sınırlarını zorlamaya başlamıştır. Özellikle endüstrileşmiş ülkelerin sermaye piyasalarının kendi ülke sınırları içerisindeki gelişme sürecinde doğal sınırlarına ulaşmış olmaları alternatif büyüme yöntemlerinin yeşermesine sebep olmuştur. Bunun gerçek hayattaki yansımaları ise tüm dünyada bölgesel ittifaklar ve bütünleşmeler olarak

görülmektedir. Finansal piyasalardaki bu bütünleşme eğilimine Avrupa Birliği, Tek Finansal Piyasa'nın oluşturulması çabasıyla öncülük etmektedir⁶.

2.2.1 Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyon

Avrupa Birliği özellikle malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımını sağlaması, ekonomi, para ve maliye politikaları ile ekonomik birliğe doğru yönelen bir topluluk olarak görünmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi hususunda hazırlanan yasalar, düzenlemeler ve raporlara aşağıdaki bölümlerde değinilmiştir.

2.2.1.1 Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesine Yönelik Mevcut Yasal Düzenlemeler

Avrupa sermaye piyasalarının entegre edilerek tek pazar oluşturma hedefinin gerçekleştirilmesinde sermaye hareketlerinin ve hizmet sunumunun serbestleştirilmesi önemli bir rol üstlenmektedir. Bütünleşme hedefindeki öncelikli adım serbestleşmenin sağlanmasıdır. Entegrasyon ancak serbestleşme sayesinde mümkün olabilmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik ilk düzenleme, kurucu antlaşma olan Roma Anlaşma'sının 67-73. maddeleri arasında düzenlenmiştir. Anlaşmanın uygulanması sırasında ortaya çıkan sorunlara çözüm getirmek ve tam entegrasyona yönelik hedefleri yerine getirmek amacıyla AB Hukuku çerçevesinde yönergeler yayımlanarak yeni düzenlemeler yapılmıştır. Sermaye hareketlerine ilişkin işlemler, liberalizasyon dereceleri itibarıyla üç grupta toplanmaktadır. Bunlar tam, kısmi ve gönüllü liberalizasyondur:

- i. Tam Liberalizasyon: Doğrudan yatırımlar, emlak alım-satımı, kısa ve orta vadeli ticari krediler, kazançlar ve eski yatırımların tekrar kazanılması gibi kişisel işlemleri ve yerleşik olmayanların diğer bir üye ülkedeki kote hisseleri edinimlerini kapsamaktadır. Malların ve işgücünün serbestleştirilmesiyle doğrudan bağlantılı olan tüm sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini zorunlu kılmaktadır.

⁶ Alberto Giovanni & Colin Mayer, *European Financial Integration*, United Kingdom: Cambridge University Press, 1991, s.38.

- ii. Kısmi Liberalizasyon: Diğer üye ülke borsasında kote edilen menkul kıymetlerin arz ve plasmanı ile, aynı ülkede ikame etmeyenlerin kot dışı menkul kıymet edinimlerini, yatırım fonu portföylerindeki hisseleri ve uzun vadeli ticari kredilere ilişkin hususların kaldırılmasını gerektirmektedir.
- iii. Gönüllü Liberalizasyon: Hazine bonolarının ve diğer hisse senetlerinin alım-satımı, yabancıların banka hesabı açması ve kısa vadeli benzeri finansal işlemlerin liberalizasyonunu öngörür. Bu işlemlerin spekülatif hareketlere ve dalgalanmalara sebep olacağı düşüncesiyle, üye ülkelerin iç piyasalarında yapacakları düzenlemelerle şekillendirilmesi istenilmektedir.

2.2.1.1.1 11 Mayıs 1960 Tarihli Birinci Direktif

Roma Anlaşması'nın 67. maddesinin uygulanmasına yönelik olarak benimsenen birinci direktif, on madde ve iki ekten oluşmaktadır. Direktif'in temel amacı, sermaye hareketlerinin daha geniş ve hızlı liberalizasyonunun sağlanmasıdır⁷.

Direktif'in Birinci Eki A Listesi'nde, doğrudan yatırımlar, gayrimenkul yatırımları, kişisel sermaye hareketleri, teminatlar, rehin hakları ve diğer işlemlere ilişkin sermaye hareketlerinin yerleşik kişiler arasında işlem ve transferlerinin gerçekleştirilmesindeki tüm kambiyo izinlerinin üye devletler tarafından garanti edilmesi belirtilmektedir. Aynı zamanda üye devletler, ilgili transfer işlemlerinin cari ödemeler için geçerli döviz kuru üzerinden yapılmasına izin vereceklerdir.

Döviz kurlarındaki dalgalanmanın resmi olarak kısıtlanmadığı bir kambiyo piyasasındaki transfer işlemlerinde, bu zorunluluk, uygulanan döviz kurlarının artan ve sürekli fark doğuran bir koşulda olmaması gereğini ifade eder. Bu nedenle Para Komitesi, döviz kuru trendini sürekli olarak izleyerek Komisyon'a rapor verir. Komisyon'un kurlarda sürekli fark olduğunu gözlemlemesi halinde, Anlaşma'nın 169. maddesindeki prosedür gereği, ilgili üye ülkeden bilgi almak suretiyle

⁷ Direktif, Antlaşmanın özellikle 5, 67(1), 105(2) ve 106(2). Maddelerine atıfta bulunmaktadır ve aynı zamanda Cezayir ve Fransa okyanusyasa eyaletlerine sermaye hareketlerinin uygulanmasına ilişkindir.

önlemlerin alınmasını isteyebilmektedir. Üye ülkenin bu öneriye uymaması durumunda konu Adalet Divanı'na götürülerek dava açma yetkisi bulunmaktadır.

Direktif'in İkinci Maddesi'ne göre;

- i. Üye devletler, B Listesi'ni⁸ uygulamayı garanti etmektedir. Bu şekilde, bir üye ülkenin borsasında işlem gören veya borsaya kote sürecinde olan menkul kıymetlerin diğer üye ülkelerdeki yerleşik kişilerce serbestçe alım-satım işlemi yapabilecekleri öngörülmektedir.
- ii. Üye devletler, döviz kurlarındaki sapmaları dikkatle izleyeceklerdir.
- iii. Üye devletler, transferlerinin aynı döviz piyasasında cari işlemlere ilişkin ödeme olarak yapılması ya da döviz kuru sapmalarının, geçici olarak, yabancı menkul kıymetin ikamet edenler tarafından edinilmesi halinde finansal kuruluşlar ve benzeri amaçlı yüklenim şirketleri için kısıtlama getirebilecektir. Komisyon, Para Komitesi'ne danıştıktan sonra üye devletlere konuya ilişkin öneride bulunabilecektir.

Üçüncü Madde ile getirilen düzenlemelere göre;

- i. Üye devletler, ikamet edenler arasındaki transferlerde ve işlemlerin sonuçlandırılmasında C Listesi'ni garanti edeceklerdir. A ve B listelerindeki sermaye hareketlerinde serbestiye ilişkin zorunluluk şartının tersine, C Listesi koşullu nitelik taşımaktadır.
- ii. Serbestleşmenin bu üye devletin ekonomik politikaları uygulamasına engel oluşturması durumunda, üye devlet, kambiyo kısıtlamalarını sürdürebilecek ve tekrar Komisyon'a bildiriye bulunabilecektir. Komisyon, Para Komitesi'ne danıştıktan sonra sözkonusu güçlüklerle karşı önlem alınmasını önerme yetkisini kullanabilmektedir.
- iii. Komisyon, ilgili devletin kambiyo kısıtlamalarını kaldırmasını da isteme hakkına sahiptir.

⁸ B Listesi ile menkul kıymet işlemleri ve menkul kıymetlere ilişkin fiziki hareketlerde serbesti koşulları içerilmektedir.

C Listesi'nde yer alan koşullu nitelikteki sermaye işlemleri de aşağıda verilmektedir:

- Yerleşik kuruluşa ait menkul kıymetlerin yabancı bir sermaye piyasasına arzı ve satışı,
- Yabancı bir kuruluşa ait menkul kıymetlerin ulusal sermaye piyasasında arz ve satışı,
- Herhangi bir üye ülke borsasında işlem görmeyen veya borsaya kabul sürecinde olmayan menkul kıymetlerin iktisabı, ticari işlem veya yerleşik kişilerin iştirak etmediği hizmetlerle ilgili olan orta ve uzun vadeli kredi işlemleri,
- Teminatlar, diğer garantiler, rehin hakları ve bununla ilgili transferler.

Para Komitesi, sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaları senede en az bir kere incelemekte ve kaldırılması gerekli kısıtlamalara ilişkin raporu Komisyon'a sunmaktadır. Direktif'in yürürlüğe girmesinden sonraki 3 ay içerisinde üye devletler aşağıdaki durumlarda Komisyon'u bilgilendirmekle yükümlü tutulmuşlardır:

- i. Hukuk, regülasyon ve idari kapsamda belirlenen Direktif'in yürürlüğe giriş tarihinde sermaye hareketlerini düzenleyen provizyonlar,
- ii. Direktif'i takiben benimsenen provizyonlar,
- iii. Provizyonların uygulanmasına ilişkin prosedürler,
- iv. D Listesi'ne ilişkin işlemler⁹.

2.2.1.1.2 18 Aralık 1962 Tarihli İkinci Direktif

İkinci Direktif'te, 1960 Direktifi'nde bazı değişiklikler ve ilaveler yapılmaktadır. Sermaye hareketlerindeki OECD ile uyumlu gerçekleşeceği ve ayrıca Ortak Pazar oluşumunda malların, kişilerin ve hizmetlerin serbest dolaşımı ile yakından ilişkisi olacağından Birinci Direktif'te değişiklikler yapılmıştır¹⁰.

⁹ D Listesi: Hazine bonoları ve diğer menkul kıymetlere yapılan kısa vadeli yatırımları, kredi kuruluşları nezdinde hesap açılmasını, kişisel sermaye hareketlerini, ikrazları, teminatları, finansal varlıkların fiziki olarak ihraç ve ithalini kapsamaktadır.

¹⁰ 63/21/EEC, " Council Directive Amending The First Directive " O.J. (22.01.1963), Special Ed. 1963-1964, ss.5-17. OECD'ye daha önce üye topluluk ülkelerinde mevcut sermaye hareketleri liberalizasyonunun topluluk içerisinde konsolide edilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.

Birinci Direktif'in A Listesi'ne yerleşik olmayan kişilerin fonlarının diğer bir üye ülkeye transferi ve küçük miktarların yurtdışına transferleri Direktif içeriğine alınmıştır. Öte yandan, ilk Direktif'in B Listesi ve diğer tüm listelerinde geçen " ticari işlemler " ibaresine " veya hizmet sunumu " ifadesi eklenmiştir.

Yatırım fonları katılma belgelerinin serbesti kapsamına alınmasıyla, yatırım fonları ve ortaklıklarına yapılan yatırımlarda yeknesak tedbirlerde etkinlik sağlanması ve yatırım fonlarına ilişkin sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun temel yapısı oluşturulmuştur.

Uluslararası sermaye akımları ve bu akımların likidite üzerindeki olumsuzluklarının giderilmesi amacıyla, Direktif, Topluluk ile üçüncü ülkelerarası sermaye işlemlerinde istisnai olanlar dahil olmak üzere çerçeveyi belirlemektedir.

2.2.1.1.3 1960 Yılı Direktif'ini Değiştiren 20.12.1985 Tarihli Direktif

11.05.1960 tarihli Direktif'in listelerini ikinci kez değiştiren 1985 tarihli Direktif'te¹¹ Roma Anlaşması'nın 67. maddesinde belirtilen amaç doğrultusunda sermaye hareketlerinin aşamalı olarak serbestleştirilmesi amacı ile B ve C listelerinde değişiklik yapılmıştır.

Sözü edilen Direktif ile aynı tarihli başka düzenleme de yatırım fonlarına ilişkin ülke mevzuatlarının harmonizasyonu amacıyla kanun, yönetmelik ve diğer düzenlemelerin koordinasyonu için yapılmıştır¹². Aynı zamanda bu Direktif ile yatırım fonlarına ilişkin sermaye hareketlerinin de 11.05.1960 tarihli Direktif'i değiştiren yukarıda belirtilen Direktif kapsamına alınması sağlanmıştır.

Birinci Direktif'i değiştiren sözkonusu 85/583/EEC sayılı Direktif, yatırım fonlarına ilişkin düzenleme getiren yukarıda belirtilen 85/611/EEC sayılı Direktif'e dayalı olarak B listesine Direktif ile düzenleme kapsamına alınmış olan yatırım fonlarını da dahil etmiş, C listesine ise Direktif kapsamına dahil olmayan diğer yatırım fonları eklenmiş ve böylece liberasyon listelerinde genişlemeye gidilmiştir.

¹¹ 85/583/EEC sayılı Konsey Direktifi, OJEC L yayım tarihi ve sayısı; 31.12.1985,372

¹² 85/611/EEC sayılı Konsey Direktifi, OJEC L yayım tarihi ve sayısı; 31.12.1985, 375

2.2.1.1.4 17 Kasım 1986 Tarihli Üçüncü Yönerge

Topluluk, Tek Avrupa Senedi'ni onaylamak suretiyle sermaye hareketlerinde tam liberalizasyona ilişkin kararlılık göstererek, Konsey Direktif'i¹³ ile sağlanan gelişimi somutlaştırmaya çalışmıştır. Direktif ile, 1960 ve 1962 direktiflerinde tanımlanan liberalizasyon gereksinimleri orta ve uzun vadeli tüm işlemlere genişletilmektedir. Böylelikle aşağıdaki sermaye hareketlerinde liberalizasyon sağlanmaktadır.

- Uzun vadeli ticari krediler,
- Borsalarda işlem görmeyen menkul kıymetlere ilişkin alım-satım işlemleri,
- Menkul kıymetlerin sermaye piyasalarına kabulü.

Bu işlemlere ilişkin liberalizasyonda, Topluluğa yeni üye olmaları nedeniyle İspanya ve Portekiz daha geç uygulama hakkı elde etmiştir. İspanya, borsada işlem görmeyen kolektif yatırım şirketleri ile uygulamayı 01.10.1989 tarihinde, diğer hareketlerdeki liberalizasyonun sağlanmasını da 31.12.1990 yılında tamamlamıştır. Portekiz liberalizasyonu erteleme istisnasını 31.12.1992 tarihine kadar devam ettirmiş olup, sürenin bitiminde tam liberalizasyona geçiş için gerekli düzenlemeleri uygulamaya geçirmiştir¹⁴.

2.2.1.1.5 24 Haziran 1988 Tarihli Dördüncü Direktif

Dördüncü Direktif, kısa süreli sermaye hareketlerinde olmak üzere tüm sermaye hareketlerinde tam ve koşulsuz liberalizasyonu içeren Topluluk içi sınırların kaldırılması amacına yöneliktir. Direktif'in uygulanmasına ilişkin son tarih 1 Temmuz 1990 olarak belirtilmiştir. Bu zaman sürecinde dört üye ülke, İngiltere, Hollanda, Almanya ve Lüksemburg mübadele kısıtlamalarını kaldırmışlardır. Belçika ise resmi olarak uygulamaya geçişi başaramamıştır. Ancak ikili mübadele¹⁵ devam etmekteydi. Diğer üye ülkelerde bazı mübadele kısıtlamaları bulunmaktaydı.

¹³ OJL 332, 26.11.1986.

¹⁴ David T. Llewellyn, *Banking and Financial Services. The Single Market and Beyond*, London: Dennis Swann, 1992, s.126-127.

¹⁵ Dual (ikili) mübadele olarak, ticari işlemlerden farklı bir piyasada finansal ve sermaye işlemleri yürütülüyordu.

1988 Direktifi'nin ikinci aşamasına göre, yenilenen Liste B ve C'de sermaye hareketlerinde zorunlu ve koşulsuz liberalizasyon içerilmektedir. Bu kapsamda, firma ele geçirmeleri ve parasal araçların işlemi veya kısa vadeli finansal krediler, banka hesabı açılması ve kullanımı, yatırım fonlarının değerlendirilmesinde tam liberalizasyon hedeflenmiştir. 1988 Direktifi ile iyi tanımlanmış özel durumlu tedbirlerin uygulanmasına ilişkin istisna hakkı iki sene için izin verilmiştir. İspanya, İrlanda, Yunanistan ve Portekiz için ise bu süre dört sene olarak kabul edilmiştir.

2.2.1.2 Sermayenin Serbest Dolaşımına İlişkin Davalar

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile ilgili geçmişte bazı vakalar yaşanmıştır. Aşağıda bu vakalardan iki örnek verilmiştir.

2.2.1.2.1 R.V. Thompson Davası (1978)

İngiliz Mahkemesi'nde açılan dava¹⁶, Avrupa Birliği Adalet Divanı'na intikal etmiştir. Thompson ve Johnson Davası özetle şu şekildedir:

İngiliz vatandaşı olan Thompson ve Johnson adlı iki arkadaş, Güney Afrika'da eskiden tedavülde olan “ Krugerrands ” adlı altın kaplı paraları İngiltere'ye ithal etmek istemişlerdir. Ancak, madeni paraları araba lastiğinin boşluğuna yerleştirmek suretiyle İngiltere'ye gizli olarak getirirken gümrükte yakalanmışlardır. Aynı zamanda büyük miktarda gümüş kaplı paraları Almanya'ya ihraç etme girişiminden dolayı suçlanmışlardır.

Yapılan işlemler, İngiliz Kanunları'nı ihmal etmekte ve değerli madenlere ilişkin yeni çıkarılan mevzuata da aykırılık oluşturmaktaydı. Adalet Divanı'nda açılan davada Thompson ve Johnson savunmalarını, Avrupa Topluluğu hukuk normlarına göre malların ve sermayenin serbest dolaşımına göre bir suç olamayacağı tezine dayandırmışlardır.

¹⁶ R.V Thompson & Johnson, 7/78, 2247 ECR, 1978, No.11, s. 2248-2290. Ayrıntılı bilgi için bkz. Varış, M., Avrupa Topluluğu 1992 Tek Pazar Hedeflerinde Sermayenin Serbest Dolaşımı İlkesi, Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türkiye'nin Durumu, M.Ü. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1990.

Savunma, gümüş kaplı madenlerin ödeme aracı olarak kullanılmaması nedeniyle Roma Anlaşması'nın 30. maddesi uyarınca öngörülen malların serbest dolaşımı kapsamına gireceğini iddia etmiştir. Bunun doğal sonucu olarak da, malların ithalinin serbest olması gerektiğini ileri sürmüştür.

Divan, dava sonucunda aldığı karar ile, geçmişte de olsa " ödeme aracı " niteliğindeki eski gümüş kaplı madenlerin " mal " kapsamına giremeyeceği görüşünü benimsemiştir. Aynı şekilde " Krugerrands " adlı madeni paraların transferinin aynen sermaye işlemi olarak kabul edileceği belirlenmiştir. Sonuçta Adalet Divanı, para ve değerli madenlerin, sermaye ve cari ödemeler tanımına giremeyeceği gibi, eskiden ödeme aracı olarak kullanılmış olmalarından dolayı mal kavramı içerisine de alınamayacağı kararına varmıştır.

2.2.1.2.2 Casati Davası

Casati Davası, Avrupa Birliği'nde sermayenin serbest dolaşımı ilkesine örnek oluşturmaktadır¹⁷. Dava, Casati adında bir İtalyan vatandaşını ilgilendirmektedir. Almanya'da lokanta işletmekte olan Casati, işlerini genişletmek ve mutfak gereçleri almak amacıyla İtalya'ya gelmiştir. İtalya'da mal almak istediği fabrikanın kapalı olması nedeniyle üzerindeki büyük miktardaki Alman Markı ve İtalyan Lireti'ni harcamadan Almanya'ya geri dönmek zorunda kalmıştır. Ancak İtalya Kambyo Yasası'na aykırılıktan sınırda durdurularak paralarına el konulmuş ve tutuklanmıştır. Temel gerekçe olarak, İtalya'da yerleşik veya yerleşik olmayan kişilerin ülkeye giriş ve çıkışlarında beraberinde getirecekleri para miktarına kısıtlamalar getirilmiş olmasıdır. Casati böylece üzerinde büyük miktarda İtalyan Lireti'ni yurtdışına çıkarma girişimi ile ilgili mevzuatı ihlal etmekten suçlu bulunmuştur.

İtalyan yetkilileri, Casati'nin paraları malzeme almak için yanında getirme gerçeğine dayanan ve ayrıca Topluluk içerisinde sermayenin serbest dolaşımı ilkesinin olduğunu öngören savunmasını kabul etmişlerdir. Neden olarak da, beraberinde getirdiği döviz miktarının ülkeye giriş öncesinde bildirilmesi gereğini yerine getirmemiş olmasıdır. Casati'nin bu yükümlülükten habersiz olması, hem paralarına el konulması hem de hapse girmesi sonucunu doğurmuştur.

¹⁷ Casati Case 203/80, 2595, ECR, Nov, 11, 1981, s. 2595-2637.

2.2.1.3 Avrupa Birliği Finansal Uyumsallaştırma Raporları

Avrupa Birliği'nde maliye politikaları, finansal piyasalar, yerel para ve kredi politikaları gibi konularda bütünleşmenin incelendiği aşağıdaki raporlar, AB ile finansal uyumu sağlamaya yönelik çalışmalardır.

2.2.1.3.1 Cockfield Raporu

Cockfield Raporu, Topluluk'ta ortaya çıkabilecek olan harmonizasyona ilişkin problemleri ortaya koymaktadır. Önceliğin uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine verildiği rapor üç zeminde deđerlendirilebilir¹⁸:

- i. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi; malların, hizmetlerin ve işçilerin serbest dolaşımı için tam entegrasyonun sağlanması;
- ii. Avrupa Parasal Birliği (EMU) için tüm gerekliliklerinin yerine getirilmesi; Birlik içinde fiyat ve döviz kuru stabilizasyonu sağlamak üzere, ortak ekonomik politikaların uygulanabilmesi amacı ile üye hükümetlerin iç politikalarını bu doğrultuda oluşturmaları gerek.
- iii. Tasarrufların etkin dağılımı ve refah seviyesinin artırılması.

Harmonizasyonun sağlanmasında ortaya çıkabilecek problemlerin açılması için öngörülen rapor karşısında bürokratik ve politik olarak başlıca iki sorun görmektedir. Buna göre, Roma Anlaşması'nın 100. Maddesi'nde yer alan Topluluk hukuk düzenlemelerinde ortak gerekliliklerin ve prosedürlerin üye ülkeler tarafından yerine getirilmesi halinde 1992 yılı itibari ile Ortak Pazarın işlerlik kazanacağı vurgulanmaktadır. Yeni stratejiye göre izlenecek kurallar aşağıda verilmektedir.

- i. Üye devletler arasında asgari harmonizasyonun regülasyonlarla sağlanması,
- ii. Asgari uyum dışındaki diğer düzenlemelere ilişkin uygulamaların "karşılıklı tanıma" prensibine dayandırılması,

¹⁸ Meral Varış Tezcanlı & Oral Erdoğan, "Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve IMKB", *IMKB Yayınları*, No:8 (1996), s.56.

iii. Regülasyonlarda orijin ülke kurallarının geçerli olmasıdır.

2.2.1.3.2 Segre Raporu

Avrupa Topluluğu Komisyonu, 1963 yılında Ortak Pazar sınırları içinde bütünleşmiş bir sermaye piyasasının kurulabilmesi için gerekli araştırmalar yapmak üzere konunun uzmanlarından oluşan bir komiteyi görevlendirmiştir. Söz konusu komite Prof. Dr. Claudio Serge başkanlığında toplanmış ve çalışmalarına ilişkin raporu 1966 yılında Komisyona sunmuştur¹⁹.

Komite, çalışmalarını detaylı bir şekilde oldukça geniş bir yelpaze içinde gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede şirketler hukuku, borsa mevzuatı ve kambiyo kontrolleri gibi konular ele alınmıştır. Ancak komitenin özellikle üzerinde durduğu konu sermayenin serbest dolaşımını önleyen mali engeller olmuştur. Rapora göre, hedeflenen doğrultuda iyi işleyen bir Avrupa Sermaye Piyasası'nın oluşturulmasında en önemli etken, sözkonusu alandaki tasarrufların bir üye ülkeden diğerine değişmeyecek şekilde tarafsız bir muameleye tabi tutulmasına bağlıdır.

2.2.1.3.3 Schiller Planı

1969 yılında Almanya Ekonomi Bakanı Karl Schiller tarafından sunulan Plan'da ulusal para ve maliye politikalarının eşgüdümü amaçlanmıştır. Plan, EPB düşüncesine "ekonomist yaklaşım" olarak tanımlanmıştır. Almanya ve Hollanda'nın başını çektiği ekonomist yaklaşımda, döviz kuru birliği kurulmadan önce üye ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları arasında uyum sağlanması gerektiği, böylelikle bir zorlamayla karşılaşılmadan parasal birliğe geçişin sağlanacağı savunulmuştur. Bu yaklaşıma göre üye ülkeler ödemeler dengesi açıklarına dikkat etmek zorunda kalacaklar, dolayısıyla Almanya gibi ödemeler dengesi fazla veren ülkeler diğer üye ülkelerin açıklarını finanse etme yükümlülüğünden kurtulacaklardır.

Schiller, Amerikan Federal Rezerv Sistemi'ni örnek alarak, ulusal bütçeler üzerinde uluslararası kontrolü ve ulusal paralar arasında dalgalanma marjının daraltılmasını önermiştir. Ödemeler dengesi açıklarını gidermeye yardımcı olan Avrupa Rezerv Fonu'nda ve döviz kurlarında bir

¹⁹ Sijbren Cnossen, *Tax Coordination In The European Community*, Massachusetts Kluwer Law and Taxation Publishers, 1987, s.36.

düzenleme yapılırken nitelikli oy çokluğunun arandığı Sistem'in son aşamasında, bütün ekonomik ve parasal politikaları belirleme yetkisinin devredildiği uluslararası bir kurum olan Avrupa Merkez Bankaları Konseyi'nin kurulması hedeflenmiştir. Bu kuruma ayrıca tek paraya geçiş sürecini hazırlamak görevi öngörülmüştür. Plan bütün bu önerilerine rağmen politik nedenlerle hayata geçme olanağı bulamamıştır²⁰.

2.2.1.3.4 Barre Raporları

Fransa Başbakanı Raymond Barre, EPB konusundaki raporlarını 1969 yılında hazırlamıştır. Ekonomik ve parasal politikaların eşgüdümünü hedefleyen Birinci Barre raporu, AT üyesi ülkelere kısa vadeli finansal yardım mekanizmasının kurulmasını ve orta vadeli politikalarda uyumu ön plana çıkarmıştır. Bu raporda,

- i. Dış ödeme zorluklarıyla karşılaşan ülkelere bir koşula bağlı olmadan kredi verilmesi,
- ii. Üye ülkelerin büyüme hızları arasında uyum sağlanması,
- iii. Dolara karşı ulusal paraların dalgalanma marjının daraltılması öngörülmüştür.

İkinci Barre Raporu ise 1-2 Aralık 1969 tarihlerinde La Haye'de toplanan Avrupa Zirvesi'nde sunulmuştur. Rapor, EPB'nin aşamalı olarak kurulmasını önermiştir. Ekonomist bakış açısını temsil eden Schiller Planı karşısında EPB düşüncesine paracı bakışı temsil eder. Başını Fransa'nın çektiği paracı yaklaşımda, bilançosu fazla veren ülkelere de sorumluluk yüklenmektedir. Üye ülkeler arasındaki ödemeler bilançosu farklılıkları ekonomik birleşme yönündeki baskıları arttıracaktır. Bu görüşe göre, ekonomik ve parasal birliğin gerçekleşmesinde en önemli faktör parasal araçlardır. Önce döviz kuru birliği kurulmalı ve döviz rezervleri ortak bir fonda toplanmalı, daha sonra ekonomi ve maliye politikalarında birlik sağlanmalıdır. En geç 1978 yılına kadar döviz kurlarının sabitlenmesini öngören Rapor, Schiller Planı'nda olduğu gibi ekonomik ve parasal konularda yetkilerin Merkez Bankaları Güvernörler Konseyi'ne devredilmesini öngörmüştür. Bu raporda Schiller Planı gibi politik nedenlerle kabul edilmemiştir.

²⁰ Scheherazade S. Rehman, *The Path to European Economic and Monetary Union*, Massachusetts Kluwer Academic Publishers, 1997, s.9.

2.2.1.3.5 Werner Raporları

Werner Çalışma Grubu tarafından 1970 yılında Komisyon ve Konsey'e yönelik olarak hazırlanan ön rapora göre, Topluluk bünyesinde ekonomik ve parasal birlik oluşumu aşamalar halinde belirlenmektedir. Öncelikle, maliye politikaları, finansal piyasalar ile yerel para ve kredi politikalarında 1 Ocak 1971 tarihinden itibaren 3 yol içerisinde uyumlaştırılma öngörülmüştür. İkinci aşamada, Avrupa Parasal İşbirliği Fonunun kurulması için merkez bankası yöneticileri. Son olarak, APİF'nin AB yabancı rezervlerinin bütün olarak yönetmesi takdire bağlanmıştır. Bu yolla uluslararası Avrupa Merkez Bankası hayat bulabilecektir²¹.

2.2.1.3.6 Cecchini Raporu

Komisyon'un isteği üzerine, Paolo Cecchini liderliğinde bağımsız uzmanlar, danışmanlar ve araştırma kuruluşları katılımından oluşan bir grup "Avrupalı Olmanın Maliyeti" başlıklı bir rapor hazırlamıştır.

Topluluk, 1980'li yıllara gelinmesine rağmen belirlediği hedeflerine henüz ulaşamamıştır. Roma Anlaşması'nda teknik engellerin kaldırılmasına yönelik açık ve kesin hükümlere yer verilmesine karşılık kişilerin serbest dolaşımında teknik, sağlık ve emniyet standartlarında, çevre kurallarında, kalite kontrolü ve dolaylı vergilendirme durumlarında uygulamada başarı sağlanamamıştır. Başarısızlıkta, bir ölçüde 1970'li yılların ekonomik bunalımı da etkili olmuştur. Daha sonra hızla gelişen ortak pazarın oluşturulması arzusu, kendisini ilk olarak Cecchini Raporu ile belirginleştirmiştir. Raporun içeriği aşağıda özetlenmektedir:

- i. İç Pazar'ın tamamlanması halinde, 1988 fiyatlarıyla 200 milyar ECU üzerinde bir ekonomik kazanç elde edilebilecektir. Bu miktar, Avrupa Topluluğu'nun toplam Gayri Safi Hasılası'na %5 oranında bir katkı sağlayacaktır.

²¹ Nuray Kondak & Hilmi Erdoğan Yayla, *Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkiye, Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları*, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2002, s.109.

- ii. Avrupa Topluluğu'nda iç Pazar entegrasyonu orta vadede aşağıdaki etkileri gösterecektir:
- Tüketici fiyatları ortalama %6'lık azalma gösterirken, üretim, işgücü ve hayat standartlarında artış gerçekleşecektir.
 - Avrupa Topluluğu'nun diğer ülkeler ile olan ticareti GSYİH'nın %1'ine ulaşacaktır.
- iii. Gümrük kontrollerinin kaldırılmasıyla Topluluk içerisinde ticarete konu malların değerinin %1,8'i oranında bir kazanç getireceği tahmin edilmektedir. Ayrıca imalat ve pazarlamaya ilişkin teknik kurallardan kaynaklanan endüstriyel engellerin kalkması ile %2 oranında bir pozitif etki yaratılacak ve toplam tasarruf %3,5'luk katma değeri ifade edecektir.
- iv. Avrupa endüstrisinin potansiyel kaynakları ekonomik ölçekler bazında değerlendirilebilecektir. Tüm endüstrilerin üçte biri için geçerli görünen bu duruma göre ilgili sektörler bazında %1 ile %7 arasında maliyet indirimi sağlanabileceği tahmin edilmektedir. Ekonomik ölçeklerdeki verimlilik ile Topluluk GSYİH'nın %2'si kadar bir tasarruf sağlanabilecektir.
- v. İşgücü piyasasında 2,5 milyon kişilik istihdam olanağı sağlanabilecektir. Doğru ve uygun politikaların uygulanması durumunda yeni iş olanaklarının hacmi 5 milyon kişiye ulaşabilecektir.

Raporda²² özellikle finansal piyasalara ilişkin sermaye hareketlerinin tam liberalizasyonu ve finansal hizmetlerdeki serbestilerin getireceği olumlu etki ile yatırımların gerçek getirili projelere yöneleceği ve Topluluk'ta bir katma değer yaratacağı öngörülmektedir. Finansal hizmetlerdeki maliyetlerin azalması ile, sermaye birikimleri yüksek getirili projelere aktarılmak suretiyle faiz ve gelirlerdeki gerçek oranlar sermayenin marjinal verimliliğini sağlayacaktır.

Sermaye maliyetlerinde düşüş ile birlikte yatırımlar artacak ve Topluluk ekonomisindeki büyüme hızı yükselecektir. Sermaye kaynaklarının verimli alanlara tahsisi ile finansman

²² Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e, s.31.

kaynaklarının ve yatırım mallarını ucuzlatıcı ve beraberinde deflasyonist etki ile Topluluk'ta alım gücü artarak toplam talep yükselecek ve AB'nin uluslararası piyasalara karşı rekabet gücünü artırıcı ekonomik gelişime ulaşılacaktır.

2.2.1.3.7 Beyaz Kitap

AB Komisyonu, 14 Haziran 1985 tarihinde üye ülkeler arasında ekonomik entegrasyonun bütün gereklerini yerine getirmek amacıyla iç Pazar oluşum programını esas alan Beyaz Kitap'ı kabul etmiştir²³. Beyaz Kitap Finansal Pazar için yeni bir boyut oluşturmaya yönelik yepyeni bir politika başlatmıştır. Programın tamamlanması için 1992 yılı sonu hedeflenmiştir.

Cannes Zirvesinde sunulan Beyaz Belge isimli raporda Merkez ve Doğu Avrupa Ülkelerinin durumları üzerinde de durulmuştur. Dördüncü bölümde, MDAÜ'deki mevcut durum, mevzuat ve yapılar ile ilişkisi itibariyle genel anlamda ele alınmakta ve bu ülkelerin topluluk kural ve uygulamaları ile uyum sağlarken karşılaşılabilecekleri bazı özel zorluklara işaret edilmektedir.

Bayaz Belge, üye ülkeler arasındaki ekonomik ve finansal entegrasyona yönelik tüm fiziki, teknik ve mali engellerin kaldırılması öngörüsünde bulunmakta ve aşağıdaki hususlara dikkat çekmektedir:

- Üye ülkeler arasındaki farklılıkların giderilmesi,
- Sürekli büyüyen bir iç Pazar oluşumunun esas alınması,
- Ortak Pazar'da malların ve kişilerin serbest dolaşımıyla birlikte sermaye ve hizmetlerdeki serbesti ile tasarrufların en etkin ekonomik alanlara kanalize edilmesi.

Beyaz Kitap Avrupa entegrasyon sürecini hızlandırması bakımından bir dönüm noktası olarak sayılabilir. Toplulukta malların serbest dolaşımının sağlanmasıyla birlikte finansal bütünleşme için gerekli sermaye ve hizmetlerin serbest dolaşımına ağırlık verilmiştir.

²³ AB Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği, *2000 Yılı Genişleme Stratejisi*, Ankara: 2000, s.13.

Kitap ile, liberalizasyona ilişkin düzenlemelerin üye ülkelerde uygulanmasında mevzuat farklılıklarının giderilmesi ve üyeler arasında gerekli yakınlaşma ve uyumun sağlanması yönünde “Karşılıklı Tanıma” esası getirilmiştir.

Beyaz Kitap, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine ilişkin çıkarılan ilk iki Direktif'e işlerlik kazandırmıştır. Sermaye hareketlerinde liberalizasyona geçiş iki aşamada gerçekleştirilecektir. Birinci aşama, Ortak Pazar'ın iyi işlemesi ve finansal ahenkleşme için zorunlu olan sermaye hareketlerindeki kısıtlamaları ortadan kaldırılmasıdır. İkinci aşama ise, kısa vadeli sermaye hareketlerini de içerecek şekilde tüm sermaye hareketlerinde tam liberalizasyona ulaşılmasıdır.

Beyaz Kitap'ta yer alan liberalizasyon programının büyük bir kısmı 1990 yılına kadar tamamlanmıştır. İstisnai ülkeler dışında (Yunanistan ve İrlanda) üye ülkeler Beyaz Kitap'ın gerekliliklerinin 1 Temmuz 1990'a kadar yerine getirmiştir. Bu ülkelerde bu tarihten sonraki süreçte gereklilikleri yerine getirmiştir.

2.2.1.3.8 Avrupa Tek Senedi

Beyaz Kitap'ta belirlenen İç Pazar hedefini uygulamaya geçirmeye yönelik olarak çıkarılan hukuki belge “Avrupa Tek Senedi”dir. 1 Temmuz 1987 tarihinde yürürlüğe giren senedin en önemli özelliği, Roma Anlaşması'na hüküm ilave eden ilk belge olmasıdır. Tek senedin 13. maddesi ile, Roma Anlaşması'na eklenen 8a fıkrasında İç Pazar, içinde malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımının sağlandığı, iç sınırları olmayan bir alan olarak tanımlanmıştır. İç Pazar'a geçiş için 31 Aralık 1992 tarihine kadar tamamlanacak aşamalı bir süreç öngörülmüştür²⁴.

Bu senet ile topluluğun temelini oluşturan Roma Antlaşmasında değişiklik yapılmış olup, değiştirilen konular aşağıda belirtilmiştir²⁵:

- i. Ortak Gümrük Tarifesi düzenlemesine istinaden, vergilerde değişiklik yapılması,

²⁴ European Commission, *Taxation in the Single Market*, Luxemburg: Office for the Official Publications of the European Communities, 1990, s.5.

²⁵ İnan Kamran, *Türkiye Avrupa Topluluğu Derneği, Ankara Merkez Toplantısı*, İstanbul: 26 Aralık 1992, s.4.

- ii. Tıp alanında işbirliğini öngören düzenlemeler yapılması,
- iii. Hizmetlerin serbestliği ilkesinin düzenlenmesi,
- iv. Deniz ve hava ulaşımında ortak politika belirlenmesi,
- v. Ulusal düzenlemelerin birbirine uyumu ile ilgili çalışma yapılması,
- vi. Sermayenin serbest dolaşımı ile ilgili çalışma yapılması.

2.2.1.3.9 Delors Raporu

Avrupa Tek Pazarı ya da Ortak Pazar yolundaki girişimler, 1988 Hannover Zirvesi'nde Jacques Delors başkanlığında başlıca Merkez Bankası guvernörlerinden oluşan bir komitenin çalışmalarıyla hızlandı. Werner Raporu ile eksik bırakılan ya da kabul görmeyen koşullar, Delors Raporu'nun ana eksenini oluşturdu. Ortak Pazar rüyasının üç aşamada gerçekleştirilmesini öngören Delors Raporu, 1989 Madrid Zirvesi'nde tüm üye ülkeler tarafından onaylanarak yürürlüğe girdi²⁶.

Ekonomik Birlik'in tamamlayıcısı ve Avrupa Birliği içinde tek pazarın oluşturulması konusunda en önemli hedef Avrupa Parasal Birliği'nin sağlanmasıdır. 1991 yılında Maastricht zirvesinde kabul edilen anlaşma ile Parasal Birliğin üç aşamada 1997 veya 1999 yılında tamamlanması hedeflenmiştir. Hedeflenen Birliğin çatısı büyük ölçüde 1989 yılında hazırlanan Delors Raporu ile belirlenmiştir. Delors Raporu, Parasal Birliğin tanımını ve koşullarını şöyle açıklamaktadır: Tek bir pazarın başarısı için üye ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları arasında uyum son derece önceliklidir. Ekonomi ve para politikalarında uyum için Parasal Birlik zorunlu görülmektedir. Parasal Birliğin sağlanması için üç önemli koşul gereklidir:

- i. Ülke paralarının konvertibiliteleri ve bundan geri dönüşün olmaması,
- ii. Sermaye hareketlerinde tam serbesti ve bankacılık ile diğer finansal piyasaların bütünleşmesi,
- iii. Döviz kurlarında dalgalanmaların önlenmesi ve sabit kurlarda sabitleştirilmesi.

²⁶ İrfan Kalaycı, "Euro ve Euro Bölgesinin Ekonomik Politikaları", *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl:39, Sayı:9 (Eylül, 2002), s.66.

Birliğin tek para politikasının yürütülmesi ve bunun sorumluluğunun yüklenilmesi yeni bir kuruma gereksinimi ortaya çıkarmaktadır. Bu da Avrupa Merkez Bankası Sistemi'dir.

