

AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARINDA GÖRÜLEN ENTEGRASYON ÇALIŞMALARI VE TÜRKİYE'DEKİ SERMAYE PİYASALARININ UYUMU*

Cansel SEYMEN OSKAY**

İsa ALTINIŞIK***

Yavuz ÇAKMAK****

Abstract

Financial markets, financial services sector that have corporation and tools by way of collecting funds and using funds have forward and backward connecting the other sectors. In capital markets especially from 1980's wide developments are existing about technological innovation, deregulation and new financial instruments. Financial markets gradually are being global. Companies profits from international markets because of limited its own internal markets. Likewise fan that investors choice become broader. Naturally, that brings integration of mechanism of markets in the world wide. This working integration naturally brings along with coalitions. Coalitions in capital markets can be in the same country or in a different country's stock markets

In this study primarily we will point out politics of European Union to finance sector and regulations in financial markets in European Union. After we will specify collobration, conjunction and integration of stock markets in the other section of study we will point out international activities in capital market in Türkiye like İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası-İstanbul Stock Exchange) and integration studies that had been made or will be made in Turkish capital markets in the process of European Union.

Key Words: Economic Integration, Financial Markets, European Union

Özet

Finansal piyasalar, kurumlar ve araçlardan oluşan finansal hizmetler sektörü, ana işlevi olan fon toplama ve fon kullandırma süreci yoluyla, ekonomik birimler ve diğer sektörler ile yoğun ileri ve geri bağlantılara sahiptir.

Sermaye piyasalarında özellikle 1980'lerden bu yana teknolojik yenilikler, deregülasyon ve yeni finansal enstrümanlara ilişkin büyük gelişmeler yaşanmaktadır. Alım satım işlemleri ve finansal piyasalar giderek daha global hale gelmektedir. Şirketler finansman imkanları konusunda kendi iç pazarları ile sınırlı kalmamakta ve uluslar arası piyasalardan yoğun şekilde faydalanmaktadır. Aynı şekilde yatırımcıların seçim yapabileceği yelpazenin de kayda değer şekilde genişlediği görülmektedir. Bu, doğal olarak, beraberinde dünya genelinde piyasaların işleyişine ilişkin kuralların uyumlaştırılmasını getirmektedir. Bu uyumlaştırma çalışmaları ise yine doğal olarak birleşmeleri beraberinde getirmektedir. Sermaye piyasalarında görülen birleşmeler aynı ülke içerisinde ya da farklı ülke borsaları arasında olabilmektedir.

Bu çalışmada, öncelikle Avrupa Birliği'nin finans sektörüne ilişkin politikası ile AB'de finansal alandaki düzenlemelerden temel olarak bahsedildikten sonra AB'deki borsalar arası işbirliği, birleşme ve entegrasyon çalışmalarından bahsedilecektir.

Çalışmanın devamında başta İMKB olmak üzere Türkiye sermaye piyasalarında yürütülen uluslar arası faaliyetlerden bahsedilecek, AB sürecinde Türkiye Sermaye Piyasalarında yapılmış ve yapılmakta olan uyumlaştırma çalışmaları hakkında bilgi verilecektir.

Anahtar Kelimeler : Ekonomik Entegrasyon, Sermaye Piyasaları, Avrupa Birliği

* Makale, 16-18 Mart 2006 tarihinde Dumlupınar Üniversitesi'nde düzenlenen "AB Müzakere Sürecinde Türkiye'nin Sosyo-Ekonomik ve Siyasi Yapısındaki Değişim ve Dönüşümler" konulu Uluslararası Sempozyumda sunulmuştur.

** Yrd. Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi, Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

*** Dr., Selçuk Üniversitesi, Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

**** Arş. Gör., Selçuk Üniversitesi, Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

GİRİŞ

Sermaye piyasası 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren tüm dünyada çok hızlı bir gelişme kaydetmiş, gelişmekte olan ekonomilerin fon ihtiyacının temel kaynağı olmaya başlayarak ülkelerin sanayileşmesinde bir tür lokomotif haline gelmiştir. Böylece küreselleşen dünyada ülkelerin kalkınmalarının, büyümelerinin hatta bağımsızlıklarının temel belirleyicisi olmuştur. Bugün sermaye piyasaları yalnız ekonominin ihtiyacı olan kaynakları sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda daha verimli, daha iyi makroekonomik göstergelere sahip ve düşük riskli ülkelere çok hızlı bir biçimde kaynak aktarımı sağlayarak, onların elde etmeleri beklenen performanslarının da üzerine taşımaktadır. Buna karşılık ekonomik gelişme için gereken kaynaklar makro ekonomik göstergeleri bozulan ülkeleri ise birden bire terk etmekte, ekonomilerini bir krize sürüklemektedir.

21. yüzyıla küreselleşme rüzgarı ile giren sermaye piyasalarının giderek daha fazla birbirleri ile entegre olmaya başlaması ile geçmişteki çok sayıda sermaye piyasasının yerine gelecekte belirli sayıda ancak çok daha büyük ve likit piyasanın geçeceğini söylemek bir kehanet sayılmayacaktır. Bu piyasaların içerisinde Türkiye açısından en önemli olanı kuşkusuz Avrupa Birliği'dir. Bilindiği üzere Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılımı, sermaye piyasamız da dahil bir çok alanda AB mevzuatına tam uyumu gerektirmektedir. Avrupa Topluluğunun kuruluş antlaşması, üye devletlerin kendi aralarındaki ve üye devletlerle üçüncü ülkeler arasındaki sermayenin serbest dolaşımının önündeki tüm engellerin kaldırılmasını öngörmektedir. Sermayenin serbest dolaşımı ise ülkeler açısından, sınır ötesi ödeme ve para transferinden öte bir anlam ifade etmektedir.

1.FİNANSAL PİYASALARDA YAKIN DÖNEMDE MEYDANA GELEN DEĞİŞİKLİKLER

Bir ekonomide yeterli sermaye birikimini ve ekonomik gelişmeyi sağlayabilmek için ekonomik birimleri tüketimden caydırıp, birikime özendirerek ve birikimlerin verimli yatırımlara aktarılmasını sağlayacak finansal pazarlara gereksinim vardır. Kullanılabilir fonların artırılması ve yatırım alanlarına en kısa sürede ve en az maliyetle aktarılabilmesi finansal pazarların gelişmesine ve özellikle sağlıklı çalışmasına bağlıdır. Aksine finansal pazarların işlerlik kazanmadığı ülkelerde gelir fazlaları sınırlı kalmakta ve çoğunlukla taşınmaz mallara, altına ve dövizle bağlanmakta, üretken yatırım alanlarına yöneltilenmemektedir. Bu ülkelerde hızlı ve dengeli kalkınmayı gerçekleştirmek oldukça güçtür (Canbaşı ve Doğukanlı, 1997: 10). Yabancı sermaye ise, yeni teknoloji ve "know – how" dışalımını (ithali) yurt içindeki tasarruf açığının kapatılması ve ekonominin dünya ekonomileri ile bütünleşmesi açısından önem taşımaktadır (Karakayalı, 2003: 480).

1980'li yıllardan itibaren dünyada meydana gelen iki önemli değişiklik, dünya ekonomisinde öncelikle ve belirgin olarak finansal piyasalarda etkisini hissettirmiştir. Bu temel değişiklikler, dünya ülkelerinin tamamına yakınında liberal ekonomik politikaların hakim olması ve teknoloji alanında meydana gelen hızlı gelişmedir. Söz konusu değişimin finansal piyasalar üzerindeki etkileri ise şöyle özetlenebilir:

1) Teknolojik gelişme dünyadaki bilgi iletişim sürecini geçmişe oranla çok daha kısa süreye indirmiştir.

2) Teknolojik gelişme finansal piyasalardaki işlem hızını artırmış ve işlem maliyetlerini azaltmıştır.

3) Liberal politikalar, ülkeler ve sektörler bazında fon akımlarını kolaylaştırmış, teknolojik gelişme de fon akımlarının hızını artırmıştır.

4) Finansal hizmet kuruluşları, dünya çapında işlem gerçekleştirebilme ve yatırımcılar da global portföyler bulundurma imkanına kavuşmuştur.

5) Menkul kıymet ihracı suretiyle gerçekleştirilen fon toplama faaliyeti global hale gelmiştir.

6) Menkul kıymetlerin birden çok finansal merkezde işleme konu olması mümkün olmuştur (Çakmak, 2005: 82).

