



Yrd. Doç. Dr.
Pınar Evrim Mandacı

Arş. Gör. Dilvin Taşkın

AB'ye Uyum Sürecinde İMKB'nin AB Piyasaları ile Karşılaştırılması

Yrd. Doç. Dr. Pınar Evrim MANDACI
Arş. Gör. Dilvin TAŞKIN
Dokuz Eylül Univ., İşletme Fakültesi

Özet

Bu çalışmada Avrupa Birliği'ne giriş sürecinde İMKB'nin AB üyesi bazı borsalar ile karşılaştırılması ve İMKB'nin yerinin ve öneminin vurgulanması amaçlanmıştır. Çalışma iki kısımdan oluşmuştur. Birinci kısımda borsaların teknik özelliklerini belirten göstergeler yerilirken, ikinci kısımda bu borsalarının risk ve getirilerin ve aralarındaki ilişkiler incelenmiştir. Sonuç olarak; İMKB'nin gelişmiş AB piyasalarına göre derinliğinin az olduğu, ancak bir kısım AB piyasalarına kıyasla piyasa kapitalizasyon değerinin daha yüksek olduğu görülmüştür. Kote edilen şirket sayısı bakımından da İMKB birçok AB piyasasından daha ileri durumdadır. Toplam işlem hacimlerine göre çok ileri durumda olmamasına rağmen, likit bir piyasa görünümünde olan İMKB'nin getirişi ile AB piyasalarıyla arasında düşük korelasyon bulunmuştur. Bu da, İMKB'nin portföy çeşitlendirmesi için avantajlı olduğunu ve AB piyasaları içinde Önemli bir yerinin bulunduğunu göstermektedir.

Anahtar Sözcükler: İMKB, AB, entegrasyon.

Abstract (in the Adaptation Process to the EU, A Comparison between ISE and European Stock Markets)

In this paper, İstanbul Stock Exchange is compared to some of the European Union stock exchanges in order to underline the place and the importance of İSE at the turnover point of entering to the EU. The paper consists of two parts. At the first part, the technical specifications of the stock markets are indicated and at the second part, the correlation of the risk and returns between the İSE and the other EU stock markets is analyzed. The results point out that, the depth of İSE is much lower than those of the other developed European Union markets; whereas the market capitalization is higher than some of the European Union markets. The number of quoted firms to the İSE is much higher than the most of the European Union markets. İSE, although not at a leading position for the total trading volume, appears to be a liquid market and has a low correlation with the EU markets. This also implies that İSE is advantageous for portfolio diversification and has a vital point in the EU markets.

Key words: İSE, EU, integration.

Giriş

İMKB Türkiye'deki tek menkul kıymet piyasasıdır ve 1986 yılında faaliyete geçişinden bu yana önemli gelişmeler göstermiştir.

rilebilir tahvil, oysun yoksun hisse senedi, katılma intifa senedi, kar zarar ortaklığı belgesi, gayri menkul sertifikaları ve ya bancı menkul kıymetler işlem görmektedir.

İMKB sadece yerli yatırımcılar için değil, yabancı yatırımcılar ve ihraççılar için de oldukça açık ve adil işlem olanağı sağlayan bir piyasa durumundadır. Bu bağlamda İMKB'nin genel özelliklerini şu şekilde açıklamak mümkündür, (spk.gov.tr);

- AB sermaye piyasaları düzenlemelerine paralel hukuki yapı,

- Tam otomasyonlu elektronik alım-satım sistemi,

- Uluslararası standartlara uygun takas ve saklama

- Yabancı yatırımcılar için liberal ortam

- Derinlik bilgileri dahil olmak üzere gerçek zamanlı veri yayını

- Dünyanın en düşük işlem maliyetleri : 1/100,000

- Tüm piyasalar yıllık toplam işlem hacmi: 744.941 milyon ABD\$

Piyasada işlem gören şirket sayısındaki ve yabancı katılımındaki artış ile, gelişmekte olan piyasalar arasında en hızlı ilerleme gösteren borsalardan biri olan İMKB'deki bu gelişmenin nedenleri arasında ülkenin içinde bulunduğu konjonktür, sermaye piyasasının oluşturulmasında diğer ülkelere kıyasla geç kalınmış olunması ve ekonomik durumdan dolayı kısa vadeli yatırımın cazip olması sayılabilir. Bu sebeple borsada işlem hacmi hızla artmış; teknolojik gelişmeler, elektronik ve internete alım satım işlemlerine geçiş, bu gelişimi hızlandırmıştır. Özellikle bu dönemde, Türkiye'nin AB'ye üyeliği sürecinde yapılan birçok düzenleme AB mevzuatına uygun bir biçimde gerçekleşmektedir.

AB ülkeleri, 31 Aralık 1995 tarihi itibarıyla sermaye hareketleri konusunda tam serbestiye geçmiştir. Bu konuda yasal düzenleme ve uygulama alanında 1980'den beri liberalizasyon politikaları uygulayan Türkiye, AB'ye tam üyelik sürecinde uyumda zorlanmayacaktır. Nitekim Türkiye, 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ve Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile sermaye hareketlerini büyük ölçüde serbestleştirmiştir. AB'nin sermaye hareketleri direktiflerine uygun olarak, uluslararası

portföy yatırımlarında serbestleştirilmiştir (Varış ve diğerleri, 2000: 17).