2.2.1.3.10 Maastricht Antlaşması

10 Aralık 1991 tarihinde Maastricht'de düzenlenen Zirve'de Topluluk, daha önce toplanmış olan hükümetler arası iki Konferans çerçevesinde varılan sonuçları temel alarak yeni bir Avrupa Toplulukları Anlaşması yapılmasına karar vermiştir. 7 Şubat 1992 tarihinde imzalanan ve Kasım 1993'de yürürlüğe giren Maastricht Anlaşması ile Avrupa Topluluğu, Avrupa Birliği adını almıştır. AB'ni kuran Maastricht Anlaşması ile Avrupa Topluluklarına yeni boyutlar kazandırılmış ve AB'nin üç temel direği oluşturularak, yeni bir hukuksal yapı düzenlenmiştir. Maastricht Anlaşması ile sağlanan temel yenilikler şunlardır²⁷:

- i. Ekonomik ve Parasal Birlik,
- ii. Ortak Dış ve Güvenlik Politikası,
- iii. Adalet ve İçişleri Alanında İşbirliği.

Bu anlaşma ile birlikte Ekonomik ve Parasal Birliğin sağlanması üç aşamada gerçekleştirilecektir²⁸:

1. aşama 1 Temmuz 1990'da başlamıştır:

- i. Ekonomi ve para politikaları uygulamalarında uyumlaştırma ve belirlenen ekonomik kriterlerin üye ülkeler tarafından sağlanması,
- ii. Tek pazarın tanımlanması,
- iii. Tüm birlik paralarının Avrupa Para Sistemine dahil edilmesi ve kurların Döviz Kuru Mekanizması içinde belirlenen bantlar içinde kalması,
- iv. Belirlenen bu hedeflere 1993 yılı sonuna kadar ulaşılması istenmiştir.

²⁷ İktisadi Kalkınma Vakfı, *Avrupa Birliği Türkiye Kavramlar Sözlüğü*, Yayın No:157, İstanbul: Mayıs, 1999, s.67.

²⁸ Can Fuat Gürlesel, Kerem Alkin, Sadi Uzunoğlu, "Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası", *IMKB Araştırma Yayınları*, Yayın No:10, İstanbul: Şubat, 1997, s.7.

2. aşamanın 1 Ocak 1994'de başlaması planlanmıştır:

- i. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin kurulması, Avrupa Para Politikasını koordine edecek ve yürütecek Avrupa Para Enstitüsü'nün kurulması,
- ii. Orta vadeli ekonomik hedeflerin belirlenmesi ve üye ülkelerin ekonomik performanslarında kriterlere uyumun sürdürülmesi,
- iii. Kamu kesimi açıkları ve finansmanı ile ilgili ortak politikaların uygulanması,
- iv. Belirtilen uygulamalarda başarı sağlanması halinde üye ülkelerin paralarının Avrupa Para Birimi içindeki kompozisyonlarının sabit kılınması.

3. aşama tarihi konusunda ilk iki aşamadaki gelişmeler belirleyici olacaktır kararı alınmıştır:

- i. Ülke paralarının birbirleri karşısındaki değerlerinin geri dönüşü olmayacak şekilde sabitleştirilmesi,
- ii. Avrupa Para Enstitüsü'nün 31 Aralık 1996 'dan itibaren Avrupa Konseyi'ne Parasal Birliğin tamamlanması konusunda düzenli rapor vermeye başlaması,
- iii. Üye ülkelerin ekonomik kriterlerdeki performansının Avrupa Para Enstitüsü tarafından izlenmesi,
- iv. Avrupa Merkez Bankası'nın para politikalarının yürütülmesinde tam sorumluluk üstlenmesi, tek paraya geçiş ve resmi rezervlerin Avrupa Merkez Bankası'nda toplanarak yönetilmesi.

Maastricht Kriterleri'nde amaç parasal ve mali disiplinin sağlanmasıdır. Bu kriterler²⁹:

- i. Enflasyon: Birliğe üye ülkelerin enflasyonları, üye ülkeler içindeki en düşük enflasyona sahip üç ülkenin ortalamasının yüzde 1,5 'undan fazla olmayacak.
- ii. Bütçe Açıkları: Üye ülkeler kamu disiplinine öncelik verecek ve bütçe açıklarının en fazla GSYİH'nın yüzde 3'ne kadar artmasına izin verilecektir.
- iii. Kamu Borcu : Üye ülkenin iç ve dış kamu borcu, GSYİH'nın maksimum yüzde 60'ı kadar olabilecektir.

²⁹ Sadi Uzunoğlu, *Para ve Döviz Piyasaları*, İstanbul: Strata Training & Consulting, 2000, s.16.

- iv. Faiz Oranları: Üye ülkelerin uzun vadeli devlet tahvil faiz oranları, enflasyonu en düşük üç üye ülkedeki faizlerin ortalamalarının en fazla yüzde 2 üzerine kadar çıkabilecektir.
- v. Döviz Kurları: Üye ülkelerin döviz kurları, Avrupa Para Sistemi içinde yer alan Döviz Kuru Mekanizası'nda belirlenmiş bantlar içinde, 2 yıl sürekli ve istikrarlı dalgalanma gösterecektir.

2.3 TÜRKİYE AVRUPA BİRLİĞİ İLİŞKİLERİ

Türkiye ile AB arasındaki ilişkinin tarihi, evreleri ve son yıllardaki gelişmeler aşağıdaki bölümlerde açıklanmıştır.

2.3.1 Türkiye Avrupa Birliği İlişkilerinin Tarihsel Gelişimi

Avrupa Birliği ile olan ilişkiler resmi olarak 1958 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun 6 ülke tarafından kurulmasından hemen sonra Türkiye'nin yaptığı tam üyelik başvurusu ile başladı. Türkiye'ye tam üyelik koşulları gerçekleşinceye kadar geçerli olacak bir ortaklık anlaşması imzalaması önerildi ve 12 Eylül 1963 tarihinde imzalanan Ankara Anlaşması, 1 Aralık 1964 tarihinde yürürlüğe giren ve AET ile Türkiye arasında ortaklık ilişkisinin kurulmasını sağlayan anlaşmadır. Bu anlaşmanın temelinde üç aşamada tesis edilen Gümrük Birliği bulunur. Anlaşma ile birlikte bir Mali Protokol oluşturulmuş, ardından ikinci Mali Protokol 1970 yılında üçüncüsü de 1977 de imzalanmıştır³⁰. Ankara Anlaşması ile ayrıca periyodik olarak toplanan ve ortaklıkla ilgili konuları görüşen bir Ortaklık Konseyi oluşturulmuştur. Söz konusu kurumsal çerçeve, gümrük birliğinin nihai aşamasının uygulamaya konulması ile birlikte genişletilmiştir.

Ortaklık Anlaşması 23 Kasım 1970'de imzalanan ve 1 Ocak 1973'de yürürlüğe giren Katma Protokol ile desteklenmiştir. Katma Protokol 22 yıllık bir süre zarfında gümrük birliği hedefine ulaşılmasını teminen alınacak teknik önlemlerin zaman çizelgesini sunmaktadır. 14 Aralık 1987'de Türkiye Avrupa Birliği'ne tam üyelik müracaatında bulunmuş, AB Komisyonu müracaata 18 Aralık 1987 tarihli görüşüyle yanıt vermiştir. Komisyon "Türkiye ile katılım müzakerelerinin hemen başlatılmasının faydalı olmayacağına" kanaat getirerek hem ekonomik

³⁰ "AB Tarihsel Sonuç", <http://www.abyerelnet.org/ab/tarihsel/>, (15.01.2003).

hem de siyasi gerekçelerini açıklamıştır. Komisyon ayrıca "Kıbrıs meselesinin" ve Yunanistan ile Türkiye arasındaki ihtilafın "olumsuz etkilerinin" altını çizmiştir³¹.

Bununla birlikte, Komisyon görüşünde "Türkiye'nin genelde Avrupa'ya doğru olan dışa açılımını dikkate alarak, Topluluğun Türkiye ile olan işbirliğini devam ettirmesi gerektiğine inandığını" ifade etmiş, ayrıca "Türkiye ile olan ilişkileri derinleştirerek ülkenin siyasi ve ekonomik modernleşme sürecini en kısa sürede tamamlamasına yardımcı olmanın Topluluğun da menfaatine olacağını" belirtmiştir.

Konsey 5 Şubat 1990 tarihinde Komisyon'un görüşünde belirtilen hususları esas itibarıyla benimsemiş ve Komisyon'dan görüşünde belirtilen AB-Türkiye ilişkilerinin güçlendirilmesi gerekliliğine dair ayrıntılı öneriler hazırlamasını talep etmiştir. Komisyon 7 Haziran 1990 tarihinde gümrük birliğinin tamamlanması, mali işbirliğinin başlatılması ve derinleştirilmesi, sınai ve teknolojik işbirliğinin teşvik edilmesi ve siyasi ve kültürel bağların güçlendirilmesi dahil olmak üzere bir dizi öneriyi benimsemiştir ("Matutes Paketi"). Bu paket Konsey tarafından onaylanmamıştır.

6 Mart 1995'de AK-Türkiye Ortaklık Konseyi gümrük birliğinin nihai aşamasına geçmeye ve mali işbirliğini başlatmaya karar vermiştir. Konsey ayrıca bazı sektörlerde işbirliğini artırma, kurumsal işbirliğini güçlendirme ve siyasi diyalogu derinleştirme kararı almıştır. 13 Aralık 1995'de Parlamento gümrük birliği için uygun görüşünü vermiştir. Gümrük Birliği'nin nihai aşamasına geçilmesine dair Karar 31 Aralık 1995'de yürürlüğe girmiş; kurumsal cephede Gümrük Birliği Ortak Komitesi adı verilen bir istişari merci oluşturulmuştur. 15 Temmuz 1996'da Genel İşler Konseyi Türkiye dahil, 12 Akdeniz ülkesi için geliştirilen MEDA programı hakkındaki Yönetmeliği benimsemiştir.

28 Kasım 1996'da gerçekleştirilen Başkanlar Konferansı sonrasında, Parlamento'ya Komisyon'un MEDA programı (375 milyon Euro 1996-99 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye için kullanılacaktır) çerçevesinde finanse etmek istediği projelere dair görüş verme olanağı tanıyan özel bir prosedür kabul edilmiştir. Yeni prosedüre rağmen, 1997 yıl sonu itibarıyla taahhüt edilen

³¹ "AB - Türkiye İlişkileri : Tarihsel Gelişim ve Yakın Dönemdeki Gelişmeler", <http://www.deltur.cec.eu.int/ab-tarihce.html>, (15.01.2003).

bütçe 103 milyon ECU'ye ulaştı. 1998-99 dönemi içinde 272 milyon Euro'lük bir bütçe programlandı³².

Apeldoorn'daki (16 Mart 1997) gayri resmi Dış İşleri Konseyi sonrasında, 29 Nisan 1997'de AB-Türkiye Ortaklık Konseyi toplantısında Avrupa Birliği, Türkiye'nin AB'ne üyelik konusundaki ehliyetini tekrar yineledi. Avrupa Birliği, ayrıca, Türkiye'nin müracaatının başvuru bulunan diğer ülkelerle aynı ölçütlere göre değerlendirileceğini belirtti ve Komisyon'dan, Avrupa Birliği Türkiye ilişkilerinin gelecekte gümrük birliği bağlamında geliştirilmesine ilişkin bir belge hazırlaması istendi.

Gündem 2000'de "Avrupa Birliği'nin Türkiye'nin sorunlarını çözme ve AB ile daha yakın ilişki kurma çabalarına destek olmaya devam etmesi" mütalaa edilmiş ve bu noktada 15 Temmuz 1997'de Komisyon tarafından Türkiye ile ilişkilerin daha ileri düzeye getirilmesi konusunda kabul edilen belgeye gönderme yapılmıştır.

Bu belge gümrük birliğinin konsolide edilmesi, yeni alanları (hizmet ve tarım) kapsayacak şekilde genişletilmesi ve bazıları ikinci ve üçüncü ayak kapsamında bulunan çeşitli sektörlerde (çevre, enerji, telekomünikasyon vb.) işbirliğinin artırılması için bir dizi önlem önermektedir. Komisyon Türkiye'ye ayrıca insan hakları durumunu iyileştirme konusunda yardımcı olma önerisinde bulunmuştur. Bu amaçla Komisyon, Türk yetkililerinin insan hakları ve hukukun üstünlüğüne olan saygıyı artırma çabalarına katkıda bulunmak üzere, yetkili Türk merciileri ve sivil toplum örgütleriyle işbirliğinde bulunmayı öneren program taslağını hazırlamıştır. Bu öneri Türk yetkilileri tarafından henüz işleme konulmamıştır.

Aralık 1997'deki Lüksemburg AB Konseyi "Türkiye'nin AB'ne üyelik konusundaki ehliyetini" üst düzey katılımı ile tekrar teyit etmiştir. Hükümet ve Devlet Başkanları ayrıca "Türkiye'yi her alanda Avrupa Birliğine yakınlaştırarak katılıma hazırlayacak" bir strateji belirleme kararı almıştır. Bu stratejide "Ankara Antlaşması ile tanınan imkanların geliştirilmesi, Gümrük Birliği'nin derinleştirilmesi, mali işbirliğinin uygulamaya konulması, yasaların uyumlulaştırılması ve Avrupa Birliği müktesebatının benimsenmesi; her bir olay bazında kararlaştırılmak suretiyle, çeşitli programlara ve kurumlara Türkiye'nin katılımı..." bulunacaktır. Ayrıca, AB Konseyi

³² "AB - Türkiye İlişkileri : Tarihsel Gelişim ve Yakın Dönemdeki Gelişmeler", <http://www.deltur.cec.eu.int/ab-tarihce.html>, (15.01.2003).

Türkiye ile olan bağların güçlendirilmesine imkan verecek ilkeleri belirlemiştir. AB Konseyi ayrıca Türkiye'nin de diğer aday ülkeler gibi Avrupa Konferansı'na katılmak üzere davet edileceğini ifade etmiştir. Lüksemburg'daki AB Konseyi'nde yapılan talebi takiben, Komisyon 4 Mart 1998'de "Türkiye için Avrupa Stratejisine" ilişkin ilk önerileri kabul etmiştir.

2.3.2 Türkiye Avrupa Birliği İlişkilerinde Son Gelişmeler

Helsinki'deki AB Konseyi'nde belirtildiği üzere (10-11 Aralık 1999), Konsey "Türkiye'de son zamanlarda yaşanan olumlu gelişmeleri ve ayrıca Türkiye'nin Kopenhag kriterlerine uyum yönündeki reformlarını sürdürme niyetini memnuniyetle karşılar. Türkiye, diğer aday devletlere uygulananlar ile aynı kriterler temelinde Birliğe katılmaya yönelmiş bir aday devlettir." Helsinki'de alınan kararlar AB-Türkiye ilişkilerinde bir dönüm noktasıdır. Diğer aday Devletler gibi Türkiye de, reformlarını teşvik etmeye ve desteklemeye yönelik bir katılım öncesi stratejiden istifade edecektir.

Üç yıl aradan sonra Ortaklık Konseyi ilk defa Nisan 2000'de Türkiye başkanlığında toplanmıştır³³. Konsey'de iki önemli siyasi karar alınmıştır; birincisi Ortaklık Komitesi kapsamında sekiz alt-komitenin oluşturulması, ikincisi de AB ve Türk satın alma piyasalarının karşılıklı olarak birbirlerine açılması ve hizmetlerin serbestleştirilmesi amacıyla yapılacak antlaşma müzakerelerinin başlatılmasıdır. Müzakerelerin ilk turu gerçekleştirilmiştir. AB Konseyi tarafından resmen 8 Mart 2001 tarihinde Kabul edilen Katılım Ortaklığı Belgesi , AB'nin katılım kriterlerinin karşılanması yönünde ilerleme kaydedilmesi amacıyla Türkiye için önceliklerin belirlendiği bir yol haritasıdır.

Katılım Ortaklığı'nın amacı Komisyon'un Türkiye'nin Avrupa Birliği üyeliği yolunda kaydettiği ilerlemeye ilişkin 2000 yılı Düzenli Raporu'nda tanımlanan çalışma gerektiren öncelikli alanları, bu öncelikleri hayata geçirmek için Türkiye'ye sağlanmış olan mali olanakları ve bu yardımların tabi olacağı şartları tek bir çerçeve altında biraraya getirmektir. Türk hükümeti bu Katılım Ortaklığı Belgesi ışığında 19 Mart 2001'de Müktesebat'ın Üstlenilmesi için Ulusal Programı (UP) kabul etmiştir³⁴.

³³ ARI Düşünce ve Toplumsal Gelişim Derneği, "Değişim ve Gelişim Sürecinde AB ve Türkiye", <http://www.abyerelnet.org/ab/turkiyeabiliskileri/tarihce/degisim.doc>, (15.01.2003).

³⁴ "AB Yolunda Türkiye", <http://www.tcberlinbe.de/tr/ab/tarihce.htm>, (10.10.2003).

Program geniş çaplı bir siyasi ve ekonomik reform gündemi ortaya koymaktadır. Eş zamanlı olarak UP'ın uygulanması, koordinasyonu ve izlenmesine ilişkin bir kararname de kabul edilmiştir. 15 ve 16 Haziran 2001'de Göteborg'da yapılan Avrupa Konseyi'nde Ulusal Program 'olumlu bir gelişme' olarak tanımlanmış ve Türkiye, katılım öncesi stratejisinin mihenk noktası olan Katılım Ortaklığı'nın önceliklerini hayata geçirmek için somut adımlar atmaya teşvik edilmişti.

26 Şubat 2001'de Konsey Türkiye'ye yapılacak olan katılım öncesi mali yardımının koordinasyonuna yönelik bir düzenlemeyi kabul etti. Konsey, 5 Haziran 2001'de Komisyon'a Türkiye'nin münferit Topluluk programlarında yer almasına ilişkin yasal prosedürleri basitleştirecek bir çerçeve anlaşmanın Türkiye ile müzakere edilmesi için yetki verdi. Türkiye'nin Avrupa Çevre Ajansı ve Avrupa Bilgi ve Gözlem Ağı'nda (EIONET) yer almasına ilişkin müzakereler sonuçlanmıştır.

Konsey Aralık 2001'de Türkiye'ye katılım öncesi mali yardımına ilişkin bir düzenlemeyi kabul etti. Bu yeni düzenleyici çerçeve AK'nin Türkiye ile mali işbirliğine katılım odaklı bir yaklaşım sağlıyor. Türkiye'nin diğer aday ülkeler gibi müzakere sürecine başlaması için, Kopenhag siyasi kriterlerini yerine getirmesi ve bunun da özellikle Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanacak olan İlerleme Raporu ile teyid edilmesi gerekmektedir.

2.4 AVRUPA BİRLİĞİ'NE ÜYELİK İÇİN İSTENEN KRİTERLER

Avrupa Birliği, ekonomik kaygılardan çok birtakım uluslararası değerlerden yola çıkan bir birliktir. Dolayısıyla Avrupa Birliği'ne katılmak isteyen ülkelere de Avrupa Birliği'ni oluşturan temel değerler olan sürekli barışın sağlanması, eşitlik, özgürlük, insan hakları, azınlık hakları ve temel haklara saygı gibi ilkelere uyması istenir. Ayrıca Avrupa Birliği'nin kurallarına ve müktesebat dediğimiz mevzuatına uyum sağlaması, yasal birtakım değişiklikler yapması da beklenir.

Avrupa Birliği'ne üye olmak isteyen bir ülkenin uyması gereken temel kriterler, 1993'te belirlenmiş olan Kopenhag Kriterleri dediğimiz kriterlerdir³⁵.

³⁵ Avrupa Birliği Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği, *Avrupa Birliği Genişleme Sürecinde Türkiye*, Ankara:Eylül, 2003.

2.4.1 Kopenhag Kriterleri

Kopenhag Zirvesi'nde tanımlanan ve “Kopenhag Kriterleri” olarak bilinen bu kriterler, aday ülkelerin Avrupa Birliği'ne üye olmak için yerine getirmeleri gereken kriterlerdir. Kopenhag Kriterleri üç başlık altında toplanmıştır: Siyasi kriterler, ekonomik kriterler, topluluk müktesebatının kabulü ve idari kapasitenin güçlendirilmesi³⁶.

2.4.1.1 Siyasi Kriterler

Demokrasiyi, hukukun üstünlüğünü, insan haklarını ve azınlık haklarına saygı ve korumayı garanti eden kurumların istikrarının sağlanmış olması.

- i. Demokrasi ve hukukun üstünlüğü
- ii. İnsan hakları ve azınlıkların korunması
 - Sivil ve siyasi haklar,
 - Ekonomik , sosyal ve kültürel haklar,
 - Azınlık Hakları ve azınlıkların korunması.

2.4.1.2 Ekonomik Kriterler

Aday ülke, işleyen bir piyasa ekonomisi ve AB içinde rekabetçi baskı ve piyasa güçleriyle başa çıkabilme kapasitesine sahip olmalıdır.

- i. İşleyen bir pazar ekonomisinin varlığı,
- ii. AB'nin rekabet ortamına uyum sağlama kapasitesi.

³⁶ ARI Düşünce ve Toplumsal Gelişim Demeği, “Değişim ve Gelişim Sürecinde AB ve Türkiye”, <http://www.abyerelnet.org/ab/turkiyebiliskileri/tarihce/degisim.doc>, (15.01.2003).

2.4.1.3 Topluluk Müktesebatının Kabulü

Aday ülke, Avrupa Birliği'nin çeşitli siyasi, ekonomik ve parasal hedeflerine bağlılık. Siyasi, ekonomik ve parasal birlik hedeflerine bağlılık dahil, üyelik yükümlülüklerini üstlenme yeteneğine sahip olmalıdır³⁷.

- i. Sınırlardan arındırılmış bir İç Pazar,
 - Dört özgürlük: Kişi, mal, hizmet ve sermayenin serbest dolaşımı
 - Rekabet
- ii. Yeni teknolojiler ve buluşlar,
- iii. Ekonomik ve mali konular,
 - Ekonomik ve Parasal Birlik
 - Vergilendirme
 - İstatistikler
- iv. Sektörel politikalar,
- v. Ekonomik ve Sosyal Uyum
 - İstihdam ve sosyal konular
 - Bölgesel politika ve uyum
- vi. Yaşam Kalitesi ve Çevre
- vii. Adalet ve İşleri konuları,
- viii. Dış Politika
 - Ticaret ve uluslararası ekonomik ilişkiler
 - Kalkınma
 - Gümrükler
 - Ortak dış ve savunma politikası

³⁷ Avrupa Birliği Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği, *Avrupa Birliği Genişleme Sürecinde Türkiye*, Ankara:Eylül, 2003.

- ix. Mali Sorular
 - Mali Kontrol

2.4.1.4 İdari Kapasitenin Güçlendirilmesi

Madrid Zirvesiyle 1995 yılında eklenmiştir. İdari yapının ve yargısal kapasitenin AB'ne uyumlu ve etkin hale getirilmesi esasına dayanır.

Bunlar arasında siyasi kriterler, yani demokrasi, hukukun üstünlüğü, insan hakları ve azınlıklara saygı AB'ye üyelik görüşmelerinin başlaması için ön koşuldur. Bu kriterleri yerine getirmeyen bir ülke ile müzakere süreci başlatılmamaktadır.

3. AVRUPA BİRLİĞİ ÜYESİ ve AVRUPA BİRLİĞİ'NE ADAY ÜLKELERE İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER

Kopenhag Zirvesi'nde tanımlanmış olan ekonomik kriterler (işleyen bir piyasa ekonomisi varlığı ve Birlik içindeki rekabet baskısı ve piyasa güçleri ile baş edebilme kapasitesi) açısından, AB üyesi ve AB'ye aday ülkelerin mevcut durumunu ve kaydettiği ilerlemeyi değerlendirebileceğimiz bazı temel göstergeler aşağıdaki bölümlerde incelenmiştir.

3.1 AVRUPA BİRLİĞİ'NİN 15 ÜYE ÜLKESİNE AİT TEMEL GÖSTERGELER

Euro bölgesinde yaşanan ekonomik durgunluk daha da derinleşmiş ve beklenenden uzun sürmüştür. Ancak, özellikle hisse senetleri fiyatlarındaki artış ve iş dünyasındaki güven artışı geleceğe ilişkin ekonomik öngörülerde iyileşmeye işaret etmektedir. Son dönemde beklentilerdeki olumlu gelişmelere rağmen, hanehalkı ve reel sektör güvenine ilişkin göstergeler oldukça düşük seviyelerde bulunmaktadır. Diğer taraftan işsizlik artmaya devam etmektedir ve sanayi üretimine ilişkin beklentiler istenen düzeye ulaşmamıştır. Euro bölgesindeki olumsuzlukların başında talep bileşenlerindeki sorunlar gelmektedir. Son yıllarda yatırım harcamalarında önemli düşüşler söz konusudur. Ancak geçen yıl tüketim harcamalarında ufak çaplı bir artış gözlenmiştir ve enflasyonun düşme sürecinde reel ücretlerin artmasıyla da daha da

artacağı beklenmektedir. Ancak, hanehalkı güveni işsizliğin artması nedeniyle oldukça zayıftır. Büyümenin diğer ayağını oluşturan dış ticarete de olumsuz gelişmeler söz konusudur. Bölgedeki belli başlı ekonomilerdeki talep yetersizliği ihracatın düşük seyretmesine yol açmakta ve son iki yılda euronun değer kazanması ekonomik büyümenin daha önceki yıllarda olduğu gibi ihracat ile sağlanabileceği öngörülerini azaltmaktadır. Bu aşırı değerlenmenin parasal gelişmeler üzerindeki etkisi düşük faiz oranları ile giderilmeye çalışılmaktadır.

Kısa dönemde euro bölgesinin ekonomik görünümü oldukça zayıftır. Ekonomik iyileşme büyük ölçüde dış talepteki olumlu gelişmelere, düşük faiz oranı seviyesine, şirketlerin bilanço ayarlamalarına bağlı bulunmaktadır. AB üyesi ülkelerin ekonomik yapılarının temel göstergeleri aşağıda incelenmiştir.



3.1.1 Nüfus

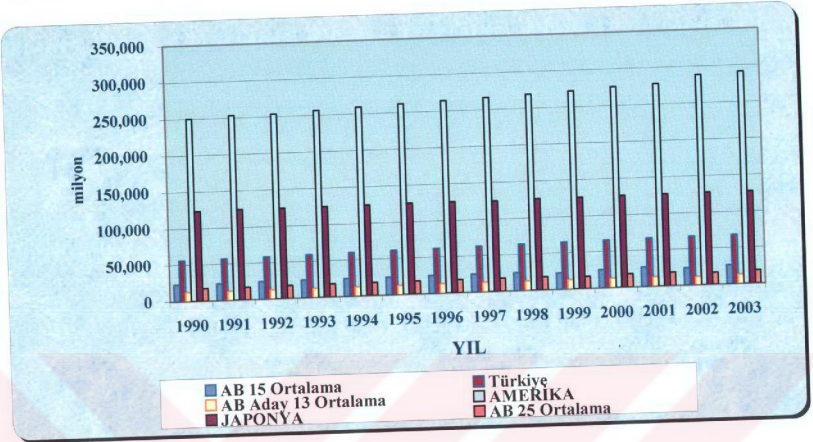
Tablo 3.1 ve Grafik 3.1'den de görüleceği üzere Türkiye'nin yıllar itibarıyla nüfus değerleri AB'ne üye ülkelere oranla oldukça yüksektir. Ancak nüfusun, genç yaş ağırlıklı olması, yaş ortalaması yüksek olan AB ülkelerine göre önemli bir avantajdır.

Tablo 3.1 Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Nüfus Değerleri

ÜLKE AB 15 milyon	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Almanya	63,253	64,074	64,275	64,975	65,338	65,539	65,818	66,012	66,207	66,407	66,604	66,802	67,000	67,197
Avusturya	7,729	7,813	7,868	7,962	8,015	8,040	8,055	8,068	8,075	8,083	8,103	8,121	8,039	8,067
Belçika	9,968	10,006	10,022	10,068	10,101	10,131	10,143	10,170	10,192	10,214	10,239	10,283	10,310	10,356
Danimarka	5,138	5,150	5,162	5,181	5,197	5,216	5,251	5,275	5,295	5,314	5,330	5,349	5,368	5,384
Finlandiya	4,986	5,014	5,029	5,055	5,078	5,099	5,117	5,132	5,147	5,160	5,171	5,181	5,195	5,206
Fransa	58,171	58,464	58,754	59,006	59,221	59,430	59,634	59,839	60,049	60,294	60,589	60,912	61,230	61,475
Hollanda	14,947	15,068	15,129	15,239	15,342	15,424	15,494	15,567	15,654	15,760	15,864	15,987	16,105	16,193
İngiltere	57,561	57,808	57,907	58,099	58,293	58,500	58,704	58,905	59,090	59,391	59,623	59,863	59,926	59,329
İrlanda	3,506	3,526	3,548	3,569	3,583	3,598	3,620	3,652	3,694	3,734	3,777	3,826	3,901	3,964
İspanya	38,857	38,926	38,965	39,057	39,136	39,197	39,249	39,309	39,388	39,519	39,733	40,122	40,409	40,683
İsveç	8,559	8,617	8,644	8,692	8,745	8,816	8,838	8,845	8,848	8,854	8,861	8,883	8,909	8,941
İtalya	56,719	56,751	56,757	56,960	57,139	57,269	57,333	57,461	57,563	57,613	57,680	57,844	56,994	57,321
Lüksemburg	382	387	390	395	401	407	413	418	424	429	436	439.5	444	448
Portekiz	9,950	9,971	9,961	9,965	9,983	10,013	10,041	10,070	10,108	10,150	10,198	10,263	10,336	10,406
Yunanistan	10,161	10,247	10,295	10,349	10,410	10,443	10,465	10,487	10,511	10,522	10,554	10,565	10,988	11,018
AB 15 Ortalama	23,326	23,455	24,580	24,705	24,799	24,875	24,945	25,014	25,073	22,819	25,221	27,103	24,197	26,498
AB 25 Ortalama	16,993	17,077	17,757	17,833	17,891	17,937	17,978	18,018	18,053	16,443	18,135	18,908	16,530	18,549
Türkiye	56,085	57,135	58,179	59,213	60,221	61,189	62,128	63,048	63,946	64,820	65,687	66,494	67,309	68,109
AB Aday 13 Ortalama	12,622	12,602	12,677	12,748	12,824	12,895	12,967	13,017	13,075	13,131	13,183	13,130	11,785	13,225
Amerika	249,981	253,336	253,589	256,537	259,159	261,687	264,162	266,490	269,106	271,626	275,562	278,058	288,619	291,292
Japonya	123,540	124,320	124,452	124,764	125,033	125,570	125,503	124,645	126,109	126,056	126,550	126,771	127,370	127,498

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (15.10.2003).

Grafik 3.1 AB, AB'ne Aday Ülkeler, Türkiye, Amerika ve Japonya'nın Nüfus Değerleri



Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (15.10.2003).

3.1.2 Kişi Başına Düşen GSMH

Euro bölgesi, 2003 yılının ilk çeyreğinde, 2002 yılının aynı dönemine göre yüzde 0,8, ikinci çeyreğinde ise yüzde 0,2 büyümüştür. Çeyrek dönemler itibarıyla bir kıyaslama yapıldığında, ikinci çeyrekte euro bölgesi GSYİH'sı yüzde 0,1 oranında gerilemiştir. Bu gerilemede gelirin iki önemli alt bileşeni olan iç talep ve ihracatta yaşanan gelişmeler etkili olmuştur. İç talebin büyümeye etkisi 0,4 puan düşerek yüzde 0,1 olurken, net ihracatın etkisi 0,3 puan artmış ancak yine yüzde -0,2 ile negatif olmuştur.

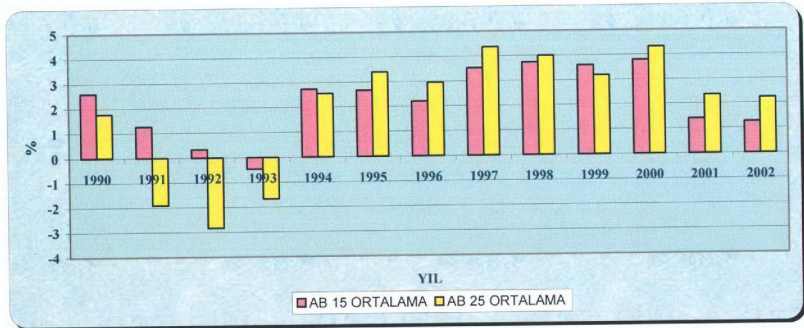
Tablo 3.2 ve Grafik 3.2'ye bakıldığında AB'de kişi başına düşen ortalama GSMH genellikle bir artış trendi içerisindedir. AB'ne yeni üyelerin katılımıyla ortalama değerler düşmüş olsa da yükseliş trendi devam etmiştir.

Tablo 3.2 Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Kişi Başına Düşen GSMH Değerleri

ÜLKE AB 15 (US\$)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	27968	29180	29607	29093	29645	30110	30241	30603	31211	31834	32695	32833	32826
Avusturya	27501	28308	28643	28529	29158	29587	30137	30583	31746	32554	33621	33761	34044
Belçika	25660	26029	26320	25959	26715	27291	27567	28489	29000	29857	30,89	31022	31094
Danimarka	31807	32074	32170	32052	33700	34475	35115	36008	36778	37619	38556	38968	39661
Finlandiya	26905	25081	24113	23723	24550	25391	26304	27901	29181	30104	31727	31834	32284
Fransa	25967	26114	26381	26043	26493	26850	27061	27490	28333	29133	30097	30573	30790
Hollanda	24969	25390	25640	25697	26186	26831	27544	28437	29502	30473	31257	31415	31287
İngiltere	18072	17767	17758	18158	18966	19484	19960	20606	21163	21622	22233	22637	22974
İrlanda	15084	15288	15697	16056	16942	18453	19778	21724	23363	25622	27796	28981	30551
İspanya	13959	14285	14384	14208	14524	14899	15212	15663	16299	16836	17411	17774	18,05
İsveç	28074	27577	26936	26287	27191	28,13	28458	29131	30181	31544	32874	33151	33665
İtalya	18161	18403	18507	18283	18663	19181	19331	19673	20004	20316	20938	21311	21396
Lüksemburg	38995	41819	41930	43142	44125	44102	44917	47961	50666	54443	58464	58915	59053
Portekiz	9959	10422	10538	10308	10385	10783	11119	11515	11998	12411	12827	13003	13034
Yunanistan	10875	11118	11114	10878	11044	11242	11488	11881	12260	12674	13175	13675	14162
AB 15 ORTALAMA	22930	23257	23316	23228	23886	24191	24949	25844	26779	27803	28834	29324	30487
AB 25 ORTALAMA	16512	16310	16271	15886	16346	16308	17149	17779	18430	19118	19481	20222	20603

Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (25.10.2003).

Grafik 3.2 AB'de Kişi Başına Düşen GSMH'nın Yıllık Değişim Oranları



Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (25.10.2003).

3.1.3 Enflasyon

Euro alanında enflasyon oranları (Tablo 3.3, Grafik 3.3) ‘Uyumlaştırıcı Tüketici Fiyat Endeksi (HICP)’ ile ölçülüyor. Özellikle enerji ve Avrupa genelindeki sıcak ve kurak geçirilen yaz nedeniyle işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarında önemli artışlar söz konusudur. Üretici fiyatları üzerindeki enflasyonist baskılar biraz yavaşlamıştır.

Kısa dönemde, petrol fiyatlarındaki istikrarsızlık, bazı ülkelerdeki vergi oranlarındaki artış ve hava koşulları nedeniyle tüketici fiyatları endeksindeki birtakım dalgalanmaların söz konusu olacağı düşünülmektedir.

2004 yılında ise enflasyonun yüzde 2’nin altına düşeceği ve fiyat istikrarı hedefleriyle uyumlu olacağı beklenmektedir. Bu beklentiler aşamalı ekonomik toparlanmaya paralel olarak ücretlerdeki ılımlı gelişmelere dayanmaktadır. Diğer taraftan ithal fiyatlarındaki olumlu gelişmelerin üretici fiyatlarındaki enflasyonist baskıları azaltarak tüketici fiyatlarına yansımaları beklenmektedir. Uzun dönemli enflasyon beklentisi yüzde 2 civarında bulunmaktadır.

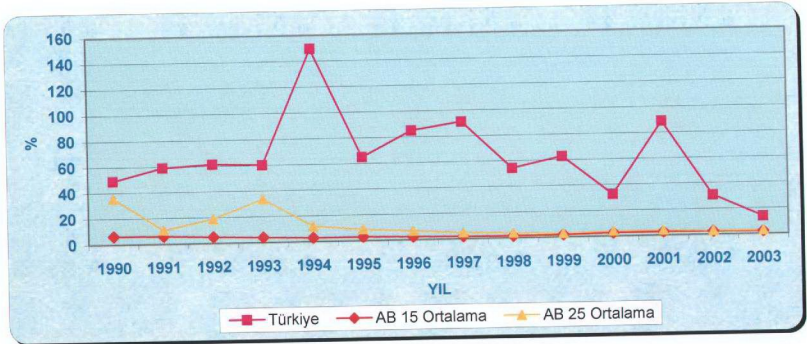
Tablo 3.3 ve Grafik 3.3’den görüldüğü üzere AB’de ortalama enflasyon oranı bir düşüş trendi içerisinde. AB’ne 10 yeni ülkenin katılmasıyla ortalama enflasyon oranı yükselmiştir. Ancak yıllar itibarıyla enflasyon oranları hızlı bir düşüş göstererek tek haneli rakamlara ve daha sonra da %3’lü seviyelere düşmüştür.

Tablo 3.3 Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin Enflasyon Oranları

ÜLKE AB 15 %	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Almanya	3	2	5	4	3	2	1	2	1	1	2	2	1	1
Avusturya	3	3	4	4	3	2	2	1	1	1	2	3	2	1.3
Belçika	3	3	2	3	2	1	2	2	1	1	3	2	2	1.5
Danimarka	3	2	2	1	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Finlandiya	6	4	3	2	1	1	1	1	1	1	3	2	2	1.3
Fransa	3	3	2	2	2	2	2	1	1	1	2	2	2	2.2
Hollanda	2	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3	5	3	2.2
İngiltere	9	6	4	2	2	3	2	3	3	2	3	2	2	1.4
İrlanda	3	3	3	1	2	3	2	1	2	2	6	5	5	4
İspanya	7	6	6	5	5	5	4	2	2	2	3	4	3	3.1
İsveç	10	9	2	5	2	2	1	1	0	0	1	2	2	2.3
İtalya	6	6	5	4	4	5	4	2	2	2	3	3	2	2.8
Lüksemburg	4	3	3	4	2	2	1	1	1	1	3	3	2	2.5
Portekiz	13	11	9	7	5	4	3	2	3	2	3	4	4	3.3
Yunanistan	20	19	16	14	11	9	8	6	5	3	3	3	4	3.4
AB 15 ORTALAMA	6	6	5	4	3	3	2	2	2	2	3	3	3	2
AB 25 ORTALAMA	36	11	19	34	12	9	7	5	4	3	4	4	3	3

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (30.10.2003).

Grafik 3.3 AB ve Türkiye'nin Enflasyon Oranları



Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (30.10.2003).

İşsizlik

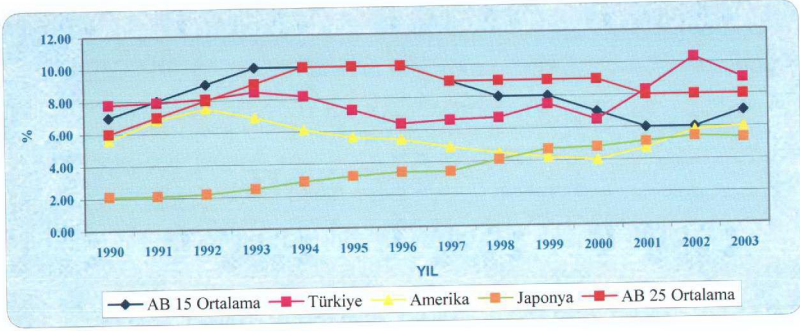
Tablo 3.4 ve Grafik 3.4'e bakıldığında zaman AB ortalama işsizlik oranının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. AB ülke ekonomilerindeki durgunluk ve yeni yatırımların fazla olmaması gibi nedenlerle işsizlik oranları hala yüksek seviyelerdedir.