Dünyada süper borsalar diye adlandırabileceğimiz üç büyük borsa vardır:

- New York Borsası (New York Stock Exchange-NYSE)
- Tokyo Borsası (Tokyo Stock Exchange-TSE)
- Londra Borsası (London International Stock Exchange LISE)

Bu üç borsanın toplam iş hacmi tüm dünya borsalarının toplam iş hacminin %60'ı kadardır (Bolak, 1991: 36)

Bununla birlikte gelişmiş piyasalara göre gelişen piyasalar uluslar arası yatırımcılara daha yüksek kazanç sağlama fırsatları sunmaktadır. Ancak bu kazançların gerçekleşmesinin belirsizlik derecesi de o ölçüde yüksek olmaktadır. Örneğin Latin Amerika ülkelerinin hisse senedi yatırımları açısından daha riskli, Asya ve Avrupa ülkelerinin ise daha istikrarlı bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Türkiye ise gelişen piyasalar arasında oldukça riskli bir konuma sahip bulunmaktadır (Dağlı, 1996: 29)

2.AVRUPA BİRLİĞİNDE SERMAYENİN SERBEST DOLAŞIMININ GELİŞİMİ

Sermaye hareketi özgürlüğü büyük Avrupa iç pazarının düzgün işlemesi bakımından başka bir özsel öğedir. Ödeme işlemlerinin serbestleştirilmesi,

malların, kişilerin ve hizmetlerin serbest dolaşımının yaşamsal bir tamamlayıcısıdır (Moussis, 2004: 127).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik ilk düzenleme, kurucu antlaşma olan "Roma Antlaşması" ile yapılmıştır. Antlaşmanın uygulanması sırasında ortaya çıkan sorunlara çözüm getirmek ve tam entegrasyona yönelik hedefleri yerine getirmek amacıyla Topluluk hukuku çerçevesinde direktifler yayınlanarak yeni düzenlemeler yapılmıştır (Özcan, 2004: 4).

Roma Antlaşması, sermaye hareketleri ve işlemlerine ilişkin üye ülkelerdeki kısıtlamaların kaldırılmasını belirli istisnai koşullar dahilinde öngörmektedir. Avrupa Ekonomik Topluluğunu oluşturan Roma Antlaşmasının 3(c). Maddesi, ortak bir pazar kurulmasını kolaylaştırmak amacıyla "üye ülkeler arasında işgücünün, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımının önündeki engellerin kaldırılmasını" hükme bağlamaktadır. Dolayısıyla baştan beri sermayenin serbest dolaşımı Avrupa'nın yeniden yapılanması çalışmalarında ortak pazarın gerekli bir ayağı olarak kabul edilmiştir (İKV, 2002: 13)

Roma Antlaşmasının 67(1). maddesinde sermayenin serbest dolaşımına ilişkin temel hedef şöyle ifade edilmiştir: "*Geçiş sürecinde ve ortak pazarın düzgün işlemesi için gerektiği ölçüde, üye ülkeler aralarındaki, üye ülkelerde ikamet eden kişilere ait sermayenin hareketi ile ilgili tüm kısıtlamaları ve uyuşma, tarafların ikametgahlarına ya da bu sermayenin yatırıldığı yere dayanan tüm ayırıcılıkları tedricen kaldırıcaklardır.*"

Kurucu Antlaşma olan Roma Antlaşmasının hayata geçirilmesi sırasında ortaya çıkan sorunlara çözüm getirme ve sermaye hareketlerinin

serbestleşmesinin sağlanması yolunda daha geniş bir çerçeve çizmek amacıyla AB Konseyi, Topluluk Hukuku çerçevesinde direktifler ile yeniden düzenlemelere gitmiştir. Antlaşmanın 69. maddesi sermaye hareketlerinde tam liberalizasyonun sağlanmasına yönelik olarak Konseye bu yetkiyi sağlamaktadır (Özcan, 2004: 5)

Sermaye hareketlerine ilişkin işlemler serbestleştirme dereceleri itibarıyla üç grupta toplanmaktadır. Bunlar tam, kısmi ve gönüllü serbestleştirme olarak ifade edilebilir.

Doğrudan yatırımlar, emlak alım-satımı, kısa ve orta vadeli ticari krediler, kazançlar ve eski yatırımların tekrar kazanılması gibi kişisel işlemler ve yerleşik olmayanların diğer bir üye ülkedeki kote hisse edinimleri “tam serbestleştirme” olarak tanımlanmaktadır. Tam serbestleştirme malların ve işgücünün serbestleştirilmesi ile doğrudan bağlantılı olan tüm sermaye hareketlerini kapsamaktadır.

Diğer üye ülke borsalarında kote edilen menkul kıymetlerin arz ve plasmanı ile aynı ülkede ikamet etmeyenlerin kote dışı menkul kıymet edinimlerini, yatırım fonu portföylerindeki hisseleri ve uzun vadeli ticari kredilere ilişkin hususların kaldırılması “kısmi serbestleştirme” kapsamına girmektedir.

Gönüllü serbestleştirme ise hazine bonolarının ve diğer hisse senetlerinin alım-satımı, yabancıların banka hesabı açması ve kısa vadeli benzeri finansal işlemlerin serbestleştirmesini öngörür. Bu işlemlerin spekülatif hareketlere ve dalgalanmalara sebep olacağı düşüncesiyle, üye ülkelerin iç piyasalarını yapacakları düzenlemelerle şekillendirmesi istenilmektedir (Tezcanlı ve Erdoğan, 1996: 20).

3.AVRUPA BİRLİĞİ'NDE FİNANS PİYASALARININ ENTEGRASYON SÜRECİ

Avrupa Birliğinde ekonomik ve parasal birlik üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama 1993 Aralık ayında son bulmuştur. Bu dönemde üye devletler arasında sermayenin serbest dolaşımı, ekonomi politikaları arasındaki işbirliğinin güçlendirilmesi ve Merkez Bankaları arasındaki işbirliğinin yoğunlaştırılmasıdır. İkinci aşama, Ocak 1994'den 1 Ocak 1999'a kadar yürürlükte kalan aşamadır. Fiyat istikrarı ve sağlıklı bir kamu finansmanı sağlamak amacıyla, üye devletlerin ekonomi ve parasal politikalarının birleştirilmesidir. Son aşama ise 1999 başından itibaren yürürlükte olan süreçtir. Avrupa Merkez Bankasının kurulması, döviz kurlarının tespiti ve tek paranın yürürlüğe girmesini içermektedir (Ülger, 2005: 23).

Son yıllarda Avrupa Birliği'nde pazarda artan yapısal faktörler nedeniyle hisse senedi ve sınır ötesi menkul kıymet işlemleri artmıştır. Yapısal faktörlerin başında ulusal pazarların birleşmeye başlaması ve yeni alternatif işlem platformlarının ortaya çıkması gelmektedir.

Avrupa'da hisse senedi piyasalarının birleşmesi ile ilgili ilk adım 1980'lerin ortalarında Londra'da atılmıştır. SEAQ International adı verilen bu platform ile telefona dayalı bir işletim sistemi kurulmuş, bu sistemle önemli tutarda işlem hacmi ve likiditenin oluşması sağlanmıştır. Bu çalışmalar borsaların birleşmesi gerektiği düşüncesinin yaygınlaşmasına neden olmuş ve elektronik sistemler kurularak el hareketlerine dayanan “open outcry” sisteminin yerini almaya başlamıştır (Karan Karacabey, 2003: 191).

1993 yılında çıkarılan Investment Service Directive (ISD) ile Avrupa borsalarının modernizasyonu için önemli

adımlar atılmaya başlanmıştır. AB üyelerinin diğer AB borsalarına kolaylıkla girebilmesini sağlayan bu direktif ile bir tür Avrupa pasaportu ile girilebilen borsalar oluşmaya başlamıştır. Bu yeni yapıya gerektiğinde Avrupa dışındaki ülkelerin banka ve aracı kurumlarının da girebilmesi öngörülmüştür. ISD'nin etkileri ile Avrupa Borsalarında aşağıdaki gelişmeler sağlanmıştır: (Karan ve Karacabey, 2003: 192)

- 1994 yılından sonraki gelişmelerde üye ülkelerde, küçük ulusal borsalarını ülke çapında tek bir borsa haline getirmeye yönelik bir eğilim başlamıştır. Birçok ülkede bu oluşmasına rağmen bazı ülkelerde halen birden çok borsa vardır (Örneğin Almanya'da 6 İspanya'da 4 ayrı borsa).

- Türev piyasalarına sahip olmayan ülkeler bu boşluğun diğer ülkelere doldurulabileceği riskine karşı hemen ulusal türev borsalarını kurmuşlardır.

