

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE
PİYASALARI İLE BÜTÜNLEŞMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Nevim KÖROĞLU

T.C. YÜKSEK ÖĞRETİM VE
DURUMUNUN KOCALİ

107070

107070

İşletme

Şubat 2001

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

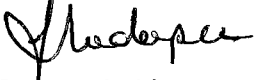
TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI İLE
BÜTÜNLEŞMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: Nevim KÖROĞLU

Tezin Kabul Edildiği Yönetim Kurulu Kararı: 27.02.2001-2001/03

Jüri Başkanı



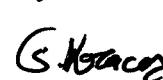
Prof. Dr. Gültekin RODOPLU

Jüri Üyesi



Doç. Dr. Selman Aziz ERDEN

Jüri Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Sami KARACAN

Şubat 2001

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**TÜRK SERMAYE PİYASASI'NIN AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE
PİYASASI İLE BÜTÜNLEŞMESİ**

Nevim KÖROĞLU

ÖZET

Bu çalışmada, Avrupa Birliği (AB) ile bütünleşme aşamasında; AB Sermaye Piyasaları ile Türk Sermaye Piyasası'nın genel yapısı karşılaştırmalı olarak tanıtılmaya çalışılmıştır. AB'nin temel olarak yasal zemini; Roma Antlaşması (1957), Beyaz Kitap (1986), Tek Avrupa Senedi (1987) ve Maastricht Antlaşması (1992) hükümlerine dayanmaktadır. Türkiye'nin, AB finansal sistemine yasal olarak uyumunda her iki tarafın mevzuatları dikkate alınmaktadır. Bir ülkenin AB'ne tam üye olabilmesi için Kopenhag Kriterleri olarak adlandırılan değerler bütününe uyum sağlaması, bu bağlamda AB Müktesebatını üstlenmesi gerekmektedir.

AB, sermaye piyasalarında uyumlaşma ve bütünleşme sağlarken; Türkiye tam üyelik kapsamında Sermaye Piyasası ve Borsası ile birlikte tüm finansal sistemini; AB ile uyumlaştırma çabasıdadır. Bu amaçla; 1980'li yılların başından itibaren AB ekonomik düzenine uyumlu politikalar uygulayan Türkiye kendi dinamizmi ve ekonomik gelişme düzeyiyle başarılı bir geçiş süreci yaşamaktadır.

AB Sermaye Piyasaları'nda bütün sermaye piyasası yatırımcıları tarafından işlemler ve ihraçlar için Euro kullanılacaktır. Bundan dolayı, Türkiye'de mevcut sermaye piyasası kurumları, işlemler ve ihraçlar için teknik ve yasal düzenlemeler hakkında hazırlık yapmak ve diğer kurumlara bilgi vermek zorundadırlar. İMKB yabancı yatırımcıları çekebilmek için alt yapıdaki boşlukları doldurmak ve dış tanıtım çalışmalarına önem vermek zorundadır.

Dünya'da üç önemli finansal merkez vardır. Bunlar; ABD, Japonya ve Avrupa Finansal Pazarıdır. Türk Sermaye Piyasası bu oluşumların dışında kalmamalıdır. Bundan dolayı; Türk Sermaye Piyasası, Finansal Pazar'ının gelişimi için gerekli yasal koşulları sağlayarak Avrupa Finansal Pazarı ile bütünleşmek zorundadır.

Tezi Hazırlayan : Nevim KÖROĞLU
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Gültekin RODOPLU
Tez Kabul Tarihi : 27.02.2001-2001/03
Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Gültekin RODOPLU
Doç. Dr. Selman Aziz ERDEN
Yrd. Doç. Dr. Sami KARACAN

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**THE INTEGRATION OF TURKISH CAPITAL MARKET INTO EUROPE
CAPITAL MARKET**

Nevim KÖROĞLU

Abstract

In this study, the general structure of European Union (EU) Capital Market and Turkish Capital Market has been compared and introduced during integration phase. Legal base of EU is based on decisions of Roma Pact (1957), One Europe Pact (1987), and Maastricht Pact (1992). The laws of EU and Turkey was take into account during the conformity of Turkey to EU finance system. To be a member of EU, it is must to conform to Kopenhag Criterious and EU Acquis Communautaire.

While the EU provide integration in capital markets, Turkey try to make finance system, Capital Market and Stock Exchange comformity to EU during being a member of EU. Aiming at this, since 1980, Turkey has made politics that is comformity to EU economic system a succesful participating duration was being made by dinamism and economical development of it.

At EU Capital Markets, Euro will be used for all operations and exports by all Capital Market investors. So, in Turkey Capital Market Instutions have to make preparation about tecnicl and legal arrangement for operations and exports, have to give information other instutions. Istanbul Stock Exchange has to fill the caps in the substructure and consider important to foreign introduction studies for foreign investors.

There are three important financial centers. There are USA, Japan and Europe Financial Markets. Turkey Capital Market, hasn't to be apart from these constitutions. So Turkey Capital Market has to make integration with Europe Financial Market, providing necessary legal terms for development of financial market.