Tablo 3.4 Avrupa Birliği'ne Üye 15 Ülkenin İşsizlik Oranları

ÜLKE AB 15 %	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Almanya	5	6	7	8	8	8	9	10	9	8	8	8	9	9
Avusturya	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Belçika	7	7	7	8	10	9	10	9	9	9	7	6	7	8
Danimarka	8	9	9	11	8	7	7	5	5	5	5	4	4	6
Finlandiya	3	7	12	16	17	16	15	13	12	10	10	9	9	9
Fransa	9	9	10	11	12	12	12	12	12	12	10	9	9	9
Hollanda	7	7	5	6	7	7	7	6	4	4	3	3	3	4
İngiltere	7	8	10	10	10	9	8	7	6	6	6	5	5	5
İrlanda	13	15	15	16	15	12	12	10	8	6	4	4	4	5
İspanya	16	16	18	22	24	23	22	21	19	16	14	11	11	11
İsveç	2	3	6	9	10	9	10	10	8	7	6	5	5	6
İtalya	11	11	12	10	11	11	12	12	12	11	11	10	9	9
Lüksemburg	2	2	2	2	4	3	3	3	3	2	2	2	3	4
Portekiz	5	4	4	6	7	7	7	7	5	4	4	4	5	6
Yunanistan	7	8	8	9	9	9	10	10	11	12	11	10	10	9
AB 15 ORTALAMA	7	8	9	10	10	10	10	9	8	8	7	6	6	7
AB 25 ORTALAMA	6	7	8	9	10	10	10	9	9	9	9	8	8	8

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.01.2004).

Grafik 3.4 AB, Türkiye, Amerika ve Japonya'nın İşsizlik Oranları



Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.01.2004).

3.1.5 Borsada Hisse Senetleri Kote Edilen Şirket Sayısı

Borsaların gelişmişliğini gösteren en önemli kriterlerden birisi borsada kote edilmiş şirket sayısıdır (Tablo 3.5). Borsaların bir kısmında yabancı şirketlerin de kote edildiği görülmektedir. Bu durum uluslararasılaşmanın ve piyasaya olan güvenin belirisini yansıtmaktadır³⁸. AB'de uluslararasılaşmış borsaların en bilinenleri Londra, Paris, Amsterdam ve Frankfurt borsalarıdır.

Kote edilen şirket sayılarına bakıldığı zaman ekonomilerin gelişmesine bağlı olarak bu sayının arttığı izlenmiştir.

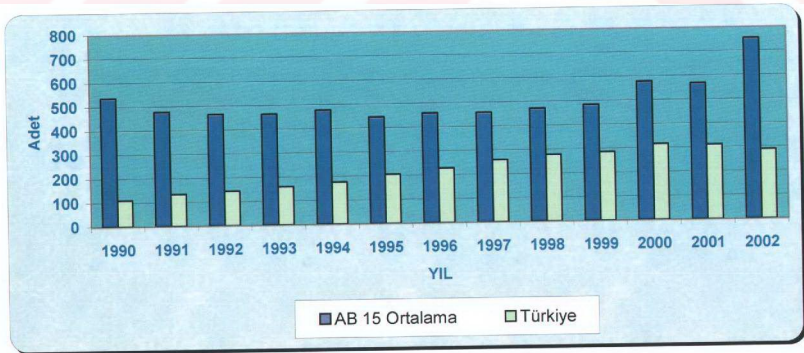
³⁸ Alp, A., *Finansın Uluslararasılaşması*, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.65.

Tablo 3.5 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları

ÜLKE AB 15 (adet)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	-	-	-	426	417	678	681	700	741	933	1022	988	715
Avusturya	151	151	160	155	153	148	142	138	128	114	111	111	129
Belçika	-	-	-	165	155	143	139	141	169	172	174	156	143
Danimarka	284	271	219	257	251	252	249	249	254	242	235	217	201
Euronext	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1216	1195	1114
Finlandiya	77	65	62	58	65	73	71	126	131	150	158	155	149
Fransa	-	-	-	472	459	450	686	683	711	968	808	791	772
Hollanda	-	-	-	245	317	217	217	201	312	212	234	180	180
İngiltere	2559	2572	2440	2412	2416	2502	2623	2513	2423	2274	2374	2332	2272
İrlanda	-	-	-	-	80	89	86	102	100	101	96	87	76
İspanya	-	-	-	376	379	362	357	384	484	718	1019	1458	2986
İsveç	132	127	205	205	228	223	229	261	276	300	311	305	297
İtalya	220	267	258	259	260	254	248	239	243	270	297	294	295
Lüksemburg	732	218	221	217	272	283	278	284	276	277	270	257	245
Portekiz	-	-	-	183	195	169	158	148	135	125	109	97	63
Yunanistan	140	151	156	145	173	186	200	210	229	262	310	314	314

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (10.03.2004).

Grafik 3.5 AB ve Türkiye Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (10.03.2004).

3.1.6 Borsaların Hisse Senedi İşlem Hacmi

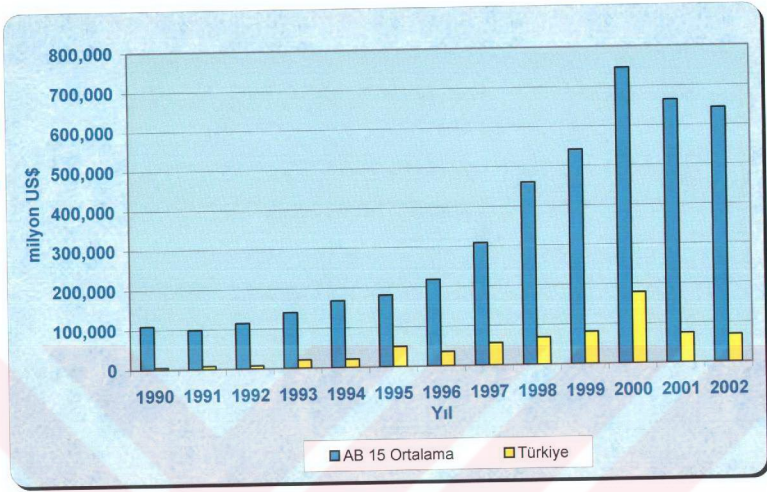
Borsalarda meydana gelen işlemlerin hacimlerinin (Tablo 3.6) büyüklüğü borsalara derinlik kazandıran en önemli araçtır. İşlem hacminin büyüklüğü borsada manipülasyonu engelleyerek sermaye piyasalarının kendi kendilerine denetimini sağlamalarına en büyük yardımcıdır. Ayrıca işlem hacminin yoğunluğu piyasa aracılarının da kazancını artırarak daha güçlü kurumlar haline gelmelerini sağlamaktadır. Piyasada oluşan bu kazanç rekabeti beraberinde getirecek aracılık komisyonlarının müşteri çekecek makul oranlara inmesine yardım edecektir.

Tablo 3.6 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarının Hisse Senedi İşlem Hacmi

ÜLKE AB 15 (milyon US\$)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	508,707	404,649	454,206	563,962	592,104	593,936	811,626	1,067,688	1,491,796	1,551,467	2,119,785	1,423,371	1,212,302
Avusturya	11,223	7,233	5,155	7,297	8,742	13,357	10,692	12,724	18,677	12,734	9,642	7,693	6,109
Belçika	9,110	8,226	9,754	13,961	16,113	18,343	25,415	33,867	60,928	58,629	43,787	41,110	33,807
Danimarka	11,349	10,499	22,435	23,675	27,405	28,336	36,440	46,732	64,954	66,605	102,636	70,772	53,262
Euronext	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,092,540	1,974,134
Finlandiya	3,975	1,553	2,182	7,859	13,298	19,207	21,961	36,252	61,117	109,902	208,326	180,927	178,202
Fransa	121,064	116,649	124,879	174,283	307,886	364,550	277,100	402,550	591,252	787,573	1,083,268	1,077,341	934,767
Hollanda	40,823	38,916	45,728	66,368	85,263	124,324	191,102	279,688	409,520	471,226	678,764	1,033,468	462,318
İngiltere	543,393	553,922	662,991	865,907	1,029,278	1,153,221	1,413,236	1,989,489	2,887,990	3,399,381	4,558,663	4,520,183	4,001,340
İrlanda	-	-	-	-	4,380	12,987	11,794	17,301	39,865	47,611	14,381	22,789	33,270
İspanya	-	-	-	47,156	61,452	59,791	250,951	453,016	699,034	744,315	985,856	838,600	1,013,982
İsveç	15,738	20,588	28,650	42,746	86,087	94,210	136,741	175,822	229,961	313,678	485,288	384,396	279,944
İtalya	42,172	23,448	27,660	66,040	119,389	87,118	102,568	203,280	486,507	539,449	1,019,625	633,937	634,635
Lüksemburg	108	236	292	1,101	1,031	487	786	1,048	1,673	1,421	1,661	703	496
Portekiz	-	-	-	2,439	5,177	4,241	7,245	20,808	50,077	40,479	54,897	27,602	20,334
Yunanistan	3,840	2,401	1,612	2,779	5,187	6,077	8,234	21,137	50,020	189,280	94,163	37,812	23,462

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (15.01.2004).

Grafik 3.6 AB ve Türkiye Borsalarındaki Hisse Senedi İşlem Hacimleri



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (15.01.2004).

İngiltere, Fransa, Almanya ve Hollanda gibi ülkelerin gelişmiş pazarlar olduğunun ispatı olarak borsalarındaki hisse senetlerinin işlem hacimleri örnek verilebilir. Grafik 3.6'da görüldüğü üzere AB'de ortalama hisse senedi işlem hacmi 2001 yılına kadar yükseliş trendi içerisindeydi. 2001 ve 2002 yıllarında Avrupa ekonomisindeki durgunluk ve bazı ekonomi kalemlerinin (GSYİH, yatırım, ihracat,...) düşük performans sergilemesi nedeniyle hisse senedi işlem hacmi değeri düşüşe geçmiştir.

3.1.7 Piyasa Kapitalizasyonu

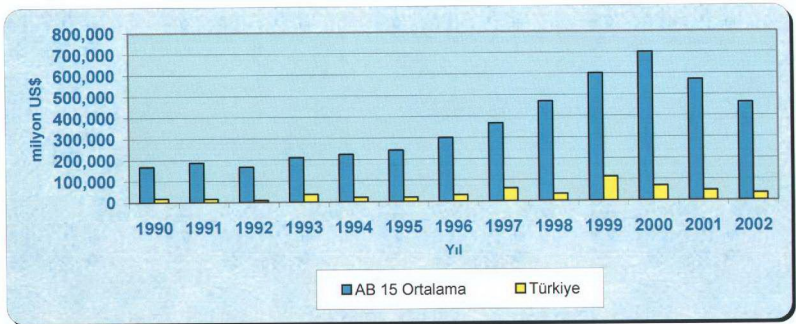
Piyasa kapitalizasyonu borsalar arası karşılaştırmalar için en önemli göstergelerden biridir. Piyasa kapitalizasyonu borsada işlem gören hisse senetlerinin adedi ile kapanış fiyatlarının çarpımı ve tüm kağıtların bu değerlerinin toplamını vermektedir (Tablo 3.7). Bu, borsaların büyüklüğü için önemli bir göstergedir.

Tablo 3.7 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları

ÜLKE AB 15 (milyon US\$)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Almanya	355311	392470	346891	460754	499278	577365	664913	825233	1086749	1432167	1270243	1071749	686014	1079026
Avusturya	26320	26040	21680	28322	30792	32513	33629	37281	35544	33023	29935	25204	33578	56523
Danimarka	39063	44793	30.14	41651	48784	57692	71074	93766	98881	105293	107665	85145	76750	118167
Euronext	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2271728	1889455	1538654	2076410
Finlandiya	22721	14237	12205	23595	38308	44137	62579	73322	153811	349394	293635	190456	138833	170283
Fransa	314000	348000	351000	456111	451263	522053	591123	674368	991484	1475457	1446634	1174428	966962	-
Hollanda	120000	136000	135000	181876	283251	356481	378721	468736	603182	695209	640456	458221	401465	-
İngiltere	850012	986107	928393	1150557	1145290	1346641	1642582	1996225	2372738	2855351	2612230	2164716	1800658	2460064
İrlanda	-	-	-	-	-	25836	34738	49371	66596	68773	81883	75298	59938	85071
İspanya	111449	127297	98847	118869	123616	150914	241028	290355	399848	431649	504222	468203	461559	726243
İsviç	92015	97055	78079	106968	130603	172.55	240382	264711	278708	373278	328339	236514	179117	293017
İtalya	148766	158811	123659	145.3	185971	209522	256595	344665	565975	728273	768363	527467	477075	614842
Portekiz	38026	22525	44440	12417	16249	18362	24660	38954	62954	66488	60680	46338	42846	-
Lüksemburg	10456	11276	11921	19314	28518	30443	32411	33892	37931	35939	34016	23783	24551	37333
Yunanistan	15309	12921	10724	13597	12819	16527	23558	33784	80126	196847	107503	83481	66040	103765
AB 15 ORTALAMA	164881	182887	180237	217836	230365	260653	307000	373190	488181	631939	703835	568031	463603	651729

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (10.03.2004).

Grafik 3.7 AB ve Türkiye Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonları



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (10.03.2004).

3.1.8 Borsalarda Yoğunlaşma

Borsalarda yoğunlaşma, borsada hisse senedi işlem gören şirketlerin ilk %5'inin veya ilk %10'unun toplam borsa piyasa değeri içindeki payı (Tablo 3..8, Grafik 3.8) ile ölçülmektedir. Ayrıca bu şirketlerin toplam işlem hacmi içindeki payı da (Tablo 3.9, Grafik 3.9) önemlidir. Bu yoğunlaşma oranı yüksek ise borsa için olumsuzdur. Çünkü, böyle bir durumda borsadaki pazara ve fiyat hareketlerine çok az sayıda hisse senedi hakim olmakta ve piyasa onların belirleyicisi haline gelmektedir.

Tablo 3.8 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Piyasa Değeri İçindeki Payları

ÜLKE AB 15 (%)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	67.2	71.9	67.2	77.8	79.2	73.5	66.1	72
Avusturya	33.9	37.3	38.2	36.7	40.5	40.3	37.8	47
Belçika	48.9	45.1	41.2	56.5	59	63.9	-	-
Danimarka	69.6	57.2	67.5	69.1	69.9	69.1	66.5	62.4
EURONEXT	-	-	-	-	-	-	76.3	72.3
Finlandiya	42.7	28	29.1	47.7	59.8	71.3	84.2	77.2
Fransa	58.4	59.6	68.4	68.6	80.8	78.6	-	-
Hollanda	72.6	69.1	69	73.3	72.2	76.1	-	-
İngiltere	72	72.4	75.7	80.7	79.3	81.5	83.6	84.5
İrlanda	47.8	46	52.1	64.2	51.6	52.8	55.1	60.1
İspanya	-	-	-	-	-	-	-	76.7
Barcelona	69.7	71.6	72.7	63.7	85.9	87.2	79.8	-
Bilbao	56.1	59.6	66.5	65.7	77.3	80.1	72	-
Madrid	68.9	67.9	86.6	66.9	76.3	74.8	68.7	-
İsveç	54.5	51.6	56.6	64	68.6	70.9	67	61.4
İtalya	56.1	63.1	56.1	59.6	60.8	60.6	62.8	66.1
Lüksemburg	50.9	43.5	38.6	33.1	39.8	60.7	60.6	62
Portekiz	47.6	51	53.8	52.8	49.7	56.5	-	-
Yunanistan	43.4	63.9	65.5	62.8	39	53.5	57.1	59.9

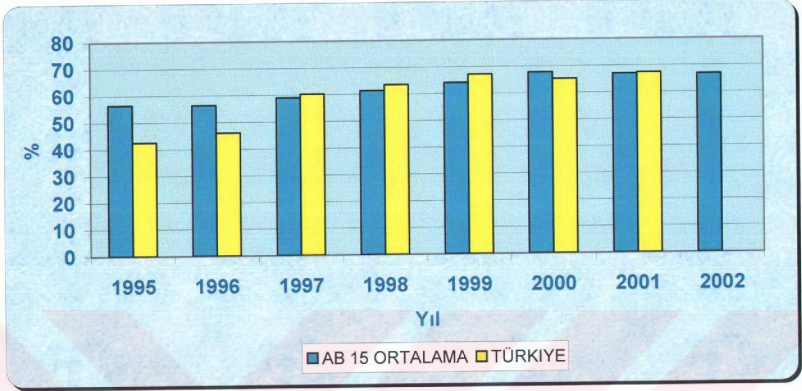
Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.03.2004).

Tablo 3.9 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Toplam İşlem Hacmi İçindeki Payları

ÜLKE AB 15 (%)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	85.9	81.6	63.2	85.5	82.9	45.3	61.6	89
Avusturya	58.7	53.9	44.7	44.4	48.1	50.5	51.6	65
Belçika	50.6	47.7	41.7	54.9	64.9	69.6	-	-
Danimarka	62.9	57.8	75	67.4	65.1	67.9	36.7	73.1
EURONEXT	-	-	-	-	-	-	40	64.8
Finlandiya	67	35	41.3	55.7	60.8	66.6	93.8	91.3
Fransa	73.6	70.6	77.1	63.4	81.5	86.2	-	-
Hollanda	64.5	62.3	63.2	67.1	66.2	74.5	-	-
İngiltere	70.8	70.2	68.8	59.8	88.3	78.3	81.6	84
İrlanda	59.8	51.6	54.6	60.6	73	53.4	48.9	50.6
İspanya	-	-	-	-	-	-	-	96.5
Barcelona	62.4	76.1	80.9	82.1	82.6	91.6	94.5	-
Bilbao	68.2	71.7	81.1	82.4	85.6	89	87	-
Madrid	74.8	80.2	81.5	93.5	93.2	97.8	96.7	-
İsveç	60.4	58.4	60.9	72.7	71.2	80	81.6	78.6
İtalya	68	67.6	68	60	66	55.3	61.2	82.3
Lüksemburg	54.6	46	36.5	61.9	70.8	77	68.6	63.8
Portekiz	53.3	60.3	61.4	59.9	61.5	61	-	-
Yunanistan	30.5	36.3	55.8	50.1	2.8	3.6	44.2	53.2

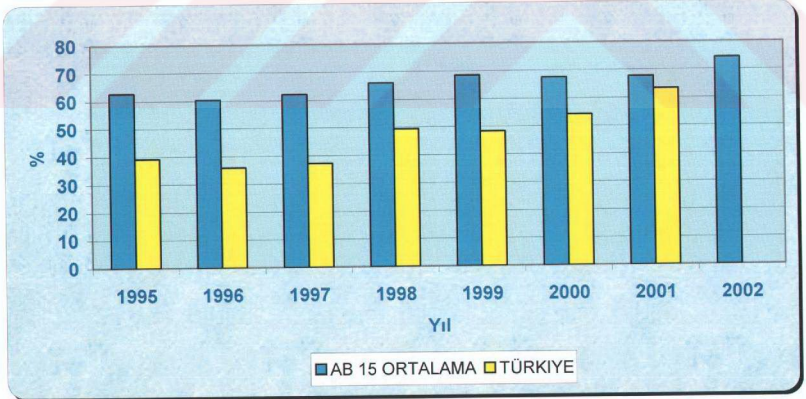
Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.03.2004)

Grafik 3.8 AB ve Türkiye Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Piyasa Değeri İçindeki Payları



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.03.2004).

Grafik 3.9 AB ve Türkiye Borsalarında Yoğunlaşma: İlk %5 Şirketin Toplam İşlem Hacı İçindeki Payları



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.03.2004).

3.1.9 Fiyat Kazanç Oranları

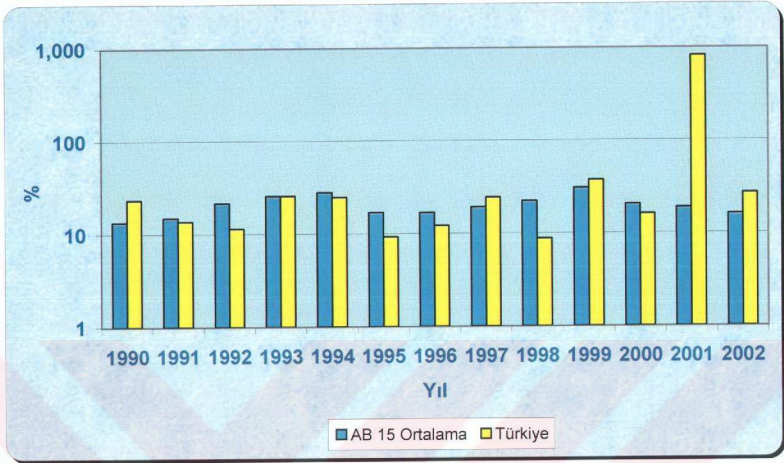
Fiyat Kazanç Oranı, borsada işlem gören hisse senetlerine sahip şirketlerin hisse başına kazancı ile hisse senedinin piyasadaki cari fiyatının oranlanması ile bulunmaktadır. Bu oran, piyasadaki fiyatların seviyesi hakkında önemli bir göstergedir ve uluslararası alanda da karşılaştırmalar için kullanılmaktadır (Tablo 3.10, Grafik 3.10).

Tablo 3.10 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarında Fiyat / Kazanç Oranları

ÜLKE AB 15	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	11.6	14.1	22	24.5	25.2	22.3	20.7	27.8	30.6	55	-	-	-
Avusturya	20	17.8	15.7	27	18.4	14.5	15.5	13.7	12.7	15	11.6	16.9	15.6
Belçika	9.9	11.3	13.9	17.1	18.5	14.3	15.4	17.3	23.3	22	14.5	11	10
Danimarka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandiya	-	-	-	-	8.9	20	18.7	12.4	17.9	34.1	-	-	-
Fransa	10.2	13.8	15.4	19	14	16	-	-	-	-	18.1	14.1	13.2
Hollanda	10.2	10.9	10.9	13.4	14.6	13.1	17.8	20.2	22.4	31.8	21.3	15.6	12.9
İngiltere	10.6	14.2	17.5	24.8	17.4	15.6	15.9	19.2	23.3	30.5	23.3	20.3	17.7
İrlanda	-	-	-	-	-	-	-	19.1	21.3	17.4	19.9	16.4	11.4
İspanya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17.8	16.2
İsveç	11	22	60	31	14	11	17	22	21	37	26	32	25.6
İtalya	16.5	16.9	25.8	58.6	136.9	30.2	18.9	24.7	25	25.8	22.4	21.3	16.6
Lüksemburg	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Portekiz	-	-	-	-	-	-	-	22.5	20.7	22.2	-	16.8	14.1
Yunanistan	20.4	13.8	12.9	16.7	11.1	12.3	11.9	12.4	27.2	47.9	27.5	24.9	22.6
AB 15 ORTALAMA	13	15	22	26	28	17	17	19	22	31	21	19	16
TÜRKİYE	23	14	11	26	25	9	12	24	9	38	16	824	27

Kaynak : www.world-exchanges.org, (30.03.2004).

Grafik 3.10 AB ve Türkiye Borsalarında Fiyat / Kazanç Oranları



Kaynak : www.world-exchanges.org, (30.03.2004).

3.1.10 Borsalarda Kayıtlı Tahvil Sayısı ve İşlem Gören Tahvillerin Pazar Değerleri

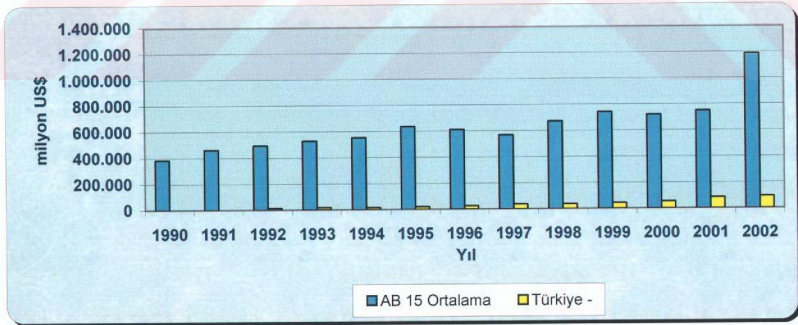
Menkul kıymetler borsalarında hisse senedinin yanı sıra sabit getirili araçlar içerisinde ayrı pazarlar bulunmaktadır ve bunlar borç enstrümanları pazarlarını oluşturmaktadır. Ülkeler arasında önemli bir karşılaştırma unsuru borsalarda kayıtlı bulunan tahvil sayısıdır (Tablo 3.12, Grafik 3.12). Kayıtlı tahviller içinde borsada alım satıma konu olan tahvillerin piyasa değeri piyasalardaki borçlanma miktarını ve büyüklüğünü yansıtmaktadır (Tablo 3.11, Grafik 3.11).

Tablo 3.11 AB'ne Üye 15 Ülkenin Borsalarındaki Tahvillerin Pazar Değerleri

ÜLKE AB 15 (milyon US\$)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Almanya	-	1,281,372	1,390,414	1,546,467	1,886,436	2,180,551	2,182,353	2,021,783	2,480,188	2,076,465	-	-	-
Avusturya	76,344	82,490	83,557	91,311	103,346	122,959	117,296	106,557	122,920	111,692	114,110	108,593	156,663
Belçika	129,850	151,898	371,098	170,876	178,737	239,809	237,909	210,811	247,043	210,527	205,958	205,958	-
Danimarka	229,346	249,869	248,219	293,779	279,700	337,604	329,255	291,644	323,199	265,628	253,761	264,535	339,433
Finlandiya	-	19,624	17,889	20,445	29,210	33,221	45,486	47,235	51,649	-	-	-	-
Fransa	504,770	558,668	576,554	656,589	691,873	845,078	878,151	777,524	886,772	765,090	731,450	731,450	-
Hollanda	166,308	182,778	197,524	223,031	239,204	320,197	341,153	334,786	379,940	347,947	248,698	248,698	-
İngiltere	576,291	597,306	599,848	875,953	909,535	997,946	1,162,796	978,000	1,232,655	1,363,347	1,423,663	1,407,766	1,601,035
İrlanda	-	-	-	-	-	-	29,140	29,815	28,981	16,836	19,482	17,176	23,270
İspanya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İsviç	-	105,864	96,574	120,453	121,872	-	257,772	201,018	-	-	-	-	-
İtalya	-	681,059	640,449	584,436	685,693	831,886	1,206,109	1,069,368	-	1,030,892	1,001,586	980,840	1,186,513
Lüksemburg	1,004,608	1,177,482	1,207,764	1,249,183	1,470,631	1,622,802	1,649,720	1,787,454	2,173,260	2,582,259	3,155,766	4,152,901	4,884,679
Portekiz	-	-	-	-	-	39,850	42,868	38,688	49,604	47,570	49,009	49,009	-
Yunanistan	-	-	-	-	49,216	72,205	70,937	48,410	81,417	79,482	-	72,282	119,344

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (20.02.2004).

Grafik 3.11 AB ve Türkiye Borsalarındaki Tahvillerin Pazar Değerleri



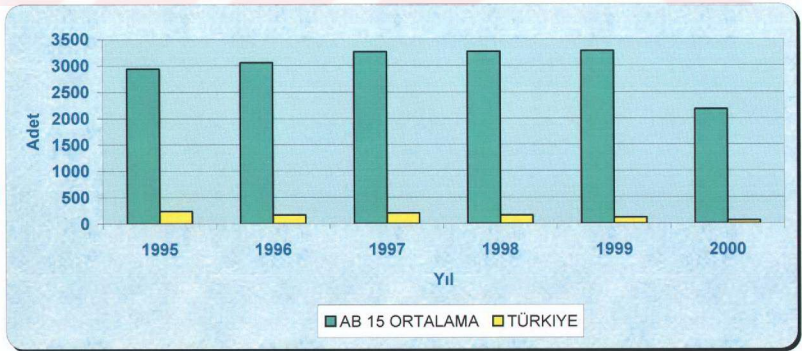
Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (20.02.2004).

Tablo 3.12 AB'ne Üye Ülkenin Borsalarında Kayıtlı Tahvil Sayıları

ÜLKE AB 15	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Almanya	22280	23242	24129	23449	22522	-
Avusturya	1692	1583	1528	1381	1305	1191
Belçika	105	112	130	143	140	178
Danimarka	2358	2442	2464	2439	2432	2421
Finlandiya	387	320	308	285	268	267
Fransa	3479	3346	3469	3524	2574	2439
Hollanda	916	896	895	1010	1025	1094
İngiltere	6954	7914	9075	8989	9679	9657
İrlanda	90	92	104	114	117	257
İspanya	-	-	-	-	-	-
Barcelona	348	307	266	215	210	185
Bilbao	489	427	353	276	238	223
Madrid	896	669	967	908	829	722
İsveç	889	926	987	1101	1178	1207
İtalya	880	839	761	620	608	625
Lüksemburg	7687	8441	9574	10513	12021	13679
Portekiz	431	365	321	361	373	385
Yunanistan	148	90	133	219	260	211

Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.02.2004).

Grafik 3.12 AB ve Türkiye Borsalarında Kayıtlı Tahvil Sayıları



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.02.2004).

3.2 AVRUPA BİRLİĞİ'NE YENİ ÜYE OLMUŞ ÜLKELERE ve ADAY ÜLKELERE AİT TEMEL GÖSTERGELER

AB'ne aday ülke ekonomilerinde bir canlanma ve kısa vadede olumlu bir görünüm söz konusudur. Birçok aday ülkede büyüme, ihracat ve özel tüketim harcamaları ile sağlanmıştır. 2004 yılında firma kar beklentilerinin güçlenmesiyle birlikte yatırım harcamalarının ve ihracatın artması beklenmekte olup, böyle bir gelişmenin de bölge GSYİH artış hızına olumlu katkıda bulunacağı tahmin edilmektedir. İhracattaki artış sürerken, aday ülkelerin büyümeye ilişkin öngörülerini büyük ölçüde euro bölgesi ekonomilerinin toparlanmasına bağlı bulunmaktadır, zira birçok aday ülke GSYİH'larının yaklaşık yüzde 10-35'ini bu ülkelere ihraç etmektedirler. Bunun dışında aday ülkelerin ekonomik büyümelerini tehdit eden diğer bir unsur, euronun 2002 yılının Şubat ayından beri değerlenmiş olması ve euroya bağlı birçok para biriminde görülen reel efektif değerlenmedir. İhracatlarının büyük bir bölümünü euro bölgesine yapan ve paraları büyük ölçüde değerlenen ülkelerde 2002-03 yılları için net ihracatın büyümeye katkısı negatif olmuştur³⁹.

Yapısal reformlar ve AB üyeliği orta vadede bölgedeki ekonomik büyümeyi destekleyecektir, ancak buna rağmen bazı riskler de mevcuttur. Aday ülkeler mali açıdan oldukça zayıftırlar, diğer taraftan nüfusun yaşlanması, AB'nin çevre standartlarına uyum konusunda harcamaların baskı altında tutulması ve AB Gelişme Fonlarının kullanımı gibi güçlükler zayıf mali yapıyı daha da kırılgan hale getirmektedir.

Aday ülkelerde bankacılık sisteminin oldukça düzgün işlediği gözlemlenmektedir, ancak son dönemlerde özel kredilerde bir artış söz konusudur ve AB'ne girişle birlikte bankalar arasındaki rekabetin sertleşmesi ve marjınlar üzerine baskıda bulunması beklenmektedir. Cari işlemler açığı birçok ülkede oldukça büyük boyutlardadır ve bu durum bazı ülkelerde önemli sıkıntılara yol açmaktadır. Diğer taraftan son dönemdeki sermaye girişinin kısa dönemli olduğu düşünülürse, bu sermayenin aniden bölgeden çıkması da diğer bir risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu riskler altında, zamanında mali konsolidasyon yapılması bankacılık sisteminin izlenmesini sağlamak ve büyüme sağlayıcı yapısal reformlar açısından önem kazanmaktadır. Aday ülkelerdeki olumlu ekonomik havanın sürmesi hayata geçirilecek yapısal reformlara bağlıdır. 2004 yılının ortasından itibaren birçok ülkenin AB üyeliği ile birlikte, aday ülkeler açısından

³⁹ ** Avrupa Birliği Yol Arayışında'', <http://makalem.com>, (25.03.2003).

Euro'nun kabulü makroekonomik istikrarın sağlanmasında disiplin edici bir güç oluşturacaktır, ancak diğer taraftan euroya geçiş konusunda aceleci davranılmaması gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi 2000 yılı Kasım ayında ve çok kısa bir süre sonra 2001 yılı Şubat ayında ekonomiyi derinden etkileyen iki ekonomik kriz yaşamıştır. 2002 yılı ise Türkiye ekonomisi için bir toparlanma yılı olmuştur. Kriz sonrası uygulanan para ve maliye politikalarının mal ve finans piyasalarında sağladığı istikrar ve olumlu beklentiler ile yapısal düzenlemeler, başta sanayi sektörü olmak üzere ekonominin tüm sektörlerinde büyüme sürecinin başlamasına katkıda bulunmuştur. 2002 yılı sonunda erken genel seçimlerin yapılması ve tek parti iktidarının başa gelmesiyle ülke genelinde varolan siyasi belirsizlik ortadan kalkarken, Irak savaşı nedeniyle tüm dünya genelinde ve Türkiye'de savaş belirsizliği ekonomi üzerinde olumsuz bir hava yaratmıştır.

Türkiye ekonomisi 2003 yılının ilk çeyreğinde oldukça yüksek oranlı bir büyüme kaydetmiş ancak 2003 yılının ikinci çeyreğinde ekonomide, özellikle Irak savaşının olumsuz etkisiyle birlikte büyümede yılın ilk çeyreğine göre bir yavaşlama kaydedilmiştir⁴⁰.

Nüfus

Tablo 3.13'den de görüldüğü gibi Türkiye'nin nüfusu diğer ülkelere oranla oldukça yüksek düzeydedir. Fakat nüfusun ağırlıklı kısmını genç kesimin oluşturması, yüksek bir yaş ortalamasına sahip olan AB'ne göre avantajlı bir durum sağlamaktadır.

⁴⁰ "Makroekonomik Büyüklüklerin 2003 Yılı Tahminleri ve 2004 Yılı Hedefleri", Konjonktür İzleme ve Analiz Dairesi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi15/turkecon.doc>, (20.09.2003).

Tablo 3.13 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Nüfus Değerleri

AB ADAY 13 (milyon)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaristan	8,894	8,772	8,596	8,485	8,460	8,427	8,385	8,341	8,283	8,230	8,191	7,936	7,891	7,846
Çek Cumhuriyeti*	10,310	10,305	10,313	10,326	10,334	10,333	10,321	10,309	10,299	10,290	10,278	10,232	10,206	10,203
Estonya*	1,573	1,568	1,555	1,511	1,477	1,448	1,425	1,406	1,393	1,379	1,372	1,367	1,361	1,356
Güney Kıbrıs*	681	694	603	619	633	645	656	666	675	683	691	698	706	715
Letonya*	2,672	2,663	2,657	2,606	2,566	2,530	2,502	2,480	2,458	2,439	2,380	2,364	2,346	2,332
Litvanya*	3,702	3,709	3,747	3,737	3,724	3,718	3,712	3,707	3,704	3,701	3,699	3,480	3,476	3,463
Malta*	359	363	360	363	366	370	371	374	377	379	380	391	395	397
Macaristan*	10,372	10,365	10,374	10,365	10,350	10,337	10,321	10,301	10,280	10,253	10,222	10,200	10,175	10,142
Polonya*	38,119	38,253	38,309	38,418	38,505	38,581	38,609	38,639	38,660	38,667	38,654	38,249	38,236.9	38,219
Romanya	22,866	22,826	22,811	22,779	22,748	22,712	22,656	22,582	22,526	22,489	22,456	21,911	21,872	21,773
Slovakya*	5,263	5,282	5,296	5,314	5,337	5,356	5,368	5,379	5,388	5,393	5,399	5,379	5,379	5,379
Slovenya*	1,896	1,894	1,999	1,994	1,989	1,990	1,990	1,987	1,985	1,978	1,988	1,990	1,994	1,995
Türkiye	56,085	57,135	58,179	59,213	60,221	61,189	62,128	63,048	63,946	64,820	65,667	66,494	67,309	68,109
AB ADAY 13 ORTALAMA	12,522	12,602	12,677	12,748	12,824	12,895	12,957	13,017	13,075	13,131	13,183	13,130	11,785	13,225

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/gosterge/gosterge.htm>, (20.09.2003); <http://www.ggdc.net> (20.09.2003); <http://europa.eu.int/comm/eurostat/> (20.09.003). *: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

3.2.2 Kişi Başına Düşen GSMH

Türkiye ekonomisinin 2000 ve 2001 yıllarında yaşadığı ekonomik krizlerden sonra 2001 yılında GSMH %-9,5 oranında daralmıştır (Grafik 3.13). Ekonomi 2002 yılının ikinci çeyreğinden itibaren iyileşme sürecine girmiş, 2., 3. ve 4. çeyreklerde GSMH çok yüksek oranlarda artmıştır. Son üç çeyrekte büyüme oranlarındaki yüksek oranlı artışlar 2002 yılı GSMH ve GSYİH artışının %7,8 ile oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmesinde etkili olmuştur. 2002 yılında büyümenin itici

gücünü ihracat ve stok değişimleri oluşturmuştur. 2004 yılı bütçesine göre GSMH büyümesinin % 5 olmasının beklendiği açıklanmıştır. Ekonomideki mevcut eğilimlerin sürmesi halinde bu hedefin gerçekleştiği olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'nin ve AB'ne aday diğer ülkelerin geçmiş yıllara ait kişi başına düşen GSMH değerleri ve yüzde olarak artışları Tablo x.x ve Grafik x.x'de gösterilmiştir. Tablo ve Grafik'ten görüldüğü üzere, Türkiye'nin Kişi Başına Düşen GSMH değeri tüm diğer ortalamalara göre oldukça düşüktür. Sadece aday statüsündeki Romanya ve Bulgaristan'a göre daha yüksektir. Ekonomik krizlerle düşüşe geçen bu değer, 2003 yılında ekonominin iyiye gitmesiyle tekrar yukarı yönde hareketlenmiştir.

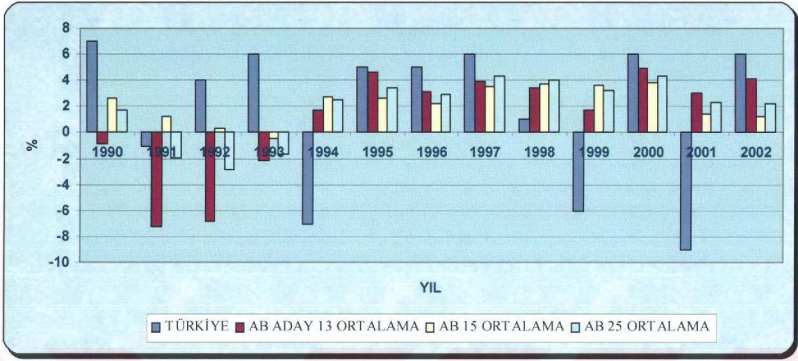
Tablo 3.14 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Kişi Başına Düşen GSMH Değerleri

ÜLKE AB ADAY 13 (US\$)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaristan	1716	1587	1487	1477	1511	1556	1421	1349	1412	1453	1538	1631	1713
Çek Cumhuriyeti*	5269	4681	4653	4629	4751	5036	5237	5226	5176	5206	5381	5574	5686
Estonya*	3822	3535	2837	2673	2675	2836	2995	3326	3514	3517	3791	4053	4315
Kıbrıs*	10434	10314	11077	10983	11503	12105	12234	12427	12961	13467	14098	14585	14799
Letonya*	3611	3246	2138	1853	1893	1902	1991	2194	2336	2423	2608	2831	3029
Litvanya*	3418	3219	2537	2135	1943	2018	2128	2293	2478	2453	2566	2751	2947
Macaristan*	4857	4288	4165	4153	4289	4367	4441	4662	4908	5136	5426	5543	5743
Malta*	6906	7279	7538	7811	8175	8587	8883	9236	9509	9812	10385	10131	10235
Polonya*	2604	2414	2469	2557	2684	2868	3038	3242	3396	3536	3678	3716	3769
Romanya	1702	1484	1376	1399	1456	1564	1632	1536	1466	1451	1461	1541	1615
Slovakya*	4218	3603	3346	3211	3363	3565	3771	3977	4128	4169	4275	4426	4603
Slovenya*	-	-	-	8719	9078	9419	9772	10237	10653	11179	11669	12075	12513
Türkiye	2575	2548	2649	2808	2606	2743	2882	3043	3082	2887	3048	2774	2942
AB ADAY 13 ORTALAMA	4261	4017	3856	4185	4302	4505	4648	4827	5001	5130	5379	5510	5685
AB 15 ORTALAMA	22930	23257	23316	23228	23886	24191	24949	25844	26779	27803	28834	29324	30487
AB 25 ORTALAMA	16512	16310	16271	15886	16346	16308	17149	17779	18430	19118	19481	20222	20603
AMERİKA	26141	25725	26211	26592	27334	27713	28346	29237	30113	30965	31,73	31466	31891
JAPONYA	39865	41037	41343	41364	41642	42282	43619	44302	43692	43653	44799	44924	45029

Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.09.003); <http://devdata.worldbank.org/data-query/>, (20.05.2004).