Türk finans sektörü, kambiyo mevzuatında günümüze kadar yapılan düzenlemeler ile sermaye hareketlerinde çok sayıda Avrupa ülkesinden daha liberal bir düzenlemeye sahip olunmuştur. Sermaye hareketlerine getirilen serbesti ile yurtdışı tasarruflarından daha çok yararlanılması hedeflenirken, sıcak para adı verilen ve yüksek kazanç peşinde koşan ve kısa vadeli hareket eden uluslararası sermayenin olumsuz etkilerine de finans piyasası açık kalmıştır. Özellikle finans sektörünün uluslararası alandaki en önemli göstergesi olan güven ve risk AB ülkeleriyle karşılaştırıldığında makro ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle istenmeyen noktada bulunmaktadır. (Gürlel ve diğerleri 1997: 94).

Bunun yanında İMKB'de halen yaşananmakta olan ve çözüm bekleyen sorunlar bulunmaktadır. Öncelikle İMKB' de ikincil el piyasada- işlem hacminin yüksek olmasına karşın birincil piyasada gözle görülür bir gelişme olmamıştır. Borsa, başlangıçta yatırımcılara yüksek getiri sağlamasına karşın, daha sonraki yıllarda enflasyondaki artışa yetişememiş ve dolayısıyla nominal büyümeye rağmen reel anlamda önemli bir yol katedememiştir. Borsada yeterli arz ve talep bulunmamaktadır. Başlangıçta aile şirketlerinin halka açılmadaki isteksizlikleri daha sonra, rekabetin zorlamasıyla kırılmışsa da yeterli talebin olmaması ve sürekli yaşanan krizler halka açılmanın başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmuştur. Türkiye'de şirketlerin halka açıklık oranları diğer benzer ülkelere ve AB ilkelerine kıyasla düşük kalmıştır. İMKB' de kurumsal ve uzun vadeli yatırımcıların azlığı piyasanın derinleşmesini engellemiştir. Sigorta şirketlerinin ve yatırım fonlarının borsaya yatırımları sınırlı kalmıştır. Son birkaç senedir özel emeklilik fonları ile piyasada istikrarlı ve uzun vadeli fon yaratılmak istenmektedir. Küçük yatırımcılar borsaya güvenmemekte ve yatırım yapmak istememektedir. Ayrıca aracı kurumlar kendi şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. SPK günlük satışların sadece 1/4 ünün gerçek satışlar olduğunu bildirmiştir. Bunun nedeni, aracı kurumla-

rın spekülatif kazanç sağlamak amacıyla gün içinde aynı hisse senedini bir kaç defa alıp satmalarıdır. İMKB'nin kendi yapısından kaynaklanan en önemli sorunu ise kamu borsası konumunda olmasıdır. Artık AB'de hatta dünyada kamu borsası bulunmamaktadır (Akyüz, 2002:7). Özellikle AB'ye uyum sürecinde İMKB'nin de bir an önce özelleşme yönünde çaba harcaması gerekmektedir.

Bu çalışmada amaç İMKB' nin, bazı AB üyesi ülkelerinin borsalarıyla karşılaştırılması ve AB finans piyasası içinde İMKB'nin yerinin ve öneminin vurgulanmasıdır. Borsalar arası karşılaştırma, iki grupta incelenmiştir: Birincisi, borsaların teknik özelliklerinin yansıtan göstergeler. İkincisi ise, risk, getiri ve borsalar arasındaki ilişkinin derecesini gösteren istatistiksel yön-

temlerden biri olan korelasyon katsayılarının belirlenmesi şeklindedir. Bu çalışma özellikle AB ile müzakere öncesi süreçte ve AB'ye giderek yakınlaşma aşamasında İMKB' nin AB borsalarına uyumu, yakınlaşması ve entegrasyonu hakkında bilgi vermesi açısından önemlidir.

1. İMKB'nin Teknik Göstergeler Bakımından AB Borsalarıyla Karşılaştırılması

Aşağıdaki tablolarda, İMKB bazı seçilmiş AB üyesi ülkelerin borsalarıyla piyasa değerleri, işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, fiyat kazanç oranları, temettü verimi ve piyasa yoğunlaşması bakımından karşılaştırılmıştır. Karşılaştırmada ele alınan borsalar ve ait oldukları ülkeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 1: Menkul Kıymet Borsaları ve Buldukları Ülkeler

Borsalar	Ülkeler
Deutsche Börse	Almanya
Wiener Börse	Avusturya
Copenhagen	Danimarka
Euronext: Anısterdam, Brussels, Lisbon, Paris	Euronext: Hollanda, Belçika, Portekiz, Fransa
Helsinki	Finlandiya
London	İngiltere
Irish	İrlanda
Spanish Exchanges (BME)	İspanya
Swiss Exchange	İsveç
Borsa Italiana	İtalya
Luxembourg	Lüksemburk
Budapest	Macaristan
Malta	Malta
Oslo	Norveç
Warsaw	Polonya
Ljubljana	Slovenya
Athens	Yunanistan
istanbul	Türkiye