- Üye ülkeler arasında bazı hisse senetleri ve türev borsalarının, benzer teknoloji kurma eğilimine girmeleri, ortak takas sistemlerine dayanmaları, hisse senetlerinin aynı anda farklı borsalarda işlem görmeleri sağlanarak birleşme konusunda önemli adımlar atılmıştır.

- 1999 yılında sekiz Avrupa borsası işbirliği yapma kararı almıştır. Bu borsalar; Londra, Frankfurt, Paris, Amsterdam, Brüksel, Madrid, Milano ve Zürih borsalarıdır. Bu işbirliği ile yatırımcıların çeşitli borsalara girebilme olanağına kavuşmaları ve tek bir alım satım ortak tabanının oluşması hedeflenmiştir. Birleşme tam anlamı ile gerçekleşmemiş olmasına rağmen, yatırımcıların ortak işletim sistemi dışında borsalara girmeleri sağlanmıştır.

- Bu olay pazarların birleşmesi çabalarını hızlandırmış, 2000 yılı Eylül ayında Paris, Amsterdam ve Brüksel

Borsaları'nın "Euronext" adı altında birleşmeleri sağlanmıştır.

- Geleneksel borsaların kar amaçlı, halka açık şirketlere dönüşümleri için yasal taban oluşturulmaya başlanmış ve karşılıklılık ilkesi ortaya konulmaya başlanmıştır.

Tüm bu gelişmeler Avrupa Borsalarını pazar etkinliği ve likidite yönüyle ABD borsalarına karşı rekabet gücü açısından geliştirmiştir. Avrupa nakit ve türev piyasaları da paralel bir gelişme göstermiştir. Bu yapı hedging işlemlerinin uygulanmasını kolaylaştırmıştır.

Birçok uzman, Avrupa Borsa'larının temel eksikliğinin, en büyük Avrupa şirketleri için tek bir borsa platformuna sahip olmaması, işlem maliyetinin hala yüksek olması ve işlemlerin her şeye rağmen farklı sınırlar arasında yapılması olduğunu belirtmektedir. Avrupa borsalarının büyük oyuncularını borsaların daha fazla birleşmesini ve de takas ve saklama işlemlerinin doğrudan yapılacağı sistemler arzu etmektedir.

Avrupa Birliği'nde pazarın merkezileşme derecesine yönelik çeşitli fikirler tartışılmaktadır. Görüşlerin farklı olmasının temel nedeni, birleşmenin ve rekabetin Avrupa ülkelerine sağlayacağı kazancın açık olmamasıdır. Pazarların birleşmesi ile ülkelerin ulusal pazarlarının faaliyetleri önemli ölçüde kısıtlanacak, buna karşılık pazarlarda uzmanlaşma başlayacaktır. KOBİ pazarı, Yeni Ekonomi Pazarı gibi uluslar arası piyasalar oluşacaktır.

Pazarda yer alan kurum ve kuruluşların kazanılmış haklarındaki farklılıklar, gözetim sistemlerindeki farklılıklar ve yetkili ulusal kuruluşların ulusal pazarların gelişmesine yönelik uyguladıkları teşvik politikalarının uyumsuzluğu birleşmeye yönelik Avrupa pazarlarının yapısını giderek karmaşık bir hale getirmektedir. Avrupa Birliği bu

nedenle düzenlemeleri birleştiren, birleşmeyi kolaylaştıran ve Avrupa çapında denetimi sağlayan düzenlemeleri teşvik etmeye başlamıştır (Karan ve Karacabey, 2003: 193).

4.SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN AVRUPA BİRLİĞİ (AB) İLE İLGİLİ ÇALIŞMALARI

1982 yılında Ankara'da oluşturulan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türk sermaye piyasasının oluşturulması, düzenlenmesi ve denetiminden sorumludur. SPK, borsada ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren tam aracı kuruluşları denetlemektedir. SPK, tüzel kişiliğe sahip, çalışmalarında bağımsız bir kurumdur. Kurulun hükümetle ilişkisi, Hazine işleriyle ilgili bakanlık kanalıyla sağlanmaktadır (Karlık, 2004: 410).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), piyasanın gelişmesinde uluslararası işbirliğine ve uluslararası seviyede belirlenen ilke ve standartlara uyum ile ilgili olarak birtakım çalışmalar yapmaktadır. Bu çerçevede Avrupa Birliği standartlarına uyum kapsamında yapılan çalışmaların yanı sıra, gerek üyesi bulunduğu Uluslararası Sermaye Piyasası Kurulları Örgütü (IOSCO- International Organisation of Securities Commissions) ile olan ilişkilerin daha da kuvvetlenmesi, gerekse diğer düzenleyici kurumlar ve uluslararası kuruluşlarla iletişimin artırılması yönündeki çalışmalar da sürdürülmektedir.

Türk sermaye piyasalarının AB sermaye piyasalarına entegrasyonu ve mevzuatın AB müktesebatına uyumu amacıyla başta Avrupa Komisyonu, Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği ve Avrupa Sermaye Piyasaları Düzenleyici Otoriteleri Komitesi (CESR) olmak üzere AB Kurumları ile ilişkiler sürdürülmekte ve Avrupa Birliğine aday ülkelerin sermaye piyasası alanındaki düzenleyici ve denetleyici otoritelerince

oluşturulan Sermaye Piyasaları Düzenleme ve Denetleme Kurulları Danışma Komitesinin başkanlığı 2005 yılından beri SPK tarafından yürütülmektedir (www.spk.gov.tr, 2006).

4.1.AB Kurumları İle İlişkilerin Geliştirilmesine Yönelik Faaliyetler

- Türkiye-AB Ortaklık Komitesince oluşturulan ve AB ile Türkiye arasında karşılıklı bilgi alış verişinde bulunulan alt komitelerden kurulla ilgili olan ekonomik ve parasal konuların, Sermaye Hareketleri ve İstatistik Alt Komitesi'nin toplantılarına katılımı sağlanmakta ve AB yetkilileri, Türk sermaye piyasasındaki gelişmeler hakkında bilgilendirilmektedir.

- AB İlerleme Raporlarının ve Katılım Öncesi Ekonomik Programın hazırlanması çalışmalarına katılmakta ve sermaye piyasaları ile ilgili gelişmeler ilgili kamu kurumlar aracılığıyla AB yetkililerine aktarılmaktadır.

- AB Genel Sekreterliğinin koordinasyonunda, Avrupa-Akdeniz pazarının oluşturulması amacıyla Akdeniz ülkelerinin hazırlanmasına yönelik olarak 2003 yılında başlatılan "Euromed Market" projesinin SPK faaliyet alanına giren çalışmaları kapsamındaki toplantılarına aktif katılım sağlanmaktadır.

4.2.AB Yardımlarından Yararlanmaya Yönelik Faaliyetler

AB yardımlarından yararlanmaya yönelik olarak SPK'nın geliştirdiği proje önerileri ve kısa süreli teknik yardım talepleri bulunmaktadır. Bunları Eşleştirme Projesi (twinning) ve Avrupa Komisyonunun Genişlemeden Sorumlu Genel Müdürlüğü bünyesinde Teknik Yardım Bilgi Paylaşımı Ofisi (Technical Assistance Information Exchange Office - TAİEX) kapsamında elde edilen teknik yardımlar olarak iki ana başlıkta ele alabiliriz (www.spk.gov.tr, 2006).

4.2.1.Eşleştirme (Twinning) Projesi

Eşleştirme (Twinning), AB'ye aday ülkelere AB ile entegrasyon sürecinde gerekli kurumsal yapılanmanın gerçekleştirilmesini, ekonomik ve sosyal uyumun sağlanmasını destekleme amacını taşıyan PHARE programının kaynaklarından karşılanan; aday ülkeleri düzenleme ve idari kapasite açısından güçlendirmeye yönelik ve üye devletlerle bir arada planlanarak uygulamanın gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü uzun süreli teknik yardım mekanizmasıdır.

Bu kapsamda, AB üyesi bir ülkenin sermaye piyasasındaki düzenleyici kurumu ile SPK'nın eşleştirilmesi suretiyle SPK mevzuatının AB müktesebatı ile yüzde yüz uyumunu temine yönelik olarak hazırlanan Eşleştirme Projesinin uygulanmasına 2005 sonbaharında başlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu bir AB ülkesinin düzenleyici otoritesinin uzmanlarıyla 2 yıla yayılan bir dönemde yürütülecek çalışmalarla AB mevzuatıyla tam uyumlu bir mevzuat hazırlayacaktır. Yine aynı dönem içerisinde, AB mevzuatıyla uyumlu Türk sermaye piyasası mevzuatının uygulanmasında gerekli bilgi işlem alt yapısına ilişkin yabancı uzmanlardan ilave teknik destek sağlanacaktır.