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

Grafik 3.13 AB ve Türkiye’de Gayri Safi Milli Hasılabın Yıllık Yüzde Değişimi



Kaynak: <http://devdata.worldbank.org/data-query/>, (20.05.2004).

3.2.3 Enflasyon

2003 yılı enflasyon performansı açısından başarılı bir yıl olmuş, enflasyonu kalıcı olarak düşürmek için önemli bir fırsat yakalanmıştır. Güçlü TL'nin ve düşük reel ücretlerin de etkisiyle yıl sonuna kadar enflasyonda önemli bir artış gerçekleşmemiştir. Değerli TL, dış borcun azaltılmasında, enflasyonun ve faizlerin düşmesinde olumlu rol oynamıştır, ancak cari işlemler dengesi üzerindeki olumsuz sonuçları görmektedir. Satın alma gücü paritesi teorisine göre uzun dönemde ülkeler arasındaki enflasyon farkı kadar artacağı göz önünde bulundurulursa, TL'deki reel değerlenmenin -eninde sonunda- düzeleceği beklenmektedir. 2004 yılı bütçesine göre yıl sonu itibariyle tüketici fiyatları endeksindeki artışın %12, GSMH deflatörünün %12,5 ve GSMH büyümesinin %5 olmasının beklendiği açıklanmıştır⁴¹. GSMH deflatörü hedefi daha sonra %12,9 ve %11,9 olarak revize edilmiştir. Türkiye'nin ve diğer aday ülkelerin geçmiş yıllara ait enflasyon oranları Tablo 3.15'de gösterilmiştir.

⁴¹ “Makroekonomik Büyüklüklerin 2003 Yılı Tahminleri ve 2004 Yılı Hedefleri”, Konjonktür İzleme ve Analiz Dairesi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil5/turkecon.doc>, (20.09.2003).

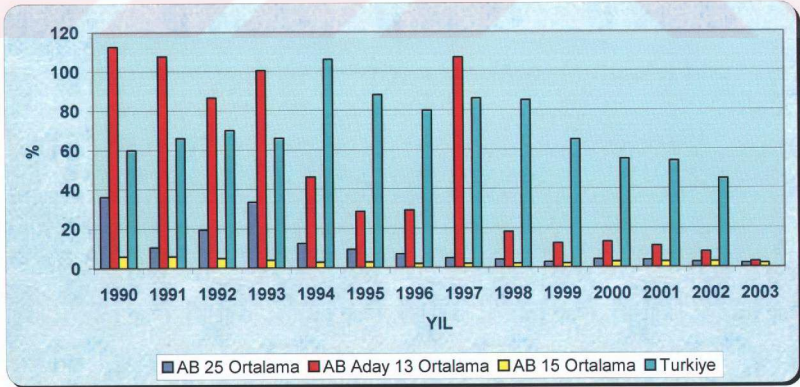
Tablo 3.15 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Enflasyon Oranları

ÜLKE AB ADAY 13 (%)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaristan	24	338	91	73	96	62	122	1058	19	3	10	7	6	2
Çek Cumhuriyeti*	-	-	-	-	10	9	9	9	11	2	4	5	2	-0,1
Estonya*	-	-	-	90	48	29	23	11	8	3	4	6	4	1,4
Kıbrıs*	5	5	7	5	5	3	3	4	2	2	4	2	3	4
Letonya*	-	-	243	109	36	25	18	8	5	2	3	2	2	2,9
Litvanya*	-	-	-	410	72	40	25	9	5	1	1	1	0	-1,1
Macaristan*	29	34	23	22	19	28	24	18	14	10	10	9	5	4,7
Malta*	3	3	2	4	4	4	2	3	2	2	2	3	2	-
Polonya*	555	77	45	37	33	28	20	15	12	7	10	6	2	0,7
Romanya	-	231	211	255	137	32	39	155	59	46	46	34	23	15,3
Slovakya*	-	-	-	-	13	10	6	7	11	12	7	3	8,5	
Slovenya*	-	-	-	33	21	13	10	8	8	6	9	8	7	5,7
Türkiye	60	66	70	66	106	88	80	86	85	65	55	54	45	13,9
AB ADAY 13 ORTALAMA	-	-	-	100	46	29	29	26	18	12	13	11	8	5
AB 15 ORTALAMA	6	6	5	4	3	3	2	2	2	2	3	3	3	2
AB 25 ORTALAMA	-	-	-	34	12	9	7	5	4	3	4	4	3	3
AMERİKA	5	4	3	3	3	3	3	2	2	2	3	3	2	2,3
JAPONYA	3	3	2	1	1	0	0	2	1	0	-1	-1	-1	-0,3

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, (20.09.2003); <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.09.2003).

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

Grafik 3.14 AB, AB'ne Aday Ülkeler ve Türkiye'nin Enflasyon Oranları



Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr>, (20.09.2003); <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.09.2003).

3.2.4 İşsizlik

2001'de emek piyasası koşullarında belirgin bir bozulmanın ardından, canlanan ekonomi, emek piyasası üzerinde olumlu bir etki göstermeye devam etti. 2002 boyunca ve 2003'ün ilk yarısında, ortalama istihdam %1,4 oranında (yaklaşık 300.000 kişi) arttı. Öte yandan, kayıtlı işsizliklerin sayısı 450.000 kadar artış gösterdi ve böylece işsizlik oranı 2002 ortasında %9,3'ten 2003 ortasında %10'a yükseldi. İstihdam edilen veya iş arayan insan sayısındaki bu artış, emek talebinin arttığını gösterir⁴². Türkiye'nin ve diğer aday ülkelerin geçmiş yıllara ait işsizlik oranları Tablo 3.16'da gösterilmiştir.

Tablo 3.16 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin İşsizlik Oranları

ÜLKE AB ADAY 13 (%)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaristan	2	11	15	21	20	16	14	14	12	14	16	19	18	14
Çek Cumhuriyeti*	1	4	3	4	4	4	4	5	7	9	9	8	7	8
Estonya*	1	2	4	7	8	10	10	10	10	12	14	13	10	10
Kıbrıs*	2	3	2	3	3	3	3	3	3	6	5	4	4	4
Letonya*	-	-	2	6	7	19	18	14	14	15	15	13	13	11
Litvanya*	-	0	4	4	17	17	16	14	13	14	15	17	14	13
Macaristan*	2	9	10	12	11	10	10	9	8	7	6	6	6	6
Malta*	4	4	4	5	4	4	4	5	5	5	7	7	8	8
Polonya*	7	12	13	14	14	13	12	11	11	13	16	18	20	19
Romanya	-	3	8	10	8	8	7	6	6	7	7	7	8	7
Slovakya*	-	7	11	13	14	13	11	12	13	16	19	19	19	17
Slovenya*	5	8	12	9	9	7	7	7	8	7	7	6	6	7
Türkiye	8	8	8	9	8	8	7	7	7	8	7	9	11	9
AB ADAY 13 ORTALAMA	-	6	7	9	10	10	9	9	9	10	11	11	11	10
AB 15 ORTALAMA	7	8	9	10	10	10	10	9	8	8	7	6	6	7
AB 25 ORTALAMA	-	7	8	9	10	10	10	9	9	9	9	8	8	8
AMERİKA	6	7	8	7	6	6	5	5	5	4	4	5	6	6
JAPONYA	2	2	2	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5

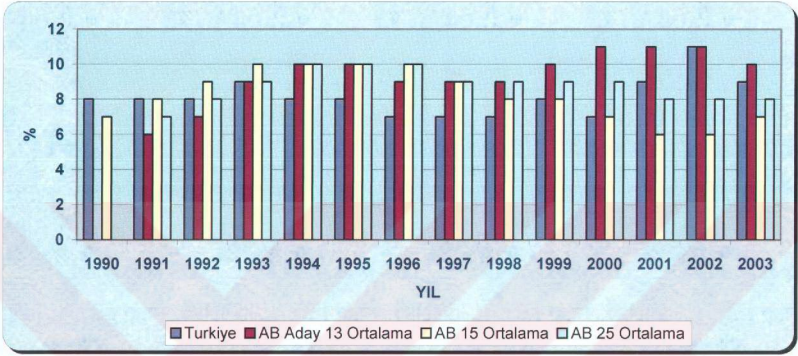
Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.09.2003); <http://devdata.worldbank.org/data-query/> (20.05.2004).

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

⁴² "Türkiye'nin Katılım Yöntünde İlerlemesi Üzerine 2003 İlerleme Raporu", <http://www.deltur.cec.eu.int/2003DuzenliRapor.zip>, (20.06.2003).

Tablo 3.16 ve Grafik 3.15'den de görüldüğü üzere işsizlik oranları Türkiye'de dalgalı bir seyir izlemiştir. 2000 ve 2001 senelerinde yaşanan ekonomik krizlerden önce AB ortalama değerinin altında olan oran, krizlerden sonra AB ortalamalarının üzerinde seyretmiştir.

Grafik 3.15 AB, AB'ne Aday Ülkeler ve Türkiye'nin İşsizlik Oranları



Kaynak: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>, (20.09.2003); <http://devdata.worldbank.org/data-query/> (20.05.2004).

3.2.5 Borsada Hisse Senetleri Kote Edilen Şirket Sayısı

Borsaların gelişmişliğini gösteren en önemli kriterlerden birisi borsada kote edilmiş şirket sayısıdır. Borsaların bir kısmında yabancı şirketlerin de kote edildiği görülmektedir. Bu durum uluslararasılaşmanın ve piyasaya olan güvenin belirtisini yansıtmaktadır⁴³. Kote edilen şirket sayılarına bakıldığı zaman ekonomilerin gelişmesine bağlı olarak bu sayının arttığı izlenmiştir. Tablo 3.17'ye baktığımız zaman Türkiye'nin hem şirket sayısı sayısı hem de şirket sayısının artış trendi açısından sıralamada diğer ülkelere göre arka sıralarda kaldığı gözükmektedir.

⁴³ Alp, A., *Finansın Uluslararasılaşması*, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.65.

Tablo 3.17 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Borsada İşlem Gören Şirket Sayıları

ÜLKE AB ADAY 13 (adet)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaristan	-	16	26	15	15	998	828	503	399	354
Çek Cumhuriyeti*	-	1024	1635	1588	276	261	164	131	94	78
Estonya*	-	-	-	-	22	26	25	23	17	14
Kıbrıs*	39	38	41	39	49	54	60	120	145	154
Letonya*	-	-	17	34	51	69	70	64	63	62
Litvanya*	-	13	351	460	607	60	54	54	54	51
Macaristan*	28	40	42	45	49	55	66	60	57	48
Malta*	-	4	5	6	6	7	7	10	12	12
Polonya*	22	44	65	83	143	198	221	225	230	216
Romanya	-	4	7	17	76	5753	5825	5555	5140	4870
Slovakya*	-	18	18	816	872	837	469	493	515	354
Slovenya*	647	640	640	626	642	668	668	616	542	450
Türkiye	160	176	205	228	258	277	285	315	310	288

Kaynak: Standard&Poor's, *Standard&Poor's Global Stock Markets Factbook 2003*, s.30-31.

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

3.2.6 Borsaların Hisse Senedi İşlem Hacmi

Borsaların canlılığını ve gelişmişliğini gösteren en önemli göstergelerden biri, borsaların hisse senedi işlem hacmidir. Tablo 3.18'de görüldüğü üzere, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplam işlem hacmi, ekonomik krizlerin yaşandığı yıllar haricinde yükseliş trendi içerisinde. Krizlerin olumsuz etkilerinin geçmeye başlaması ve ekonominin iyiyeye gitmesi sonucu, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplam işlem hacmi, 2004 yılının ilk çeyreğinde, 2003 değerinin %60'ının üzerinde bir noktaya gelmiştir (Grafik 4.3).

Tablo 3.18 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Borsalarının İşlem Hacimleri

ÜLKE AB ADAY 13 (milyon USS)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaristan	-	-	4	-	-	12	53	58	70	172
Çek Cumhuriyeti*	-	1328	3630	8431	7071	4807	4120	6582	3349	6083
Estonya*	-	-	-	-	1484	922	285	326	220	241
Kıbrıs*	20989	27421	25942	34667	46878	70517	62283	91560	70583	51575
Letonya*	-	-	-	12	84	85	45	228	165	124
Litvanya*	-	-	37	47	233	221	290	202	210	182
Macaristan*	99	270	355	1641	7472	16042	14395	12150	4818	5941
Malta*	-	3	16	14	22	56	335	185	47	53
Polonya*	2170	5134	2770	5538	7951	8918	11149	14631	7432	5842
Romaanya	-	3	1	6	268	596	317	236	256	403
Slovakya*	-	120	832	2321	2155	1032	474	896	966	789
Slovenya*	-	366	345	401	351	702	733	465	794	1003
Türkiye	23242	21692	51392	36831	56022	68459	81277	179209	77937	70667

Kaynak: Standard&Poor's , *Standard&Poor's Global Stock Markets Factbook 2003*, s.28-29.

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

3.2.7 Piyasa Kapitalizasyonları

İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerlerinin görüldüğü Tablo 3.19 'e baktığımız zaman, piyasa değerlerinin yıllar itibarıyla istikrarlı bir çıkış içinde olmadığı, sürekli iniş ve çıkışların gerçekleştiği gözükmemektedir. Halka açık şirket sayısı ve şirketlerin halka açıklık oranıyla da doğru orantılı olan toplam piyasa değeri, 1999 yılında zirve noktasına ulaşmış, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle düşüşe geçmiş ve 2003'te ekonominin canlanması ve iyiyeye gitmesi sonucunda tekrar yukarı yönde hareketlenmiştir. İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplam piyasa değeri, 2004 yılının ilk çeyreğinde, 2003 değerinin $\frac{3}{4}$ 'ü seviyelerini geçmiştir (Grafik 5.3).

Tablo 3.19 AB'ne Yeni Üye ve Aday 13 Ülkenin Piyasa Kapitalizasyonları

ÜLKE AB ADAY 13 (milyon USS)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaristan	-	-	-	-	-	61	7	2	992	706	617	506	733	1.755
Çek Cumhuriyeti*	-	-	-	-	5.940	15.700	18.100	12.800	12.000	11.800	11.000	9.150	15.900	17.663
Estonya*	-	-	-	-	-	-	-	1.100	519	1.790	1.850	1.470	2.430	3.790
Kıbrıs*	-	1.290	1.180	981	1.334	2.516	2.355	2.011	2.618	21.189	11.516	6.147	1.489	-
Letonya*	-	-	-	-	-	10	151	337	382	391	563	687	714	1.141
Litvanya*	-	-	-	-	-	157	900	1.690	1.070	1.140	1.590	1.200	1.460	3.510
Macaristan*	-	505	562	812	1.600	2.400	5.270	15.000	14.000	16.300	12.000	10.400	13.100	16.729
Malta*	-	-	-	-	52	154	472	461	785	1.920	2.010	1.350	-	-
Polonya*	-	144	222	2.710	3.060	4.560	8.390	12.100	20.500	29.600	31.300	25.900	28.700	37.165
Romanya	-	-	-	-	52	100	57	627	1.020	873	1.070	1.110	4.560	5.584
Slovakya*	-	-	-	-	1.090	1.240	2.180	1.830	965	723	742	538	1.900	2.779
Slovenya*	-	-	-	-	595	311	663	1.620	2.450	2.180	2.550	2.780	4.610	5.209
Türkiye	19.100	15.700	9.930	37.500	21.600	20.800	30.000	61.100	33.600	113.000	69.700	47.700	34.000	68.379

Kaynak: Standard&Poor's , *Standard&Poor's Global Stock Markets Factbook 2003*, s.24-25.

*: AB'ne Mayıs 2004'de yeni üye olan ülkeler.

4. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI

Menkul kıymet piyasalarının bütünleşmesi, arz ve talebin en etkin şekilde biraraya gelmesi, AB için bir zorunluluk haline gelmiştir. Avrupa Birliği, Tek Avrupa Sermaye Piyasası ile sanayisinin global rekabet gücünü kazanmasını ve enflasyonsuz ekonomik büyüme sağlamayı amaçlamaktadır. Bu amacın gerçekleşmesinde Avrupa Menkul Kıymet Pazarlarının işleyiş kuralarının uyumsallaşması büyük önem taşımaktadır.

4.1 AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI DÜZENLEMELERİ ve MEVCUT DURUM

Tek Avrupa Sermaye Piyasası'nın oluşumu için yapılan çalışmalar ve düzenlemeler, yasalar, ve gelişmelerin incelendiği bu bölümde, mevcut durum ile ilgili bilgiler de verilmiştir.

4.1.1 Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası

25 Haziran 1977 tarihli ve Avrupa Komisyonu'nun 77/534/EEC sayılı direktifi olan Avrupa Davranış Yasası'nın amacı, Avrupa Topluluğu dahilinde menkul kıymetler piyasalarının entegrasyonunu ve gelişmesini sağlamak, menkul kıymetler piyasasının etkin çalışmasını sağlamak üzere Topluluk çapında etik davranış standartları oluşturmak ve kamu çıkarını korumaktır.

Davranış Yasası'nın dikkat çekici özelliği, direktif olmasına rağmen tavsiye niteliğinde hükümlerden oluşmasıdır. Tavsiye, direktifin aksine bağlayıcı değildir. Komisyon, hemen hemen bütün üye ülkelerde menkul kıymetler üzerindeki işlemlerde uygulanan ilkeleri biraraya toplamış ve genel davranış yasasını belirleyerek, üye ülkelere bağlayıcı olmayan tavsiye şeklinde bildirilmiştir. Bu şekilde, tavsiyenin gerekçesinde de belirtildiği üzere, menkul kıymet işlemlerinde, zaten üye ülkelerde uygulanan bazı ilkelere uyulmasının bu konuda ortak ahlaki geliştireceği ve direktifler yolu ile gerçekleştirilen uyumlaştırma çalışmalarını kolaylaştıracağı belirtilmiştir.

Bu yasanın genel ilkeleri şöyledir⁴⁴:

- i. Menkul kıymetler piyasalarında gerçekleşen işlemler sadece yazılı olan kurallara değil her ülkede geçerli olan kanun ve düzenlemelerin ruhuna da uygun olmalı, ayrıca bu piyasalarda zaten geçerli olan veya bu yasayla önerilen doğru davranış kurallarına da uymalıdır.
- ii. Halka açıklanan bilgi doğru, kesin, açık, yeterli ve zamanında ulaşılabilecek şekilde verilmelidir. Mesleği veya görevi gereği halka açıklanan bilgidен sorumlu olan kişiler, kamunun doğru aydınlatılmasını ve hiçbir grup kişinin ayrıcalıklı konumda olmamasını sağlamak zorundadırlar.
- iii. Aynı şirket tarafından ihraç edilen aynı tip menkul kıymet sahiplerine eşit uygulama yapılmalıdır. Özellikle, doğrudan ya da dolaylı olarak hukuki kontrol imkanı veren payların veya menkul kıymetleri piyasada işlem gören bir şirketin bu kıymetlerin transferine yönelik bütün işlemlerde, hissedarlara eşit şekillerde muamele edilmelidir. Yasa aynı zamanda, tamamlayıcı bir maddeyle, bir menkul kıymetin işlem gördüğü ya da görebileceği farklı piyasalarda davranış eşitliğinin sağlanması gerektiğini belirtmektedir.
- iv. Hisse senetleri piyasada işlem gören bir şirketin yöneticileri ve şirketi hukuken ya da fiilen kontrol altında bulunduranlar, ilgili menkul kıymetlerle ilgili işlemlerde adil olmalı ve hisse sahiplerine zarar verebilecek bütün işlem ve eylemlerden kaçınacak şekilde hareket etmelidirler.
- v. Menkul kıymet piyasalarında düzenli olarak işlem yapan kişilerin, bazı durumlarda kısa dönemli kardan vazgeçmek sonucunu doğursa da, adil ve dürüst işlem yapmaları gerekmektedir.
- vi. Mali araçların gerek kendileri ile müşterileri veya ticari ilişkisi bulunan diğer kişilerle, gerekse de son iki grup arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarından kaçınmak için her türlü çabayı göstermeleri gerekmektedir. Ancak bu tür bir çıkar çatışması meydana gelirse, bu durumdan dolayı veya dolaysız bir avantaj sağlamaya kalkmamaları, müşterilerinin ve ticari ilişkide bulunduğu diğer kişilerin çıkarlarını zedeleyecek davranışlardan kaçınmaları gerekmektedir.

⁴⁴ SPK, “Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri”, Yayın No: 85, Ankara, (Ağustos 1997), s.10-11.

Davranış Yasası'nın tamamlayıcı nitelikteki kuralları ise beş başlık altında toplanmaktadır; piyasanın organizasyonu, finansal aracılardan yükümlülükleri, kamuya bilgi sunma, içerden öğrenenlerin ticareti ve azınlık hissedarların korunması.

- i. Yasa, piyasanın organizasyona ilişkin olarak yalnızca bir tamamlayıcı ilke öngörmektedir; "Piyasalar, aynı menkul değerlerin, aynı anda, farklı piyasalarda farklı fiyatlardan işlem görmesine yol açan bölümleri engellemek üzere yeterince dışa açık kılınmalıdırlar". Yasa, böylelikle menkul kıymet piyasalarında oluşan fiyatın mümkün olduğu ölçüde gerçekçi olarak tespitini sağlamaya yönelmektedir.
- ii. Aracı kurumların yapacakları işlemler belirtilmektedir. Bunlardan bir kısmı doğrudan piyasaya yönelik olup, bir kısmı da aracılardan müşterileri ile olan ilişkilerini ele almaktadır.
- iii. Kamuyu aydınlatma konusu Avrupa Sermaye Piyasası'nın geliştirilmesi için önemli bir araç olduğu kadar, piyasa için gerekli temel kuralları da içermektedir. Kamunun dürüst, doğru, açık, yeterli ve yararlı olacak zaman içinde dağıtılmış bilgilere ihtiyacı olduğu gibi, bu konuda davranış eşitliği hakkı olduğu, yasanın genel prensiplerindedir. Bütün yatırımcılar hiçbir kısıtlama olmaksızın bilgi edinebilmelidirler.
- iv. İçeriden öğrenenlerin ticareti ile olarak, hiç kimsenin, aracı olsun olmasın, diğer bir kişiye, kamuya açıklanmamış ve elde edilmesi esnasında ilgili kuralların ihlal edileceği bir bilgiye ulaşılması veya kural dışı ve adil olmayan işlemlerin gerçekleştirilmesi için baskı yapmaması gerekmektedir. Mali aracılardan kamuya açıklanmamış ve fiyatları etkileyebilecek bilginin gizli tutulmasına özen göstermeli, hatta aynı kuruluş içindeki farklı bölümler için de bu gizliliği korumalıdırlar. Özellikle, aracılardan bu tür bilgileri kendi hesaplarına gerçekleştirdikleri işlemlerde ve müşterilerinin adlarına yapacakları işlemlere danışma hizmeti verirken kullanmamaları gerekmektedir. Mesleği icabı veya görevi sırasında halka açıklanmamış, şirketin kendisi veya menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasalarla ilgili ve fiyatları etkileyici nitelikteki bilgiye sahip olan kişiler bu bilgileri kullanmak suretiyle dolaylı veya dolaysız işlem yapmaktan veya bilgilerin halka açıklanmasından önce bundan kar sağlayabilecek kimseler söz konusu bilgileri vermekten kaçınmalıdırlar.

- v. Azınlık hissedarlarının korunması için, şirketi kontrol eden büyük ortakların pay devrinde bütün ortakların aynı şekilde dikkate alınmaları gerekir.(Davranış eşitliği). Buna göre, belgelerin devredilmesi imkanının, kontrolü devredilecek şirketin bütün ortaklarına; bu ortaklar benzer sayılabilecek ayrı bir korunmadan faydalanamıyorsa, aynı koşullarda açık olması arzu edilir.

Görüldüğü gibi, Davranış Yasası, Avrupa Komisyonu tarafından sermaye piyasalarının genel işleyişine, kamuyu iyi ve etkili bir biçimde aydınlatmakla birlikte mali araçların görevlerini ifası sırasında etik ve dürüst davranışlar sergilemesine, dayandırılmaktadır. Yatırımcının ve küçük pay sahiplerinin haklarının farklılık gözetmeksizin diğer büyük hak sahipleri ile aynı olması gerektiğini ve mali araçlarında bu hakları gözetirken dürüstlükten taviz vermemeleri gerektiğini belirtmektedir.

4.1.2 Kotasyon Kriterleri Ve Uygulama İle İlgili Yasalar

Topluluğa üye ülkelerdeki yatırımcılara bu alanda eşit güvenceler sağlayabilmek, eşit koruma önlemleri getirebilmek, üye ülkelerden birinde ihraç edilen bir menkul kıymetin bir başka üye ülkenin resmi borsa kotuna alınabilmesini kolaylaştırmak ve dolayısıyla uluslararası menkul kıymetler piyasasının ve bunun neticesinde de tek bir Avrupa Sermaye Piyasası'nın kurulmasına yardımcı olmak amacıyla üye ülkelerde kurulmuş veya faaliyet göstermekte olan menkul kıymet borsalarında resmi borsa kotuna alınacak menkul kıymetlerin kotasyon şartlarının, üye ülkelerde koordineli bir şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle, yatırımcıların eşit şekilde korunmasını temel alan direktif aynı zamanda uluslararası menkul kıymet pazarı içerecek bir sermaye piyasasının oluşumunu amaçlamaktadır.

Avrupa Birliği'nde kotasyon kriterlerine ilişkin temel üç adet Direktif benimsenmiştir. Direktif ile üye ülkelere menkul kıymet arzına ilişkin yetkiler sağlanmıştır. Genelde bu yetkiler bir borsa kurumuna tanınmıştır. Fransa ve Lüksemburg benzeri olanlarda yetkili otorite, düzenleyici bir organ olabilmektedir. Ancak İngiltere'de olduğu gibi otorite çoğunlukta borsadır. Topluluk'ta kabul edilen üç Direktif aşağıda sıralandığı gibidir;

- i. Kabul Direktifi,
- ii. Kotasyon Özellikleri Direktifi,
- iii. Ara Dönem Raporları Direktifi.

1979 yılının "Kabul Direktifi", ihraççıların asgari koşulları kote olmadan önce garanti etmelerine ve aha sonraki yükümlülüklerini sürdürmelerine ilişkindir. Direktif, yetkili kıldığı otoriteye daha kısıtlayıcı veya ilave koşullar koyabilme imkanı tanımaktadır⁴⁵. Direktif, bir üye devlette kote edilmiş veya borsada kotasyona konu menkul kıymetleri kapsamaktadır. Kapalı uçlu olanlar dışındaki kollektif yatırım şirketlerinin çıkardığı katılma belgeleri ve bir üye devlet veya onun yerel kurumlarınca arz edilmiş menkul kıymetler kapsam dışı bırakılmaktadır.

Direktif'in kabulünden önce ya da sonra resmi kote edilmiş menkul kıymetlerin ihraçlarında Direktif kural ve esaslarına uyulacaktır ve kurallara uymayan menkul kıymetler hiçbir borsada kote edilmeyecektir. Üye devletler, menkul kıymetlerin resmi kotasyonunda daha katı koşullar getirebilir; ancak kuralların tüm arz edenlere veya arz eden bireysel ihraççı sınıflara uygulanması ve benzer menkul kıymetin kotasyonundan önce yayınlanması gereklidir. Uygulanan ulusal kurallara uyumlu olarak üye devletler, ihraççıların, firmaların finansal durumları ve işletmenin genel yönelimi hakkında kamuya bilgilendirmesini gerekli tutabilir.

Üye devletlerden biri bir başka üye devletin borsasında kote edilmiş bulunan bir menkul kıymeti kendi borsasında kote etmeyebilir. Ayrıca, menkul kıymetin kotasyon kriterlerine ilişkin istisna olması halinde, benzer şartlardaki tüm ihraççılara eşit uygulama sağlanmalıdır. Öte yandan, bir üye devletin garantisinde geri ödemesi veya faiz ödemesi özel yasa ile tanımlanmış ya da idaresi olunan şirket veya yasal kurumların borçluluk temsil eden menkul kıymetlerin kotasyonu durumunda, üye devletler belirtilen zorunlulukları uygulamama kararı alabilme yetkisindedir. Bu bölüm ile özellikle devlet garantisi altında çıkarılan tahviller dikkate alınarak, Cetveller'de belirtilen koşullara uyum istisnaları getirilmektedir. Birden fazla üye ülkenin borsasına menkul kıymetlerinin kotasyonu için başvuruda bulunan ortaklığa ilişkin tüm bilgilerin hızla iletilmesi geniş bir işbirliğin gerekli kılmaktadır. Özellikle Tek Avrupa Sermaye Piyasası çerçevesinde, üye ülke yetkili otoritelerine doğrudan elektronik bağlantı kurulabilen bir mekanizma ile, bir merkezde toplanan tüm bilgilere ulaşılabilecektir. Bilgilerin yetkili kurumlarca kullanımı

⁴⁵ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.61.

esnasında mesleki sırların saklanması önemlidir. Buna bağı olarak etiksel değerlere ilişkin olarak bir standardizasyon gündeme gelmiştir.

Kotasyona kabulden önce halka arz edilen hisse senetleri, hisse senedi alımı başvurularının yapıldığı sürenin bitiminden sonra kotasyona kabul edilmektedir. Üçüncü ülke şirketleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, kendi ülkelerinde veya menkul kıymetlerin büyük bölümünün bulunduğu ülkede borsaya kote edilmemişse, üye ülke borsalarında da kote edilmeyecektir. Ancak, daha önce borsaya kote edilmeme nedeni yatırımcının korunması esası dışında ise, yetkili otoritelerce borsaya kote edilme izni verilebilecektir⁴⁶:

Hisse senetlerinin borsa kotuna alınması için getirilen asgari koşullara göre; üye devletler, Direktif'te belirtilen koşullara uymakla yükümlüdürler. Ayrıca üye devletler, menkul kıymetleri borsaya kote edilecek ihraççıların Ek Listeler A ve C'de yer alan daimi yükümlülüklere uymalarını sağlamak zorundadır.

Borsaya kotasyon kabullerinde üç kriter temel alınmaktadır;

- i. Kote edecek tarafın hukuki ve finansal bakımdan istikrara sahip olması,
- ii. Piyasa tekniği açısından borsaya kote edilen menkul kıymetlerin borsa fiyatını sağlayacak derinliğe sahip olması ve işlem akışına imkan verecek yeterli sayıda olması,
- iii. Başvuru tarihinden en az 3 yıl öncesine kadar mali tabloları dönemsel olarak yayınlanmış bulunmalıdır.

Hisse senetleri kota alınacak şirketlere ilişkin olarak; hukuki durum, sermaye büyüklüğü ve kuruluş tarihi gibi bilgilerin verilmesi gerekmektedir. şirketin esas sözleşmesindeki kuruluş ve faaliyetleri ile bağlantılı olarak hukuki statüsü ve bağlı olduğu kanun ve yönetmeliklere ilişkin bilgiler aydınlatıcı olacaktır.

şirketin sermaye büyüklüğü finansal yapısı açısından önemli olup, temel kriterler arasında yer almaktadır. Hisse senedi ihraç eden ortaklığın tahmini piyasa değerinin belirlenememesi halinde en son mali yıldaki kar/zararı ile şirketin sermaye ve yedekleri toplamının en az 1 milyon Ecu'ya

⁴⁶ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.63.

eşit olma şartı getirilmektedir. Buna karşın Direktif, yetkili otoritelerin hisse senetlerine ilişkin yeterli bir piyasa oluşabileceğine inanmaları halinde, sözkonusu kritere uygunluğuna bakılmaksızın kotasyona izin verme istisnasını da içermektedir. Üye ülkelerde birden fazla düzenli piyasa olması durumunda; yetkili otoriteler, şirketlerin hisse senetleri için daha yüksek piyasa değeri veya şirketler için daha fazla sermaye ve yedek akçe zorunlu tutma hakkına sahiptir.

Asgari Kabul şartlarına gelince, bu şartlar bütün Avrupa borsalarının onayını alabilmek için oldukça gerçekçi düzeylerde tutulmuştur. Bunlardan ikisi oldukça önemlidir⁴⁷:

- i. Kabul edilecek menkul değer minimum değer toplamı hisse senetleri için 1 milyon Ecu, tahvilleri içinse 200.000 Ecu'dur.
- ii. Hisse senetlerinin dağıtım oranı, prensip olarak, hisse senetleri toplamının 1/4'ü kotasyona kabul edilmiş olmalıdır.

Bu iki kurala göre, şirketin en az bir milyon TL'lık bir borsa kapitalizasyonuna ya da net aktiflerine sahip olması gerektiği anlaşılmaktadır. Piyasa gerçekleri açısından, bu rakamın aşırı olmaktan çok uzak olduğu görülmektedir.

Yatırımcıların çıkarlarına zarar gelebilecek durumlarda bir menkul kıymetin kotasyonu kabul edilmeyebilir. Kote edilmiş ancak kabul şartlarını yitirmiş bir menkul kıymetin kotasyonu reddedilebilir. İhraççı, yetkili otoritenin gerekli gördüğü bilgileri, yatırımcıyı koruma ilkesine ve piyasanın düzgün işlemlerini sağlamaya yönelik olarak yetkili otoriteye verecektir. Piyasada düzgün işleyişin geçici olarak bozulduğu ya da yatırımcı çıkarlarının korunması gerektiğinde, menkul kıymetlerin kota alınması askıya da alınabilmektedir. Ayrıca, kotasyona ilişkin şartların devam etmediği hallerde, yetkili otorite, özel durumlar nedeniyle borsa kotundan çıkması kararlaştırabilecektir.

Tek Avrupa Sermaye Piyasası'nın oluşumunda üye ülkelerdeki yetkili otoriteler arasındaki işbirliğinin geliştirilmesine önem verilemekte ve yetkili kuruluşlar görevlerini yerine getirirken

⁴⁷ Gürlesel, v.d., s.36.

işbirliği olanaklarını geliştirerek etkin bilgi transferi sağlamalarına olanak tanınmaktadır. Bu da danışma fonksiyonunu yerine getirilmesini sağlamaktadır.

1979 yılı Direktifi'ni takiben Konsey, 17 Mart 1980 tarihinde "Menkul Kıymetlerin Borsalara Kotasyonunda Yayınlanması Gerekli İzahnamenin Hazırlanması, İncelenmesi, Yayınlanması ve Dağıtılmasına İlişkin Esasları Düzenleyen Kotasyon Özellikleri Direktif'ini benimsemiştir. Direktif, genel olarak menkul kıymetlerin kotasyonundan önce gerekli asgari bilgileri içeren bir "Kotasyon Özellikleri" başlıklı dokümanın yayınlanmasına ilişkindir. Yayınlanacak bilgiler, menkul kıymet türüne ve sunulan kişilere bağlı olarak değişebilmektedir. Direktif'in amaçları doğrultusunda, bir üye devletteki tasarruf sahipleri diğer bir üye devletteki bir şirkete yatırım yapmaları halinde, kendi menkul kıymetler borsasından o şirkete ait bilgileri öğrenebilecektir. Yer alacak bilgilerin içeriği aşağıda verildiği üzeredir⁴⁸:

Sınır ötesi kotasyon düzenlemeleri, menkul kıymetler piyasalarının entegrasyonu açısından ileri bir adım oluşturmaktadır. Ancak, üye ülkelerin borsalarında kote olmaya ilişkin kabul koşulları arasında "Kotasyona İlişkin Ayrıntılar" ın düzenlenmesi, incelenmesi ve yayınlanması konusundaki zorunluluklar engel teşkil etmektedir.

1989 yılında Konsey, devredilebilir menkul kıymetlerin halka ilk arzı konusunda bir Direktif'e daha gereksinim duymuştur. Nitekim, Tek Avrupa Sermaye Piyasası'na yönelik, devredilebilir menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalarda yatırımcının korunmasına ilişkin olarak kamuyu bilgilendirme ve aydınlatma politikası uyumlaştırılması gerekmektedir. Ayrıca Topluluk, Direktif ile "halka arz" tanımının standart bir anlama kavuşturulmasını hedeflemektedir. Direktif hükümleri ile üye devletler arası işbirliğinin geliştirilmesi, "karşılıklı tanımanın sağlanması ve üçüncü ülkelerle olan ilişkilere ilişkin öngörülen hususlar yine kapsam içerisinde değerlendirilmektedir. Üçüncü ülkeler, AB ülkelerinde yaptıkları halka arzlarda, devredilebilir menkul kıymetler için Direktif'te belirtilen bilgilendirme prosedürünü karşılıklılık ilkesi çerçevesinde uygulayabilmektedir.

Genel bir değerlendirme ile kabul direktifinin ilk hedefi, bütün üye devletler tarafından uyulmak üzere asgari kabul şartlarını yerine getirmektir. Üye devletler, tahvil veya hisse senetlerinin

⁴⁸ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.66

kotasyona kabulü için başvuruda bulunan bütün şirket ve kurumlardan anılan şartları istemekle yükümlüdür⁴⁹.

4.1.3 Insider Trading (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti)

Avrupa Sermaye Piyasaları'nda içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilk hukuki düzenlemeler, 1989 yılında "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Düzenlemelerinde Koordinasyon" adlı Konsey Direktifi ile 20 Nisan 1989 yılında imzalanan "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Üzerine Avrupa Konseyi Konvansiyonuna Dayanmaktadır." düzenlemeler paralelinde üye devletler, Haziran 1992 tarihine kadar Direktif'te öngörülen genel kural ve cezai müeyyideleri içeren hükümleri iç hukuklarına dönüştürmekle yükümlüdürler.

Piyasanın rolünü etkin olarak yerine getirebilmesi için piyasanın düzgün işleyişini sağlayabilecek her önlemin alınması gerekmektedir; Piyasanın düzgün işleyişi büyük ölçüde yatırımcıya telkin edilecek güvene bağlı bulunmaktadır. Böyle bir güven, yatırımcıda piyasaya eşit koşullarla giriş ve içeriden öğrenilen bilginin usulsüz kullanımının önlenmesine ilişkin verilen güvenceye dayalı olmaktadır. Belirli yatırımcılara diğerlerine göre ayrıcalık sağlayan içeriden öğrenenlerin ticareti niteliğindeki işlemler güveni zayıflatıp piyasanın düzgün işleyişini sekteye uğratmaktadır. Bu yüzden içeriden öğrenenlerin ticaretini engelleyici tedbirlerin alınması gerekmektedir. Direktif, üye devletlerde menkul kıymet piyasalarının entegrasyonu kapsamında aşağıdaki konulara öncelik vermektedir⁵⁰.

- i. Piyasaların işlevlerini etkin olarak yerine getirebilmesi için piyasalara duyulan güvenin kuvvetlendirilmesi,
- ii. Kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların konummasına yönelik olarak eş zamanda ve belirli standartlarda periyodik bilgi sunumu,
- iii. Piyasa katılımcılarının etkin gözetim ve denetimi gibi uluslararası menkul kıymet piyasa işleyişinde geçerlilik kazanan ilkeler doğrultusunda, içeriden öğrenenlerin ticaret ve piyasa manipülasyonları gibi haksız kazanç sağlanmasının önlenmesi.

⁴⁹ Gürlesel, v.d., s.41.

⁵⁰ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.71.

Konsey yönergesi bu konuda iki temel kavramı açıklayarak konuya açıklık getirmiştir. Bu kavramlar imtiyazlı bilgi ve bilgiyi öğrenen kişidir. İçeriden öğrenilen bilgi de sınıflandırılmakla birlikte, bilginin doğmuş olması ve içeridekilerin herhangi birisinin bilgiyi edinmesi gerekmektedir. Menkul kıymetin piyasadaki fiyat yönünü etkileyecek ve aynı zamanda kamuya açıklanmamış bilginin ayrıcalıklı bilgi olduğu tanımlanmaktadır⁵¹.

İçeriden öğrenenlerin ticareti olgusu, nitelikli içerideki bilginin kamuya açıklanmasıyla beraber menkul kıymetin fiyatında da ani değişimler gerçekleşecektir, içeriden öğrenenlerin ticareti sonucunu doğuran gelişimin temel kuralları aşağıda belirtilmektedir:

- i. İçerideki bilgi halka açıklanmamış bilgi olmalıdır.
- ii. Ayrıcalıklı bilginin kamuya açıklanması ile menkul kıymetin fiyatında önemli bir değişim olmalıdır.
- iii. İçerideki bilgi, maddi bir nitelik taşır.
- iv. İçerideki bilginin kaynağı, ihraççıdan gelebileceği gibi dışarıdaki herhangi bir kaynaktan da gelebilir.