1.1. Piyasa Değerleri

Tablo 2'de bazı seçilmiş AB ülkelerinin hisse senedi piyasaları ile İMKB'nin piyasa değerleri verilmektedir. Piyasa değerleri, hisse senetlerinin yıl sonu satış fiyatı ile dolanımdaki hisse senedi sayısının çar-

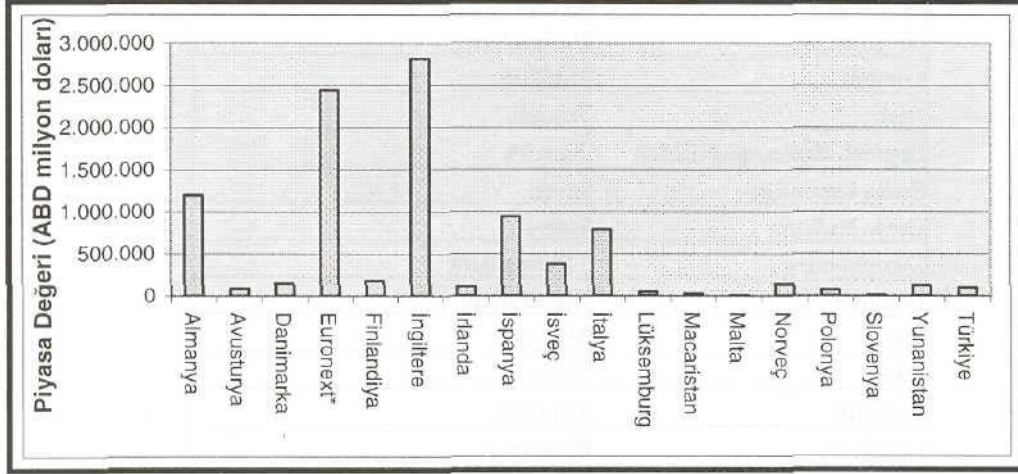
pılması ile elde edilmiştir. Bir bakıma piyasanın büyüklüğünü de gösteren bu değerlere bakıldığında İngiltere, Almanya ve dört Avrupa Birliği ülkesinden oluşan Euronext piyasalarının piyasa değerlerinin, diğer ülkelerin bir hayli üstünde olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Ulusal Şirket Hisse Senetlerinin Piyasa Değerleri (ABD milyon doları)

	2000	2001	2002	2003	2004
Almanya	1.270.243,2	1.071.748,7	686.013,5	1.079.026,2	1.194.516,79
Avusturya	29.935,2	25.204,3	33.578,1	56.522,5	87.776,27
Danimarka	107.665,0	85.145,0	76.749,9	118.167,1	151.349,87
Euronext*	2.271.727,5	1.889.455,1	1.538.684,4	2.076.410,2	2.441.261,38
Finlandiya	293.634,7	190.455,8	138.832,6	170.283,4	183.765,38
İngiltere	2.612.230,2	2.164.716,2	1.856.194,4	2.460.064,0	2.815.928,02
İrlanda	81.882,5	75.297,8	59.937,5	85.070,6	114.085,43
İspanya	504.221,9	468.203,2	461.559,6	726.243,4	940.672,88
İsveç	792.316,4	625.908,7	547.020,4	727.103,0	377.861,95
İtalya	768.363,4	527.467,3	477.075,4	614.841,6	789.562,62
Lüksemburg	34.016,4	23.782,8	24.550,5	37.333,2	50.143,55
Macaristan	11.908,5	10.367,0	12.988,9	18.868,2	28.597,85
Malta	2.024,3	1.356,9	1.373,7	1.844,7	2.839,84
Norveç	65.266,7	69.444,8	68.103,1	95.919,9	141.429,86
Polonya	31.428,6	26.155,0	28.849,2	37.404,5	70.530,89
Slovenya	3.099,6	3.461,3	5.577,9	7.134,1	9.676,81
Yunanistan	107.502,5	83.481,3	66.040,0	103.764,5	125.241,63
Türkiye	69.658,9	47.149,9	34.216,7	68.379,2	98.298,50

Kaynak: www.world-exchan_ges.org

Grafik 1: 2004 Yılı Piyasa Değerleri



Grafik l'de 2004 yılının verileri incelendiğinde, İMKB' nin piyasa değerinin birçok gelişmiş piyasanın altında olduğu görülmektedir. Bu da İMKB'nin gelişmiş AB borsalarıyla karşılaştırıldığında derinliğinin az olduğunu göstermektedir.

Halka açılma ve özelleştirme, piyasa derinliğini artıracaktır. Ayrıca yine aynı yıla ait veriler, İMKB'nin piyasa değerinin Avusturya, Lüksemburg, Macaristan, Malta, Polonya ve Slovenya'nın üstünde olduğunu da göstermektedir.