4.2.2. Teknik Yardım Bilgi Paylaşımı Ofisinden (TAIEX) Alınan Teknik Yardımlar

Aday ülkelere AB mevzuatına uyum sağlanması ve gerekli idari alt yapının kurulması için teknik yardım sağlayan Teknik Yardım Bilgi Paylaşımı Ofisinden çeşitli konularda (menkul kıymetlerin saklanması, emeklilik fonları, içeriden öğrenenlerin ticareti, yatırımcıları koruma fonu vb.) teknik yardım sağlanarak, AB düzenlemeleri ve ülke uygulaması konusunda uzman desteği alınmaktadır. Ayrıca Avrupa Komisyonunca uygun görülen konularda (sermaye yeterliliği, piyasanın kötüye kullanımı, yatırım

fonları, halka arz ve sınır ötesi menkul kıymet işlemleri vb) çalıştaylar (workshops) ile finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasaları, finansal raporlama ve muhasebe standartları gibi konularda üye ülkelerin yetkili kurumları nezdinde çalışma ziyaretleri (study visits) düzenlenmesi hususlarında teknik destek sağlanmaktadır.

4.3. AB'ye Aday Ülkeler İle İlişkiler - Sermaye Piyasaları Düzenleme ve Denetleme Kurulları Danışma Komitesi Çalışmaları

Sermaye Piyasaları Düzenleme ve Denetleme Kurulları Danışma Komitesi (Consultative Group), AB düzenlemelerinin ve direktiflerinin uygulanmasında düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasında bilgi paylaşımının ve iş birliğinin sağlanması amacıyla Avrupa Birliğine aday ülkelerin sermaye piyasalarının gözetim ve denetiminden sorumlu düzenleyici ve denetleyici otoriteleri tarafından 2001 yılında kurulmuş olup, 17 üyesi bulunmaktadır. Danışma Komitesinin başkanlığını 18 Mayıs 2004 tarihinden bu yana SPK Başkanı yapmaktadır.

Danışma Komitesinin amaçları özetle şunlardır:

- Avrupa Birliği direktiflerinin ve düzenlemelerinin uygulanması konusunda üye ülkelerin tecrübelerini paylaşmak,

- Avrupa Birliği standartlarına tam uyum konusunda bir forum vazifesi görmek,

- Avrupa Birliğinin mevzuat hazırlama sürecine üye ülkelerinin katılımını sağlamak.

Danışma Komitesi, AB'ye aday ülkelerin düzenleyici otoriteleri ile işbirliklerini geliştirebileceği, AB mevzuatının uygulanması konusunda ortak birikimlerden istifade edilebilecek önemli bir platform konumundadır (www.spk.gov.tr, 2006).

5.İMKB TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN ULUSLAR ARASI FAALİYETLER

Ülkemizde yıllardır süren ekonomik istikrarsızlıklar ve kamu kesiminin yüksek finansman açığı sebebiyle menkul kıymet stokları içerisinde aldığı yüksek pay, sermaye piyasalarımızın ülkemizin sahip olduğu potansiyeli yansıtmaya yetecek şekilde gelişmemesine yol açmıştır. Ülkemizdeki menkul kıymet stoklarının GSMH'ya oranları incelendiğinde yıllar itibarıyla bir artış gözlenmektedir. Birlikte, menkul kıymet stoklarının içindeki kamu ağırlığı da dikkate alındığında söz konusu oranın yurtdışı piyasalara göre düşük olduğu görülmektedir. İkinci el piyasalar açısından bakıldığında ise, yıllar itibarıyla İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerinde önemli aşama katedildiği görülmektedir.

İMKB'nin kurulmasına 19 Ekim 1984'de karar verilmiş, 19.04.1985'te ilk genel kurul yapılarak borsa organları oluşturulmuştur. İMKB'nin Yönetmeliği 18.12.1985 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yönetmeliğin yürürlüğe girmesiyle, 120 yıldan bu yana isim ve şekil değiştirerek faaliyette bulunan İMKB'si, 26.12.1985'te resmen faaliyete geçmiştir. Alım satım işlemlerine ise, 03.01.1986 tarihinde başlanmıştır (Karlık, 2004: 415)

İMKB; teknik altyapısı, elektronik alım satım sistemi, piyasanın işleyişine ilişkin kurallar bakımından dünyadaki benzer örnekleri ile paralel özellikler göstermekte ve uluslararası standartlarda bir borsa olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan İMKB'nin dünya genelinde orta ölçekli bir borsa olduğu, gelişmekte olan piyasalar arasında da önemli bir yeri ve potansiyeli bulunduğu söylenebilecektir.

Öte yandan borsalar arasında süregelen entegrasyon çabaları, ortaya çıkardığı rekabetçi ortam nedeniyle ulusal borsaları tek başlarına güçsüz kılmakta ve

işbirliği konusunda diğer borsalarla girişimlerde bulunmaya zorlamaktadır. Borsaların varlıklarını sürdürmeleri teknolojiye ciddi yatırımlar yapılmasını gerektirmekte, bu durum büyük borsaları dahi maliyet tasarrufu amacıyla farklı stratejilere yöneltmektedir. Bu durumda, küçük borsaların giderek önemsizleşme ya da uluslararası bir ağın içinde yer alma konusunda bir tercih yapmaları gerekmektedir. 1999 yılı içerisinde İsrail'de Tel Aviv Borsası'na kote olan İsraili şirket sayısının Nasdaq'ta kote olan İsraili şirket sayısından az olması bu konuda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Tel Aviv Borsası, yerel olarak sağladığı imkanlar ve likiditeyle Nasdaq ile rekabet edememekte ve şirketler yerel piyasalarına kote olmayı gereksiz görmekteyler.

İMKB'nin de sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmaz görünmekte ve bu doğrultuda çeşitli çalışmalar yürütülmektedir. Bu çalışmalardan belkide en önemlilerinden olan SECI projesi ve FEAS çalışmaları hakkında bilgi vermekte fayda vardır.

5.1.SECI Projesi

Birleşmiş Milletler Avrupa Ekonomik Komitesi'nin öncülüğünde Güneydoğu Avrupa ülkeleri arasında çeşitli konularda işbirliği yapılmasını, birlikte hareket edilmesini ve bölgenin AB ile entegrasyonunu kolaylaştırmayı sağlamaya yönelik olarak oluşturulmuş bulunan Güneydoğu Avrupa İşbirliği Girişimi (Southeast European Cooperation Initiative – SECI) Projesi çerçevesinde belirlenmiş alanlar arasında, sermaye piyasaları da yer almaktadır. Sermaye piyasaları arasında işbirliği projesi, İMKB'nin koordinatörlüğünde resmi olarak ülkemiz tarafından yürütülmektedir. Söz konusu proje kapsamında üye ülkelerin (Arnavutluk, Bulgaristan, Hırvatistan, Makedonya, Macaristan, Romanya, Slovenya,

Yunanistan) temsilcilerinin katılımları ile oluşturulan Borsalar Alt Grubu ve Düzenleyiciler Alt Grubu olmak üzere iki alt grup bulunmaktadır.

Yürütülen çalışmalar çerçevesinde temel olarak; üye ülkeler arasında merkezi bir ortak işlem platformu oluşturulması ve projeye ivme kazandırılması, ayrıca kurumsal yatırımcıların ilgisini bölgeye çekmek amacıyla bölgedeki potansiyeli yansıtabilecek göstergeler niteliğinde bir SECI endeksinin oluşturulmasına karar verilmiştir. Üye ülkelerin katılımıyla oluşturulan Kotasyon ve Alım – Satım İşlemleri Komitesi tarafından hazırlanan ve içeriğinde açıklanan rapor, işbirliğinin ne şekilde işleyeceğine ilişkin genel çerçeveyi çizmektedir.

SECI projesinin gerçekleşmesi ile likidite dışsallıklarından ve ölçek ekonomilerinden faydalanılacak, aynı zamanda kotasyon fonksiyonunun yerel olarak gerçekleştirilmesi sayesinde bu fonksiyonun merkezileştirilmesinin ortaya çıkartabileceği sakıncalar da giderilmiş olacaktır. SECI projesinin kısa ve orta vadede İMKB tarafından uluslararası alanda yürütülen en önemli proje olduğu ve dünyadaki örneklerine benzer bir bölgesel entegrasyonun gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir.