İçindekilerden herhangi birisi, mevkisi veya görevi nedeniyle içerideki bir gelişme ile ilgili bilgiyi diğer kişilere aktarmaları durumunda içerideki bilgiyi edinenler de yine içeridekiler olarak içeriden öğrenenlerin ticareti yasaklanmasına dahil olmaktadır. Diğer taraftan, kamuya açıklanmış bilgileri kullanmak suretiyle tahmin geliştirilmesi ve tahmine göre menkul kıymet alım-satım işlemi yapılması, içerideki bilginin haksız kazanç sağlama amacıyla içeriden öğrenenlerin ticareti yapıldığı anlamına gelmeyecektir. Bu bağlamda Direktif, portföy analistleri ve yatırım uzmanlarının menkul kıymetlere ilişkin konuya açık her tür bilgi, veri ve haber niteliğindeki kaynakları kullanarak çeşitli hesaplama ve tahmine dayalı yapılan işlemleri yapmalarını içeridekiler ticareti sorumluluğu altında tutmaktadır.

Direktif, içeriden öğrenenlerin ticaretine konu olacak menkul kıymet türlerini de belirlemektedir;

- i. Hisse senetleri, tahviller ve diğer pay ve borçlanma araçları,
- ii. Menkul kıymetleri ele geçirme, devir sözleşmeleri ve rüçhan hakkı kullanımları,

⁵¹ Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, Beta, 2000, s.407.

- iii. Vadeli işlemler ve opsiyonlar,
- iv. Endeks sözleşmeleridir.

Konsey Direktifi, "içeridekiler"i temel iki grupta toplamaktadır⁵²;

- i. Birinci derecedeki içeridekiler,
- ii. İkinci derecedeki içeridekiler. Birinci derecede kabul edilenler, işi, mesleği veya görevi gereği içerideki bilgiye ulaşabilecek pozisyondaki kişilerdir. Şirket yönetiminde etkili olacak düzeyde sermayenin belli yüzdelerini elinde bulunduran ortaklar ile menkul kıymetleri ihraç eden kurumun yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ve diğer idare veya denetim kademelerinde çalışan tüm yetkililer bu gruba girmektedir.

Bunlara ilaveten yine işi, mesleği veya görevleri dolayısıyla içerideki bilgiye ulaşabilen şirket çalışanları, denetçiler, avukatlar, bankalar, müşteriler, mal alınan firmalar, danışır anlar v.b. kişilerde içeridekiler olarak belirlenmektedir. Üye devletler Direktif'in içeriğine uygun olacak şekilde; meslekleri, işlevi ve görevleri nedeniyle içerideki ayrıcalıklı bilgiyi elde edebilecek konumdaki bir kimsenin sözkonusu bilgiyi, kendi veya üçüncü kişiler nam ve hesabına dolaylı ve dolaysız şekilde kullanarak; menkul kıymet ticareti yoluyla menfaat sağlamalarının yasaklayıcı düzenlemeleri yapmak ve uygulamaya geçirmek zorundadır. Bu husus aynı zamanda, menkul kıymet ticaretinde profesyonel aracılık hizmeti vermek suretiyle ayrıcalıklı bilgiyi öğrenenler için de geçerlidir.

İkinci derecedeki içeridekiler, içerideki bilgiyi birinci derecedeki içerdekilerden öğrenenlerdir. Burada, birinci kaynak haricindeki bilgiye sahip olan "herkes"in menkul kıymet işlemleri yapması sonucunda haksız kazanç sağlama potansiyellerim önleyici bir düzenleme esas alınmaktadır.

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesine yönelik olarak Direktif, yasaklayıcı kurallar getirmekte, alım satım ve bilgi aktarma konularına ilişkin gelen bir çerçeve çizmektedir. Buna göre alım satım kurallarında birinci ve ikinci derecedeki içeridekiler, sahip oldukları ayrıcalıklı

⁵² Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.73.

bilgiyi kendi hesaplarına veya bir başka üçüncü kişi adına kullanarak doğrudan veya dolaylı olarak menkul kıymet işlemi yapmak suretiyle çıkar sağlayamaz. Ancak Direktif içeriğinde yasaklama kuralları çerçevesinde getirilen hafifletici haller de mevcuttur.

Bilgi aktarımı hususu bir başka düzenlemeyi ihtiva etmektedir. İçerideki herhangi birisinin nitelikli bilgi üzerine menkul kıymet işlemi suç saymaktadır. Bununla beraber, bu bilgileri başka kişilere aktarması durumunu da yasaklamaktadır. Buna göre birinci derecedeki içeridekilerin;

- i. İş, meslek ve görevleri dolayısıyla elde ettikleri bilgileri kamuya açıklanma öncesinde üçüncü kişilere yaptıkları açıklamalar;
- ii. Menkul kıymetlerin alım-satımına ilişkin üçüncü taraflara tavsiye veya önerilerde bulunmaları yasaklanmaktadır. Üye ülkeler, ikinci derecedeki içeridekileri de bu yasaklamaya dahil etme serbestisine sahiptir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti uygulamalarında üye ülkeler arasında işbirliği ve koordinasyonun sağlanması, AB sermaye piyasaları arasında uyum sağlayıcı temel unsurlardan birisini oluşturmaktadır. Üye ülkeler arasındaki işbirliği ancak şu üç temel istisna koşuluna göre reddedilebilecektir;

- i. Egemenliklerini olumsuz etkileyici bir işbirliği anlamına gelmesi,
- ii. Ülke güvenliğini tehlikeye düşürücü etkisi,
- iii. Kamu politikasına bozucu durumların oluşması.

Üye ülkeler arasında oluşturulacak işbirliği ve bilgi aktarımında "iyiniyet" yaklaşımı geçerlilik kazanmaktadır. Direktif, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin cezai müeyyideler getirme hususunu üye ülkelerin kendi iç hukuk düzenlemelerine bırakmıştır. Ancak üye ülkeler, cezai yaptırım düzenlemelerinde Direktif hükümlerindeki asgari şartlara uyacaklar ve daha ağırlaştırıcı hükümler getirebileceklerdir.

Üye ülkeler, Direktif hükümlerine uygun olarak ulusal düzenlemelerini değiştirmeye yönelik kayda değer mesafe almışlardır. Üye ülkeler, ulusal kanunlarında reform niteliğinde değişiklikler

yaparak Direktif hükümlerine paralellik sağlamışlardır. Avrupa Birliği ülkeleri piyasa düzenlemelerinde en çok özen gösterdiği ve en çok piyasalara yararlı olmasına istediği husus pazar etkinliği ve buna bağlı olarak içeriden öğrenenlerin ticaretidir⁵³.

4.1.4 Yatırımcının Korunmasına İlişkin Yasa ve Uygulamalar

1993 yılında yatırım firmaları ve kredi kuruluşları için sermaye yeterliliği ve menkul kıymet yatırım hizmetleri üzerine kabul edilen iki adet direktif bulunmaktadır. Direktifler, finansal hizmetlerde İç Pazar'ın oluşturulmasında kuruluş serbestisi ve yatırımcıların korunmasına yönelik hizmetlerin serbest olarak sunumu gibi önemli konuları ele almaktadır.

Düzenlemelerle, AB içerisinde entegre finansal sektör oluşumunda, bankacılık sektöründe uygulanmakta olan kuralların yatırım işletmeleri için de uygulanabilmesi sağlanmaktadır. Yatırımcı şirketlerin iflas etmesi durumunda yatırımcıların yapmış oldukları hisse senedi ve diğer menkul kıymet yatırımlarının tanzimi amacını taşıyan yönerge de konsey tarafından yayınlanmıştır. Birlik içinde yatırımlarının asgari 20.000 ECU'luk bölümü tazmin kapsamı içine alınmıştır. 1996 yılı ile bu yönerge yürürlüğe girmiştir⁵⁴.

Yatırım Hizmetleri Direktifi (ISD) mevcut yatırım işlemlerinde temel değişiklikleri yaratma potansiyeline sahiptir. Avrupa Birliği'nin bu noktadaki amacı, 1989 yılında kabul edilen ikinci Bankacılık Direktifi'ni geliştirmek ve bankacılık dışındaki finansal kurumlar için de hizmet serbestisini daha geniş bir boyuta ulaştırmaktır. Evrensel bankacılık modeli çerçevesinde, bir dizi faaliyetlere açıklık getirilmekte ve tüm üye ülkeler için geçerli olacak tek lisans hakkının yeterli olması sağlanmaktadır. Bu bakımdan Direktif, menkul kıymetler üzerine işlem yapabilmeyi serbestleştirerek finansal aracılık faaliyetlerine tam bir kurumsal yaklaşım kazandırmaktadır. Dolayısıyla banka niteliklerini taşımayan yatırım şirketleri, kredi kuruluşları gibi merkez yönetiminin bulunduğu ülkenin yetkili otoritelerinden aldığı kuruluş izni ile karşı üye ülkelerde kolayca faaliyetlerini yerine getirebilecektir. Bu şekilde tüm finans şirketleri, herhangi bir üye devlette hizmet sunma yetkisinin alınması ile, diğer ülkelerde de aynı haktan yararlanabilecektir.

⁵³ International Securities Market Ass., *Towards a Single European Securities Trading Market*, Zurich:1993, s.11.

⁵⁴ Gürlesel, v.d., s.44.

Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin içeriğine göre, üçüncü ülkelerle “karşılıklılık” prensibi benimsenir. Üye devletler, üçüncü ülkelerin bir veya daha fazla sayıdaki girişimcinin (undertakings) bir iştirakine doğrudan veya dolaylı izin vermesi halinde, Avrupa Komisyonu'nu bilgilendirmek zorundadır. Topluluk, üçüncü ülkelerle sermaye ilişkilerindeki kısıtlamaları en aza indirmek amacıyla birlikte kontrolü elden bırakmamaktadır⁵⁵.

Yatırım Hizmetleri Direktifi ile getirilen düzenlemeler sırasıyla aşağıda özetlenmektedir:

- i. Direktif, bütün yatırım firmaları için geçerli olacaktır. Ancak bazı yatırım şirketlerine uygulanmama istisnasını içermektedir. Bunun başlıca nedeni, söz konusu kurumların yetkilerinin listedekinden daha fazla yatırım hizmetini kapsıyor olmasıdır.
- ii. Üye ülkelerde yatırım işletmelerine yetki verilmesini ve geri alınmasını belirleyen kritere göre;
 - Her yatırım firmasının teklif edilen faaliyetler için yeterli finansal kaynağı olması,
 - Yöneticilerin yeterli deneyime sahip olmaları,
 - İştirakleri ellerinde bulunduran insanların her bakımdan uygun olmaları,
 - Yetkilendirilmek için yapılan başvuruların bir dizi işlemle beraber yapılması gerekmektedir.
- iii. Üye ülkelerin bir ya da birkaç şirketi tarafından üçüncü bir ülkede yapacağı doğrudan ya da dolaylı yatırımla kuracakları şirketleri Komisyon'a bildirmeleri gerekmektedir.
- iv. Yatırım firmalarının denetiminde, orijin ülke yetkili makamları sorumludur. Ancak, idari kuralların uygulanması ve bunlara sağlanan uyumun incelenmesinde yetkili otoriteler, kuralların uygulanmasında kamu yararını dikkate alacaktır.
- v. Yatırım firmalarındaki değişiklikler denetleyici otoritelere bildirilmeli ve yeni hisse senetlerinin katılımlarının uygunluğu sağlanmalıdır.
- vi. Yatırım firmaları yatırımcıya hangi tazmin sisteminin kullanıldığını bildirmek zorundadır.
- vii. Diğer bir üye devlette yetkili yatırım firması, orijin ülkedeki iletişim araçlarını kullanarak reklam yapabilir.

⁵⁵ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.79.

- viii. Üye ülkeler diğer üye ülkelerin yetkili yatırım firmalarına kendi ülkelerinde şube açarak veya diğer yollarla hizmette bulunmalarına izin vermelidir.
- ix. Belirli durumlarda üye ülke, yatırım hizmetleriyle ilgili işlemlerin organize edilmiş bir piyasada yürütülmesini isteyebilir. Yatırım firmaları, organize piyasalara üye olabilirler.

Bu koşul en geç 1 Haziren 1997'ye kadar yürürlüğe girecektir. Ancak, İspanya, Yunanistan ve Portekiz 31 Aralık 1999'a kadar muaf tutulmuştur.

- i. Orijin üye ülkede, karşı ülkeye ait firmalarca şube açıldığında veya hizmet verilmeye başlandığında bildiri yapma kuralları ve tamamlanacak formaliteler yine geçerlidir.
- ii. Orijin ülke veya karşı ülke yetkililerince, yatırım firmasının şube açmasında veya hizmet sunumunda, ev sahibi ülkede geçerli olan yasal koşullara uyum sağlanmadığında izlenmesi gereken prosedürler uygulanacaktır.

Öte yandan, yatırım hizmetleri için izin koşulları. Direktif'in 3-6 Maddeleri arasında ele alınmaktadır. Buna göre, bir üye ülkede yasal olarak kurulan yatırım şirketleri diğer üye ülkede yasal olarak kurulan yatırım şirketleri diğer üye ülkelerde Direktif Eki'nde belirtilen alanlarda faaliyet göstermek istemesi halinde, belirlenen ortak prosedür hükümlerine uygun olarak orjin ülkenin yetkili otoritesine başvuruda bulunacaktır.

İzin prosedürüne göre yatırım şirketi, belirlediği faaliyet alanları için yeterli kaynaklara sahip olduğunu; yöneticilerinin ortaklarının iyi üne sahip olduklarını kanıtlamakla yükümlüdürler. Ayrıca, yapacağı işler, organizasyon ve gelişim planlarını yetkili makamlara bildirecektir.

Yatırım şirketleri ile kredi kuruluşlarının sermaye yeterliliklerini düzenleyen Direktif, yatırım şirketleri hakkında aşağıdaki konularda hükümler getirmektedir.

- Özkaynaklar,
- Sermaye,
- Taşınan riskler,
- Rislerin denetlenmesi

Direktif'in Üçüncü Maddesi sermaye alt limitlerinden içerir. Buna göre, yatırım firmaları faaliyette buldukları alanlara göre farklı sermaye miktarlarına sahip olmaktadır. Yatırımcıların para ve/veya menkul kıymetlerini elinde bulunduran ve aşağıdaki hizmetlerden en az birisini sunan şirketler 125,000 ECU miktarında ilk sermayeye sahip olmalıdır:

- Yatırımcıların finansal araçlar ile ilgili emirlerini kabul etmek,
- Emirleri yerine getirmek,
- Kendi hesaplarına işlem yapmamak şartıyla kişisel yatırım portföylerini yönetmek.

Kayıtlı işlem hacmi genelde toplam işlem hacminin %5'ini geçmeyen, işlem kayıt toplamı genelde 15 Milyon ECU'yu aşmayan veya kayıtlı işlem hacmi hiç bir zaman toplam işlem hacminin %6'sından fazla olmayan ve işlem kayıt toplamı 20 Milyan ECU'yu geçmeyen kuruluşların 89/647/EEC sayılı Direktif'e göre özsermaye belirlemelerini öngörmektedir. Kuruluşların ticari kayıtlarının günlük olarak piyasa fiyatı doğrultusunda yeniden değerlendirilmeleri gerekmektedir. Eldeki menkul kıymetin, yeni piyasaya çıkmasından ya da diğer herhangi bir sebepten dolayı bir piyasa fiyatı oluşmadığı hallerde, uygun bir fiyatlama yolu ile fiyat belirlenmesinin gerekliliği de belirtilmiştir. Öte yandan, bir finansal şirketin alt kuruluşu olan veya alt kuruluşlarından en az bir tanesi bir finans şirketi olan kuruluşlar özsermaye mecburiyetine tabi olmaktadır.

Prensip olarak Direktif, her yatırım şirketinin bir yatırımcı tazmin programına dahil olmasını gerektirmektedir. Yatırım Hizmetleri Direktifi, üye ülkeleri, yabancı yatırım şirketlerinin şubelerini kabul edip etmemek veya kabul ve faaliyet koşullarını belirlemek konusunda serbest bırakmıştır. Buna bağlı olarak, bir şube açılmasını kabul eden üye devlet, yatırımcıyı koruma amacını göz önüne alarak karar vermelidir⁵⁶.

Üye devletler, bir veya daha fazla yatırımcı tazmin programının oluşturulması ve resmen tanınmasını kısıtlamayacaktır. Ancak bazı yatırım şirketleri ve kredi kuruluşları tazmin programına katılma zorunluluğundan muaf tutulabilirler. Yatırımcılar aşağıdaki durumlarda korunacaktır;

⁵⁶ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.80.

- Yetkili otoriteler tarafından, bir yatırım şirketinin finansal koşullara bağlı olarak yatırımcılarının taleplerini karşılayamadığının belirlenmesi; veya
- Bir yargı birimi tarafından, yatırım şirketinin finansal koşulların doğrudan etkileyen ve yatırımcıların şirkete karşı taleplerini askıya alan bir kararın alınması.

Üye devletler, bazı yatırımcıları asgari tazminat seviyesi olan 20,000 ECU sınırının altında bırakabilirler. Hüküm, yatırımcılara daha yüksek veya daha anlaşılabilir koruma sağlanmasını engellemektedir. Bu durumlarda üye devletler, tazmin miktarını, yatırımcının talebinin belirli bir oranı olarak da saptayabilirler. Ancak 20,000 ECU'ye kadar bu oran %90'nın altında olamaz.

Yatırım şirketi, programın bir üyesi olarak üzerine düşen görevleri yerine getirmeye ise, yetkili otoriteler gerekli müeyyedeleri uygulayacak ve yatırım şirketinin tazmin programından doğan yükümlülüklerini yerine getirmesini sağlayacaktır. Yatırım şirketi yükümlülüklerini yerine getirmeye, ulusal kanunların izin verdiği ölçüde, yetkili otoriteler bir uyarı ile şirkete 12 aylık süre vererek programın dışında bırakabilirler.

Sürenin bitiminde, yatırım şirketi yükümlülüklerini yerine getirmeye, yatırımcı şirket doğrudan tazmin programının dışında bırakılır. Bu durumda, yatırım şirketi yatırımcılarına eş koruma sağlayabilecek alternatif tazmin programı sunması halinde faaliyetlerine devam edebilir. Aksi takdirde, yetkili otoriteler tarafından yetkileri iptal edilebilecektir.

4.1.5 Muhasebe Standartları ve Raporlama

AB'de muhasebe standartları oluşturma ihtiyacı, üye ülkelerde varolan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı karmaşıklığa son verilmesi ve özellikle de çifte vergilendirmenin getireceği sıkıntıların giderilmesine ilişkindir.

1987 yılında Brüksel'de Muhasebe Standartlarında Harmonizasyon için Profesyonel Avrupalı Muhasebecileri'nin oluşturduğu bir Avrupa Federasyonu (FEE) kurulmuştur. AB'nin resmi bir organizasyon niteliğinde olmayan FEE, tamamıyla profesyonel kuruluşların katılımı ile oluşturulan bir bütçe ile yönetilmektedir. Fedarasyonun temel işlevi, Avrupa Komisyonu ile

yapılan görüşmelerde üye ülkelerle olan bağlantı ve anlaşmaların yapılmasına yardımcı olmaktadır. Bugün ise IASC çevresinde bir örgütlenme söz konusu olmuştur.

AB'de muhasebe standartları ve hesapsal düzene ilişkin getirilen esaslar 3-8 No'lu Direktifler ile belirlenmekteydi. Ancak komisyonun aldığı son kararlar çerçevesinde bundan sonraki muhasebe ve raporlama çalışmalarının tamamı IASC'in direktifleri ve yayınladığı standartlar çerçevesinde olacaktır.

Avrupa Birliği'nin harmonizasyonunda şüphesiz ki alınan bu karar atılan en önemli kararlardan birisidir. Muhasebe verileri ve raporlamaya ilişkin karmaşıklığın bundan böyle ortadan kalkacağı beklenmektedir. Geçerlilik süresi sona ermiş Avrupa Birliği direktifleri aşağıdaki gibidir⁵⁷;

- Kurum Birleşmeleri [Üçüncü Direktif (9.10.1978)];
- Tek Düzen Bilanço ve Gelir Tablosu Düzenlenmesi [Dördüncü Direktif (25.7.1978)];
- Kurum Bölünmeleri [Altıncı Direktif (17.12.1982)];
- Birleştirilmiş Mali Tablolar [Yedinci Direktif (13.07.1984)];
- Bağımsız Denetim Standartları [Sekizinci Direktif (10.04.1984)].

4.1.6 Takas ve Saklama

Avrupa Birliği'nde hem işlem yönüyle hem de değer ve hacim yönüyle menkul kıymet piyasalarında büyük artışlar gözlenmektedir. Bu gelişimde etkili olan faktörler şu şekilde özetlenebilir;

- i. Fon yöneticilerinin, portföy çeşitlendirmesine daha fazla imkan veren; farklı zaman aralığındaki, sınır piyasalarda global yatırım stratejisine ağırlık vermesi,
- ii. Menkul kıymetleştirme sürecinin hızlı bir gelişim süreci yaşaması,
- iii. Menkul kıymet piyasalarında uzun dönemli bir yükseliş trendi, iletişim ve işlem yapma sürecinde yeni teknolojik gelişimler.

⁵⁷ Kondak ve Yayla, a.g.e., s.40-41.

Menkul kıymet işlemlerinin çağdaş yönetimler kullanılarak, güvenilir, standart ve işlevsel ilkelere göre yapılması; ülkelerarası ve bölgelerarası farklı yöntem ve hukuki uygulamalardan kaynaklanan problemlerin çözümlenmesinde ve sermaye piyasalarının gelişiminin temel unsurlarındandır. Finansal yatırımlarda, takas ve saklama faaliyetleri önemli ölçüde görevler üstlenmektedir.

Avrupa Birliği 1980'den itibaren Merkezi Menkul Kıymet Takası ve Saklanması Modeli üzerinde durmaktadır. Piyasalarda meydana gelen gelişmeler, menkul kıymet işlemlerinin takas ve saklama faaliyetlerini de olumlu yönde etkilemektedir. Finansal piyasalarda 1987 yılında yaşanan finansal krizin atlatılmasından sonra, takas işlemlerinde maliyet ve risk düzeylerinde belirgin bir azalma olmuştur. Beklenmeyen ani değişimler, takas işlemlerinde ciddi hataların doğmasına neden olmaktadır. Hataların önlenmesine yönelik bir yapının oluşturulması, G30 olarak isimlendirilmiş bulunan uluslararası özel grup tarafından desteklenerek FIBV ve ISSA'nın girişimleriyle takas ve saklama sistemi çalışmalarına daha fazla işlerlik kazandırılmıştır.

Bu çalışmalardaki temel amaç, menkul kıymet işlemlerinin takas ve saklama operasyonlarındaki riskleri, özellikle de sistematik riskleri azaltarak menkul kıymet piyasalarına olan güveni artırmaktır⁵⁸.

Avrupa Birliği finansal entegrasyonunda, Bankacılık ve Yatırım Hizmetleri Serbestisi Direktifleri kapsamında sınır ötesi menkul kıymet yatırımlarının artırılması amaçlanmış ve bunun için gerekli bir takas ve saklama sisteminin kurulması amaçlanmaktadır. Otuzlar Grubu'nun da önerileriyle; Avrupa Komisyonu etkin ve her üye ülkede, geliştirilmiş bir bilgi iletişim ağı ile takas ve saklama kurulmasına destek olmaktadır.

Bazı pazarlarda belirli takas günleri uygulanırken, bazılarında sürekli takas sistemi geçerlilik kazanmaktadır. Bu sistemle, menkul kıymet işlemleri, işlem tarihinden sonra aynı gün sayısı verilmek suretiyle takvim esasına bağlanmakta ve bütün işlemler için haftanın her günü takas konusu olmaktadır. Nihai takas, işlem gününden sonraki üçüncü gün sonuna kadar gerçekleştirilebilecektir. Bunda da esas amaç, uluslararası pazarlarda takas sürelerinde belirli standartlar oluşturmak suretiyle üye ülkeler arasındaki uzun ve kısa süre uygulamalardan doğan

⁵⁸ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.111.

karmaşıklığı ortadan kaldırmaktır, ikinci amaç ise, işlem tarihiyle takas arasında geçen sürenin kısaltılmasıdır⁵⁹.

Takas ve saklama faaliyetlerinde ortak standartlaşma, üye ülkeler arasındaki sermaye ve hizmetler alanındaki serbestiyet kurallarının ve bunun ötesinde üye ülkeler arasında ekonomik ve finansal yakınlaşmanın sağlanması açısından tamamlayıcı nitelik taşımaktadır. Takas işlemindeki sürenin daha uzun veya daha kısa olması, üye ülke ekonomileri arasındaki finansal yapıya ilişkin olarak üstlenilen risk ve katlanılan maliyetler açısından değerlendirilmeyi zorunlu kılmaktadır.

Takas ve saklama faaliyetlerinin standardize edilmesi yönünde üye devletler şu hususları dikkate almaktadır;

- Her üye ülke ulusal ve uluslararası boyutta menkul kıymet yatırımlara olan katılımı artıracak biçimde etkin ve gelişmiş bir menkul kıymet takas ve saklama merkezini oluşturmak durumundadır. Gelişmiş bir takas ve saklama hizmetinden amaçlanan, fiziki dolaşım olmaksızın sadece defter (kayıt) üzerinde, "Net Bakiye" yönteminin uygulanmasıdır.
- Üye ülkeler pazar hacimlerini ve performanslarını dikkate alarak bir ağ sistemi ile riski azaltma ve verimliliği artırma çabası içerisindeyler. İşlem Ağı Sistemi olarak adlandırılan sistemle, menkul kıymet ve para değiş tokuşunda net bakiye hesaplanmaktadır. Risk ve maliyetleri azaltıcı etkiye sahip Net Bakiye Yöntemi iki taraflı ve çok taraflı olmak üzere iki türde yapılabilmektedir.
- Menkul kıymet takas işlemleri ve portföy yönetimine ilişkin ödemelerin her tür finansal araç ve pazar için tutarlı olması gerekir; "aynı gün fon" kuralının uygulanması uygun görülmektedir.

Avrupa Birliği'ne üye ülkeler, International Standardization Organization'nın uluslararası uygulamalarda kolaylık sağlamak için geliştirmiş olduğu menkul kıymet kodlama ve mesaj standartlarını hayata geçirmek durumundadır.

⁵⁹ Tezcanlı ve Erdoğan, a.g.e., s.113.

4.1.7 Kollektif Yatırım Şirketleri

Avrupa Birliği içindeki Kollektif Yatırım şirketlerinin kuruluşu ve işleyişi, diğer kriterlerde olduğu gibi direktifler yoluyla bazı ilkelere bađlıdır⁶⁰. Menkul Kıymetler Portföyü işleten Kollektif Yatırım Şirketleri'ne ilişkin kanun, yönetmelik ve idari düzenlemelerin idare edilmesi aynı zamanda farklı uygulamaların uyumlaştırılması amacıyla topluluk, 1985 yılında bir Direktif yayınlanmıştır. Bunun ardından, 1988 tarihinde, Danimarka bono piyasalarında karşılaşılan bazı problemlerin üstesinden gelebilmek için Konsey, bir Direktif'i daha yayınlayarak hayata geçirmiştir. 1985 yılında yayınlanan Direktif, şirketlerin kuruluşunu ve kamuoyunu aydınlatma esaslarına yönelik hükümleri kapsamaktadır. Amaç, yatırım ortaklığı ve/veya yatırım fonları sahibi olan yatırımcıları korumaya yönelik işleyiş esaslarını düzenlemek ve üye ülkeler arasındaki farklılıkları gidermektir. Kısacası bir ülkede çıkarılan katılma belgesi başka bir ülkede de satılma fırsatı bulacaktır.

Direktif, yatırım ortaklıkları ve fonlarının; izahname, yıllık rapor ve altı aylık raporlara ilişkin yayın esaslarını da düzenlemiştir. Yıllık raporun yılın bitimini izleyen dört ay; altı aylık raporun ise izleyen iki ay içerisinde yayımlanmış olması koşulu aranmaktadır.

Direktif kapsamında üye ülkeler kendi iç hukuk düzenlemelerini 1.10.1989 tarihine kadar yürürlüğe koymuşlardır. Ancak, Yunanistan ve Portekiz, piyasalarındaki alt yapı sorunları nedeniyle 1.4.1992 tarihine kadar erteleme istisnası elde etmiş ve 1992 sonrasında Direktif yükümlülüklerine uygun bir iç düzenlemeye gitmişlerdir.

Kollektif yatırım şirketleri, inançlı mülkiyet esasına dayanılarak önceden tespit edilen amaçlar doğrultusunda portföy çeşitlendirmesi ile riskin dağıtılması esaslarına bağlı kalarak profesyonel olarak yönetilen finansal kuruluşlardır. Tanımlama içeriğinde fonlar, menkul kıymetlerden oluşturulan fon portföyü katılma belgeleri inançlı yatırım esası ile alan yatırımcılar adına ve fon içtüzüğüne göre en verimli şekilde yönetilirler. Direktif hükümleri kapalı uçlu fonları kapsam dışı bırakmış olup, açık uçlu yatırım fonlarının kuruluş, çalışma ve faaliyet standartlarına düzenleyici esaslar getirmektedir.

⁶⁰ Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili AT Düzenlemeleri, SPK, No:85, 1997, s.48.

Amaç, yatırım ortaklıkları ve fonlarının ortak norm ve kurallarının üye ülkeler arasında kuralla uyarak işbirliği ve koordinasyon ile kabulünü sağlamaktır. Böylece, fon ve ortaklıklara ilişkin katılma belgeleri üye ülkelerde kolayca pazarlanabilecektir. Getirilen düzenlemeler, UCITs'lere ilişkin genel provizyon ve yükümlülükler ile, yetkilendirme, denetleme, izahname ve periyodik raporları ve diğer fon yönetim kurallarını içermektedir.

Buna göre, herhangi bir üye ülkeden onay alan yatırım fon ve ortaklıklarının katılma belgeleri, karşılıklı tanıma ve "tek lisans" presipleri doğrultusunda üye ülkelerde işlem görecektir. Denetimde orijin ülkenin kurallarına uyulacaktır. AB kapsamında fon ve ortakların kontrolü, kollektif yatırım şirketinin ticari sicile kayıtlı olduğu orijin ülke tarafından yapılacaktır.

Direktif ile, Yunanistan ve İspanya'ya, konuya ilişkin yükümlülüklerini 1 Ekim 1989 tarihine kadar tamamlama hakkı tanınmıştır. Üye devletler, faaliyetlerle ilişkili olarak Avrupa Komisyonu'nu bilgilendirmekle yükümlüdür. Söz konusu istisna hükmü 1 Nisan 1992 tarihinde sona ermiş bulunmaktadır. Komisyon'un Konsey'e Direktifin yerine getirilmesine ilişkin karşılaşılan güçlükleri ileri sürmesi halinde, Konsey'in gerekli görmesi ile söz konusu üye ülkelerin yükümlülüklerini dört yıla kadar geciktirme yetkisi verilmektedir.

Yatırım ortaklıkları katılma belgelerinin Topluluk içinde serbestçe dolaşımını öngören önerge, bu doğrultuda; UCITs'e ilişkin yetkilendirme, denetleme, bilgilendirme ve uygulama konularında düzenlemiştir. Yatırımcının istemesi durumunda, katılma belgelerinin yatırım ortaklığı tarafından satın alınması, yani bedelinin yatırımcıya geri ödenmesi mümkün olacaktır. Bu bedelin, katılma belgelerinin menkul kıymet bedeli göz önüne tutulacak olan bedel bu yolla belirlenecektir. Direktif Önerisi ile, yatırım ortaklıklarının mevduatlarının kredi kuruluşlarına yatırabilmeleri ve diğer yatırım ortaklıklarının katılma belgelerine ve para piyasaları araçlarına yatırım yapabilmeleri olanağı getirilmiş ve kapsam dışı bırakılan yatırım ortaklıkları şu şekilde belirlenmiştir;

- Kapalı-uçlu yatırım ortaklıkları katılma belgeleri,
- Topluluk sınırları içerisinde, belgelerin satışını kamuya reklam yapmadan sermaye yatırıma giden yatırım ortaklıkları,

- Sadece üye olmayan ülkelerde satış gerçekleştirilebilecek ortaklık belgeleri sunan yatırım ortaklıkları.

Yetki alanlarının dışında başka faaliyetlerde bulunamayacak olan kuruluşlar, Fon yönetim firmalarının, fon kuralları ve saklama seçiminin de yetkili makamlar tarafından kabul görmesi gerekmektedir. Firmaların yöneticilerinin yeterli birikime sahip olması ve iyi tanınıyor olmaları şartı getirilmiş bulunmaktadır. Yetkili makamlar, bu niteliklere sahip olmayan yöneticileri onaylamama yetkisine sahiptir.

Direktif, katılma belgesi sahiplerinin çıkarlarını korumak amacıyla, fon yönetici firma ile depo kurumunun birbirinden bağımsız çalışmaları gereğini öngörerek, tek bir firmanın her iki fonksiyonu yapmasına izin vermemektedir⁶¹.

Yatırım ortaklıklarına ilişkin ana hususlar şu maddeler ile belirlenmiştir;

- i. Üye devlet yetkilisi otoritesi fon kuruluşuna izin vermeye yetkilidir.
- ii. Yönetici şirket yeterli seviyede mali kaynaklara sahip olmalıdır.
- iii. Yatırım ortaklığı ve yatırım fonu yatırım yapacağı şirketin yönetiminde etkin bir rol oynamayacaktır.
- iv. Yatırım fonları sadece menkul kıymetlere yatırım yapabilecektir.
- v. Menkul kıymetlerden oluşturulan fon portföyünü katılma belgeleri karşılığında inançlı mülkiyet esaslı ile en verimli şekilde yönetirler.
- vi. Yatırım ortaklıkları sabit getirili menkul kıymetlere aktiflerinin %10'u kadar yatırım yapabilirler.
- vii. Kollektif yatırım kuruluşları ancak aktif toplamalarının %10'u kadar borçlanabilirler.
- viii. Kollektif yatırım kuruluşları tek bir şirkete en fazla aktif toplamalarının %5'i kadar yatırım yapabilirler.
- ix. Kollektif yatırım kuruluşları yıllık raporlarını yılın bitimini izleyen 4 ay, altı aylık raporları ise izleyen 2 ay içerisinde yayınlamak zorundadırlar.

⁶¹ Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili AT Düzenlemeleri, SPK, No:85, 1997, s.3.

Yatırım yapılabilecek menkul kıymetler de yine dört gruba ayrılır;

- i. Üye ülkelerden birinin menkul kıymetler borsalarına kote edilmiş bulunan menkul kıymetler,
- ii. Üye ülkelerden birinin organize piyasasında, devredilebilen menkul kıymetler,
- iii. Para piyasası araçlarının tamamı,
- iv. Yeni ihraç edilmiş hisse senetleri, ihraç koşulları kotasyona alınmak için başvuru yapılması garanti altına alınmış ve/veya bu piyasalara kabul, ihraçtan sonraki bir yıl içerisinde kesinleşecek olan hisse senetleri.

Topluluk kapsamında bilgilendirmenin sağlanabilmesi amacıyla, üye ülkeler, menkul kıymet kavramına dahil ettikleri borçlanma senetlerini ve bu senetlerin özelliklerini Komisyon'a bildirmekle yükümlüdürler. Üye devletler, yatırım ortaklıklarının, verimli portföy yönetimi yapabilemesi için, menkul kıymetlerle ilgili diğer teknik ve araçları kullanmalarına izin vermektedirler. Ortaklıklar, kur farkı riskine karşı korunma tekniklerini kullanabileceklerdir.

Yatırım ortaklıkları, aktifinin %5'inden fazlasını tek bir kuruluş tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlere yatıramaz. Üye devletler, bu sınırı %10'a yükseltebilirler ancak, aynı kuruluş ihraç edilen menkul kıymetlere %5'den fazla yapılmış yaptırımların toplam varlıkların %40'ını aşmamalıdır.

Üye devletlerin yerel yönetimleri, üye olmayan devletler ve en az bir devletin üye olduğu uluslararası kuruluşların ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması durumunda %5 oranındaki limit %35'e yükseltilebilir.

Üye ülkelerden birinde sicile kayıtlı ve bono sahiplerini koruyucu hükümlere tabi kredi kurulu yarının ihraç ettiği bonalarda %25 üst sınırına kadar çıkabilecektir. Ancak, yatırım ortaklığının varlıklarının %5'den fazlasını yatırdığı bono tutarı, toplam varlıklarının %80'nini aşmamalıdır. Ayrıca, üye ülkeler, bono türleri ile denetim ve ihraç prosedürlerine ilişkin bilgileri Komisyon'a sunmakla yükümlüdürler.

Yatırım yapılacak menkul kıymetlere ilişkin olarak belirtilen limitlerin birleştirilmesine izin verilmemektedir. Yani 1,2,3 ve 4, maddelerle uyumlu olarak, tek bir kuruluşun ihraç ettiği menkul kıymetler, yatırım ortaklığının toplam varlıklarının %35'ini aşamayacaktır. Aynı zamanda yatırım ortaklığı, aynı kredi kuruluşuna veya aynı gruba ait kredi kuruluşlarına, toplam varlıklarının %20'sinden fazla mevduat yatıramayacaktır. Üye ülkeler, yatırım ortaklıklarının varlıklarının %100'üne kadar, bir üye ülke tarafından ihraç edilmiş veya garanti altına alınmış menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.

Bu şekilde oluşturulmuş bir yatırım ortaklığı, en az altı farklı ihraçtan menkul kıymet bulundurmalıdır. Bir seferde yapılan ihraçlarda, ihraç edilen menkul kıymetler toplam varlığın %30'unu geçemeyecektir. Diğer taraftan, katılma belgesi sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla, yatırım şirketleri yönettikleri her fon için aşağıdaki dokümanları yayınlamak zorundadır;

- i. İzahname,
- ii. Her mali yıl için bir yıllık rapor (dönemin bitişinden itibaren dört ay içerisinde yayınlanmalıdır.
- iii. Mali yılın ilk altı ayını kapsayan bir altı aylık rapor (dönüm bitişinden itibaren iki ay içerisinde yayınlanmalıdır.)

Altı aylık rapor ise, en az B Çizelgesindeki 1-10 bölümleri arasında belirtilen hususları kapsamaktadır. Bu bölümleri yatırım ortaklığının ödediği veya ödemeyi taahhüt ettiği kar payı miktarlarının altı aylık dönem itibariyle vergi sonrası değerlerini göstermesi gerekmektedir.

Yatırım ortaklıklarının karşılık ayrılmış borç yabancı para temini yapabilmesine karşılık, Yatırım şirketleri, yönetici şirketler ve bir yatırım ortaklığı adına çalışan depolama kurumları, ödünç para alamaz. Üye devletler, aşağıdaki limitler dahilinde geçici bir süre için olmak üzere yatırım ortaklıklarının borç almalarına izin verebilmektedir;

- Yatırım şirketi için, varlıklarının en fazla %10'u kadar,
- Yatırım ortaklığı için fon miktarının en fazla %10'u kadar,
- Yatırım ortaklığının devam eden işleri ile ilgili olarak bir taşınmaz varlığın alınmasında, varlıklarının en fazla %10'u kadar.

Yatırım ortaklıkları, katılma belgesi sahiplerinin istemesi durumunda, bedelini ödeyerek, katılma belgelerini geri almak zorundadır. Ancak, istisna olarak yatırım ortaklıkları ve şirketleri geri satınalmayı geçici olmak üzere durdururlarsa, katılma belgesi sahiplerinin yararına olduğu doğrulanabilmelidir. Diğer bir üye ülkede katılma belgelerini pazarlayan yatırım ortaklıkları, ana ülke ve ilgili ülke yetkili otoritelerini söz konusu durumdan haberdar etmeli ve aşağıdaki dokümanları oluşturmalıdır;

- Direktif'in şartlarına uygunluk belgesi,
- Fon kuralları ve araçları,
- İzahname,
- Yıllık ve 6 aylık rapor,
- Diğer üye devlet içerisinde sürdürülen pazarlama faaliyetlerine ilişkin raporlar.