1.2. Borsada İşlem Gören Şirket Sayısı

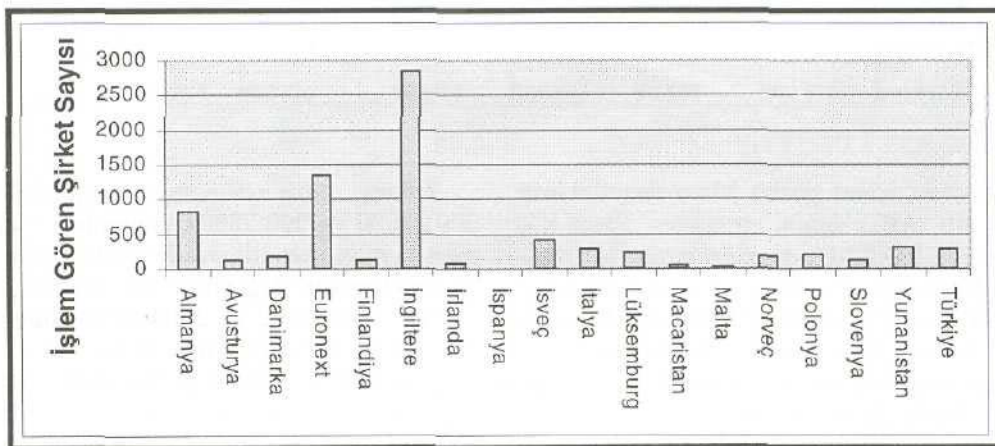
Tablo 3' de son beş yıla ait şirket sayıları verilmektedir

Tablo 3: Borsada İşlem Gören Şirket Sayısı (Ulusal ve Yabancı)

	2000	2001	2002	2003	2004
Almanya	983	983	934	866	819
Avusturya	111	111	129	125	121
Danimarka	235	217	201	194	185
Euronext	1.216	1.195	1.114	1.392	1.333
Finlandiya	158	155	149	145	137
İngiltere	2.374	2.332	2.824	2.692	2.837
İrlanda	96	87	76	66	65
İspanya	-	-	3.015	3.223	NA
İsveç	416	412	398	419	409
İtalya	297	294	295	279	278
Lüksemburg	270	257	245	242	234
Macaristan	59	56	48	49	48
Malta	10	12	13	13	13
Norveç	214	212	203	178	188
Polonya	225	230	216	203	216
Slovenya	149	151	135	134	140
Yunanistan	310	314	324	332	321
Türkiye	316	311	289	285	297

Kaynak: www.world-exchanges.org

Grafik 2: 2004 Yılı Borsada İşlem Gören Şirket Sayısı



Grafik 2'den borsada işlem gören şirket sayısı bakımından son yılın verilerine bakıldığında yine İngiltere, Euronext ve Almanya piyasalarının başı çektiği görülmektedir. Türkiye ise bu ilk üç sıralamayı takip eden İsveç ve Yunanistandan sonra

altıncı sırada yer almaktadır. O halde kote edilen şirket sayısı bakımından İMKB gelişmiş birçok AB piyasasından daha iyi durumdadır. Ancak, işlem gören şirketlerin büyüklüğünün de incelenmesi gerekebilir

1.3. Toplam İşlem Hacmi

Tablo 4'de seçilmiş AB ve Türk hisse senedi piyasasının ABD doları cinsinden toplam işlem hacmi değerleri ve bunların yıllara göre artış ya da azalışları yer almaktadır.

Tablo 4: Toplam İşlem Hacmi ve Yıllara Göre Değişimi (2000-2004)

	(ABD milyon doları)					%Değişim			
	2000	2001	2002	2003	2004	2001/2000	2002/2001	2003/2002	2004/2003
Almanya	2.119.785	1.423.371	1.212.302	1.299.327	1.541.896	-33%	-15%	7%	19%
Avusturya	9.642	7.693	6.109	11.135	24.358	-20%	-21%	82%	119%
Danimarka	102.636	70.771	53.262	67.959	106.525	-31%	-25%	28%	57%
Euronext	NA	2.092.540	1.974.134	1.936.573	2.475.330	NA	-6%	-2%	28%
Finlandiya	208.326	180.927	178.202	165.622	224.852	-13%	-2%	-7%	36%
İngiltere	4.558.663	4.520.183	4.001.340	3.609.718	5.176.170	-1%	-11%	-10%	43%
İrlanda	14.381	22.789	33.270	44.074	45.527	58%	46%	32%	3%
İspanya	NA	NA	653.221	933.060	1.207.078	NA	NA	43%	29%
İsveç	638.707	591.065	599.749	610.362	789.401	-7%	1%	2%	29%
İtalya	NA	633.937	634.496	820.642	973.336	NA	0%	29%	19%
Lüksemburg	1.661	703	496	414	644	-58%	-29%	-16%	56%
Macaristan	12.162	4.815	5.908	8.270	13.470	-60%	23%	40%	63%
Malta	188	46	48	47	94	-75%	4%	-3%	101%
Norveç	69.239	62.829	56.127	78.202	135.913	-9%	-11%	39%	74%
Polonya	19.305	9.876	7.811	9.663	16.801	-49%	-21%	24%	74%
Slovenya	924	1.197	1.526	1.021	1.483	29%	27%	-33%	45%
Yunanistan	94.163	37.812	23.461	39.672	44.760	-60%	-38%	69%	13%
Türkiye	178.998	74.530	69.937	98.160	147.830	-58%	-6%	40%	51%

Borsada işlem gören hisse senetlerinin 2004 yılı, ABD doları cinsinden işlem hacimlerine bakıldığında yine sırasıyla İngiltere, Euronext, Almanya ve İspanyanın başı çektiğini. Türkiyenin ise ilk dördü takip eden İtalya, İsveç ve Finlandiya'nın arkasından sekizinci sırada yer aldığı görülmektedir. Türk hisse senedi piyasasına kote edilen hisse senetlerinin işlem hacimlerinin toplamı Avusturya, Danimarka ve İrlanda gibi daha birçok gelişmiş AB ülkesinin üstündedir. İşlem hacmi, piyasanın likidite durumunu gösterdiğine göre İMKB'nin piyasa derinliği açısından yeterince gelişmiş olmamasına karşın, likit bir piyasa görünümünde olduğu söylenebilir.