5.2.FEAS Çalışmaları

Federation of Euro – Asian Stock Exchanges (FEAS), AB üyeleri haricindeki Avrupa ve Asya ülkelerinin borsalarını kapsayan ve kar amacı gütmeyen bölgesel bir federasyondur. Merkezi İstanbul’da bulunan federasyon, 16 Mayıs 1995 tarihinde İMKB’nin öncülüğünde kurulmuştur. Kuruluş aşamasında 12 olan üye borsa sayısı, daha sonra 22’ye ulaşmıştır.

Federasyonun amacı; üye ülkelerin adil, etkin ve şeffaf piyasa yapılarına sahip olmaları ve üye ülkeler arasında

yapılan alım satım işlemlerindeki engellerin asgari düzeye indirilmesi olarak belirlenmiştir. Federasyon üyesi ülkeler arasında alım satım işlemlerine ilişkin düzenlemelerin uyumlaştırılması, kullanılan teknolojilerin geliştirilmesi ve çapraz kotasyon imkanları sağlanması hedeflenmektedir.

Federasyon bünyesinde, üye ülkeler arasında bir veri tabanı oluşturmak ve teknolojik konularda işbirliği yapmak üzere bir “Teknoloji Komitesi”, mali tablolarında ortak bir standardın oluşturulması, içerden öğrenenlerin ticareti, şirket yönetim ilkeleri ve gözetim konuları üzerinde ortak çalışmalar yürütmek üzere bir “Mevzuat Komitesi” ve FEAS üyeleri için pazarlama stratejileri geliştirmek ve uygulamak üzere bir “Pazarlama Komitesi” oluşturulmuştur.

FEAS üyesi ülkelerin özellikle doğal kaynakları bakımından taşıdıkları potansiyellerin değerlendirilebilmesi için sermaye piyasalarından yararlanılması büyük önem taşımaktadır. Yapılan çeşitli çalışmalarda bölgenin 200 milyar ABD Doları tutarında bir yatırıma ihtiyaç duyduğu ortaya çıkmıştır. FEAS kapsamında yürütülecek çalışmalarla üye ülkelerin standartlarının yükselmesi ile birlikte, bölgenin yabancı yatırımcılar açısından daha cazip hale gelmesi beklenmektedir.

İMKB üye borsalar arasında en gelişmiş piyasa olarak kabul edilmekte ve piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi gibi kriterlerde Federasyonun içinde yaklaşık %50’lik bir büyüklük teşkil etmektedir (Güngör, 2004: 105).

6.YAŞANAN GELİŞMELERİN AVRUPA BİRLİĞİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Günümüzde Avrupa Birliği ve ABD dünyadaki en kapsamlı ekonomik ilişkilerin tarafları durumundadır. Söz konusu iki ekonomik güç dünya

üretimini yaklaşık yarısını ve ticaretin ise 2/3'ünü birlikte gerçekleştirmektedir. Mal ve hizmet ticareti birlikte ele alındığında taraflar birbirlerinin en önemli ticaret ortağı olmaktadır.

Taraflar arasındaki sermaye akışına ilişkin gelişmeler de dikkat çekicidir. Avrupa Birliği ve ABD arasındaki ticaret ve yatırımın toplam hacmi yılda 1 trilyon doları geçmektedir (DTM ve TOBB, 2002: 285). Yapılan çeşitli girişimlere rağmen Avrupa borsaları arasında tam bir işbirliğinin sağlanamaması, likidite ve kote olan şirket sayısı bakımından ABD ölçeğine ulaşamamasına yol açmıştır. Bu durumun altında yatan temel sebeplerden biri, uzunca süre borsaların milli birer değer olarak kabul edilmesi ve bu durumlarının korunması anlayışının benimsenmesidir. Birçok Avrupa borsasının kendi ülkelerinin ekonomik gelişme düzeyini yansıtmaktan uzak olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır (Güngör, 2004: 87).

6.1.Euro'nun Kullanılmaya Başlanması Ve Avrupa Birliği Pazarlarına Etkisi

2002 yılının başından itibaren Euro'nun tedavüldeki tek para olarak kullanılmaya başlanması ile birlikte AB sermaye piyasaları üzerinde önemli etkiler ortaya çıkmıştır.

Euro kullanılmaya başlanmadan önce Avrupa'nın bazı ülkelerinde hazine menkul değerleri için likit ve etkin pazarlar bulunmaktaydı. Bu pazarlar özel şirketlerin, bankaların ve sigortacılık kurumlarının iyi bir şekilde işlem yapmasını sağlıyordu. Euro'nun işlem yapmaya başlaması, bu bölgede kambiyo riskinin ortadan kalkması ile euro para birimine dayalı likit ve büyük bir sermaye havuzunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Böylece hem özel hem de kamu sektörünün yararlanabileceği, iyi bir şekilde fiyat oluşumu sağlayan büyük çapta işlemler yapmaya uygun Avrupa

çapında entegre pazarların ortaya çıkma ihtimali belirmiştir (Karan ve Karacabey, 2003: 32).

Euro'nun gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etkileri değişik faktörlere bağlıdır. Bu faktörlerden birincisi ülkelerin ticaret hacimlerinin payı, ikincisi ticari ilişkilerin yoğunluğu, üçüncüsü de dış borçların büyüklüğü ile döviz kompozisyonudur. Euro'nun bu piyasalar üzerindeki etkilerinin kısa vadeden ziyade orta vadede daha çok görüleceği düşünülmektedir. Ancak, Türkiye gibi dış ticaretinin yarısından fazlasını AB ile yapan ülkelerde Euro'nun kısa dönem etkisi dış ticaret üzerinden olacaktır (Birinci, 2001: 199).

Bununla birlikte tek paraya geçiş ile birlikte AB bünyesinde yapılacak sınır ötesi yatırımlarda üye ülkelerden herhangi birinin hisse senetlerine yatırım yapma konusunda verilecek kararlar kur riskinden bağımsız hale gelmiştir. Bu durumda yatırım kararlarının verilmesi sırasında yapılacak değerlendirmelerde, ülke faktöründen ziyade sektörlerin karlılık ve getirileri ön plana çıkmıştır. Böylelikle bir dönem doğal monopol olarak görülen ulusal borsaların bu durumları ciddi ölçüde sarsılacaktır. Özellikle vadeli işlem borsaları döviz cinsinden bir çok enstrümanlarını kaybetmiş olacaklardır.

Yatırım yaparken ülke faktörünün ortadan kalkması sonucunda daha önceden kendi ülkesi içerisindeki yatırımcılardan talep gören bazı şirketler verimli çalışmadıkları ve yatırımcılara gelecek için potansiyel vaat etmedikleri takdirde, bu şirketlerin hisse senetlerine olan talep azalacaktır. Zira, yatırımcıların yatırım alternatifleri ülke sınırlarını aşacağı için, şirketlerin hisse senetleri arasında daha yoğun bir rekabet yaşanacaktır. Yatırımcılar geniş bir yatırım aracı yelpazesine kavuşurken, şirketlerin kendi yatırım araçlarına talep

yaratma konusunda daha fazla rekabetle karşılaşmaları muhtemeldir. Bu durumun büyük şirketler ve bu şirketlerin işlem gördüğü büyük borsalar için daha avantajlı bir ortam yaratacağı şeklinde bir değerlendirme yapılabileceği gibi, şimdiye kadar küçük borsaların ve bu borsalarda işlem gören şirketlerin menkul kıymetlerine portföylerde yer verilmemesinin temel sebebinin kur riski olduğu ve bunun ortadan kalkması ile birlikte hem söz konusu şirketlere, hem de bunların işlem gördüğü borsalara olan talebin artabileceği de söylenebilecektir.

İşlemlerde aynı para biriminin kullanılması sonucunda daha önceden farklı kuruluşlarca yerel düzeyde verilen hizmetlerin, daha büyük kuruluşlar tarafından ya da mevcut kuruluşların tek çatı altında toplanması suretiyle verilmesi ile birlikte, işlem maliyetlerinde önemli düşüşler sağlanabilecektir. Farklı ülke borsalarına yatırım yapmanın maliyetleri azalacak ve farklı para birimlerinin kullanılmasının yarattığı operasyonel sorunlar ortadan kalkacaktır.

Ülke sınırlarından bağımsız olarak geniş çaplı analiz ve değerlendirme yapma imkanları sayesinde kurumsal yatırımcılar, sahip oldukları kaynakları çok çeşitli alanlara plase etme imkanına sahip olacak, portföylerini çeşitlendirerek, çok farklı alanlara yatırım yaparak risklerini dağıtabileceklerdir (Güngör, 2004: 89).