4.1.8 Yatırımcı Tazmin Fonu

14 Aralık 1994 tarihli ve 94/C 382/06 sayılı direktif önerisi 16 madde ve 2 ekten oluşmaktadır. Direktif'in çıkış noktası her üye devletin, bir yatırım firmasının yatırımcı müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde en azından küçük yatırımcıya minimum bir tazminat seviyesi sağlayan bir yatırımcı tazminatı sistemine sahip olması zorunluluğudur. Uyumlaştırılmış minimum tazminat seviyesi 20.000 Euro olup bu miktarın küçük yatırımcının çıkarlarını korumada yeterli olduğu makul görülmüştür.

Tazminat istemi tazminat kararının yatırımcılara duyurulmasından sonra yatırımcıların alacaklarını talep etmeleri için altı aydan daha az olmamak şartıyla bir süre tespit edecektir. Ayrıca bu süreyi aşan ve alacağını bu süre zarfında talep edememiş yatırımcılarda sistem dışında kalmazlar. Sistem yatırımcıların alacaklarını en kısa zamanda ve en geç uygunluğunun ve miktarının belirlenmesinden itibaren üç ay içinde ödeyecektir.

4.2 Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları ve Borsalarının Özellikleri

Avrupa Sermaye Piyasaları ve Borsaları'nın bütünleşme hedefi çerçevesinde birçok değişiklik yaşanmaktadır. Birlik genelinde sermaye piyasalarının bütünleşmesinde izlenen yöntemin payı

büyükür. Buna göre Birlik Sermaye Piyasaları'nda, bütünleşme ve birleşmelerinde üye ülkelerin sermaye piyasaları borsalarının kendi nitelikleri korunacak, buna karşılık piyasalarda konulan ortak kurallara göre çalışmaları sağlanacaktır.

Bu hedef çerçevesinde Yatırım Hizmetleri Yönergesi 1 Ocak 1996 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten itibaren üye ülke borsaları ve sermaye piyasaları arasında yoğun bir rekabet yaşanmıştır.

4.2.1 Kurumsal Yapı

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin piyasaları ve borsaları;

İngiltere; sadece Avrupa Birliği'nin değil, dünyasında en önemli finans merkezlerinden biridir. Londra, New York ve Tokyo ile beraber finansal ticaret hacminin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Fakat şimdilerde Avrupa Birliği ile birlikte Avrupa'da Londra'nın yanı sıra başka toptancı finansal faaliyetlere konu olan merkezlerin (yani küçük ve orta ölçekli işletmelerden ziyade, büyük ölçekli şirketler ve hatta ülkelerin fon arz ve talebine cevap veren, yüksek hacimli işlemlerin yaşandığı piyasalar) ortaya çıkması beklenmektedir. Londra Borsası İngiltere'de birçok kişinin hayatını etkilemektedir. On milyondan fazla kişinin, çeşitli menkul kıymetlere sahip olmasının yanı sıra, emekli kuruluşlarına veya diğer kurumsal yatırımlara (sigorta şirketler gibi) üye oldukları için dolaylı olarak borsadan etkilenen kişilerle birlikte Londra Borsası geniş bir katılım sağlamaktadır. Londra borsası büyüklük açısından olduğu kadar tarihi geçmiş açısından da diğer borsalardan farklıdır. Londra Borsası'nın oluşumuna yol açan hisse senetlerinin ihracı ve bu yolla şirketlere finans temini, şirketlerin ticari ve diğer girişimleri için ihtiyaç duydukları sermayenin karşılanmasına yönelik olarak 17.yy'da başlamıştır. İngiltere'de girişimciler bir borçlanma senedi ihraç etmek istediği zaman senet ihraç eden uzmanlaşmış girişimlere başvurmaktadır. Bu uzmanlaşmış kurum, sanayici ile yatırımcılar arasında aracı rolü üstlenmektedir. İngiltere'de aracılık faaliyetleri de üst düzeydedir. Londra Borsası'nda işlem gören dört ayrı menkul kıymet olup bunlar İngiliz şirketlerinin hisse senetleri, diğer ülke şirketlerinin hisse senetleri, İngiliz hükümeti tarafından çıkarılan senetler ve bono ile sabit faizli tahvillerdir.

Almanya; Avrupa Birliği'nin liderliğine oynayan Almanya finansal bir merkez olma yolunda henüz İngiltere'ye yetişememiştir ama potansiyel bir rakip olmuştur. Zira, İngiltere'nin parasal birliğe girmemiş olması, euronun dünya ticaret hacminde doları geçip bir numaraya oturması Almanya'nın lehine olan gelişmelerdir. Ayrıca teknoloji ve telekomünikasyona yönelik gelişimlerde mali piyasaların gelişen ve değişen ortamının en önemli belirleyicileri konumundadır. Almanya tüm bunları arkasına alıp 90'ların başından beri "finanzplant" programını uygulamaktadır. Almanya'nın en önemli iki borsası Berlin ve Frankfurt Borsaları'dır. Özellikle Frankfurt'da 1585 yılı başlarından itibaren çeşitli paraların faiz ve iskonto ücretlerini saptayan bir kurumun olduğu bilinmektedir. 1779 yılında Frankfurt'da önemli bir sermaye ticaretinin başladığı görülmektedir. 18.yüzyılın sonlarına doğru Avusturya, Prusya ve Silezya hisse senetlerinin borsada işlem görmesi, borsanın büyümesini sağlayan önemli faktörler arasındadır.

Fransa; Fransa'da Almanya gibi İngiltere'ye rakip olan bir diğer üye ülkedir. Kamunun piyasalar içindeki yoğunluğunu azaltıp özelleştirme çalışmalarındaki başarılarından sonra etkin bir piyasaya yönelik çok büyük bir adım atılmış oldu. Paris Borsası'ndan bütün emirler, aracılar tarafından uygulanmaktadır. Söz konusu araçılardan, borsa acentaları en önemli rolü oynamaktadır. Acentalar, kendi hesaplarına işlem yapamazlar. Aracılık yaptıkları kişilerin sırlarını açıklayamazlar. Acentalık müessesesi yüksek fiyatlar karşılığında el değiştirmektedir⁶². İhtilal sonrasında 1795 yılında yeni bir yasa ile kurulan Paris Borsası, 1801,1802,1807 ve 1816 yıllarındaki yasa ve tüzüklerle güçlenmiştir. Daha sonra kurulan Lyon, Marseille, Bordeaux, Nantes ve Thoulouse borsaları da aynı esaslara bağlı kalmışlardır.

Lüksemburg; birlik içinde çok özel bir konumu bulunmaktadır. Vergi ve benzeri avantajları ile yerel kurumlardan çok uluslararası kurumlara hizmet vermektedir. Bir Euro merkezi şeklinde örgütlenmiş ve çalışmaktadır. Tamamen liberal ve uluslararası rekabete açık bir yapıda bulunmaktadır.

Hollanda; Piyasa ve borsa yapısı, mekanizmaları ve sayısal büyüklükleri itibariyle orta ölçekli bir piyasaya olmakla birlikte, Frankfurt ve Paris ile birlikte kıta Avrupası'nda finansal merkez (Amsterdam) olma rekabeti içindedir. Uluslararasılaşma düzeyini artırma amacı ile

⁶² Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, *Sermaye Piyasası ve Mevki Değer Analizi*, Bursa: Umut Yayınevi, 2000, s. 40-41.

düzenlemelere gidilmekte ve borsa çalışma sistemi iyileştirilmekte, vadeli işlem piyasalarına da ağırlık verilmektedir.

İtalya, İspanya, Belçika, Avusturya, Finlandiya ve İsveç; Bu ülke piyasaları ve Milano, Madrid, Barcelona, Brüksel, Viyana, Helsinki ve Stockholm Borsaları tek pazar içinde rekabeti kendi piyasaları içinde kabul edecek borsalardır. Sayılan tüm piyasa ve borsalarda da rekabet gücü kazanmaya yönelik düzenlemelere ve iyileştirmelere gidilmektedir. Ayrıca Stockholm borsası Avrupa Birliği Borsaları içerisinde özelleştirilen ilk borsa olarak öncü bir borsadır.

Portekiz, Yunanistan; Avrupa Birliği içerisinde emerging market statüsünde iki borsadır. Lizbon ve Atina borsası.

Amsterdam Brüksel, Lizbon ve Paris Borsaları Avrupa Birliği'nde borsaların birleşmesi yönünde ilk adımı atan borsalardır. Bu borsalar kurumsal olarak birleşerek EURONEXT borsasını kurmuşlardır. Ayrıca İspanya ve Almanya Borsaları da kendi içinde birleşerek ulusal borsalarını kurmuşlardır.

4.2.2 Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar

Dünyada, genel kabul görmüş, içerikleri ve şekilleri ülkeden ülkeye önemli farklılıklar gösteren iki düzenleme yaklaşımı vardır. Bunlardan birincisi doğrudan merkez kontrol (merit regulation), ikincisi ise kendi kendine düzenleme (self regulation)'dir. Birinci yaklaşımda, kamu otoritesi ya doğrudan ya da görevlendireceği bir kamu kuruluşu veya buraya bağlı bir özel kuruluş tarafından düzenlemeleri yapar ve denetimi sağlar. Diğer taraftan ikinci yaklaşımda piyasa katılımcıları kendi düzenlemelerini kendileri yaparlar ve bu faaliyetleri için bir kamu otoritesinin onayını almak zorunda kalmazlar. Japonya ve G.Kore gibi gelişmiş birçok piyasada ve gelişmekte olan piyasaların bir çoğunda piyasada doğrudan devlet kontrolünü görmek mümkündür. Ancak ülke uygulamalarının, bir ucunda katı devlet kontrolünün bulunduğu, diğer ucunda piyasa katılımcılarına düzenlemeye ilişkin geniş haklar tanıdığı geniş bir yelpaze içerisinde muhtelif şekiller aldığı söylemek de mümkündür⁶³.

⁶³ Murat Doğu, “Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye”, *SPK Yayınları*, Yayın No:27, (Ocak, 1996), s.39.

Avrupa'da daha bütünleşik sermaye piyasaları, ABD eyaletlerinde olduğu gibi, üye ülkelerinin şokları karşılama kapasitelerini büyük ölçüde artıracaktır. Asdrubali vd. (1996), mali piyasaların, eyaletler arası risk paylaşım kanalları olarak federal hükümetten daha büyük bir rol oynadığını bulmuşlardır. Bu yazarların çalışmaları gelir ve tüketimdeki düzeltmeleri üç bileşene ayırır: Federal transferler; gelişmiş bir sermaye piyasasıyla kolaylaşan, üretken varlıkların çapraz mülkiyeti aracılığına dayanan uyarlanma ve ulusal kredi piyasalarından borç alıp verme yoluyla uyarlanma. Yazarlar, 1963-90 dönemi boyunca gayrisafi eyalet hasılası şoklarının %39'unun sermaye piyasaları, %23'ünün kredi piyasaları ve yalnızca %13'ünün federal hükümet tarafından düzeltilindiğini göstermektedirler. Kalan %25 düzeltilmemiştir⁶⁴. İşte buradan hareketle Avrupa Birliği'nde asıl amacın kendi kendine durumlara müdahale edebilen güçlü ve etkin bir sermaye piyasası oluşturulması olduğu söylenebilir.

Avrupa Birliği özünde merkezi kontrol gibi hareket eden Avrupa Ekonomik Konsey ve Avrupa Merkez Bankası'na sahiptir. Bu durum bazı direktiflerle üye ülkelerin bu kurumlara uyma, rapor sunma gibi davranışlarını sabit tutmaktadır. Her ne kadar üye ülkeler bu kurallara uymak zorunda olsalarda aynı direktiflerle üye ülkeler kendi yetkili otoritelerince karar verebilme özgürlüğüne de sahiptirler. Sermaye piyasalarında güvenin inşa edilmesi ve yatırımcıların korunması hususları üye ülkeler kendi yetkili otoritelerince karar verebilme özgürlüğüne de sahiptirler. Sermaye piyasalarında güvenin inşa edilmesi ve yatırımcıların korunması hususları üye ülkeleri devlet otoriteleri tarafından düzenlemeler oluşturmaya ve yapılan icraatları denetlemeye yöneltmiştir. Bütün ülkelerde en üst yetkili kurum Parlamento veya ilgili Bakanlıklar'dır. Zaten parlamento da yetkilerini büyük ölçüde bakanlıklara devretmiştir. Bu iki idari kurum daha çok piyasaların düzenleme yani yasal mevzuat tabanı kısmıyla ilgilendirilir. Bankacılığın finansal piyasaların düzenleme yani yasal mevzuat tabanı kısmıyla ilgilendirilir. Bankacılığın finansal piyasalarda önemli yer tuttuğu ülkelerde (Avusturya, Belçika, Almanya) bir Bankacılık Denetim Kurulu oluşturulmuştur. Fransa, İtalya, Hollanda; İrlanda ve Portekiz'de sermaye piyasaları bizde ki gibi güçlü merkezi otorite olan Sermaye Piyasası Kurulu benzeri bir kurum tarafından düzenlenip denetlenmektedir. AB içerisinde kendi kendine düzenleme sistemini uygulayan en önemli ülke İngiltere'dir. Bu öz düzenleyici kurumlar; yetkili organizasyonlar, yetkili meslek kuruluşları ve yetkili yatırım borsalarını kapsar ve üyelerinin yetkilendirilip denetlenmesine kadar bütün

⁶⁴ TÜSİAD, "Avrupa Para Birliği'nde Ekonomik Politikalar ve Türkiye Üzerine Yansımaları", Yayın No: TÜSİAD-T/98, 12-240, (Aralık, 1998), s.58.

işlemleri yaparlar. Ama İngiltere'de de en üst yetkili kurumlar yine parlamento ve ilgili bakanlıktır. Danimarka, Yunanistan, İspanya ve İsveç'te merkez bankaları en etkili denetleme kurumlardır. Finlandiya'da ise bankaları ve diğer finans kurumları denetleyen bir Finansal Denetim Kurulu vardır. Ayrıca bütün üye ülkeler kendi borsalarının düzeni ve denetlenmesini sağlayan bir Borsa Komitesine sahiptirler.

Tablo 4.1 AB'ne Üye ülkelerde Bankaların Denetimine, Faaliyet İzni Vermeye ve Ödeme Gücüne Düşmeleri Halinde Gerekli Tedbirleri Almaya Yetkili Merciler

Ülke	Denetim ve İzin Yetkisine Sahip Mercî	Ödeme Gücüne Düşmeleri Halinde Gerekli Tedbirleri Alma Yetkisine Sahip Mercî
Almanya	Federal Bankacılık Denetim Dairesi Bundesbank	Federal Bankacılık Denetim Dairesi
Avusturya	Maliye Bakanlığı	Maliye Bakanlığı
Belçika	Bankacılık ve Finans Komisyonu	Bankacılık ve Finans Komisyonu
Danimarka	Mali Müfettişlik	Mali Müfettişlik Danimarka Merkez Bankası (National Bank)
Finlandiya	Finlandiya Bankası Bünyesindeki Banka Müfettişliği	Banka Müfettişliği ve Maliye Bakanlığı
Fransa	Bankacılık Komisyonu	Banque de France
Hollanda	Hollanda Merkez Bankası (Netherland Banks)	Hollanda Merkez Bankası (Netherland Banks)
İngiltere	İngiltere Merkez Bankası	İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)
İrlanda	İrlanda Merkez Bankası (Central Bank of Ireland)	İrlanda Merkez Bankası (Central Bank of Ireland) Maliye Bakanlığı
İspanya	İspanya Merkez Bankası (Bank of Spain) Maliye Bakanlığı	İspanya Merkez Bankası ve Mev. Garanti Fonu
İsveç	Mali Denetim Otoritesi	Mali Denetim Otoritesi
İtalya	İtalya Merkez Bankası	İtalya Merkez Bankası (Bank of Italy)
Lüksemburg	Para Kurumu (Monetary Institute)	Para Kurumu
Portekiz	Portekiz Merkez Bankası (Bank of Portugal)	Maliye Bakanlığı ve Portekiz Merkez Bankası
Yunanistan	Yunanistan Merkez Bankası	Yunanistan Merkez Bankası (Bank of Greece)

Kaynak: , İhsan Uğur Delikanlı, "Bankaların Denetimi ve Gözetimi: Türkiye ve Avrupa Birliği Uygulamaları", *Active*, (Haziran-Temmuz 1998), s.8 .

4.2.3 Bankacılık Sistemi

Avrupa Birliği'nde finansal sistemle ilgili önemli iki gelişme olmuştur. Bunlardan birincisi finansal hizmetlerin entegrasyonudur. Bir başka deyişle tek bankacılık piyasanının yanı sıra

menkul kıymetler ve sigorta hizmetleri için tek bir pazarın oluşturulmasıdır. İkincisi ise Avrupa Para Birliği (APB)'dir⁶⁵.

AB hukukunda kredi kurumları ve yatırım firmaları (menkul kıymet firmaları ve aracı kurumları) ile ilgili ayrı düzenlemeler bulunmaktadır. Diğer yandan universal bankacılık anlayışını benimsemekte ve finansal kuruluşlarla ilgili yasal düzenlemelerini bu anlayışa göre yönlendirmektedir. AB'ye üye olan belli ülkelerin 1 Ocak 2000'de deregülasyonu ile finansal hizmetlerde tam serbestleşme sağlanmıştır. AB mevzuatında tanımlandığı ismiyle kredi kuruluşları finansal piyasalarda faaliyet gösterme ve hizmet sunma serbestisine sahiptir. Finansal sistem prototipine göre, örneğin bir Alman bankası, Fransa'da ve İtalya'da şube açabilecek ya da yerel bir bankayı satın alabilecektir. Bununla birlikte, Almanya'da bankalar, bu ülkedeki Fransız ve İtalyan bankalarının şubelerinin rekabetiyle karşı karşıya olacaklardır. Bu durumda Alman bankaları bir eski müşterisine geleneksel yerli banka finansmanını, yabancı bir bankanın Almanya'daki şubesinin teklif ettiği daha iyi koşulları keşfetmek için teklif edeceklerdir. Alman bankası müşterisinin işini sürdürebilmesi için sermaye piyasasından finansmanını sağlamasını önerebilir. Çünkü, ödünç alanın finansmanı için bankalardan kredi almaktansa menkul kıymet çıkartmış olur. Böylece faiz oranları rekabetçi düzeye yönelecektir⁶⁶.

AB Bankacılık Kanunu'nu oluşturan direktifler beş ayrı başlık altında toplanabilir⁶⁷. Bunlardan ilki temel bankacılık mevzuatıdır: Birinci Bankacılık Direktifi ve İkinci Bankacılık Direktifi kredi kurumlarının kuruluşu ve faaliyetlerini düzenleyen temel direktiflerdir. Bu direktiflere göre Türkiye AB üyesi olduğunda, merkezi İstanbul'da bulunan bir Türk bankası AB üyesi ülkelerde de serbestçe hizmet sunabilecektir. Bu bağlamda hizmet sunduğu diğer AB üyesi ülkenin otoritelerinden faaliyet izni alması gerekmeyecektir.

İkinci başlık altındaki kurallar ise banka güvenlik çemberi ile ilgilidir. Bankacılık sisteminin krizlere açık olması, diğer bankaları da etkilemesi ve diğer riskler bir takım önlemlerin alınmasını

⁶⁵ Christos V. Gortsos, "Avrupa Birliği Düzenlemeleri ve Türk Mali Sistemi", *Bankacılar Dergisi*, Yıl:11, Sayı:33, (Haziran, 2000), s.59.

⁶⁶ İlker Parasız ve Ufuk Başoğlu, "Finansal Piyasaların Bütünleşmesi ve Avrupa Birliği Örneği", *Yeni Türkiye Aruba Birliği Özel Sayısı II*, Yıl:6, Sayı:36, (Kasım-Aralık 2000), s.1321.

⁶⁷ Gortsos, a.g.e., s. 59-61.

kaçınılmaz kılınıştır. Bu çerçevede iki araç vardır: Bunlar, ihtiyatlı gözetim ve denetim ile mevduat garanti sistemidir.

Üçüncü başlık altında muhasebe ile ilgili kurallar yer almaktadır. AB'nin banka hesapları ile ilgili direktifi tüm üye ülkelerde aynı muhasebe standartlarının uygulanmasını sağlamaktadır. Söz konusu direktifin ABD bankaları tarafından kullanılan uluslararası muhasebe standartlarına göre yenilenmesi ihtiyacı vardır.

Dördüncü başlık tüketicilerin korunmasına ilişkin düzenlemeler ile ilgilidir. AB'de konuyla ilgili önemli direktifler bulunmakta ve bunlar bankalara müşterilerin haklarının korunması yönünde önemli sorumluluklar yüklemektedir. Bu konu Türkiye'nin AB'ye girerken yapacağı önemli mevzuat düzenlemelerinden biri olacaktır.

Son başlık olarak kara paranın aklanmasının önlenmesi ile ilgili mevzuat bulunmaktadır. Türkiye'nin de üyesi olduğu " Mali Eylem Görev Grubu" nun yaptığı çalışmalar nedeniyle bu uyumda büyük bir zorluk yaşanacağı düşünülmemektedir.

AB bankaları, APB'den sonra, aracılık faaliyetlerinin azalarak, gittikçe artan sayıda finansal hizmetlerin doğrudan piyasa aracılığı veya banka dışı mali kurumlardan sağlanması sonucu, varlık yönetimi işlemlerini yoğunlaştırmışlardır. Bu yöndeki gelişme bankaların gelir yapısında açıkça görülmekte ve faiz gelirlerinden faiz dışı gelirlere doğru bir değişim gözlenmektedir. Avrupa Merkez Bankası tarafından bu konuda yapılan bir çalışmaya göre, AB bankalarının gelir yapısında faiz dışı gelirler son yıllarda en dinamik gelir grubunu oluşturmakta ve toplam operasyonel gelirler içindeki nisbi önemi giderek artmaktadır. Artan maliyetlerle birlikte geleneksel olmayan faaliyetlerin gelişmesi, faiz dışı gelirlerdeki artış, AB bankalarının karlılığını son yıllarda olumlu yönde etkilemiş ve geleneksel faaliyetlerdeki gelir marjlarında meydana gelen küçülmeyi büyük ölçüde karşılamıştır. AB'de bankacılık sisteminde faiz dışı gelirlerin kompozisyonu homojen olmayan bir yapı göstermektedir. Esas alt gelir grubunu oluşturan masraf ve komisyonlar, toplam faiz dışı gelirlerin %60'ını oluşturmaktadır⁶⁸.

⁶⁸ "Avrupa Birliği'nde Mali Bütünleşme ve Türk Bankacılık Sektörü", *T.B.B. Bankacılar Dergisi*, Sayı:39, (Eylül 2001), s.4.

AB bankalarının, para ve sermaye piyasasındaki işlemlerinin en önemli özelliği, yayılma, menkul kıymetleştirme faaliyetlerindeki artış ve sunulan mali ürünlerdeki yenileştirmedir. Bankaların kredi işlemlerinin azalmasına paralel olarak menkul kıymet işlemleri artmış, ayrıca yatırım bankacılığı ile uluslararası bankacılık faaliyetleri hızlanmıştır.

4.2.4 Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yatırımcılar

Menkul kıymet piyasalarında talebi belirleyici rol oynayan emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarının gelişimini doğrudan etkilemektedirler. Kurumsal yatırımcıların temel amacı, sosyal güvenlik olgusu içerisindeki fertlerin korunması amacıyla, sistemin etkin çalışmasının teminidir. Buna paralel olarak, toplanan fonların çeşitli sermaye piyasası araçlarına yatırılması suretiyle, fertlerin elde edeceği ortalama gelirin yükseltilmesi amaçlanmaktadır.

Avrupa Birliği'nin kurumsal yatırımcılara ilişkin düzenlemeleri, hizmetler serbestisi kapsamında ele alınmaktadır. Emeklilik fonlarına ilişkin AB'nin yaklaşımı, serbest rekabet kuralları çerçevesinde, sermayenin, hizmetlerin ve işgücünün serbest dolaşımına dayanır.

Üye ülkelerde emeklilik modellerinden halen ağırlıklı olarak " dağıtım sistemi " uygulanmaktadır. Avrupa Birliği bünyesindeki emeklilik sisteminin liberalize edilmesi kararı çerçevesinde Komisyon 1994 yılında " Emeklilik Fonları Direktif Taslağı " hazırlamıştır. Taslak içerik itibarıyla, sınırötesi hizmet sunumu, fonların üye ülkelerdeki yatırımlarının liberalize edilmesi ve fon yönetim koşullarını belirler. Emeklilik fonları, Avrupa Sermaye Piyasalarında likiditeyi artırıcı, sermaye maliyetlerini düşürücü ve bilhassa da özelleştirme finansmanı sağlayıcı imkanlar sunar.

Emeklilik fonları gibi diğer kurumsal yatırımcılar, profesyonel portföy yönetimi ile Avrupa Birliği menkul kıymet piyasasındaki işlem maliyetlerini azaltarak, üstlendikleri risklere karşı sınırötesi portföy çeşitlendirmenin faydalarından yararlanabilmektedirler. Profesyonel portföy yönetim teknikleri ile çalışan fon yöneticileri " piyasa zamanlama " gibi modern performans ölçütlerini kullanarak yatırım çeşitliliği oluşturmak suretiyle fon getirilerindeki değişkenliği azaltmakta ve fon karlılığını artırabilmektedirler.

AB bünyesinde sosyal güvenlik fonlarına getirilen portföy kısıtlamaları ve fon kuralları ile, hisse senetleri, gayrimenkul ve yabancı menkul kıymetler gibi volatilitesi yüksek varlıklara yapılabilecek yatırımlara sınırlama getirilmektedir. Bunun temel nedenleri arasında, fon portföyüne alınan şirketlerin iflas etme riskine karşılık varlıklarına yapılabilecek yatırım düzeyini sınırlandırma gereğidir.

Portföy yapısına ilişkin limitler, fon yöneticilerine risk-getiri kararını sınırlayıcı etki yaparak, riski düşük yatırımlara yöneltmektedir. Bu da, çeşitlendirme olanaklarını azaltıcı bir etki yaratmaktadır. Bu sınırlamalar devlet tahvilleri dışındaki sermaye piyasası enstrümanlarına plasmanı önlemektedir.

Avrupa Birliği ülkelerinin birbirinden ayrı olarak gelişen iki eşzamanlı baskının altında olduğu gözönüne alınmalıdır. Bunlardan birincisi, uygulanmakta olan dağıtım sisteminin demografik gerekçelerle krize girmesi nedeniyle emeklilik gelirlerine ilişkin fonlamanın acilen artırılması yönünde girişimde bulunma zorunluluğudur. İkinci baskıyı ise, şirketlerin çalışanlarına emeklilik geliri sağlamayı daha az bir maliyet ile gerçekleştirme istekleri oluşturmaktadır.

Emeklilik fonlarının ekonomideki konumu, fon varlıklarının Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı ya da bireysel hizmetler sektöründe yaratılan gelire oranı şeklinde ölçümlenebilmektedir. Bu ölçek kamusal nitelikteki sosyal güvenlik sisteminin gerek büyüklüğünden gerekse sağladığı getiriden, vergilendirme politikalarından ve özel firmaların emeklilik fonu oluşturmasını düzenleyen mevzuatla doğrudan bağlantılıdır.

1995 yılında yapılan bir projeksiyonda, bireysel hizmetler sektörü varlıklarına oran bakımından Fransa'daki emeklilik fonlarının İngiltere'deki fonlar seviyesine yükselmesi durumunda, bu ülkedeki emeklilik fonu varlıklarının 528 milyar \$'a ulaşacağı tespit edilmiştir. Aynı hesaplama ile Almanya için bulunan 570 milyar \$ tutarındaki varlık düzeyinin büyüklüğü, bu ülke borsasında işlem gören şirketlerin piyasa değerinin 703 milyar \$ olduğu gözönüne alındığında daha iyi anlaşılmaktadır. Avrupa Birliği " Basiretli Adam Yatırım Kuralı " ve esnek fonlama limitleri yoluyla emeklilik fonlarını işletmeler ve çalışanlar açısından cazip hale getirmeyi hedeflemektedir.

4.2.5 Sermaye Piyasalarından Son Haberler

Son yıllarda AB bünyesinde, tek finansal pazarın oluşturulması için yapılan çalışmalar hızlandırılarak, piyasaların entegre edilmesi, AB'nin önceliki hedeflerinden biri haline getirildi. Bununla ilgili başlıca çalışmalardan biri ise Mali Hizmetler Eylem Planıdır (Financial Services Action Plan). 1999 yılında Avrupa Komisyonu tarafından kabul edilen ve 2005 yılına kadar tamamlanması beklenen Mali Hizmetler Eylem Planı, AB bünyesinde tek bir kurumsal pazarın oluşturulması, perakende mali hizmetler için açık ve güvenli piyasaların meydana getirilmesi, AB finansal piyasalarında istikrarın temin edilmesi, finansal piyasaların entegrasyonu önündeki vergi engellerinin kaldırılması gibi hedefleri içeriyor.

Avrupa Sermaye Piyasaları entegrasyonunun sağlanması durumunda, işlem maliyetlerinin keskin bir şekilde düşmesi bekleniyor. Ancak ortak borsaların kurulması yolunda düzenleyici, yasal ve ekonomik bazı engellerin, entegrasyondan beklenen faydaları azaltabileceği hususu da dikkate alınıyor.

Euro'nun tedavüle çıkarılması, özelleştirme ve Avrupa kapsamında birleşme ve satın almalar, bireysel yatırımcıların sayısında artış gibi uzun dönemli gelişmeler sonucunda, Avrupa Sermaye Piyasaları daha sıkı işbirliği yapmaya ve bazı durumlarda birleşmeye koyuldular. Bunun yanında son on yılda Avrupa piyasaları, borsa üyeliklerinin yabancılara açılması, işlemlerin elektronik ortamda yapılmasını da kapsayan önemli bir dönüşüm geçirdiler. Bu gelişmelerin ilk etapta sağlayacağı artılar, işlem platformlarının standartlaştırılması, piyasa likiditesinin artırılması, Avrupa'da dış ticaretle ilgili problemlerin ve maliyetlerin azaltılması olarak sıralanıyor.

Bununla birlikte, Avrupa menkul hisse senedi borsalarının büyük çapta konsolidasyonu, gerçekleşme noktasından uzakta kalıyor. İlk olarak, tek bir Avrupa Borsası, en etkin organizasyon olmayabilir ve çoğu piyasa oyuncuları ürün farklılığı sunan küçük borsaları tercih edebilir. Ülkelerarası düzenleyici ve yasal farklılıklar, ülkelerarası işlem yapmak isteyen yatırımcılar önünde engel olarak kalıyor. Yabancı hisse senetleri hakkında bilgi edinme maliyetinin göreceli olarak daha yüksek olması, dikkate alınması gerekli diğer bir noktayı oluşturuyor.

İki önemli gelişmenin Avrupa'da ülkeler arası işlemlerin artmasında rol oynadığı kaydediliyor. İlk olarak Euro'nun tedavüle çıkarılması, Avrupa içi kur riskini azaltarak, yatırımları daha cazibeli hale getirdi. Euro'nun kullanımının artması ile birlikte, Avrupa içi sermaye akışları üzerindeki bazı sınırlamalar da kaldırıldı. İkinci olarak esham kültürünün gelişmesi ile Avrupa'da ülkeler arası yatırımlar arttı.

Bugüne kadar, konsolide Avrupa hisse senedi borsaları oluşturmak için birkaç birleşme ve stratejik ittifak yapıldı. 1998 yılının Ocak ayında Stockholmbörsen ve Kopenhag, ortak İskandinav borsası olan NOREX'i oluşturmak için işbirliği anlaşması imzaladılar. İki borsanın bağımsız kalarak, karşılıklı üye olma ve her menkul kıymet için tek bir emir defteri tutma gibi olanaklar tanındı. NOREX, ayrıca ortak işlem kurallarını uyguluyor ve Stockholmbörsen'in işlem motoru olan SAX-2000'i tek düzen işlem platformunu benimsiyor. 2000 yılında İzlanda ve Oslo menkul kıymet borsaları NOREX'e katıldı.

Diğer bir konsolidasyon da Paris Bourse, Amsterdam ve Brüksel Borsaları arasında yaşandı. Bu borsalar 2000'in Mart ayında entegre bir Avrupa menkul kıymetler borsası olan EURONEXT'i oluşturdu. Paris Bourse'un NSC alt yapısını kullanarak tek düzen platform ile işlemler merkezileştirildi. Böylece tek bir fiyatın oluşması sağlandı. Bu borsada hisseler ulusal düzeyde kote oluyor ama şirketler üç borsa arasından istediği yer ekayıt olabilmeye haklı. Ayrıca, borsaların farklı yasal yapıları ve yerel lisanslamaları da sürdürülüyor.

Avrupa'nın önde gelen borsalarından sekizinin başkanları tarafından, borsalarda en fazla işlem hacmine ve öneme sahip olan, ve Avrupa'nın "blue chipleri" olarak adlandırılan hisse senetleri için tek bir bölgesel piyasa oluşturmak amacıyla bir işbirliği anlaşması imzalanmıştır⁶⁹.

Amsterdam, Brüksel, Frankfurt, Londra, Madrid, Milano, Paris ve Zürih Borsaları arasında imzalanmış olan sözkonusu anlaşma, "Pan-European Bir Borsa" oluşturma yolunda resmi bir adım olarak nitelendiriliyor. Haberde, Deutsche Borse ve London Stock Exchange arasında kurulmuş olan stratejik işbirliğinden bu yana, bu sekiz borsa arasındaki görüşme ve düşünce alışverişlerinin devam ettiği bildiriliyor.

⁶⁹ Yurtdışı Sermaye Piyasalarında Takas, Saklama ve Bunlara İlişkin Bankacılık Hizmetleri Konularında Gelişmeler, , www.takasbank.com.tr, Haziran 1999.

Birliğin hedefinin, yatırımcılar için tüm Avrupa ve dünya piyasalarından faydalanmayı kolaylaştırarak, tüm piyasa katılımcılarına düşük maliyetli, etkin ve erişilebilir bir piyasa altyapısı sağlamak olduğu belirtiliyor. Bununla birlikte, anlaşmanın detayları ve bazı önemli noktalar tartışılmaya devam ediliyor. Bu tartışmalar arasında, ortak platformun mülkiyetinin kime ait olacağı konusu da yer alıyor.

Borsalar, endeks konusunda Pan-European hisse senetleri endeksleri ailesini benimseme konusunda hemfikirlere. Yetkililerin, “yeni platform için teknoloji ve takas sisteminin seçimi, kotasyon ve alım/satım düzenleyecek kuralların uyumunu sağlama çalışmalarının daha birçok tartışmaya yol açacağı şeklinde görüş belirttikleri bildiriliyor.

4.2.6 Avrupa Birliği Borsaları

Sermaye piyasalarının gelişmişliğinin ülkenin ekonomik yapısı ile orantılı olduğu bilinen gerçekliktir. Buna bağlı olarak da Avrupa sermaye piyasalarında ülkelerin milli gelir büyüklükleri ile sermaye pazarlarının büyüklükleri farklı olmaktadır.

Sermaye piyasalarının büyüklüklerinin karşılaştırılması öncesinde ülkelerin sermaye piyasalarındaki mevcut pazarların tanımlanması gerekmektedir. Buna göre üye ülkelerin sermaye piyasalarının tamamı düzenli borsalara sahip bulunmaktadır. Borsalar içinde de genellikle beş önemli Pazar bulunmaktadır. Bunlar:

- i. Hisse senedi pazarı,
- ii. Sabit getirili menkul kıymet pazarları,
- iii. Kot dışı pazarlar,
- iv. Uluslararası hisse senedi pazarı,
- v. Vadeli işlem pazarlarıdır.

AB’ne üye ülkelerin borsaları aşağıdaki şekildedir:

Atina Menkul Kıymetler Borsası : Helen Borsaları (HELEX) holding grubunun üyelerinden biri olan Atina Menkul Kıymetler Borsası, 1876’da kendi kendini regüle eden kamu kuruluşu olarak

faaliyete başladı. 1918 yılında kamulaştırıldı ve sermayedarı yine hükümet olmak kaydıyla 1995'te anonim şirkete dönüştürüldü. 1997-1999 yıllarında özelleştirmeler yoluyla devletin payı yüzde 50'nin altına indi. Grup içine girdikten sonra da özelleştirme süreci devam etti. 2003 yılı itibariyle HELEX'in tamamı özel sektöre ait.

Kopenhag Menkul Kıymetler Borsası : Kopenhag Borsası'nın tarihi 17. yüzyıla dayanıyor. İlk başlarda emtia borsası olarak faaliyete başlayan borsada, 17. yüzyılın sonlarına doğru tahviller işlem görmeye başlıyor. Hisse senedi, tahvil, hazine bonoları, vadeli işlem ve opsiyonların işlem gördüğü borsa, 1996 yılından beri yarı kamu sermayeli şekilde faaliyet gösteriyor.

Deutsche Börse AG : Deutsche Börse AG, 1993'de Frankfurt Borsası'ndan dönüştürüldü. Borsa'nın tarihi 9. yüzyıla dayanıyor. Birkaç tüccar tarafından özel kuruluş olarak kurulan Borsa, 1808 yılında oluşturulan ticaret odası bünyesine alınarak kamulaştırıldı. Günümüzde Deutsche Börse AG, Eurex, Clearstream, Deutsche Börse Systems and Entory gibi alt kuruluşları bünyesinde bulunduruyor.

Wiener Börse AG : Avusturya, Creditanstalt AG ve Unternehmens Invest Aktiengesellschaft'ın yüzde 10'un üzerinde hissesine sahip olduğu borsa 1771'de kuruldu.

Euronext (Brüksel, Lizbon, Amsterdam, Paris) : Avrupa Birliği sermaye piyasalarında örnek bir entegrasyon sergileyen dört borsa, isimlerini 2000 yılında EURONEXT olarak değiştirdiler. Portekiz'in BVLP borsası, Euronext.Lisbon olarak değişti. Brüksel Menkul Kıymetler Borsası da şu anda Euronext.Brussels olarak biliniyor. Aynı şekilde Paris ve Amsterdam borsaları da Euronext N.V kapsamına girdiler.

HEX Group : Finlandiya'nın ilk borsası olarak 1912'de kuruldu. 1984'e kadar gayri resmi bir birlik şeklinde faaliyetini sürdüren Borsa, bu tarihte kooperatif topluluk şeklinde organize oldu. 1997'de Finlandiya'da mali sektör düzenleyici kuruluşları tek çatı altında toplanınca, Helsinki Menkul Kıymet Borsası Ltd., SOL Ltd. İle birleşerek HEX Ltd. Adını aldılar. Günümüzdeki HEX Grup ise daha geniş ve tüm türev, takas ve saklama, diğer menkul kıymet ünitelerini bünyesinde barındırıyor.

İrlanda Menkul Kıymetler Borsası : İrlanda'nın finansal yapısında önemli yeri olan Menkul Kıymetler Borsası, 1793'ten beri Dublin'de faaliyet gösteriyor. Hisse senedi ve devlet tahvil ve bonolarının işlem gördüğü Borsa'da kote olan menkul kıymet sayısı 7 bini aşıyor. 1999 yılında kotasyonlar Euro olarak verilmeye başlasa da, sterlin ve dolar üzerinde kotasyonlar da veriliyor.

İtalya Borsası : Borsa Italiana S.P.A. İtalyan bankalarının, yerli ve uluslararası kurumsal yatırımcıların ortaklığı ile 1997 yılında kuruldu ve 1998'de faaliyete geçti. Aynı yıl vadeli işlem sözleşmeleri de hayata geçirildi. Borsanın tarihi eski olmasa da, çeşitli finansal araçları işleme açtığı görülüyor.

Londra Menkul Kıymetler Borsası : Dünyanın en eski borsalarından Londra Menkul Kıymetler Borsası, 300 yıldan fazla bir geçmişe sahiptir. Faaliyetine bir kahvehanede başlayan borsa, ilk yazılı kurallar kitabını 1812'de çıkardı. 1985'te Big Bang olarak bilinen deregülasyon süreci ile özel sermayeli limited şirket statüsü kazandı. 2000'de düzenleyici yetkilerini FSA'ya (Financial Services Authority) devreden Borsa, anonim şirkete dönüştü.

Lüksemburg Menkul Kıymetler Borsası : Lüksemburg'da menkul kıymetler borsası 1927 yılında çıkarılan kanunla kuruldu. İlk seansını 1929 yılında başlatan borsada uluslararası tahvillerin işlem görme tarihi 1969'dir. Borsa, 1998 yılında Benelüks karşılıklı üyelik, 2000 yılında ise Euronext karşılıklı üyelik ve işlem yapabilme anlaşmaları yaptı.