Yıllara göre değişim incelendiğinde, 2001/2000 ve 2002/2001 dönemleri için hemen hemen tüm ülkelerde işlem gören hisse senetlerinin değerinde bir azalma görülmürken, 2003/2002 ve 2004/2003 dönemleri için ise tam tersi, yani hisse senetlerini değerlerinde bir artış gözlemlenmiştir. Bu değerlere Türkiye açısından bakıldığında son iki dönem için oldukça yüksek bir değer artışı gözlenmektedir.

1.4 Fiyat Kazanç ve Temettü Verimi Oranları

2003 yılı verileri incelendiğinde İMKB'nin Fiyat Kazanç ve Temettü Verimi oranlarının ele alınan tüm piyasalar içinde en

düşük değerlere sahip olduğu görülmektedir. Fiyat Kazanç oranının düşük olması bu piyasayı özellikle yabancı yatırımcılar arasında cazip kılmaktadır. Yabancı yatırımcılar düşük fiyatlı hisse senetlerine yöneleceklerdir. Ancak bunun yanında bu oranın düşüklüğü piyasanın riskli olduğu-

nu da göstermektedir. Temettü verimi oranının düşük olması ise İMKB'deki şirketlerin AB piyasalarda işlem gören şirketlerden daha az karpayı dağıttıklarını göstermektedir

Tablo 5 : Fiyat Kazanç ve Temettü Verimi Oranları (ABD Doları)

	2000		2001		2002		2003	
	F/K	TV	F/K	TV	F/K	TV	F/K	TV
		(%)		(%)		(%)		(%)
Almanya	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Avusturya	11,6	2,3	16,9	2,7	15,6	2,1	15,	2,1
Danimarka	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Euronext:Belçika	14,5	2,9	11,0	3,5	10,0	4,8	13,	3,7
Euronext:Fransa	18,1	1,6	14,1	2,3	12,4	3,3	16,	2,6
Euronext:Hollanda	21,3	1,9	15,6	2,9	12,9	3,9	14,	3,7
Euronext:Portekiz	NA	1,4	16,8	1,1	14,1	NA	19,	3,1
Finlandiya	NA	2,5	NA	2,6	NA	3,1	NA	3,1
İngiltere	23,3	2,2	20,3	2,6	17,7	3,6	18,	3,2
İrlanda	19,9	1,4	16,4	1,7	11,4	1,7	14,5	2,3
İspanya	NA	NA	17,8	2,0	16,2	2,7	19,4	3,1
İsveç	17,0	1,7	21,0	1,9	29,6	2,8	19,3	2,1
İtalya	22,4	2,1	21,3	2,1	16,8	3,8	15,7	3,4
Lüksemburg	NA	2,0	NA	2,9	NA	4,4	12,8	1,8
Macaristan	13,6	2,5	12,7	5,3	14,1	3,9	16,	4,6
Malta	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Norveç	NA	1,9	NA	2,0	NA	3,9	NA	2,8
Polonya	15,9	0,8	65,9	1,3	31,2	1,3	49,	1,6
Slovenya	14,0	3,4	14,6	3,1	16,3	2,0	17,4	1,8
Yunanistan	27,5	10,3	24,9	4,1	22,6	6,3	28,	4,6
Türkiye	16,1	1,3	824,4	1,0	27,0	1,2	12,3	0,9

Kaynak: www.world-exchanges.org

1.5. Piyasa Yoğunlaşma Değerleri

Tablo 6'da Piyasa Değeri ve İşlem Hacmi en yüksek olan ulusal şirketlerinin %5'inin piyasa yoğunlaşma değerleri verilmektedir. Buna göre yine son yılın verilerine bakıldığında İMKB'de piyasa değeri ve işlem hacmi en yüksek olan 14 şirketin,

piyasa değeri bakımından piyasanın %63'üne ve işlem hacmi bakımından ise %65'ine sahip olduğu görülmektedir.

İMKB'deki yoğunlaşma değerleri diğer AB piyasaları ile karşılaştırıldığında orta sıralarda yer aldığını söylemek mümkündür.