6.2.Muhtemel Gelişmeler

AB bünyesinde, Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin üye ülkeler tarafından amacına uygun olarak uygulanmaya başlaması ve tek paraya geçiş sürecinin tamamlanması ile birlikte borsalar arasındaki rekabet artmış ve finansal entegrasyon süreci daha da hızlanmıştır. Borsalar, oluşacak olan bu yeni ortama uyum sağlayabilmek ve rekabet güçlerini koruyabilmek için yoğun olarak

çalışmakta ve kendilerini yeniden yapılandırmaktadırlar.

Öte yandan en azından kısa vadede, Avrupa borsaları arasındaki entegrasyon çalışmalarının birleşmelerden ziyade, ortak platformlar oluşturma ve işbirliklerine gitme eksenini etrafında odaklanacağı düşünülmektedir. Bu durum Avrupa bünyesindeki değişik kültürel özellikler, diller, muhasebe standartları ve iflas düzenlemeleri ile ilgili farklılıklar dikkate alındığında rasyonel bir yaklaşım olarak görülmektedir. Bu doğrultuda Avrupa borsalarında öncelikle alım satım işlemlerinde kullanılan teknolojilerde bir standartlaşma sağlanması ya da kullanılan farklı yazılım ve donanımların birbirleri ile uyumlu hale getirilmesi büyük önem taşımaktadır. Ancak, tüm Avrupa borsalarının birbirlerine ulaşabilir duruma gelmesi ve ortak bir likidite havuzunun yaratılmasının önündeki en önemli engellerden bir tanesi, elde edilecek gelir ve giderlerin paylaşımı sorunudur. Bu konu, yapılacak olası anlaşmaların temel noktasını oluşturacak ve belki de farklı çözümlerin ortaya çıkmasına sebep olabilecektir.

Avrupa Birliği üyesi ülkelerin belli başlı borsaları tarafından oluşturulacak bir platformun NYSE ve Nasdaq ile rekabet edebilecek derecede büyük olması, likiditenin Avrupa'ya çekilmesi bakımından uzun vadede Avrupa sermaye piyasaları için büyük önem taşımaktadır (Güngör, 2004: 89).

6.3.Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi

11 Mayıs 1999 tarihinde AB bünyesinde finansal hizmetler için tek pazar oluşturulması amacına yönelik olarak, AB Komisyonu tarafından belirlenen politika hedefleri ve bunlara ulaşmak için kullanılacak araçlar "Finansal Hizmetler Aksiyon Planı" adı altında açıklanmıştır. AB bünyesinde

menkul kıymet ihraçlarının önündeki engellerin kaldırılması, şirketlerin mali tabloları için ortak standartlar belirlenmesi, bireysel yatırımcılara yönelik olarak verilen sınır ötesi finansal hizmetlerin önündeki kısıtlamaların kaldırılması, finansal entegrasyon sürecinde engel teşkil eden vergisel farklılıkların önüne geçilmesi ve buna benzer amaçlar içeren plan çerçevesinde yapılan çalışmalarda, ülkelerin ulusal hukuklarından kaynaklanan engellerin ortadan kaldırılması için tedbir alınabilecek 42 nokta belirlenmiştir. Ayrıca, 23-24 Mart 2000 Lisbon zirvesinde AB finansal piyasalarının düzenlenmesinde ideal düzenleyici çerçevenin oluşturulması önemli bir hedef olarak ortaya konmuştur. Bu doğrultuda 17 Temmuz 2001 tarihinde, mevcut durumda sermaye piyasalarına ilişkin AB düzenlemelerinin yapılış şeklinin ortaya konması ve sermaye piyasalarında yaşanan hızlı değişimlerin ortaya çıkardığı ihtiyaçlara en iyi şekilde cevap verebilecek bir düzenleyici mekanizmanın ne şekilde oluşturulabileceğinin belirlenmesi konuları ile görevli bir komite oluşturulmasına karar verilmiştir. Komite tarafından hazırlanan ve "Lamfalussy Raporu" olarak adlandırılan raporda, AB'nin gelecekteki düzenleyici anlayışının ne olması gerektiği konusunda çeşitli belirlemeler yapılmış bulunmaktadır (Güngör, 2004: 90).

Raporda özetle, mevcut durumda AB'nin sermaye piyasalarına ilişkin düzenleme yaklaşımının iyi çalışmadığı, yetersiz olduğu ve üye ülkeler arasında uyumlaştırma konusunda bulunulması gereken noktadan uzak bulunduğu ifade edilmiştir. Örnek olarak ihraççılar için tek bir AB pasaportu uygulamasının halen teoride kaldığı, şirketlerin kendi ülkeleri dışında ihraç yapabilmeleri için ilgili yerel düzenleyici otoriteler tarafından

istenilen ekstra şartları sağlamalarının pek çok durumda mümkün olmadığı, bunun ötesinde halka arzın ne ifade ettiği üzerinde dahi ortak bir anlayış birliği oluşturulmadığı verilmiştir. Ayrıca, organize borsaların AB bünyesinde sınır ötesi faaliyette bulunmalarının kısıtlamalara tabi olduğu, yatırım firmalarının da tek bir pasaporta sahip olmalarına rağmen üye ülkelerin farklı faaliyetleri (aracılık, yatırım danışmanlığı vb.) farklı şekillerde düzenlemeleri sonucu zorluklarla karşılaştıkları vurgulanmıştır.

Raporda, yukarıda açıklanan sorunların temel sebebi olarak AB düzenleyici sisteminin yavaşlığı, düzenleme metinlerinde muğlak ifadeler kullanılması, üye ülkelerin düzenlemeleri kendi ülkelerinde uygulamaya geçirmelerinde yaşanan gecikmeler ve AB'nin buna müdahale etmemesi, bazı hassas alanların hiç düzenlenmemiş olması ile düzenlemelerdeki aksaklıkların giderilebilmesi için karar alma mekanizmalarının yeterince hızlı çalışmaması gösterilmektedir.

Raporun en önemli sonuçlarından bir tanesi, bu aşamada AB bünyesinde tek bir düzenleyici otorite oluşturulmasının amaçlanan sonuçları vermeyeceği, zira tek bir düzenleyici otorite oluşturulması için gerekli şartların henüz oluşmadığıdır. Buna gerekçe olarak; AB bünyesindeki piyasaların entegre bir şekilde çalışabilmesi için gerekli temel düzenlemelerin henüz ülkeler bazında tam anlamıyla uyumlu bir şekilde oluşturulmamış olması, düzenlemelerdeki eksikliklerin giderilebilmesi için hızlı hareket edilmesi gerektiği ve hızlı hareket etme zorunluluğunun mevcut düzenleme anlayışının ancak Roma Anlaşması hükümlerinin elverdiği ölçüde değiştirilebilmesini zorunlu kılmayı gösterilmiştir. Ayrıca tek bir düzenleyici otorite oluşturulması fikrinin söz konusu

değişikliklerin sonuçları görüldükten sonra değerlendirilmesinin yerinde olacağı ifade edilmiştir (Güngör, 2004: 91).

6.4.Entegrasyon Sürecini Hızlandıracak Bazı Direktif Çalışmaları

Avrupa Parlamentosu 15 Mart 2001 tarihinde Avrupa Komisyonu tarafından menkul kıymetlerin borsalara kote edilmesine ve buna bağlı bilgi verme yükümlülüklerine ilişkin olarak 1979 – 1988 yılları arasında çıkarılmış 7 direktif üzerinde yeniden çalışılması ve “Menkul Kıymetlerin Resmî Borsa Kotuna Kabulüne ve Söz Konusu Menkul Kıymetlere İlişkin Olarak Açıklanacak Bilgilere İlişkin Direktif” adı altında tek bir direktifte toplanmasına ilişkin olarak getirilen öneriyi kabul etmiştir. 6 Temmuz 2001 tarihinde yürürlüğe giren direktifin amacı, düzenlemelerdeki yoruma açık ve net olmayan noktaların ortadan kaldırılması ve AB genelinde uygulanabilir bir standardın yakalanmasıdır. Düzenlemenin amacına uygun şekilde uygulanması halinde AB bünyesinde kotasyon hizmetlerinde sağlanacak standartlaşma, borsaların kotasyon fonksiyonlarının yerel özelliklerini en azından AB bünyesinde zayıflatmış olacaktır. Böylelikle sadece işlemlerin gerçekleştirilmesinin değil, kotasyon hizmetlerinin merkezleştirilmesinin de yolunun açılması, maliyetlerde önemli avantajlar sağlayacak ve borsalar arasında ortak platformlar oluşturulmasının ötesinde, birleşme eğilimlerinde de hızlanma görülecektir.