Madrid Menkul Kıymetler Borsası : İspanya'da menkul kıymetlerin tarihi çok önceden başlasa da Bolsa De Madrid'in resmi kuruluş tarihi 1831'dir. Borsa, bu tarihten itibaren, 1936-1940 arasındaki dört yılı saymazsak , kesintisiz olarak faaliyetini sürdürdü. Hisse senetleri, kamu menkul kıymetleri ve türev ürünlerin faaliyette olduğu borsada işlemler 1999'dan beri Euro ile yapılıyor.

Stockholmsbörsen : İsveç borsasının tarihi 1602 yılından başlıyor. Ancak 19. yüzyılın sonlarına kadar menkul kıymet işlemleri yeterince gelişme gösteremedi. 1985'de Stockholm Menkul Kıymetler Borsası'nın yanı sıra OM kuruldu. Bunların birleşmesi ise 1998'de gerçekleşti.

5. TÜRK SERMAYE PİYASASI

Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları'ndaki bu bütünleşme süreci Avrupa Birliği'ne üye olmayı hedefleyen ve aday statüsü kazanan Türkiye'yi de yakından ilgilendirmektedir. Bu aşamada, Türk Sermaye Piyasası'nın teknik ve yasal çerçeve açısından Avrupa Sermaye Piyasaları ile uyumlu olması büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda, tezin üçüncü bölümünde Türk Sermaye Piyasası'nın genel özellikleri, Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları'na uyumun gerekçeleri, uyum için yapılan yasal düzenlemeler ve bütünleşme için somut öneriler ele alınmıştır.

5.1 TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN GENEL ÖZELLİKLERİ

Türk Sermaye Piyasası son dönemde uluslararası işlemlere daha açık hale gelmesine rağmen halihazırda ulusal kimliğini büyük ölçüde korumaktadır. Bu piyasada bir tane menkul kıymet borsası mevcuttur. Türkiye'nin tek ve resmi borsası olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) aynı zamanda Türk Sermaye Piyasası'nın lider kurumu durumundadır.

1985 yılında kar amacı gütmeyen bir kamu kuruluşu olarak kurulan İMKB, kuruluşundan beri Türk Sermaye Piyasası'nı geliştirmeyi amaçlamış ve gelişimine öncülük etmiştir. Bu özelliğiyle İMKB aynı zamanda Türk Sermaye Piyasası'nın gelişmişliği ve dışa açıklığı açısından bir gösterge niteliği taşımaktadır⁷⁰. Türk Sermaye Piyasası'nın mevcut durumunu daha iyi kavrayabilmek için İMKB bünyesinde faaliyet göstermekte olan hisse senetleri piyasasını ve tahvil bono piyasasını incelemek faydalı olacaktır.

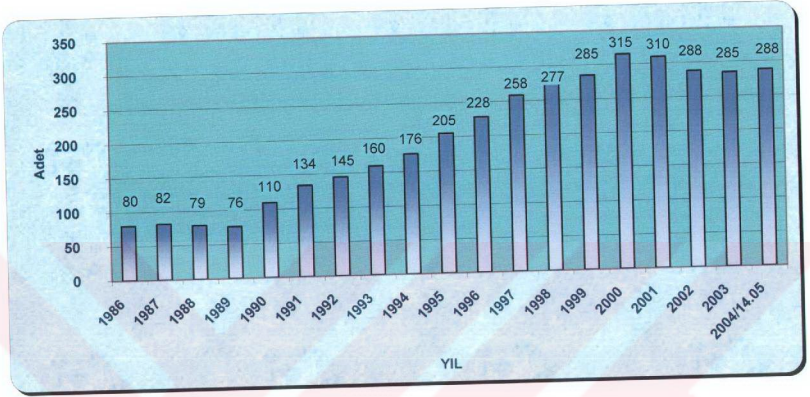
5.1.1 Hisse Senedi Piyasası

İMKB Hisse Senedi Piyasası Türkiye'deki tek organize hisse senedi piyasasıdır. Şirketler tarafından birincil piyasada ihraç edilen hisse senetleri bu piyasada işlem görmektedirler. Kurulduğu 1986 yılından bugüne kadar bu piyasa hem işlem hacmi bakımından hem de kote edilen şirket sayısı açısından çok önemli gelişmeler göstermiştir. 1986 yılında kote edilmiş olan şirket sayısı 80 iken bu sayı 2001 yılında 310'a yükselmiştir. 2000 ve 2001 yıllarındaki ekonomik krizler hem birçok şirketin kapanmasına ve bu sebeple halka açık şirket sayısının azalmasına

⁷⁰ Sudi Apak, *Sermaye Piyasası ve Borsa*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1995,s.61

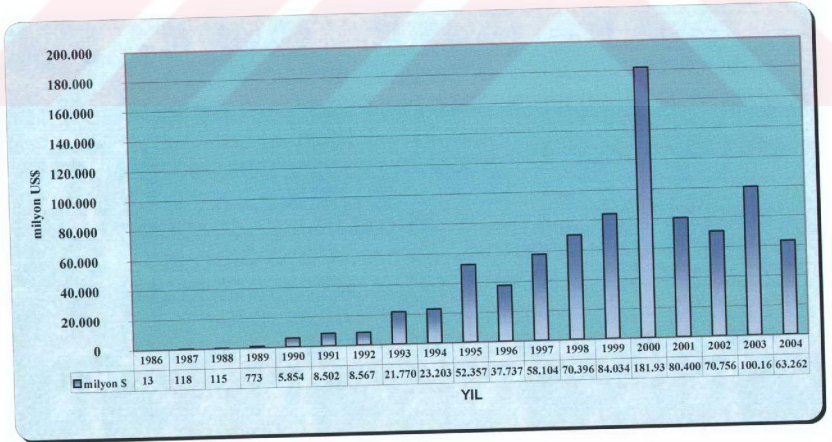
(Grafik 5.1), hem de hisse senedi işlem hacimlerinin (Grafik 5.2) ve piyasa değerlerinin (Grafik 5.3) düşmesine neden olmuştur.

Grafik 5.1 İMKB'de İşlem Gören Şirket Sayısı



Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>, (25.05.2004).

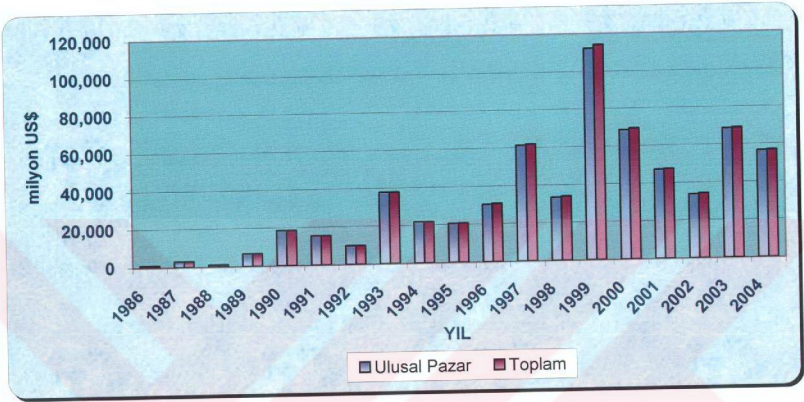
Grafik 5.2 İMKB'de Toplam İşlem Hacmi



Kaynak: <http://www.world-exchanges.org>, (25.05.2004).

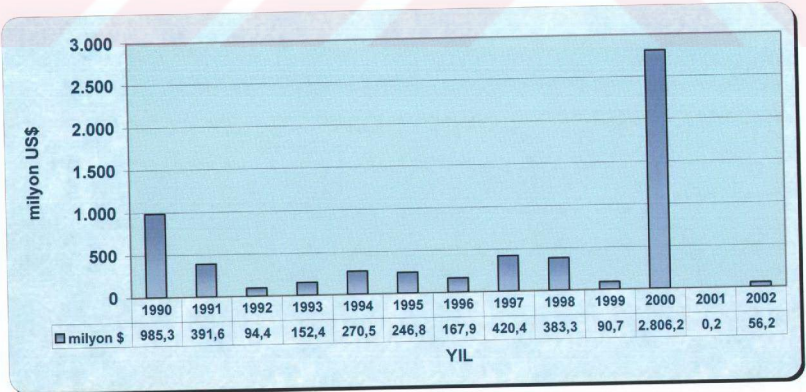
İMKB ile ilgili, Türkiye’de faaliyette bulunan yabancı sermayeli kuruluşlar ile ilgili ve Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarının durumu ile ilgili, Türk Sermaye Piyasası’nın gelişimi konusunda önemli bilgiler veren bazı veriler aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir:

Grafik 5.3 İMKB Borsa Pazarlarında İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri



Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>, (25.05.2004).

Grafik 5.4 İMKB’de Birincil Halka Arz Yoluyla Sağlanan Kaynak



Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>, (25.05.2004).

Tablo 5.1 Türkiye’de Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları

YILLAR	İZİN VERİLEN YABANCI SERMAYE (milyon US\$)	YABANCI SERMAYELİ FİRMA SAYISI (Kümülatif)	FİİLİ GİRİŞ (milyon US\$)
1980	97	78	35
1981	338	109	141
1982	167	147	103
1983	103	166	87
1984	271	235	113
1985	234	408	99
1986	364	619	125
1987	655	836	115
1988	821	1.172	354
1989	1.512	1.525	663
1990	1.861	1.856	684
1991	1.967	2.123	907
1992	1.820	2.330	911
1993	1.820	2.554	746
1994	2.063	2.830	636
1995	1.478	2.830	636
1996	2.938	3.161	934
1997	3.836	3.582	914
1998	1.678	4.068	852
1999	1.646	4.533	953
2000	1.700	4.950	813
2001	3.477	5.328	1.707
2002	2.725	5.841	3.288
2003	2.243	6.280	1.042
2003/06	1.208	6.511	150

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr>, (20.05.2004)

Türkiye dünya üzerindeki en liberal döviz rejimine sahip ülkelerden biridir. Türk Lirası'nın tam konvertibl olmasının yanısıra 1989 yılından beri yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların İMKB’de menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika da izlemektedir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir. Ağustos 1989’da kabul edilen 32 sayılı Karar ile, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle, Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir. 32 sayılı Karar ile, Türk yatırımcıların yabancı menkul kıymet satın almasına da izin verilmiştir. İMKB Hisse Senetleri Piyasası’ndaki

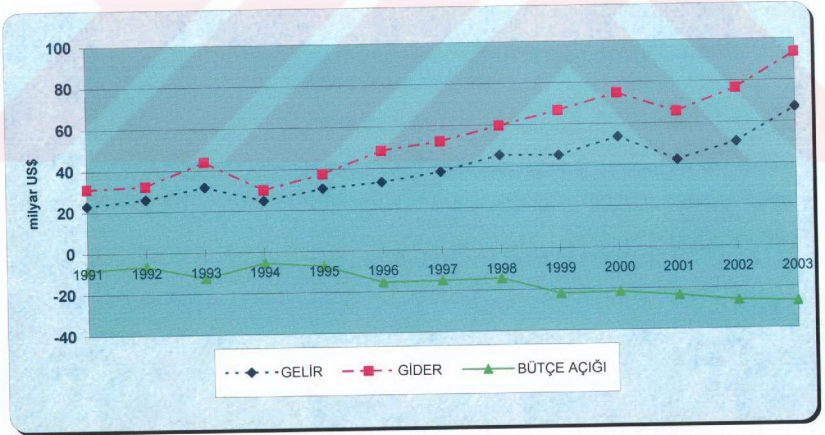
yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyelerinin ay sonu itibariyle değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.2 İMKB’de Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri

Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri (milyon US\$)	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	ORTALAMA
1995	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	1.936	1.936
1996	2.457	2.849	3.029	2.736	2.489	2.965	2.617	2.551	2.79	2.926	3.165	3.085	2.805
1997	4.655	4.564	3.997	3.577	3.793	4.456	4.728	4.938	5.97	5.881	5.465	6.018	4.837
1998	5.718	5.296	5.373	6.864	5.765	6.095	6.589	3.845	3.2	3.068	3.668	3.700	4.932
1999	3.429	5.196	5.554	6.741	5.853	5.555	6.603	5.555	7.001	7.362	8.92	15.36	6.927
2000	14.6	13.36	12.73	15.05	11.39	11.338	11.999	11.188	9.503	10.65	8.079	7.404	11.44
2001	8.636	5.331	4.009	5.725	4.863	4.796	3.938	3.949	2.988	3.742	4.58	5.635	4.849
2002	5.812	4.719	5.43	5.37	4.313	3.716	3.643	3.413	3.124	3.657	4.533	3.45	4.265
2003	3.769	4.108	3.033	3.914	4.27	4.323	4.237	4.945	5.77	6.81	6.693	8.954	5.069
2004	8.683	9.645	10.81	8.836	---	---	---	---	---	---	---	---	9.494

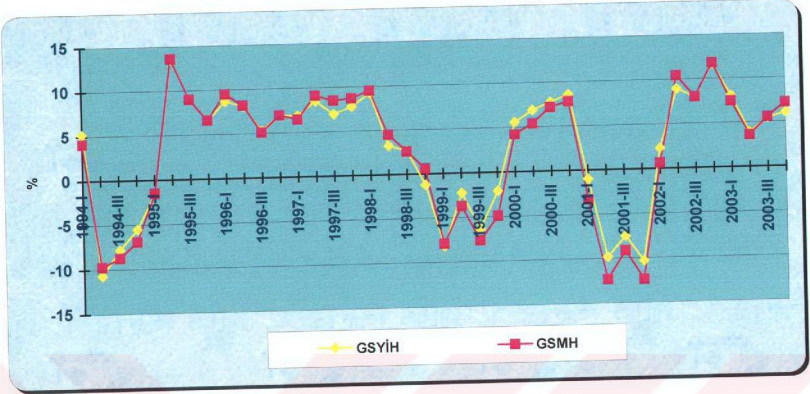
Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>, (25.05.2004).

Grafik 5.5 Türkiye Ekonomisinde Konsolide Bütçenin Temel Büyüklükleri



Kaynak: <http://www.imkb.org>, (05.04.2004).

Grafik 5.6 Türk Ekonomisinin Üçer Aylık Dönemler İtibariyle Büyüme Hızı



Kaynak: <http://www.imkb.org>, (10.04.2004).

5.1.2 Tahvil Piyasası

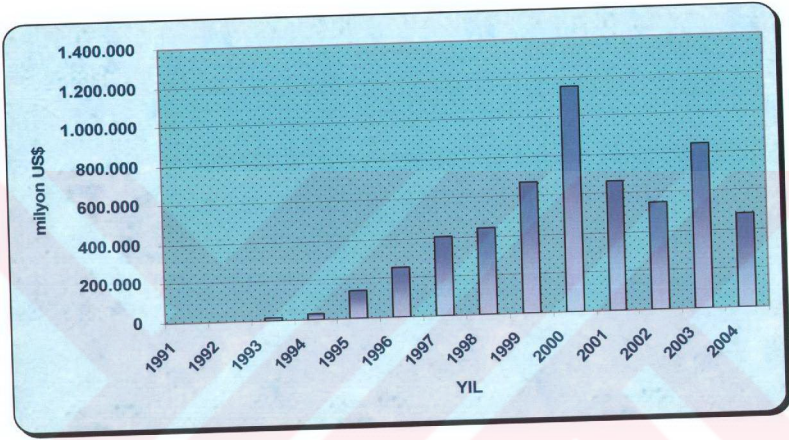
İMKB Tahvil ve Bono piyasası repo işlemleri ve ihraç edilen devlet tahvilleri nedeniyle kuruluşundan itibaren önemli ölçüde gelişme kaydetmiştir.

Fakat bu büyümenin sağlıklı bir büyüme olduğu söylenemez. Çünkü İMKB Tahvil piyasasındaki bu gelişmenin ana sebebi özellikle 1991 sonrası artan oranda gerçekleşen kamu iç borçlanması nedeniyle ihraç edilen devlet tahvilleridir. Devlet tahvili ihracındaki bu artış, özel sektör tahvil ihracı açısından olumsuz bir ortam yaratmıştır. 1994 sonrası özel sektör devlet tahvili faizi ile rekabet edebilme olanağını dolayısıyla da iç piyasada tahvil ihraç edebilme olanağını tamamen kaybetmiştir. Yüksek orandaki kamu iç borçlanma gereğinden dolayı oluşan devlet tahvilinin özel sektör tahvilini dışlama etkisi (crowding out effect) nedeniyle İMKB tahvil piyasasına kote olmuş tek bir özel sektör tahvili dahi bulunmamaktadır.

Borsalarda kote olan özel sektör tahvillerinin piyasa değeri açısından Deutsche Borse, Londra ve NYSE gibi gelişmiş piyasalar ilk 3 sırayı almaktadır. Özel sektör tahvil piyasa değeri Deutsche Borse'de yaklaşık 1,3 trilyon ABD\$, Londra 423 milyar\$, New York Menkul Kıymetler

Borsası'nda (NYSE) ise 231 milyar\$ seviyesindedir. Gelişmekte olan piyasalar arasında ise Kore borsası 98 milyar \$ ile en önde gelmektedir. Türkiye incelenen 33 ülke içinde kamu tahvillerinin piyasa değeri açısından 14. sırada yer alırken, özel sektör tahvillerinin piyasa değerine göre son sıradadır.

Grafik 5.7 İMKB'de Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacmi



Kaynak: <http://www.imkb.org>, (20.05.2004).

5.1.3 Türev Piyasalar

Türev piyasaların Türk Sermaye Piyasası'nda önemli bir yere sahip olduğu söylenemez. Türkiye'de bulunan tek organize türev piyasası İMKB bünyesinde 2001 yılı Ağustos ayında faaliyete geçen Vadeli İşlemler Piyasası'dır. Bu piyasada, hisse ve endeks üzerine yazılan opsiyon ve Futures sözleşmeleri bulunmamakta, sadece ABD Doları üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

Finansal türev piyasalarının amacı, faizlerde, döviz kurlarında ve menkul kıymet fiyatlarındaki değişimlere karşı yatırımcıların korunma olanaklarını genişletmektir. AB türev piyasalarında ilk tanıtılan ürünler, devlet tahviline dayalı sözleşmeler şeklindedir.

5.2 AVRUPA SERMAYE PİYASALARI İLE BÜTÜNLEŞMENİN TÜRK SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN AVANTAJLARI

Avrupa sermaye piyasaları ile bütünleşme Türk sermaye piyasasının en etkin kurumlarından biri olan İMKB, sermaye piyasası kurumları, yatırımcılar ve hatta diğer bazı makro ekonomik unsurlarla desteklendiğinde ülke ekonomisi açısından da çok önemli avantajlar sağlayabilecektir.

5.2.1 İMKB'ye Sağlayacağı Avantajlar

Avrupa Birliği'ndeki bütünleşme süreci özellikle düzenli piyasaları ve menkul kıymet borsalarını etkilemektedir. Dolayısıyla Türkiye'nin tek ve resmi menkul kıymet borsası olan İMKB, Avrupa Birliği ile bütünleşme sürecinden en çok etkilenecek kurumlardan biri olacaktır.

Tüm dünya piyasalarında temel eğilim olan sermaye hareketlerindeki serbestleşme hem birincil piyasalardaki menkul kıymet ihraçlarında hem de ihraç edilen menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı ikincil piyasalarda ulusal korumacılığın etkisi kaybetmesine neden olmuş ve rekabeti artırmıştır. Dolayısıyla bu piyasaların varlıklarını sürdürebilmeleri için daha rekabetçi olmaları gerekmektedir. Bu bağlamda, Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşme sürecinde doğru stratejilerin izlenmesiyle İMKB daha rekabetçi bir borsa haline gelecektir.

Avrupa Birliği düzenlemeleri üye ülkelerdeki borsaların kendi niteliklerini korumaları ve ortak normlar çerçevesinde borsaların birbirleri ile bağlanması ve serbest hizmet sunumu şeklindeki bir bütünleşmeyi, kabul etmiştir. Bu çerçevede borsalar arasındaki işbirliği artmış, bu işbirlikleri daha ileri aşamalara birleşme şeklindeki bütünleşmeler görülmeye başlamıştır. Birlik sermaye piyasaları ile bütünleşme aşamasında, İMKB'de Birlik içi borsalar ile bağlantılar kuracak ve bütünleşmeye gidebilecektir. Böylece Birlik'in hedefi çerçevesinde Avrupa Sermaye Piyasaları'nda yaratılan arz ve talebe İMKB de dahil olacak ve bu avantajlardan yararlanabilecektir. Bütünleşme sonucunda İMKB, ürünlerinin hem arz hem de talebini artırabilecektir.

5.2.1.1 Arzda Artış

Arzda artış deyiminden organize piyasalarda kote olan ve işlem gören menkul kıymet sayısının artması kastedilmektedir. Diğer bir deyişle, Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşme sürecinde İMKB yeni piyasalar açmak, bu piyasalarda işlem gören finansal ürün çeşitlerini artırmak için ya da mevcut piyasalarda kote edilmiş olan menkul kıymetlerin sayısını ve işlem hacmini arttırmak için yeni fırsatlara sahip olacaktır.

5.2.1.2 Talepte Artış

Talepte artış deyiminden piyasalarda kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapan yatırımcı sayısının artması anlaşılmaktadır. Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşme sonucunda İMKB'de işlem yapacak kurumsal ve bireysel yatırımcı sayısında büyük bir artış olabilecektir. İMKB ürünlerinin arz ve talebindeki bu potansiyel artış büyüme için yeni fırsatlar yaratacaktır.

5.2.2 Sermaye Piyasası Kurumlarına Sağlayacağı Avantajlar

Bütünleşmenin Türk Sermaye Piyasası'nda faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumları açısından sağlayacağı en büyük avantaj serbest ürün ve hizmet sunumudur. Serbest ürün ve hizmet sunumunun doğal sonucu olan sermaye piyasası kurumları arasındaki rekabetteki artış neticesinde daha rekabetçi hale gelebilen aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları çok daha büyük bir pazara da hizmet verebileceklerdir.

Bütünleşmenin sermaye piyasası kurumlarına sunacağı bu avantajdan yararlanabilmenin ön koşulu etkin hizmet ve ürün sunumu yapabilmektir. Bu kurumlar özellikle yabancı ve yerli yatırımcılara yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve alım-satım aracılığı konularında yine Türk şirketlerinin yurtdışı piyasalarda menkul kıymet ihracına aracılık, aracılık yüklenimi ve Türk yatırımcıların yabancı borsalardaki yatırımlarına aracılıkta etkin hizmet sunarak rekabet güçlerini artırabilmelidirler. Özellikle bu konularda yoğunlaşacak rekabet oluşumunda Türk aracı kurumlarının rekabet stratejilerinde temel belirlenmesi gerekli konular hangi piyasalarda hangi ürün ve hizmetlerde, hangi müşteri grubuna ağırlık verilmesidir. Bunu sağlamak için etkin bir yönetim bilgi sistemi, etkin bir risk yönetimi, hizmet ve ürünlerin iyileştirilmesi, sınırlanması

piyasalar ile bütünleşme ve iletişim, geniş bir müşteri portföyüne yayılma, yeni ürünler, finansal raporlama, ekonomik ve sektörel araştırmalar, stratejik işbirliklerinin kurulması, teknoloji yatırımları ve nitelikli personel istihdamı gerekli görülmektedir.

5.2.3 Yatırımcılara Sağlayacağı Avantajlar

Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşmenin yatırımcılara sağlayacağı en önemli avantajlardan biri her piyasada daha etkin ve eşit korumanın sağlanması olacaktır. Şeffaflık artacak, denetim ve gözetim işlevleri daha da kuvvetlenecektir. Yatırımcılar daha güvenli bir şekilde yatırım yapabileceklerdir.

Bütünleşmeyle beraber Türk yatırımcılar Birlik üyesi ülkelerin sermaye piyasalarında ve borsalarında serbestçe yatırım yapabileceklerdir. Türkiye'ye gelecek yabancı aracı kurumlar da doğrudan kendi piyasalarında sundukları ürünlere ve hizmetlere yatırım olanağı sunacaktır. Yabancı yatırım fonları katılma belgelerini Türkiye'de pazarlayabileceklerdir. Türk yatırım fonları da yurtdışı piyasalar da sunulabilecektir.

Bu şekilde yatırımcılar, yatırımlarının getirisini yükseltebilecek ve risklerini daha fazla çeşitlendirme sayesinde azaltabileceklerdir.

5.3 AVRUPA SERMAYE PİYASALARI İLE BÜTÜNLEŞME

Türk Sermaye Piyasası'na Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşme sürecini iki ana boyutta incelemek yerinde olacaktır.

Bunlardan birinci gerekli yasal düzenlemeleri yaparak hukuki düzenlemeler açısından Türk Sermaye Piyasası'nı Avrupa Sermaye Piyasası ile uyumlu hale getirmektir. Yasal düzenlemelerin tam uyumlaştırılması sayesinde bütünleşmenin ön koşulu yerine getirilmiş olacaktır. İkinci ve gerçekleştirilmesi daha zor olan boyut ise uygulama bazında bütünleşmenin gerçekleştirilmesidir. Uygulama bazında bütünleşmenin güçlüğü büyük ölçüde, ekonomik problemlerin derin olması ve Türk Sermaye Piyasası'nın boyut bakımından Avrupa Sermaye Piyasaları'na paralel olmamasından kaynaklanmaktadır.

Avrupa Sermaye Piyasası ile uyum ve bütünleşme hedefinde her iki boyutta şu ana kadar yapılanları, eksiklikleri ve bundan sonra yapılması gerekenleri belirlemek gerekmektedir.

5.3.1 Yasal Uyum

Türk Sermaye Piyasası'nı Avrupa Sermaye Piyasaları'na uyumlu hale getirmek için özellikle Sermaye Piyasası Kanunu yeniden düzenlenerek çeşitli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Menkul kıymetler, borsalar, sermayenin serbest dolaşımı ve yatırım hizmetleri alanında Türkiye'deki mevcut yapı ve mevzuat büyük ölçüde AB yönergelerindeki ilkelerle uyumlu durumdadır. SPK düzenleyici işlevini yerine getirirken AB'de uygulanan kuralları izlemektedir. Ancak mevcut yasal düzenlemelerde tam uyum sağlanması için belirli değişikliklerin yapılması da zorunludur.

5.3.1.1 Avrupa Sermaye Piyasalarına Uyum İçin Yapılan Yasal Düzenlemeler ve Eksiklikler

Avrupa Sermaye Piyasaları mevzuatıyla farklılıkların olduğu ve uyum için değişiklik yapılması gereken noktalar şöyle özetlenebilir⁷¹:

- Menkul kıymetlerin borsaya kote olması hakkındaki kurallarla ilgili olarak sermayenin hesaplanması, asgari sermaye miktarı, asgari halka açıklık oranları ve zorunlu aracılık kullanımı konularında bazı farklılıklar mevcuttur.
- Türkiye'de izahnamede yayınlanması gereken bilgi ile ilgili standartlar SPK tarafından belirlenmekte iken birçok AB ülkesinde bu görevi Borsa'lar üstlenmiştir. AB'de izahname yayımlanması borsaya kote olmak için gerekli bir şart iken, Türkiye'de izahname halk arz aşamasında yayımlanmaktadır.
- Menkul kıymetler ile ilgili olarak gerek ihraç veya kotasyon esnasında, gerekse sürekli olarak yayımlanması gereken bilgilerle ilgili olarak, Türkiye'de hiçbir istisna söz konusu olmamaktadır. AB'de ise belli durumlarda izahname yayımlanma yükümlülüğüne istisna

⁷¹ Meral Varış, Ali Küçükçolak, Oral Erdoğan, Levent Özer, AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi, İMKB Özel Yayın:İstanbul, 2000, s.59.

getirilebilmektedir. Ayrıca Avrupa’da altı aylık dönemler itibariyle yayımlanması zorunlu tutulan ara mali tabloların Türkiye’de üçer aylık dönemler itibariyle yayımlanması gerekmektedir. Bunun temel nedeni ise gene makro ekonomideki sorunlardır. Bu sorunlar nedeniyle Türk piyasalarında Avrupa’dan daha kısa dönemli bakış hakimdir. Dolayısıyla, Türk mali piyasaları için bu uygulama gerekli olmaktadır.

- Kollektif yatırım kuruluşları ile ilgili olarak, Türkiye’de sadece açık uçlu yatırım fonları yapıları dolayısıyla UCITS yönergesi⁷² kapsamına dahil olabilecek niteliktedir. Ancak yatırım fonlarıyla ilgili Kurul tebliğinde fon portföyüne altın ve diğer kıymetli madenlerin dahil edilebilmesi hükmü konuyla ilgili AB yönergesindeki tanımdan farklılık göstermektedir. Türk yatırım fonlarının tek izin prensibinden yararlanabilmesi için Türk düzenlemelerinde yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri araçlar arasından altın ve kıymetli madenlerin çıkarılması gerekmektedir.
- Türkiye’de içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemeler, Avrupa düzenlemeleri ile çok büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. İçeriden öğrenilen bilginin tanımı aynıdır, ancak içeriden bilgi öğrenebilecek kimselerin tanımında Türk mevzuatında AB düzenlemelerinden farklı olarak “pay sahipleri” ile “elde ettikleri bilginin sadece içeriden olan kimseler tarafından verilebileceğini bilen şahıslar” sayılmamıştır.
- Aracılık faaliyetlerinde AB’den ayrılan en temel nokta Türkiye’de bankaların durumudur. Türkiye’de bankalar doğrudan Borsa’da hisse senedi işlemleri yapamamaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu ile SPK’ya her bir aracılık faaliyetinin ayrı kuruluşlar tarafından yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapma yetkisi verilmiştir. Bu çerçevede Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkındaki SPK tebliği ile yapılan düzenlemelere göre, bankaların sermaye piyasası faaliyetleri borsada hisse senedi üzerine yapılan işlemleri kapsamayacak şekilde sınırlandırılmıştır. Söz konusu düzenlemeye göre bankalar, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının borsa dışında alım satımına aracılık, hisse senetleri hariç olmak üzere borsada alım satımına aracılık, repo-ters repo işlemleri ve türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinde bulunabilmektedir. Mevduat kabul etmeyen bankalar ise bu faaliyetlere ek olarak sermaye piyasası

⁷² AB’de kolektif yatırım şirketlerini düzenleyen yönerge dir.

araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yapabilmektedir. Bankaların sermaye piyasası faaliyetinde bulunabilmeleri konusunda değişiklik gerekecektir.

- Menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi çıkışı ile gerek yerleşik olmayanları yerli menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarını, gerek yerleşiklerin yabancı menkul kıymetleri alıp satmaları serbesttir. Bu husustaki tek koşul, alım satım ve transfer işlemlerinin Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar ve bankalar vasıtasıyla gerçekleştirilmesidir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerce sermaye piyasası araçlarının yurt dışında ihraç, arz ve satışın yapılması serbesttir. Aynı şekilde dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye’de bu tür işlemler yapmaları serbestleştirilmiştir.
- Yabancı sermaye piyasası araçlarının yurt içinde satışı “Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Tebliğ (Seri:III, No:20) ile düzenlenmiştir. Söz konusu Tebliğin 3’üncü maddesi çerçevesinde;
- Yeni çıkarılan yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arzı,
- Yabancı sermaye piyasası araçlarının maliklerince halka arzı,
- Depo sertifikalarının halka arzı,
- Yabancı sermaye piyasası araçlarının ve depo sertifikalarının tahsisli satışı Kurula kaydettirilmesi şartıyla serbesttir.

5.3.1.2 Yasal Uyum İçin Yapılması Gereken Ek Düzenlemeler

Türk Sermaye Piyasası mevzuatı ile Avrupa Sermaye Piyasası mevzuatı arasındaki farkları gidererek yasal uyumun gerçekleştirilmesi için Türk Sermaye Piyasası mevzuatında AB’nin 79/79/EEC, 80/390/EEC, 85/611/EEC, 88/627EEC ve 93/22/EEC’den oluşan Konsey

Yönergeleri paralelinde birtakım değişiklikler yapmak gerekmektedir. Bu yönergelere paralel olarak değişiklik yapılması gereken mevzuat aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 5.3 AB Konsey Yönergelerine İlişkin Olarak Değişiklik Yapılacak Türk Sermaye Piyasası Düzenlemeleri

Avrupa Birliği Yönergeleri	AB Yönergelerine Uyum için Değişiklik Yapılacak Türk Sermaye Piyasası Düzenlemeleri
5 Mart 1979 tarihi ve 79/279/EEC sayılı Yönerge	İMKB Kotasyon Yönetmeliği
17 Mart 1980 tarih ve 80/390/EEC sayılı Yönerge	Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik ve İMKB Kotasyon Yönetmeliği
20 Aralık 1985 tarihi ve 85/611/EEC sayılı Yönerge	Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ (Seri:VII,No.10), Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:V,No.29), Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına ilişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ (Seri:XI, No.6)
12 Aralık 1988 tarihi ve 88/627/EEC sayılı Yönerge	İMKB Kotasyon Yönetmeliğinde ve Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VIII, No.20)
10 Mayıs 1993 tarih ve 93/22/EEC sayılı Yönerge	Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:V,No.46), Yatırım Danışmanlığı ve Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri:V, No.47) ve Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:IV, No.29)

Kaynak: Meral Varış, Ali Küçükçolak, Oral Erdoğan, Levent Özer, AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi, İMKB Özel Yayın:İstanbul, 2000, s. 69.

Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum amacıyla;

- AB'deki Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon Şartlarının Koordinasyonu konulu 79/279/EEC sayılı Yönergeye uyum amacıyla, İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nde tadilat yapılacaktır.

- AB'deki Menkul Kıymetlerin Borsa Resmi Kotuna Alınması için Yayımlanacak Kotasyon Formu Hazırlanması, Kontrolü ve Yayınlanması ile Dağıtılmasına İlişkin Koşulların Koordinasyonu konulu 80/390/EEC sayılı yönergeye uyum amacıyla; Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelikte ve İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nde tadilat yapılması gerekmektedir.
- AB'deki Menkul Kıymetler Yatırım Yapmak Suretiyle Portföy İşleten Kollektif Yatırım Kuruluşları ile İlgili Kanun, Yönetmelik ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu konulu 85/611/EEC sayılı yönergeye uyum amacıyla; Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğde (Seri:VII, No.10), Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde (Seri:V, No.29), Menkul Kıymetler Yatırım Fonları, Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin ilke ve Kurallar Hakkında Tebliğde (Seri:XI, No.6) değişiklik yapılması gerekmektedir.
- AB'deki Kota Alınmış Şirketlerin Çoğunluk Paylarındaki Değişme Durumunda Yayımlanacak Bilgilere İlişkin 88/627/EEC sayılı yönergeye uyum amacıyla; İMKB Kotasyon Yönetmeliğinde ve Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin (seri:VIII, no:20) değiştirilmesi gerekmektedir.
- AB'deki Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri Hakkında. 93/22/EEC sayılı yönergeye uyum amacıyla; Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde (Seri:V, No.46), Yatırım Danışmanlığı ve Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde (seri:V, No,47) ve Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde (Seri:IV, No.29) tadilat yapılacaktır.

AB'ye uyum için yapılacak yeni düzenlemelerde dikkat edilmesi gereken husular aşağıdaki gibi özetlenebilir⁷³:

- Halka açıklık oranları İMKB'de ödenmiş sermaye miktarına göre %5 ile %15 arasındayken, AB'de bu oran %25 seviyesindedir. Bu nedenle, gerek Borsa'nın derinliği

⁷³ Varış, v.d., s.62.

ve gerekse AB'ne uyum açısından halka açıklık oranlarının yükseltilmesini destekleyici düzenlemeler getirilebilir. Ayrıca, halka açıklık tanımı gözden geçirilerek tüm halka açık şirket hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi prensibine geçilmelidir.

- Türkiye'de profesyonel ve bireysel yatırımcı tanımı ve ayrımı mevzuatta belirgin olarak yapılmamıştır. AB, bu iki yatırımcı tipi arasındaki ayrımın belirginleştirilmesini yatırımcıların korunması açısından birincil derecede önemli görmektedir. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, profesyonel ve bireysel yatırımcı tanımları ile aralarındaki farklılıklar ve uygulanacak hükümler konusunda düzenleme yapılması gerekmektedir.
- Aracı kurumların ve şubelerinin karşılık tanınması ve "orijin ülke" esaslarının uygulanması için çalışmalar başlatılmalıdır. Bu takdirde, AB üyesi ülkelerde sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan yatırım şirketlerine Türkiye'de de faaliyet izinleri söz konusu esaslar dahilinde verilecektir. Öte yandan, Türk aracı kurumları, AB Sermaye Piyasası'nda aynı koşullarda işlem yapma hakkını edinebilecektir.
- Kurumsal yatırımcı tabanının güçlendirilmesi amacıyla, özel emeklilik fonlarının piyasaya katılımı yeni kanunlaşan bireysel emeklilik yasasının vergi teşvikleri ile desteklenmesi halinde yakın bir zaman içerisinde sağlanabilecektir. AB'de özel emeklilik fonları kurumsal yatırımcı nitelikleri ile sermaye piyasasına önemli miktarda fon arz etmektedirler. Türkiye'de sosyal güvenlik kurumlarının mevcut durumda hisse senedine yatırımları sınırlandırıldığından piyasaya etkili çok düşük seviyededir. Bununla birlikte, bireysel emeklilik yasasında düzenlenmeyen bu konuda yönetmeliklerde açıklığa kavuşturulması halinde; fon portföylerinde hisse senetlerine belirli oranda pay ayrılması ile sermaye piyasalarının derinleşmesi hızlanacaktır.
- Yatırımcıyı korumada Yatırımcıları Koruma Fonu'ndan yapılacak azami tutar AB ile karşılaştırıldığında düşük kalmaktadır. AB'nde zarar görenlere ödenecek tutar birey başına 20.000 Euro'dan az olamaz iken, birde Sermaye Piyasası Kanunu değişikliklerinin yürürlüğe girmesinden önce yetki belgeleri iptal edilen ve haklarında iflas davası açılan aracı kurumlardan olan alacaklar için bir tavan getirilmiştir. Tavan rakam her yıl yeniden

değerleme katsayısı oranında artırmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklerden sonra, hesabında alacağını karşılamaya yetecek kadar ya da hiç hisse senedi bulunmayan saklama hesabı sahiplerinin nakit ve hisse senedi alacakları toplamının 11.7 milyar TL'sinin tasfiye sonucu beklenmeksizin ödenmesi esası getirilmiştir.

- AB'de istisnai olarak, yatırımcıların yanıltılmaması kaydıyla şirketlerin tahmini kar ve zarar tablolarının kamuya açıklanmasına izin verilirken, bizden bu imkan mevcut bulunmamaktadır. AB'nde ayrıca, bazı bilgilerin kamuya açıklanmasının kamu yararı ile çeliştiğine veya şirkete ciddi zararlar verileceğine yetkili otoriteler karar verirlerse, yatırımcıları yanıltmamak şartıyla, söz konusu bilgilerin kamuya açıklanmaması mümkün bulunmaktadır. Türkiye'de özel durumların kamuya açıklanması konusunda Seri:VIII, No.20 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği'nde bu konuda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Söz konusu tebliğe şirketlerin yıllık mali tablolarla birlikte bir sonraki dönem için öngördüğü kar ve zarar tahminlerini sebepleri ile birlikte açıklama yükümlülüğü getirilmesi mali tablolar açıklanmaya kadar oluşacak asılsız haberleri de ortadan kaldıracaktır.
- Şirket yönetim ilkeleri konusunda ortak ilkelerin oluşturulması AB'nin son yıllarda önemle üzerinde durduğu bir konudur. Türkiye'de bu konuda özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB'nin halka açık şirketlerin önerilerini alarak sermaye piyasası mevzuatına tabi şirketler açısından yönetim ilke ve presiplerinin çerçevesini belirlemesi gerekmektedir.
- Sermaye piyasasında grup şirketlerinin birbirleriyle ilişkilerinde basiretli yönetim prensibinin uygulanması ve grup şirketlerine yönelik denetimin etkinleştirilmesi AB'nin birincil öncelikleri arasında yer almaktadır. Türkiye'de konsolide mali tablolar dışında grup şirketlerine ilişkin olarak özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Grup şirketleri arasındaki ilişkilerin sermaye piyasası açısından önemi dikkate alındığında, basiretli yönetim prensibi kapsamında, konunun Sermaye Piyasası Kurulu tarafından özel bir tebliğe düzenlenmesi gereklidir.