Tablo 6 - Yerel Şirketlerin Piyasa Yoğunlaşma Değerleri

	2000			2001			2002			2003		
	5% piyasa değeri	5% işlem değeri	Şirket Sayısı	5% piyasa değeri	5% işlem değeri	Şirket Sayısı	5% piyasa değeri	5% işlem değeri	Şirket Sayısı	5% piyasa değeri	5% işlem değeri	Şirket Sayısı
Almanya	68,4%	48,6%	37	66,1%	86,7%	37	72,0%	89,0%	38	72,0%	85,3%	36
Avusturya	40,3%	50,5%	5	37,8%	51,6%	5	47,0%	65,0%	6	50,4%	68,0%	6
Danimarka	66,1%	67,4%	11	64,2%	70,1%	10	45,1%	55,6%	10	68,4%	73,9%	10
Euronext	77,7%	NA	61	74,1%	62,2%	60	69,9%	65,3%	56	70,3%	66,8%	52
Finlandiya	88,1%	90,7%	8	83,9%	93,5%	8	77,2%	91,3%	7	73,8%	90,3%	7
İngiltere	81,5%	78,3%	96	83,6%	83,0%	96	85,1%	88,0%	121	82,5%	86,3%	116
İrlanda	60,8%	53,4%	4	55,1%	48,8%	3	60,1%	50,6%	3	54,7%	57,0%	3
İspanya	NA	NA	NA	NA	NA	NA	74,5%	96,5%	149	73,9%	96,9%	163
İsveç	76,8%	74,0%	14	82,7%	83,2%	13	76,1%	83,2%	12	69,7%	83,6%	12
İtalya	60,6%	55,3%	15	62,8%	68,3%	15	66,1%	82,3%	15	62,2%	71,3%	14
Lüksemburg	60,7%	77,0%	3	60,6%	68,1%	3	62,0%	63,8%	3	49,4%	12,4%	2
Macaristan	62,8%	62,5%	3	66,4%	71,9%	3	49,9%	51,8%	2	40,2%	56,8%	2
Malta	NA	NA	NA	86,0%	89,1%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Norveç	61,9%	51,3%	10	69,7%	61,5%	9	75,5%	66,2%	9	75,2%	74,4%	8
Polonya	68,7%	84,2%	11	70,6%	60,3%	12	70,7%	75,2%	10	65,4%	81,8%	10
Slovenya	51,6%	45,5%	8	39,0%	27,9%	8	46,6%	58,3%	6	43,5%	50,2%	6
Yunanistan	52,4%	35,6%	15	57,1%	44,2%	16	59,9%	53,2%	16	61,3%	52,7%	16
Türkiye	65,3%	54,2%	16	67,4%	63,2%	16	59,7%	60,2%	14	63,4%	64,9%	14

Kaynak: www.world-exchanges.org

2. İMKB'nin İstatistiksel Değerleri Bakımından AB Borsaları İle Karşılaştırılması

Risk ve getiri açısından, gelişen piyasalar arasından Türk hisse senedi piyasasını da inceleyen ve bu piyasaları karşılaştıran birçok çalışma bulunmaktadır (Bkz. Divecha ve diğerleri (1992), Bekaert ve diğerleri (1996), Dağlı (1996), ve Erb ve diğerleri (1998)). Bu çalışmaların hemen hemen hepsinden elde edilen ortak sonuç, İMKB'nin getirisi yüksek, ama aynı zamanda riski de yüksek bir piyasa olduğu yönündedir. İMKB'deki yüksek volatilité hem yerel hem de yabancı yatırımcıları bu piyasaya yatırım yapma yönünde olumsuz etkilemektedir.

Ancak İMKB'nin diğer piyasalarla entegrasyonunu araştıran çalışmalar ise, İMKB'nin özellikle gelişmiş piyasalarla korelasyonunun düşük olduğunu ve dolayısıyla bu piyasalara entegre olmadığını göstermektedir. Hunter (1990), Solnik (1995) ve Akdoğan (1996). Böylelikle yabancı yatırımcılar, Türk hisse senetlerini portföylerine katarak düşük riskli yüksek getirili portföyler elde edebilecek, bir başka deyişle uluslararası çeşitlendirmeden faydalanabileceklerdir.

Çalışmada, risk, getiri ve korelasyon değerleri Ocak 1995-Aralık 2004 yıllarına ait MSCI (Morgan Standly Capital International)'ın dolar bazında aylık piyasa endeks değerleri kullanılarak Excel yardımıyla hesaplanmıştır.

2.1. Ortalama Yıllık Getiri ve Risk Oranları

Tablo 7'de seçilen AB ülkeleri hisse senedi piyasaları ile İMKB'ye ait Ocak 1995-Aralık 2004 dönemi için aritmetik ve geometrik ortalama getirileri ve piyasaların riskini ölçen standart sapmaları yer almaktadır.

Tablo 7: Yıllık Ortalama Getirileri ve Standart Sapmaları (Ocak 1995-Aralık 2004)