AB sermaye piyasalarının entegrasyonunda bir başka sorun da işlenecek suçlar konusunda ortaya çıkmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin direktif 15 yıldan daha uzun bir süre önce (1989 yılında) yürürlüğe girmiş olup, AB piyasalarında

ve hukukunda meydana gelen değişimler sonucunda sözkonusu direktifin güncellenmesi gereği ortaya çıkmıştır. Öte yandan halen manipülasyona ilişkin herhangi bir AB düzenlemesi bulunmamakla birlikte, hem manipülasyon hem de içerden öğrenenlerin ticaretini içerecek bir direktif hazırlığı bulunmaktadır.

Özetle, AB bünyesinde her konuda standartlaştırma arayışının artan bir şekilde görüldüğü söylenebilir. AB direktiflerinin ülkeler arasında yorumlanmasında ortaya çıkan farklılıklar AB sermaye piyasalarının en büyük sorunlarından birini oluşturmaktadır. Bu durum uluslar arası ekonomi literatüründe kullanılan “tarife dışı engeller” kavramı ile büyük benzerlikler göstermektedir. Bu noktada vurgulanması gereken bir başka konu da AB sermaye piyasalarının entegrasyonu konusunda atılması gereken adımların bir çoğunda, yetkilerin düzenleyici otoritelerin değil, siyasi iradelerin elinde bulunmasıdır. Bu husus dinamik bir alan olan sermaye piyasalarında sorun oluşturabilmektedir. Bu çerçevede, siyasi iradelerin de entegrasyon yönündeki isteklerini açıkça belli eder şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. (Güngör, 2004: 94)

7.GELİŞMELERİN TÜRK SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

1980’li yıllarda temelleri atılan sermaye piyasamız, 2000’li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstererek reel sektöre önemli ölçüde bir kaynak aktarımına aracılık etmiştir. Fakat, özellikle makro ekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, sermaye piyasamızın derinliği ve genişliği potansiyelinin altında kalmıştır.

Aslında, sermaye piyasamızın hızlı, düzenli işleyişini sağlayan köklü kurumlar ve yatırımcının korunmasına dönük işlevsel mekanizmalar mevcuttur.

Piyasamızın tüm kurumlarında veya işlem platformlarında gelişmiş teknoloji kullanımıyla işlemler hızlı ve güvenli bir biçimde gerçekleşmekte, kayıtlar tutulabilmektedir. Sektör, genç, yüksek eğitilmiş ve yeniliklere açık bir çalışan profiline sahiptir. Sermaye piyasamızın hukuki altyapısı ise, AB normlarıyla büyük ölçüde uyumludur.

Bununla beraber, AB üyeliği aşamasında sermaye piyasamızla ilgili düzenlemelerde bazı değişikliklerin yapılması gerekecektir. Ancak, bu değişiklikler sermaye piyasamızın mevcut yapısını önemli ölçüde etkileyecek boyutta olmayacaktır.

AB üyeliğinin sermaye piyasamıza getireceği temel farklılıklar ise özetle şöyledir:

- Menkul kıymetler alanında yatırım hizmetlerine ilişkin AB düzenlemeleri çerçevesinde ülkemizde bankaların da sermaye piyasası faaliyetinde bulunması sağlanacaktır.

- Aynı düzenleme çerçevesinde, AB üye devletlerinde faaliyet gösteren yatırım firmaları, banka veya borsaların, Türkiye’de de faaliyet göstermesi sağlanacaktır.

- Tazmin sisteminde yapılacak değişikliklerle sadece hisse senedi değil, tüm sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcılar koruma kapsamına alınacaktır.

- İzahname düzenlenmesine yönelik muafiyetler halka arzları kolaylaştıracaktır.

- Münhasıran yatırım fonu portföyü yönetmekle yetkili yönetim şirketleri kurulması gündeme gelecektir.

- Yatırım fonu portföyünü saklamakla yükümlü kuruluşların sorumluluğu artırılarak, saklamacı kuruluşlar fonun işlemlerinin uygunluğunu saklamakla da görevli olacaklardır.

- Sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesi gündeme gelecek, örneğin

mevzuatımızda yeri bulunmayan değişken sermayeli yatırım ortaklığı kurulabilecektir.

- Sermaye piyasasının iki temel nitelikteki suçu olarak nitelendirilebilecek manipülasyon ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin tanımlamalarının daha detaylı yapılması gündeme gelecektir. Ayrıca, piyasa şartlarına ve teknolojik gelişmelere paralel olarak düzenleyici ve denetleyici kurumlara konuya ilişkin düzenleme yetkisi verilmesi söz konusudur (TSPAKB, 2004: 61).

SONUÇ

Sermaye piyasalarında ortaya çıkan teknolojik yenilikler, deregülasyon ve uyumlaştırma sürecinin hızlanması borsaların faaliyetlerini sürdürdükleri ortamı büyük ölçüde farklılaştırmıştır. Yaşanan gelişmelere paralel olarak, borsalar tarafından yerine getirilmekte olan fonksiyonların bir kısmının gerekliliği ortadan kalkmış ya da görece önemi azalmıştır. Bu durum borsaların ekonomik fonksiyonlarının giderek daha özel bir alana kaymasına ve ihtisaslaşmaya doğru bir gidişin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Mümkün olduğunca geniş bir likidite havuzu oluşturmak ve piyasa katılımcılarının bu havuzdan en etkin şekilde yararlanacakları mekanizmaları kurmak, üzerinde ihtisaslaşılana ana unsuru oluşturmaktadır. Bu açıdan günümüzde borsaları likidite satan şirketler olarak değerlendirmek ve likiditeyi kendilerine çekme konusunda başarılı oldukları ölçüde varlıklarını sürdüreceklerini söylemek doğru olacaktır. Bunun bir sonucu olarak borsalar giderek artan bir şekilde normal şirketler tarafından sergilenen davranışları sergilemekte, rekabet edilen alanın da çok daha açık hale gelmesi ve basitleşmesi ile birlikte borsalar arası rekabet hızlanmaktadır.

Avrupa Bopluluğu sermaye hareketleri konusunda istenilen

serbestliğin oluşturulmasını uzun bir süreç içerisinde tamamlamıştır. İlk adım olarak Roma Antlaşması çerçevesinde çıkarılan iki direktif sermayenin serbest dolaşımı konusunda önemli adımlar atmış olsa da Roma Antlaşması ile ortaya konulan ve ortak pazarın sağlıklı işleyebilmesi ölçüsünde sağlaması gereken serbestlik hedefi, Antlaşmanın imzalanmasından ancak 30 yıl sonra istenilen seviyeye ulaşabilmiştir. 1980'lerin ortalarından itibaren ortak pazarın sağlıklı işleyişinin sağlanması amacıyla yürütülen çalışmalar 1990'ların başında sermayenin serbest dolaşımı konusunda da gerekli adımların atılmasını sağlamıştır. Özellikle, ekonomik ve parasal birliğin oluşturulması için Maastricht Antlaşması ile yapılan düzenlemeler Birliğin sermaye hareketlerindeki tam serbestliği sağlamasını mümkün kılmıştır.

Ancak, Birliğin sermaye hareketlerine ilişkin rejimi her ne kadar küresel sistemin gerekli kıldığı serbestliği sağlasa da üçüncü ülkelere karşı sermaye hareketlerinin ve ödemelerin serbestleşmesi hususunda hala bazı kısıtlamaların devam ettiği görülmektedir. Mali alanda mevcut rejim çerçevesinde, üye ülkelerin vergi konusunda yerleşik ya da yerleşik olmayan kişilere (en azından bir ölçüde) ayrımcılık uygulayabileceği kabul edilmesi bu alanda kısıtlamaların bulunduğu göstergesidir. Ayrıca, söz konusu rejimi düzenleyen az sayıdaki Antlaşma hükmünün çok açık olmayan karakteri ve kullanılan kavramların tanımının olmaması, uygulama alanı açısından bir dizi belirsizliği ortaya çıkarmıştır.

Bu süreç ülkemiz sermaye piyasalarını ve İMKB'yi de fazlasıyla etkilemektedir. Bu çerçevede, öncelikle yakın coğrafyamızdan başlamak üzere, dünya sermaye piyasalarında yaşanan

gelişmelere kayıtsız kalınmamalı ve entegrasyon sürecinde ortaya çıkan kutuplaşmalar içerisinde alınabilecek pozisyonlar tespit edilmelidir. Duruma Türkiye açısından bakıldığında, Avrupa Birliği ekonomik entegrasyonunun Türkiye için vazgeçilemeyecek derecede önemli olduğu görülmektedir.