5.3.2 Uygulama Boyutunda Avrupa Sermaye Piyasaları İle Bütünleşme

Avrupa sermaye piyasaları ile bütünleşme hedefinde sadece yasal düzenlemeleri uyumlu hale getirmek yeterli olmamaktadır. Yasal düzenlemeleri sermaye piyasası aktörleri vasıtasıyla uygulama boyutuna taşımak gerekmektedir. Bütünleşmenin uygulama boyutuna geçirilmesinde Türk Sermaye Piyasası'nın en büyük aktörlerinden biri olan İMKB'ye önemli roller düşmektedir. Fakat uygulamada engel teşkil edebilecek iki önemli sorun bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ülke ekonomisinde istikrarsızlıklara yol açan makro düzeydeki problemler, ikincisi de Türk Sermaye Piyasası'nın boyut olarak Avrupa Sermaye Piyasaları'na paralel büyüklükte olmamasıdır. Aslında ikinci engelin de temel sebebi ülke ekonomisindeki sorunlardan dolayı, sermaye piyasalarından finansman sağlayarak bu piyasayı besleyen ve büyümesini asgılayan özel sektör şirket sayısının yeterli olmasıdır.

Bu bağlamda, bu iki sorunu ve İMKB'nin Türk Sermaye Piyasası'ndaki öncü rolünü göz önüne alarak, Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşmenin uygulama boyutuna geçirilmesinin en uygun yöntemi belirlemek yerinde olacaktır. Söz konusu yöntemin detaylarına geçmeden önce bütünleşmenin ve Türk Sermaye Piyasası'nın gelişmesinin önündeki en büyük engel olan makroekonomik sorunları ve sermaye piyasasından finansman sağlayan özel sektör şirket sayısını artıracak yolları incelemek gerekmektedir.

Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşmenin uygulamaya geçebilmesi için Türk Sermaye Piyasası'nın boyutunun büyütülmesi önemlidir. Bunun için de sermaye piyasalarını devamlı olarak besleyebilecek bir özel şirket stoğunun yaratılması gerekmektedir. Fakat Türkiye'deki şirketlerin çoğunun KOBİ olması ve bunların sermaye piyasalarından finansman sağlayabilecek profesyonellikten uzak olmaları ve halka arz ile kotasyon şartlarını karşılayabilecek güçlü sermaye yapılarına sahip olmamalarından ötürü bu şirket stoğunun oluşturulması güçleşmektedir. Bu nedenlerle, KOBİ'lerin finansman sorununa yardımcı olmak ve sermaye piyasamızı büyütmek için İMKB bünyesinde KOBİ'lere yönelik olarak kurulmuş olan Bölgesel Pazar gibi piyasalarda belirtilen sebeplerden ötürü amacına ulaşmamaktadır.

İMKB bünyesinde KOBİ platformu kurulması ve daha sonra da Euronext ile karşılıklı tanıma ve işlem yapabilme anlaşması imzalanması ile hem KOBİ'lere yeni finansman yöntemleri

sağlanarak ekonomik büyümeye katkı sağlanabilir hem de sermaye piyasalarının beslenerek Avrupa Sermaye Piyasaları ile bütünleşmesi kolaylaştırılabilir.

Yeni fon arayışı içerisinde olan ve sadece kamuyu aydınlatma ilkelerine uyacağını taahhüt eden her KOBİ herhangi bir ek kotasyon şartı olmaksızın bu platforma kayıt olabilecektir. Bu platform IMKB bünyesinde olmasına rağmen bir piyasa niteliğinde olmadığı için ek bir kotasyon şartına gerek olmayacaktır. Periyodik olarak mali tablo hazırlama ve kamuyu aydınlatma zorunluluğu içinde olacak olan KOBİ'ler bir taraftan IMKB tarafından verilebilecek eğitimler sayesinde sermaye piyasası kurallarını öğrenme imkanı bulurken bir taraftan da şeffaflaşabileceklerdir. Bu sayede özellikle yabancı yatırımcılar için IMKB'nin güvenilirliği altında KOBİ'lere yeni yatırım olanakları da sunulmuş olacaktır. KOBİ'ler de yeni fon kaynaklarına, yeni ortaklara, birleşme, satın alınma ya da işbirliği olanaklarına kavuşmuş olacaklardır. KOBİ'leri sermaye piyasasına daha fazla çekebilmek için çeşitli önlemlerin ve teşviklerin uygulanması gerekmektedir⁷⁴:

- Vergi avantajı sağlamak,
- Finansal danışmanlık hizmeti sunmak,
- Sadece KOBİ'lerin yer alacağı ve kotasyon koşullarının daha esnek olacağı tezgahüstü piyasaların oluşturulmasını sağlamak,
- Bu piyasaların oluşturulması için yurtdışı piyasalarla stratejik işbirliği yapmak,
- Kurumsal yatırımcılara bu şirketlerin hisse senetlerini alma olanağı sağlamak,
- Halka arz yoluyla fon sağlama olanağını daha iyi tanıtmak,
- Bürokratik engelleri azaltmak,
- Küçük işletmelerin birleşerek oluşturacakları şirketlerle sermaye piyasasına gelmelerini sağlamak,
- Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının gelişmesi için yurtiçi ve yurtdışından gerekli kaynağı sağlamak,
- Girişimcilik kültürünü geliştirmek,
- Profesyonel yöneticilerin bu şirketlerde yer almalarını ve üniversiteler ile işbirliğine giderek finansal danışmanlık hizmeti almalarını sağlamak.

⁷⁴ “Kobi’lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Fon Sağlama Olanakları: Tezgahüstü Piyasalar ve Risk Sermayesi Finansman Modeli”, Doç. Dr. Güler Aras, www.makalem.com, Ekim 2001.

Böylece de hem sermaye piyasamızın boyutu genişleyecek hem de ekonomik büyümeye katkı sağlanmış olacaktır.

“Karşılıklı Tanıma ve İşlem Yapabilme Anlaşması”, borsaların mülkiyet haklarında bir değişiklik yapmaksızın, anlaşmayı imzalayan borsaların karşılıklı olarak birbirlerinin üyelerini tanımalarını ve bu üyelere her iki borsada da serbest olarak işlem yapma hakkının verilmesi olarak tanımlanabilir. Bu uygulamanın bir örneği, Euronext ile Varşova borsasının bu anlaşmayı yapmış olmalarıdır. Bu uygulama ile Türk Sermaye Piyasası bir yandan yabancı portföyünü çok büyük oranlarda genişletirken bir yandan da Avrupa Sermaye Piyasası’nda halihazırda devam eden bütünleşme sürecinin doğrudan bir parçası haline gelecektir.



6. SONUÇ ve ÖNERİLER

Globalleşen dünyanın en önemli faktörlerinden birini oluşturan Avrupa Birliği, ekonomik birliğini sağlamak yolunda önemli adımlar atmıştır. Birlik haline gelen Avrupa ekonomisinin bundan sonraki amacı, uluslararası rekabet gücünü çok daha ileri seviyeye taşımaktır. Avrupa Sermaye Piyasası'nda yaşanan rekabet ve bütünleşme etkileri pazarın amacına ulaşması için en önemli unsurları oluşturur.

Türkiye 40 yılı aşkın bir süredir Avrupa Birliği ile entegrasyona ve Birlik'e tam üyeliğe kabul edilmek için çalışmalarını sürdürmektedir. Geline nokta Avrupa Birliği ile yakın temaslar ve ilişkiler içine girilmiştir. Türkiye öncelikle Avrupa Birliği'ni ve üyeliğe katılım sürecini iyi tanımlamalıdır. AB'yi sadece ekonomik imkanlar bütünü olarak görmek yanlıştır. Avrupa Birliği her alanda ülkelerin ve toplumların refahını sağlamaya yönelik dinamik değerler toplamıdır. AB'yi iyi anlamış ve analiz etmiş bir Türkiye üyeliğe katılım sürecini daha verimli olarak değerlendirebilir.

Avrupa Birliği için ulaşılması gereken en önemli kriterler Kopenhag ve Maastricht kriterleridir. Kopenhag kriterleri, hükümetlerin kararlı adımları ve kamuoyunun desteği ile hukuksal alanda getirilen yeni düzenlemeler ve uygulamalarla yerine getirilebilir ve ulaşılabilir kriterlerdir. Nitekim ülkemiz bunun örneklerini sergilemiştir. Fakat uyum sürecinde çıkarılan yasaların sadece yasa olarak kalmaması, uygulamaya konması da gerekmektedir. Maastricht kriterleri ise belirli makroekonomik göstergelerin bir süreç içerisinde iyileştirilmesi ve üyelik standartlarına getirilmesine dayanan kriterlerdir. Günümüzde gelinen nokta, iyileşen göstergeler ve kararlı bir kamuoyuyla iyimser bir tablo çizmektedir.

Avrupa Birliği tüm üye ülkelerde genel geçer bir sermaye piyasası düzenlemesini tercih etmiştir. Herhangi bir şirketin kendi ülkesi dışında Birlik içerisinde herhangi bir borsada işlem görebilmesi ilkesi temeline dayanan bu düzenlemeler tüm ülkelerin uyması gereken direktifler ortaya çıkarmıştır. Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasaları'nda direktiflerin üzerine oturtulduğu en büyük temel, yatırımcılar ve onların korunması hususudur. Direktiflerde en katı kurallar ve en ağır yaptırımlar bu konu üzerinde yoğunlaşmıştır. Ayrıca yatırımcıların korunmasına hizmet eden gözetim ve denetim konuları da direktiflerin önemle üzerinde durduğu konulardır. Sermaye

piyasasının en temel özeliği olan ‘‘güven’’i sağlamış olan AB, yatırımcılarını bu piyasaya çekmekte zorlanmamaktadır. AB bunu yaparken hem kendi düzenlemelerini hem de yatırımcılarına çok fazla yatırım tercihi sunabilen finansal araçlarının çeşitliliğini ön plana koymaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcıların gelişmişliği, toplanan fonların profesyonel yöneticilerle sermaye piyasalarında değerlendirilmesi AB’nin yüksek işlem hacimli ve güçlü sermaye piyasalarına sahip olmasını destekleyen en önemli fon kaynaklarıdır. Bu yatırımcılar için üye ülkelerde düzenlenen vergi avantajları da sermaye piyasasının cazibesini artırıcı rollerden birisidir.

Ülkemizde sermaye piyasaları kendi iç dinamikleriyle yeteri kadar gelişmemiştir. Bunun en önemli sebepleri arasında yıllardan beri süre gelen kronik enflasyon, mevcut sermaye piyasası içerisinde kamunun ağırlığı, genel ekonomik göstergelerden kaynaklanan güvensizlik, güvensizlikten kaynaklı tasarrufların para piyasasına yönelmesi, kurumsal yatırımcıların etkisizliği, finansal araçların çeşitliliği, bankacılığa ve onun yatırım imkanlarına alternatif sağlanamaması vb. birçok neden gösterilebilir.

Türkiye’de sermaye piyasaları gelişiminin başlaması, genel ekonomik görüntünün iyileşmesini ve yatırımcıların güvenlerini kazanmayı beklemektedir. Ülkemizde mevcut ekonomik yapı gelecek ile ilgili beklentilerin tahmin edilememesini, dolayısıyla uzun vadeye yönelik risk primini arttırmaktadır. Yıllardır devam eden bu süreç yatırımcıların yatırım kararı ve davranışlarını sermaye piyasası adına olumsuz etkilemektedir. Fon sahipleri alışılmış yatırım davranışlarından vazgeçmemektedir. Para ve döviz piyasasının cazibesi geçmiş elli yıldaki kötü gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Genel ekonomik durum aynı şekilde devam ettiği sürece yatırımcıların ve fon sahiplerinin bu davranışlarında bir değişiklik olmayacağı gözükmemektedir. Dolayısıyla, ülkemiz sermaye piyasalarını geliştirmek yolunda her zamanki ekonomik karakteristiklerinden uzaklaşmaya yönelmelidir. Zira, AB ile bire bir direktiflere sahip bir sermaye piyasamız olsa bile yukarıda sayılan nedenlerden dolayı yatırımcılar yatırım kararlarını hemen değiştirip sermaye piyasasını fonlamayacaktır. Buradan hareketle, AB ile olan ilişkilerimiz öncelikle Maastricht kriterleri çerçevesinde sermaye piyasalarımızı etkileyecektir. Ülkemiz öncelikle sermaye piyasasına yatırım yapmaya zemin hazırlayacak şartları oluşturmalıdır. Daha sonra AB ile mevzuat uyumuyla birlikte bu entegrasyon kendisini tamamlayacaktır.

Türkiye, Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB gibi iyi işleyen iki kuruma sahiptir. Bu kurumlar ülke sermaye piyasamıza yön veren etkili otoritelerimizdir. Her ikisi de sermaye piyasalarımızın şeklini çizen düzenlemeleri dünya standartlarında düzenlemeler haline getirmeye çalışmaktadır.

Yasal düzenlemeleri sermaye piyasası aktörleri vasıtasıyla uygulama boyutuna taşımak gerekmektedir. Bütünleşmenin uygulama boyutuna geçirilmesinde Türk Sermaye Piyasası'nın en büyük aktörlerinden biri olan İMKB'ye önemli roller düşmektedir. İMKB'nin AB'ye uyum konusunda üzerinde durması gereken en önemli konu, yatırımcı ve onun korunması konusudur. İMKB'nin diğer aday ülkelere karşı birçok rekabet avantajı mevcuttur. Bunların en başında Türkiye ekonomisinin büyüme ve gelişme potansiyeli gelmektedir. İstikrarsızlıkların çözüme kavuşturulması için atılan ekonomik adımlar AB nazarında güven verici bulunmuştur. Türkiye'nin önemli ölçüde özelleştirme potansiyelinin olması Türkiye açısından ve dolaylı olarak menkul kıymet piyasaları açısından bir avantaj oluşturmaktadır. Entegrasyon ile birlikte aday ülkeler yeni arz ve talepler ile karşılaşacaklardır. Bu arz ve talebin karşılanması için gerekli teknoloji ve alt yapının sağlanması gerekmektedir. Bu konuda İMKB açığını büyük oranda kapatmıştır. Ayrıca İMKB, ortaya çıkacak yeni enstrüman ihtiyacını daha önce öngörerek vadeli işlemler piyasasına da işlerlik kazandırmıştır.

Uygulamada engel teşkil edebilecek iki önemli sorun bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ülke ekonomisinde istikrarsızlıklara yol açan makro ekonomik problemler, ikincisi ise Türk Sermaye Piyasası'nın boyut olarak Avrupa Sermaye Piyasaları hacminde olmamasıdır. Aslında ikinci engelin temel sebebi, sermaye piyasalarından finansman sağlayarak bu piyasayı besleyen ve büyümesini sağlayan özel sektör şirket sayısının ve halka açıklık oranının yeterli olamamasıdır.

Yapısal makroekonomik problemlerin çözülmesi durumunda, İMKB'nin AB üyeliğinin de çarpan etkisiyle, bölgenin finans merkezi haline gelmesi mümkün olabilecektir. AB Sermaye Piyasaları'nın bütünleşme süreci devam ederken, Türk Sermaye Piyasası'nın bu sürece etkin bir şekilde dahil olması, Türk ekonomisi ve Türk Sermaye Piyasası için yeni ufuklar açacaktır.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, H. . *The Integration of Capital Markets: Theory and Empirical Evidence*. Edward Elgar Publisher, 1995.
- A, Alp. . *Finansın Uluslararasılaşması*. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2000.
- Apak, S. . *Sermaye Piyasası ve Borsa*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1995.
- Arseven, F. . *Avrupa Birliği Kurumsal Yapısı*. İstanbul: İKV Yayınları, 1995.
- Ata, D. ve Silahşör, S. . *Parasal Birlik, Avrupa Birliği ve Türkiye*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 1999.
- Avrupa Birliği Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği. *2000 Yılı Genişleme Stratejisi*. Ankara: 2000.
- Avrupa Birliği Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği. *Avrupa Birliği Genişleme Sürecinde Türkiye*. Ankara: 2003.
- Avrupa Komisyonu Avrupa Vatandaşlarını Bilgilendirme Programı. *Euro ve Avrupa Ekonomik ve Parasal Birlik Üzerine Sorular& Cevaplar*. Ankara: 1998.
- Berk, N. . *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1999.
- Birand, M. A. . *Türkiye'nin Avrupa Macerası*. İstanbul: Doğan Yayınları, 2000.
- Bozkurt, V. . *Avrupa Birliği ve Türkiye*. İstanbul: Alfa Yayınları, 1997.
- Bulaç, A. . *Avrupa Birliği ve Türkiye*. İstanbul: Feza Yayınları, 2001.
- Cansızlar, D. . “Sermaye Piyasalarıyla İlgili Önemli Konular ve Gelişmeler”, *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*.Yıl 38, Sayı 8. 2001.
- Ceylan A. ve Korkmaz T. . *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Umut Yayınevi, 2000.
- Çarıkcı, E. . “Türkiye'nin AB'ye Tam Üyelik Meselesi ve Kriterleri”, *Yeni Türkiye, Yeni Medya Hizmetleri*. Sayı 36. İstanbul: 2000.
- Cnossen, S. . *Tax Coordination In The European Community*. Massachusetts: Kluwer Law and Taxation Publishers,1987.
- Dağdemir, E. U. . “Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri ile Türkiye'nin AB'ne Tam Üyeliklerinin Değerlendirilmesi”, *İKV Yayınları*. İstanbul:1998.
- Doğu, M. . “Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye”, *SPK Yayınları*. Yayın No:27, Ankara:1996.

Ekonomik Araştırmalar Genel M¼d¼rl¼ę¼. *Parasal Birlik, AB ve T¼rkiye*. Ankara: 1998.

Erçel, G. . “AB Yolunda T¼rkiye”, *Yeni T¼rkiye, Yeni Medya Hizmetleri*. Sayı 36. Ankara: 2000.

European Commission. *Taxation in the Single Market*. Luxemburg: Office for the Official Publications of the European Communities, 1990.

Final Report. *The Committee of Wise Men on the Regulation of European Capital Markets*. 2001.

Giovanni A. ve Mayer, C. . *European Financial Integration*, Cambridge University Press, UK. 1991.

Gortsos, C. V. . “Avrupa Birliği D¼zenlemeleri ve T¼rk Mali Sistemi”, *Bankacılar Dergisi*. Yıl:11, Sayı:33. 2000.

Gros, D. ve Thygesen, N. . *European Monetary Integration*. UK: Pearson Education Limited, 1998.

G¼nuęur, H. . *Ankara Antlaşması'ndan L¼ksemburg Zirvesi'ne T¼rkiye-AB İlişkileri*. Asomedy,1998.

G¼rlesel, C. F. . Alkın, K. ve Uzunoğlu, S.. “Avrupa Sermaye Piyasaları B¼t¼nleřme ve T¼rk Sermaye Piyasaları”, *IMKB Yayınları*. İsanbul: 1997.

Initial Report. *The Committee of Wise Men on the Regulation of European Capital Markets*. 2000.

İKV Yayınları. *Avrupa Birliği Kavramlar S¼zl¼ę¼*. No:157. İstanbul: 1999.

İKV Yayınları. *AB'de Ekonomik Birleşme ve Yaratacağı Sorunlar*. İstanbul:2000.

International Securities Market Ass. . *Towards a Single European Securities Trading Market*. Zurich: 1993.

Jovanovic, M. . *International Economic Integration Limits and Prospects*. New York: Routledge, 1998.

Kalaycı, İ. . “Euro ve Euro B¼lgesinin Ekonomik Politikaları”, *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*. Yıl:39, Sayı:9. 2002.

Kamran İ. . *T¼rkiye Avrupa Topluluğu Derneği, Ankara Merkez Toplantısı*. İstanbul: 1992.

Karluk, R. . *AB ve T¼rkiye*. İstanbul: Beta Yayınları ,1998.

Kondak N. ve Yayla, H. E.. *Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, T¼rkiye, Merkez ve Doğu Avrupa ¼lkeleri Menkul Kıymet Borsaları*. İstanbul: T¼rkmen Kitabevi, 2002.

K¼stekli, ř. İ. . *T¼rkiye ve AB*. Ankara: Sistem Yayınları, 1999.

Küçükahmetoğlu, O. . “Kopenhag İktisadi Kriterleri ve Türkiye’nin Avrupa Birliği’ne Üyeliği”, *Tebliğ*. İstanbul: 2000.

Llewellyn, D. T. . *Banking and Financial Services, The Single Market and Beyond*. London: Edited by: Dennis Swann, 1992.

Miras, F. . “Türkiye’nin AB’ne Tam Üyelik Perspektifi ve Türkiye Ekonomisi”, *Yeni Türkiye, Yeni Medya Hizmetleri*, Sayı 36. İstanbul: 2000.

Öymen, O. . *Türkiye ve AB*. İstanbul: İletişim Yayınları, 1999.

Parasız, İ. ve Başoğlu, U. . “Finansal Piyasaların Bütünleşmesi ve Avrupa Birliği Örneği”, *Yeni Türkiye, Yeni Medya Hizmetleri*. Sayı 36, İstanbul: 2000.

Robson, P. . *The Economics of International Integration*. New York: Routledge, 1998.

Rehman, S. S. . *The Path to European Economic and Monetary Union.*, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers, 1997.

Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı. *Türkiye Avrupa Birliği İlişkileri*. Ankara: 2000.

SPK. “Menkul Kıymetler ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri”. Yayın No: 85, Ankara: 1997.

Standard&Poor’s. *Standard&Poor’s Global Stock Markets Factbook 2003*. 2004.

“Avrupa Birliği’nde Mali Bütünleşme ve Türk Bankacılık Sektörü”, *T.B.B. Bankacılar Dergisi*. Sayı:39. 2001.

T.C Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı. *AT ve Türkiye*. Ankara:1998.

Tekince, A. . “AT’da 79/279/EEC, 80/390/EEC, 82/121/EEC ve 85/611/EEC Sayılı Direktiflerin Türk Mevzuatı ile Karşılaştırılması”, *SPK Araştırma Raporu*. 1991.

Tezcanlı, M. ve Erdoğan, O. . “Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB”, *İMKB Yayınları*. No 8. 1996.

“Uluslararası Sermaye Piyasalarında Türkiye’nin Yeri”, *TSPAKB Aylık Bülten*. Sayı 4. İstanbul: 2002.

TÜSİAD. “Avrupa Para Birliği’nde Ekonomik Politikalar ve Türkiye Üzerine Yansımaları”. Yayın No: TÜSİAD-T/98, 12-240. İstanbul.:1998.

Uzunoglu, S. . *Para ve Döviz Piyasaları*. İstanbul: Strata Training & Consulting, 2000.

Variş, M., Küçükçolak, A., Erdoğan, O. ve Özer, L. . “AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB’nin Gelişimi”. *İMKB Yayınları*. 2000.

Verdun, A. . *European Responses to Globalization and Financial Market Integration*. London: Mcmillan Press Ltd, 2000.

WEB SİTELERİ

“Avrupa Birliği Tarihçesi”. http://www.abhaber.com/belgeler/belgeler_12.htm. (15.01.2003).

ARI Düşünce ve Toplumsal Gelişim Derneği. “Değişim ve Gelişim Sürecinde AB ve Türkiye”. <http://www.abyerelnet.org/ab/turkiyeabiliskileri/tarihce/degisim.doc>. (15.01.2003).

“AB Tarihsel Sonuç”. <http://www.abyerelnet.org/ab/tarihsel/>. (15.01.2003).

<http://www.cia.gov>. (10.01.2004).

“AB-Türkiye İlişkileri : Tarihsel Gelişim ve Yakın Dönemdeki Gelişmeler”. <http://www.deltur.cec.eu.int/ab-tarihce.html>. (15.01.2003).

“Türkiye’nin Katılım Yönünde İlerlemesi Üzerine 2003 İlerleme Raporu”. <http://www.deltur.cec.eu.int/2003DuzenliRapor.zip>. (20.06.2003).

<http://devdata.worldbank.org/data-query/>. (20.05.2004).

<http://www.die.gov.tr>. (12.01.2004).

<http://www.dpt.gov.tr/abigm/>. (20.03.2003).

http://europa.eu.int/index_en.htm. (10.05.2003).

<http://europa.eu.int/comm/eurostat/>. (15.10.2003).

<http://www.euronext.com>. (15.05.2003).

<http://www.euturkey.org.tr>. (15.12.2003).

<http://www.fibv.com>. (10.05.2003).

<http://www.findarticles.com>. (12.04.2003).

<http://www.foreigntrade.gov.tr>. (15.10.2003).

“Makroekonomik Büyüklüklerin 2003 Yılı Tahminleri ve 2004 Yılı Hedefleri”. *Konjonktür İzleme ve Analiz Dairesi*. <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayil5/turkecon.doc>. (20.09.2003).

<http://www.ggdc.net/>. (15.01.2004).

<http://www.hazine.gov.tr>. (20.05.2004).

<http://ideas.repec.org/>. (12.04.2003).

<http://ikgv.org.tr/>. (12.05.2004).

<http://www.imf.org>. (12.01.2004).

<http://www.imkb.gov.tr>. (25.04.2003).

<http://www.kobinet.org.tr/kosgebabm/>. (10.09.2003).

<http://www.makalem.com>. (25.03.2003).

Delikanlı İ. U. . “Bankaların Denetimi ve Gözetimi: Türkiye ve Avrupa Birliği Uygulamaları”. www.makalem.com. (25.04.2004).

Aras, G. “Kobi’lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Fon Sağlama Olanakları: Tezgahüstü Piyasalar ve Risk Sermayesi Finansman Modeli”. www.makalem.com. (20.05.2004).

<http://www.mfa.gov.tr/turkce/grupa/ab/default.htm>. (10.10.2003).

<http://www.money.com>. (20.03.2003).

<http://money.cnn.com/>. (16.11.2003).

<http://www.nationmaster.com>. (10.01.2004).

<http://www.oecd.org>. (10.01.2004).

<http://www.spk.gov.tr>. (25.04.2003).

<http://www.takasbank.com.tr>. (25.05.2004).

“AB Yolunda Türkiye”. <http://www.tcberlinbe.de/tr/ab/tarihce.htm>. (10.10.2003).

<http://www.tcmb.gov.tr>. (25.04.2003).

<http://www.worldbank.org>. (12.01.2004).

<http://www.world-exchanges.org>. (20.12.2003).

“Yurtdışı Sermaye Piyasalarında Takas, Saklama ve Bunlara İlişkin Bankacılık Hizmetleri Konularında Gelişmeler”. www.takasbank.com.tr. (20.05.2004).

EKLER

EK 1 SERMAYE KAZANÇLARININ VERGİLENDİRİLMESİ

ÜLKE	Kısa- Uzun Dönem Kazanç Ayırımı Belirleyen Süre	Kısa Dönemli Sermaye Kazançları	Uzun Dönemli Sermaye Kazançları	Kişisel Gelir Vergisi		Vergi Dışı Bırakılan Tutar
				Max Oran	Özel Oran	
Almanya	1 YIL	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	53%	-	1000 DM
Avusturya	1 YIL	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	50%	-	6000 AS
Danimarka	3 YIL	Vergiye tabi	3600 Kron'a kadar olan kısım %25, aşan kısım ise %40 oranında vergilendirilir	59%	25%-40%	-
Finlandiya	-	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	54%	29%	-
Hollanda	-	Vergiye tabi değil	Vergiye tabi değil	60%	-	-
İngiltere	3 YIL	7200 sterlin üzerinde kalan tutar vergiye tabi	En fazla %40 oranında istisna mümkündür	40%	-	Yalnızca kısa dönemli kazançlar için 7200 sterlin
İrlanda	1 YIL	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	44%	-	1000 IRS
İspanya	2 YIL	Vergiye tabi	Vergiye tabi (%20 uygulanır)	39,6%	Yalnızca uzun dönemli kazançlar için %20	-
İsveç	-	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	56%	30%	-
Lüksemburg	6 AY	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	46%	-	10000 LF
Portekiz	1 YIL	Vergiye tabi	Vergiye tabi değil	40%	10%	-

EK 2 KAR PAYI GELİRLERİNİN VERGİLENDİRİLMESİ

ÜLKE	STOPAJ		KİŞİSEL GELİR VERGİSİ			
	Nihai	Nihai Değil	Max Oran	Özel Oran	Vergi Alacağı	Vergi Dışı Bırakılan Tutar
Almanya	-	26,4%	53%	-	Vergi alacağı dağıtılan kar payları üzerindeki kurumlar vergisine eşit miktarda uygulanır (tam bütünleşme)	Gelirin 3000 DM'lik kısmı
Avusturya	25%	-	50%	-	Vergi alacağı yok	-
Belçika	25% ⁽¹⁾	-	55%	-	Vergi alacağı yok	-
Danimarka	25% ⁽²⁾	Yalnızca belirli bir limiti aşması durumunda	59% ⁽³⁾	Kar payları için %40	Vergi alacağı yok	-
Finlandiya	-	-	54% ⁽⁴⁾	Sermaye gelirleri için %29	Tam bütünleşme sistemi	-
Fransa	-	-	54%	-	Vergi alacağı elde edilen kar payının %50'sine eşittir	-
Hollanda	-	25%	60%	-	Klasik sistem	Gelirin 1000 NLG'lik kısmı
İngiltere	-	-	40%	32,5%	Elde edilen kar payının 1/9'u vergi alacağını teşkil eder ⁽⁵⁾	-
İrlanda	-	24% ⁽⁶⁾	44%	-	11/89 oranında vergi alacağı uygulanır (kısmi bütünleştirme sistemi)	-
İspanya	-	18%	39,60%	-	Kısmi bütünleştirme sistemi	-
İtalya	12.5% ⁽⁷⁾	-	46%	-	Vergi alacağı, elde edilen kar payının 9/16'sı oranında uygulanmıştır	-
Lüksemburg	-	24%	46%	-	-	Elde edilen kar payının %50'si

- (1) Sözkonusu oran bazı durumlarda %15 düzeyine kadar inebilmektedir.
- (2) %25 oranındaki kesinti 36000 Kron'un altındaki kar payı gelirleri açısından nihai niteliktedir.
- (3) Yerel idareler tarafından uygulanan %28 oranındaki vergi dahildir.
- (4) Yerel idareler tarafından uygulanan %16.5 oranındaki vergi dahildir.
- (5) İngiltere'de 1999 yılına kadar kar paylarının vergilendirilmesinde kurumlar vergisi avansı uygulaması gerçekleştirilmiştir. Kurumlar vergisi avansı, ödenen kar payının 20/80'i oranında uygulanmıştır. Nisan 1999 tarihinden sonra ise sözkonusu uygulamaya son verilerek, gerçek kişiler açısından vergi alacağı tutarı, ödenen kar payının 1/9'u olarak belirlenmiştir.
- (6) %24 oranındaki kesintiler 1999 yılının Nisan ayından bu yana yapılan kardağıtımlarında uygulanmaktadır.
- (7) Temmuz 1998'den itibaren, kaynakta yapılan %12.5 oranındaki kesinti nihai vergilemeyi teşkil etmektedir.

EK 3 AVRUPA SERMAYE PİYASASINDA STANDARDİZASYONU SAĞLAYAN MEVCUT YÖNERGELER

KONU	YASA ve/veya YÖNERGE	TARİH
Genel Kurallar ve Kamuyu Aydınlatma	Davranış Yasası-77/534/EEC	25.07.1977
	88/627/EEC	01.01.1991
Kotasyon	79/279/EEC	05.03.1979
	80/390/EEC	17.03.1980
	94/18/EEC	10.05.1994
	82/121/EEC	30.06.1983
Halka Arz İzahnamesi	89/298/EEC	17.04.1989
	90/21/EEC	23.04.1990
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	89/592/EEC	13.11.1989
Yatırım Hizmetleri Serbestisi	93/22/EEC	10.05.1993
	95/26/EEC	18.07.1995
Sermaye Yeterliliği	93/6/EEC	15.03.1993
	98/31/EC	21.07.1998
	98/33/EC	21.07.1998
Kollektif Yatırım Ortaklıkları	85/611/EEC	20.12.1985
	88/220/EC	01.10.1989
Yatırımcı Zararları Tazmin Fonu	94/19/EC	30.05.1994
	COM (94) 585	31.12.1994

EK 4 AB ÜLKELERİNDE MENKUL KIYMET SAKLAMA KURULUŞLARI

ÜLKE	MENKUL KIYMET SAKLAMA KURULUŞLARI
Almanya	. Deutscher Kassenverein AG (DKV) . Deutscher Auslandskassenverein AG (AKV)
Avusturya	Wertpapiersammelbank (WSB) (Österreichische Kontrollbank (ÖKB)'ın bir bölümü)
Belçika	CIK-Cooperative de Liquidation
Danimarka	Vaerdipapircentralen (VP)
Finlandiya	Helsinki Money Market Center Ltd. (Helsingin Rahamarkkinakesku Oy-HMMC)
Fransa	Sicovam
Hollanda	Necigef
İngiltere	. The Central Gilts Office (CGO) . The Central Money Markets Office (CMO) . The European Securities Office (ESO)
İspanya	Servicio De Compensacion y Liqidacion de Valores -SCLV
İsveç	Vardepaperscentralen VPC AB
İtalya	. Banca D'Italia (Para) . Monte Titoli (Menkul Kıymet)
Lüksemburg	Cedel S.A.
Portekiz	Central
Yunanistan	Apothetirio Titlon AE

EK 5 FAİZ GELİRLERİNİN VERGİLENDİRİLMESİ

ÜLKE	STOPAJ		KİŞİSEL GELİR VERGİSİ	
	Nihai	Nihai Değil	Max Oran	Vergi Dışı Bırakılan Tutar
Almanya	-	30%	53%	Gelirin 3000 DM'lik kısmı
Avusturya	25%	-	50%	-
Belçika	15%-25%	-	55%	-
Danimarka	-	-	59%	-
Finlandiya	29%	-	54%	-
Fransa	-	10%-25%	54%	-
Hollanda	-	-	60%	Gelirin 1000 NLG'lik kısmı
İngiltere	-	20%	40%	-
İrlanda	24%	-	44%	-
İspanya	-	18%	39,60%	-
İtalya	12.5%-27%	-	46%	-
Lüksemburg	-	-	46%	Gelirin 60.000 Lf'lik kısmı
Portekiz	20%	-	40%	-
Yunanistan	7.5%-15%	-	45%	-

EK 6 TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN YENİDEN YAPILANDIRILMASI SIRASINDA YÜRÜTÜLEN PROJELER

I - BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ ÇALIŞMALARI

- 1) Türk Sermaye Piyasası Acil Durum Merkezi'nin (Disaster Recovery Center) kurulması,
- 2) SP-NET (Sermaye Piyasası Bilgi Sistemleri) projesinin hayata geçirilmesi.
 - Gözetim Projesi : Gözetim Projesi kapsamında, İMKB ve TAKASBANK bağlantıları ile İMKB'deki seans işlemlerinin ele alınacağı bir Gözetim Sistemi oluşturulacaktır. Entegre bir yapıda oluşturulacak bu sistem; verilerin çok hızlı bir şekilde iletilmesini ve güncellenmesini mümkün kılacak, bu sayede rapor ve ekranlar aracılığı ile anlık gözetimin yapılmasına, normal dışı durumlar ve manipülatif işlemlerin hızla tespit edilmesine imkan tanıyacaktır.
 - Kamuyu Aydınlatma Projesi : “Kamuyu Aydınlatma Projesi”, SPK, İMKB ve TÜBİTAK Bilgi Teknolojileri ve Elektronik Araştırma Enstitüsü (BİLTEN) arasında, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve aracı kuruluşların kamuyu aydınlatma amacı ile mali tablolarına ilişkin olarak yapacakları periyodik bildirimler ile özel durum açıklamalarının, bilgisayar ağları üzerinden elektronik ortamda güvenli biçimde iletilmesini hedefleyen bir projedir.
 - Denetim Sistemi Projesi : Denetim Sistemi Projesi ile Takasbank Sicil Numaraları kullanılarak veri tabanına hızla ulaşılması, güvenli veri transferi ve verilerin hızlı şekilde işlenmesi sağlanmış olacaktır.
 - Kurumsal Veri Tabanı Projesi : Kurumsal Veri Tabanı Projesi, Kurul meslek personelinin çalışmalarını yaparken ihtiyaç duyduğu Kurul içi ve dışı tüm bilgilerin bilgisayar ortamında işlendiği, saklandığı ve rapor olarak kullanıcıya sunulduğu bir projedir.
 - Fonort Sistemi : FonOrt Elektronik Gözetim Sistemi, temel olarak bireysel emeklilik fonlarının, yatırım fonlarının ve yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan mal varlıklarının İMKB Takas ve Saklama Bankası'ndaki (Takasbank) mevcudiyetini takip ve bu varlıkların doğru değerlendirilip değerlendirmediğini kontrol etmek amacıyla geliştirilmiştir.
 - Seryet Sistemi : Seryet Sistemi, temel olarak aracı kurumların ve portföy yönetim şirketlerinin muhasebe hesapları, müşteri hesapları, İMKB Takas ve Saklama Bankası hesapları, işletme hesapları ve sermaye yeterlilik oranları gibi mali durumlarını gösteren verileri içeren bir sistemdir.
 - Kağıtsız Ortam Projesi : Kağıtsız Ortam Projesi, teknolojideki son gelişmeler ışığında başta Yönetim Bilgi Sistemleri (MIS) olmak üzere Ofis Otomasyonunun en temel

unsurlarından olan kağıttan arındırılmış, tüm bilgi, belge ve dokümanın elektronik ortamda tutulması ve paylaşılması projesidir.

II - HUKUKİ ALTYAPI ÇALIŞMALARI

Devam eden düzenleme çalışmaları ve diğer faaliyetler;

- Borsaların Yeniden Yapılandırılarak Özelleştirilmesi,
- KOBİ'ler İçin Piyasalar Oluşturulması,
- Uluslararası Muhasebe Standartları ile Uyumun Sağlanması,
- Derecelendirme (Rating) Kuruluşları,
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının (VOBAŞ) Faaliyete Geçmesi,
- İstanbul Altın Borsası Bünyesinde Bir Efektif ve Arbitraj Piyasası Oluşturulması,
- Takasbank Bünyesinde Halen Faaliyet Gösteren Borsa Para Piyasasının Yeniden Yapılandırılması,
- Manipülasyonla Mücadele Amacıyla Bir Rehber Hazırlanması
- Takas ve Saklamanın Yeniden Yapılandırılması
- Uzaktan Erişim
- Halka Açık Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esasların Düzenlenmesi
- İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarının Sağlanmasına İlişkin Düzenlemeler
- Yatırım Ortaklarının Kendi Hisse Senetlerini Geri Alması
- Adalet Bakanlığı Bünyesinde Yürütülen, Türk Ticaret Kanununun AB'ne Uyumu Çalışmaları
- İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmelerinin İşlem Görmesi
- İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmelerinin İşlem Görmesi
- Bağımsız Denetim Mevzuatının Gözden Geçirilmesi
- Yatırım Fonu Tebliği'nin Revizyonu
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Tebliği'nin Revizyonu
- Mevzuatımızın Avrupa Birliği Düzenlemeleri ve Uygulamaları İle Uyumlu Hale Getirilmesi
- Sermaye Piyasalarının Yurtiçi ve Yurtdışında Tanıtımı ve Bilgilendirme Toplantıları
- Uluslararası Sermaye Piyasaları Örgütü (IOSCO) İle İlgili Çalışmalar
- Avrupa Birliği'ne Aday Ülkelerin Sermaye Piyasası Kurullarının Oluşturduğu Consultative Group Çalışmalarına Aktif Katılım
- Mevzuatın Sadeleştirilmesi

EK 7 TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN TARİHSEL GELİŞİMİ

- 1854 – Kırım Savaşı'nın Finansmanı
- 1860'lı yıllar - Galata Bankerleri
- 1866 - Dersaadet Tahvilat Borsası
- 1906 - Esham ve Tahvilat Borsası
- 1980 - 24 Ocak Kararları
- 1981 - 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
- 1982 - Sermaye Piyasası Kurulu
- 1983 - Menkul Kıymet Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname
- 1986 - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- 1987 - İlk Yatırım Fonunun Kurulması
- 1992 - Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik, Takas-Saklama İŞlemleri
- 1995 - İstanbul Altın Borsası
- 1999 - Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik
- 2001 - Merkezi Kayıt Kuruluşu, Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
- 2002 - Vadeli İŞlemler ve Opsiyon Borsası A.Ő., Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
- 2003 - KOBİ Piyasalarına Yönelik Hukuki Altyapı

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi 04.03.1978

Doğum Yeri Tavşanlı

Lise 1992 – 1996 Haydarpaşa Anadolu Lisesi

Lisans 1996 – 2000 Yıldız Teknik Üniversitesi,
Elektrik-Elektronik Fakültesi, Elektrik
Mühendisliği Bölümü

Yüksek Lisans 2000 - Devam ediyor Yıldız Teknik Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim
Dalı, İşletme Yönetimi Yüksek Lisans
Programı

Çalıştığı Kurumlar

2000 – Devam Ediyor Global Bilgi Pazarlama A.Ş., Turkcell
Müşteri Hizmetleri