Ülke ve Bölge Piyasaları	Arit. Ort	Geo. Ort.	Std. Sapma
Almanya	8,9%	6,2%	22,9%
Avusturya	9,1%	7,3%	18,7%
Danimarka	12,7%	11,1%	18,0%
Belçika	9,5%	7,8%	18,4%
Fransa	10,6%	8,8%	18,9%
Hollanda	7,9%	6,0%	18,9%
Portekiz	9,3%	7,0%	21,5%
Finlanda	20,4%	13,3%	37,7%
İngiltere	7,4%	6,4%	13,6%
İrlanda	9,9%	8,3%	17,8%
İspanya	15,7%	13,4%	21,8%
İsveç	15,6%	12,0%	26,8%
İtalya	11,3%	8,8%	22,4%
Macaristan	25,1%	18,4%	36,5%
Norveç	9,6%	7,1%	22,2%
Polonya	12,4%	5,5%	37,5%
Yunanistan	13,9%	9,2%	31,0%
Türkiye	28,0%	10,0%	61,5%
Dünya Endeksi	7,4%	6,4%	14,5%
Avrupa Endeksi	9,3%	7,7%	15,8%
Avrupa dışı Dünya endeksi	6,9%	5,4%	15,1%
Gelişen Piyasalar Endeksi	3,3%	0,5%	23,4%
Gelişen Piyasalar Avrupa	15,5%	10,7%	30,3%
Gelişen Piyasalar Doğu Avrupa	11,8%	5,3%	34,4%

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere, AB ülkelerinin getirileri ile karşılaştırıldığında Türk hisse senedi piyasasının ele alınan dönem içindeki getirilerinin aritmetik ortalaması en yüksek olan piyasadır. Ancak standart sapmasına bakıldığında, İMKB'nin en riskli piyasa olduğunu söylemek mümkündür.

2.2. AB Borsalarının Birbirleri ve İMKB ile İlişkisi

AB borsalarının birbirleri, İMKB ve bazı önemli bölge endeksleri arasındaki ilişkinin ölçülmesinde korelasyon katsayılarından yararlanılabilir. Tablo 8'de 1995-2004 dönemi için dolar bazında aylık getiri endekslerinden yararlanılarak korelasyon katsayıları hesaplanmıştır.

Tablo 8: AB Ülkelerinin Birbirleri ve Türkiye ile Korelasyonu (1995-2004)

	Alm	Avu	Dan	Bel	Fra	Hol	Por	Fin	İng	İrl	İsp	İsv	İta	Mac	Nor	Pol	Yun	Tur	Dün	Avr	ADD	GPE	GPA	GPDA	
Almanya	1																								
Avusturya	0,51	1																							
Danimarka	0,69	0,52	1																						
Belçika	0,71	0,60	0,62	1																					
Fransa	0,86	0,49	0,68	0,73	1																				
Hollanda	0,85	0,58	0,70	0,77	0,86	1																			
Portekiz	0,64	0,51	0,63	0,60	0,70	0,63	1																		
Finlanda	0,57	0,18	0,39	0,31	0,58	0,53	0,44	1																	
İngiltere	0,73	0,54	0,65	0,70	0,79	0,81	0,55	0,53	1																
İrlanda	0,66	0,50	0,56	0,61	0,59	0,70	0,50	0,41	0,70	1															
İspanya	0,75	0,49	0,63	0,62	0,77	0,73	0,69	0,48	0,71	0,64	1														
İsveç	0,82	0,34	0,61	0,48	0,77	0,74	0,60	0,67	0,64	0,54	0,71	1													
İtalya	0,64	0,43	0,56	0,58	0,71	0,65	0,57	0,45	0,55	0,45	0,70	0,60	1												
Macaristan	0,45	0,34	0,48	0,33	0,45	0,37	0,54	0,36	0,38	0,39	0,47	0,41	0,42	1											
Norveç	0,63	0,54	0,65	0,57	0,66	0,65	0,55	0,46	0,64	0,55	0,64	0,63	0,56	0,46	1										
Polonya	0,47	0,25	0,34	0,28	0,44	0,39	0,43	0,48	0,34	0,40	0,46	0,46	0,33	0,66	0,50	1									
Yunanistan	0,53	0,41	0,43	0,49	0,53	0,46	0,48	0,33	0,42	0,44	0,54	0,42	0,45	0,42	0,48	0,35	1								
Türkiye	0,45	0,20	0,27	0,23	0,48	0,38	0,34	0,46	0,43	0,31	0,34	0,51	0,38	0,44	0,36	0,32	0,29	1							
Dün.End.	0,81	0,45	0,68	0,64	0,83	0,83	0,57	0,64	0,84	0,70	0,76	0,77	0,62	0,48	0,68	0,49	0,43	0,48	1						
Avr End	0,91	0,57	0,74	0,77	0,94	0,93	0,72	0,64	0,89	0,71	0,84	0,83	0,73	0,48	0,72	0,46	0,54	0,48	0,90	1					
Avr dışı D.	0,70	0,36	0,60	0,53	0,72	0,73	0,45	0,60	0,76	0,65	0,67	0,69	0,51	0,45	0,62	0,46	0,35	0,44	0,98	0,79	1				
Gel. Piy. E.	0,62	0,44	0,52	0,37	0,60	0,59	0,46	0,46	0,57	0,50	0,62	0,64	0,49	0,59	0,67	0,59	0,43	0,51	0,76	0,66	0,75	1			
Gel P. Avr.	0,55	0,38	0,47	0,37	0,60	0,50	0,51	0,49	0,55	0,47	0,54	0,55	0,45	0,70	0,58	0,59	0,57	0,77	0,61	0,62	0,57	0,73	1		
Gel.P.D Av	0,44	0,37	0,44	0,24	0,44	0,40	0,40	0,41	0,46	0,41	0,47	0,48	0,36	0,70	0,57	0,67	0,31	0,50	0,55	0,50	0,53	0,76	0,82	1	

Tablo 8'den de görüldüğü üzere, Türkiye en yüksek korelasyonu sırasıyla, Gelişen Piyasalar Doğu Avrupa, Gelişen piyasalar Avrupa ve Gelişen Piyasalar endeksleri ile göstermektedir. İMKB'nin gerek Dünya endeksi içindeki gerekse Avrupa endeksi içindeki piyasalar ile korelasyonu düşüktür. Ayrıca tek tek ülke bazında bakıldığında İMKB'nin AB ülkeleri ile korelasyonunun düşük olduğunu söylemek mümkündür.