Avrupa Birliği ve Türkiye'nin sermaye hareketleri konusundaki mevzuatının karşılaştırılmasından görüleceği üzere Türkiye'nin rejimi Birlik mevzuatına genel açıdan uyumludur. Ancak, özellikle, deniz ve hava taşımacılığı, radyo ve televizyon yayıncılığı, liman hizmetleri, balıkçılık ve gayrimenkul edinimi gibi sektörlerde mevcut olan kısıtlamalar bu duruma istisna oluşturmaktadır. Diğer aday ülkelerin tecrübeleri de göz önüne alındığında Türkiye'nin bu alanda gerekli uyumu sağlaması teknik olarak gerçekçidir. Ancak, bu hedefe zamanında ulaşılabilmesinin tam üyelik yolunda kat edilecek mesafe ile doğru orantılı olduğu düşünülmektedir.

2001 yılında çalışmalarına başlanan Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Reform Programı Türkiye'de yerli ve yabancı sermayenin önünde engel teşkil eden teknik ve bürokratik engellerin kaldırılmasını hedeflemektedir. Reform programı yatırımları ilgilendiren konuları çok geniş bir çerçevede değerlendirerek ekonomideki tüm sektörleri kapsayacak bir çalışma alanı oluşturmuştur.

Reform kapsamında 17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe giren Doğrudan Yabancı Sermaye Yasası Türkiye'deki yabancı sermaye ortamına yeni bir imaj kazandırmıştır. 1954 tarihli Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu günümüz normları çerçevesinde güncelleştirilmiş ve reform programında ortaya konan hedefleri gerçekleştirmek için gerekli çerçeve oluşturulmuştur.

Reform programı yapısı ve kapsamı açısından sermayenin serbest dolaşımı konusunda Türkiye'nin AB'ye uyum çalışmalarını destekler niteliktedir. Türkiye'nin mevcutta uyum gösterdiği AB mevzuatının ve müzakerelerin başlaması ile birlikte uyumlaştıracağı mevzuatın pürüzsüz uygulanması reform programı kapsamında, özellikle, sermaye yatırımlarının uygulamada karşılaştığı engellerin giderilmesi ile mümkün olabilecektir.

Entegrasyon sürecinin ülkemiz için bir başka önemi de AB bünyesinde Euro'nun tek para olarak kullanılmaya başlamasının sermaye piyasalarımız üzerinde yaratması muhtemel olumsuz etkilerinin, en azından belli ölçülerde bertaraf edilmesi imkanının yaratılmasıdır. Euro'nun tek para olarak kullanılmaya başlaması ile birlikte, özellikle ekonomik potansiyel olarak ülkemize yakın ülkeler ile rekabet etme konusunda bir takım sıkıntılar ortaya çıkmıştır. Örneğin yatırımcıların dünya çapında tanınmış bir Yunan şirketi ile aynı özelliklere sahip bir Türk şirketi arasındaki tercihlerini Yunan şirketinin hisse senedine kaydırmaları beklenmelidir. Zira, Türk şirketine yapılan yatırım aynı zamanda bir kur riskini de beraberinde taşıyacaktır. Bu olumsuz durum dünya piyasalarından uzak kalınması ile birleşince rekabet gücümüzü önemli ölçüde azaltacaktır.

Bununla birlikte, uzun vadede entegrasyon sürecinden kopuk kalmamızın da mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira yatırımcılara yurt dışı piyasalarda işlem yapma konusunda tanınmış olan serbesti, teknolojiye ilerlemeler ile birlikte erişim imkanlarının kolaylaşmasına paralel olarak yatırımcılar tarafından daha sık olarak kullanılacaktır. Ayrıca, iletişim teknolojisindeki gelişmeler nedeniyle yerel olmanın sağladığı bilgisel avantajlar gün geçtikçe

azalmaktadır. Bu açıdan, orta vadede makro ekonomik durumumuzda beklenen iyileşmenin gerçekleştirilememesi halinde dahi İMKB'nin yerel, dünya ölçeğinde önemli olmayan bir borsa olmasının önüne geçilebilmesi için entegrasyon sürecine dahil olunması gerektiği düşünülmektedir. Makro ekonomik istikrarın sağlanmasının beklenmesi halinde ise geç kalınmış olabilecektir. Zira, borsalarda likidite dışsallığı, yani likiditenin ilave likiditeyi çekmesi bir kartopu etkisi yaratmakta ve bu ivmenin kaybedilmesi halinde tekrar yakalanması güç olmaktadır. Bu durum finansal piyasalarda tarihin önemli rol oynaması ile de açıklanabilecektir. Bu çerçevede, zamanlamanın doğru belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Karşılıklı üyelik konusu da bir diğer tartışma noktasını oluşturmaktadır. Aracı kuruluşlar için yönetim, finansal yükümlülükler, sermaye yeterliliği şartları gibi düzenlemeler ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu açıdan ülkemizden daha düşük standartlar belirlemiş olan ülkelerin aracı kuruluşlarının karşılıklı üyeliklerine izin verilmesinin, ülkemiz aracı kuruluşlarının haksız rekabet ile karşılaşmalarına yol açacağı dikkate alınmalıdır. AB bünyesindeki tek pasaport yaklaşımı, karşılıklı üyelik konusunun AB ülkeleri arasında daha kolay bir şekilde çözümlenmesine imkan verebilmektedir. Bu doğrultuda, aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemelerimizin AB ile paralellik göstermesi büyük önem taşımaktadır.

Sadece aracılık faaliyetleri ile ilgili konularda değil, menkul kıymetlerin borsalara kotasyonu, takas işlemleri gibi konulardaki düzenlemelerimizin de AB ile uyumlu bir şekilde yapılması büyük önem taşımaktadır.

21'inci yüzyılda finansal piyasalarda "basitleştir, standart ve otomasyona elverişli hale getir ve ölçeğini büyüt"

şeklinde özetlenebilecek bir anlayışın hakim olacağı ve sermaye piyasalarımızın rekabet gücünün korunmasının da bu doğrultuda hareket edilmesi ile mümkün olabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- BİRİNCİ, Yüksel (2001), Euro'nun Uluslar arası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Alfa Yayınları
- BOLAK, Mehmet (1991), Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, Beta Yayınları.
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice Doğukanlı (1997), Finansal Pazarlar, İstanbul, Beta Yayınları.
- ÇAKMAK, Yavuz (2005), Finansal Liberalizasyon Politikalarının Türkiye'deki Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü), Konya
- DAĞLI, Hüseyin (1996), Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, Ankara, İşletme ve Finans Yayınları.
- DTM ve TOBB (2002), Avrupa Birliği ve Türkiye, DTM Yayınları
- Güngör, Ali İhsan (2004), Borsalar Arası İşbirliği, Birleşme ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasası, Ankara, SPK Yayınları, No:148.
- İKV (2002), Avrupa Birliği'nin Sermayenin Serbest Dolaşımı Konusundaki mevzuatı ve Türkiye'nin Uyumu, Türkiye'nin Avrupa Birliğine Katılım Süreci Serisi, Kitap 9, İKV Yayınları, sf.13.
- KARAKAYALI, Hüseyin (2003), Türkiye Ekonomisinin Yapısal Değişimi, İzmir, Güleç Matbaacılık Ltd. Şti.
- KARAN, Mehmet Baha ve Ali Argun Karacabey (2003), Türkiye'de Sermaye Piyasası'nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, Ankara, SPK Yayınları.
- KARLUK, Rıdvan (2004), Türkiye Ekonomisi, İstanbul, Beta Yayınları.
- MOUSSİS, Nicholas (2004), Avrupa Birliği Politikalarına Giriş Rehberi, İstanbul, Mega Press Yayınları
- TSPAKB (2004), AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, İstanbul, TSPAKB Yayınları.
- TSPAKB (2004), Sermaye Piyasasında Gelişmeler, Yatırımcı Analizi Aracı Kuruluşlar, İstanbul, TSPAKB Yayınları.
- TEZCANLI, Meral Varış ve Oral Erdoğan (1996), Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İMKB Araştırma Yayınları, No:8.
- ÜLGER, İrfan Kaya (2005), Avrupa Birliği'nin ABC'si, Ankara, Sinemis Yayınları.
- <http://www.spk.gov.tr/Hakkında/hakkında.htm?tur=uluslararasıfaaliyetlerimiz>, Erişim tarihi: 18.02.2006.