Oysa AB ülkelerinin birbirleriyle korelasyonları oldukça yüksek bulunmuştur. AB ülkeleri arasındaki yüksek korelasyonlar, Avrupa'da tek finansal piyasanın oluşturulması amacını gayri resmi olarak gerçekleştirdiğini göstermektedir. İMKB'nin AB ülkeleriyle olan düşük korelasyonu, hem Avrupalı hem de Türk yatırımcılar açısından uluslararası çeşitlendirmeden faydalanılabileceğini göstermektedir. AB mevzuatına uyumluluk sürecinin tamamlanması ve AB'ye geçişle bu piyasalarla entegrasyonun artacağı düşünülmektedir.

Sonuç

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın, Avrupa Birliği üyesi bazı borsalar arasındaki önemi ve yeri belirlenmeye çalışılmış ve İMKB'nin bu borsalarla karşılaştırılması yapılmıştır.

İki bölümden oluşan çalışmanın ilk kısmında İMKB, piyasa değeri, borsada işlem gören şirket sayısı, toplam işlem hacmi, fiyat kazanç ve temettü verimi, oranı, piyasa yoğunlaşma değerleri gibi teknik göstergeler bakımından AB borsalarıyla kıyaslanmıştır. İMKB'nin piyasa değeri bakımından gelişmiş AB borsalarına göre derinliğinin az olduğu saptanmış, ancak bunun yanında işlem hacmi, likidite, ve kote edilmiş şirket sayısı bakımından birçok AB piyasasından çok daha iyi durumda olduğu görülmüştür. Fiyat kazanç oranının da diğer AB borsalarının arasında en düşük değere sahip olduğu İMKB'nin cazip bir piyasa olduğu ancak daha riskli olduğu yargılarına ulaşılmıştır.

Çalışmanın ikinci kısmında ise, İMKB ve AB borsalarının yıllık ortalama getirileri, standard sapmaları ve birbirleriyle korelasyonu hesaplanmıştır. Aritmetik ortalamalar gözönüne alındığında en yüksek getirili piyasa İMKB iken, standard

sapmalar incelendiğinde en riskli piyasanın da yine İMKB olduğu görülmüştür. Korelasyonlar incelendiğinde ise İMKB'nin hem dünya hem de Avrupa endeksi içindeki piyasalarla korelasyonu çok düşük bulunmuştur. AB ülkeleri arasında bulunan yüksek korelasyonlar ise tek bir finansal piyasa oluşturulduğunun kanıtlar düzeyindedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak da İMKB'nin AB piyasalarındaki yatırımcılar açısından portföy çeşitlendirmesini sağlayacağı için cazip ve önemli bir piyasa olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça

Akdoğan Haluk, "A Suggested Approach to Country Selection in International Portfolio Diversification", **The Journal of Portfolio Management**, Fall 1996, 33-39.

Akyüz Abdullah, "Türk Sermaye Piyasaları: İlk Yirmi Yılın Özet Bilançosu", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2002, 5-9.

Bekaert Geert, Cladue B. Erb, Campbell R. Harvey, Tadas E. Viskanta, "The Behavior of Emerging Market Returns", **Conference on The Future of Emerging Capital Flows**, New York University, May 23-24, 1996.

Dağlı Hüseyin, "Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri", **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar**, İktisat, İşletme ve Finans, Kasım 1996, Ankara, 19-36.

Divecha Arjun B., Jaime Drach, Dan Stefek, "Emerging Markets: A Quantitative Perspective", **The Journal of Portfolio Management**, Fall 1992, 41-50.

Erb Cladue B., Campbell R. Harvey, Tadas E. Viskanta, "Risk in Emerging Markets", **The Financial Survey**, July-August 1998, 42-46.

Gürlesel Fuat, Kerem Alkin, Sadi Uzunoglu, **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 10, Nisan 1997, İstanbul, 127 sayfa.

Hunter John E., T.Dniel Coggin, "An Analysis of the Diversification Benefit from International Equity Investment", **The Journal of Portfolio Management**, Fall 1990, 33-36.

Solnik Bruno H., "Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?", **Financial Analysts Journal**, Jan-Feb 1995, 89-93.

Varış, Meral, Ali Küçükçolak, Oral Erdoğan, Levent Özer, "AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi", **İMKB Dergisi**, C: 4, S: 14, 2000, 1-153.

www.spk.gov.tr, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2005.
www.world-exchanges.org, Erişim tarihi: 15 Ocak 2005.

www.msci.com, Erişim tarihi: Aralık 2004.