Tezi Hazırlayan : Nevim KÖROĞLU
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Gültekin RODOPLU
Tez Kabul Tarihi : 27.02.2001-2001/03
Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Gültekin RODOPLU
Doç. Dr. Selman Aziz ERDEN
Yrd. Doç. Dr. Sami KARACAN

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR.....	vii
GRAFİK ve TABLOLAR LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. AVRUPA EKONOMİK VE PARASAL BİRLİĞİ.....	3
1.1. Genel Olarak.....	3
1.2. Ekonomik Birlik ve Amaçları.....	4
1.2.1. Birlik Amaçları.....	4
1.2.2. Avrupa Düzenini Oluşturan Kurum ve Kurallar.....	5
1.3. Avrupa Para Sistemi.....	7
1.3.1. Avrupa Para Birimi.....	8
1.3.2. Parasal Birlik Aşamaları.....	9
1.4. Avrupa Finansal Piyasaları.....	11
1.4.1. Avrupa Tek Finansal Piyasası.....	11
1.4.1.1. Tek Finansal Piyasa Oluşturma Çabaları.....	12
1.4.1.2. Avrupa Finansal Piyasalarının Bütünleşmesi ve Sağlayacağı Avantajlar.....	14
1.4.2. Finansal Hizmetlere İlişkin Düzenlemeler.....	15
1.4.2.1. Bankacılık.....	15
1.4.2.2. Sigortacılık.....	17

İKİNCİ BÖLÜM

2. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASASI'NA İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....	19
2.1. Avrupa Birliği Sermaye Piyasası'nı Düzenleyen Mevzuat ve Finansal Piyasalarda Uyum.....	19
2.1.1. Hukuki Mevzuat.....	19
2.1.1.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası.....	20
2.1.1.2. Menkul Kıymet İşlemlerinin Serbestleştirilmesi ve Piyasaların İşleyiş Kurallarının Uyumlaştırılması İle İlgili Mevzuat.....	22
2.1.2. Avrupa Birliği Finansal Piyasalarında Uyum.....	26
2.1.2.1. Finansal Hizmetler Faaliyet Planı.....	26
2.1.2.2. Yatırım Hizmetleri.....	27
2.1.2.3. Sermaye Yeterliliği.....	28
2.1.2.4. Kollektif Yatırım Ortaklıkları.....	30
2.2. Kotasyon Kriterleri ve Uygulama Esasları.....	31
2.2.1. Avrupa Kotasyonu'na Kabul ve Sistemin İşleyişi.....	32
2.2.2. Avrupa Kotasyonu'nun Getireceği Avantajlar.....	34
2.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti.....	35
2.3.1. 89/592/EEC Direktifi.....	36
2.3.2. Avrupa Birliği Üye Ülkelerinde İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler.....	37
2.4. Yatırım Hizmetleri ve Yatırımcının Korunması	41
2.4.1. Avrupa Birliği Konseyi'nin Yatırımcı Tazmin Planına İlişkin Direktifi.....	41
2.4.2. Yatırımcı Tazmin Planına İlişkin Direktifin İçeriği.....	42
2.5. Avrupa Şirketler Hukuku ve Muhasebe Standartları.....	43
2.5.1. Avrupa Şirketler Hukuku.....	44
2.5.2. Muhasebe Standartları.....	45
2.6. Avrupa Sermaye Piyasası'nda Vergilendirme.....	47
2.6.1. Avrupa Birliği'nde Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi.....	47

2.6.2. Avrupa Birliği'nde Yatırımlara Yönelik Vergi Teşvik Mevzuatı.....	49
---	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN TEMEL ÖZELLİKLERİ.....	52
3.1. Üye Ülke Sermaye Piyasaları ve Borsaları.....	52
3.1.1. Kurumsal Yapı.....	53
3.1.2. Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar.....	56
3.2. Sermaye Piyasaları ve Borsaların Karşılaştırılması.....	57
3.2.1. Borsaların Ekonomide Büyüklüğü.....	57
3.2.2. Pay Senetleri İşlem Gören Şirket Sayısı ve Büyüklükleri.....	59
3.2.3. Piyasa Toplam Değerleri.....	59
3.2.4. İşlem Hacmi ve İşlem Görme Oranları.....	60
3.2.5. Birleşme ve Devralmalar.....	61
3.2.6. Avrupa Tahvil Piyasası	62
3.3. Sermaye Piyasaları ve Borsaların İşleyiş Yapıları.....	63
3.3.1. Birlik Ortak Kurallarının Oluşturulması.....	63
3.3.2. Takas ve Saklama.....	64
3.3.3. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarına Teknik Uyum.....	65

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. AVRUPA SERMAYE PİYASASI ile BÜTÜNLEŞME VE TÜRK SERMAYE PİYASASI.....	67
4.1. Türkiye ile Avrupa Birliği İlişkileri.....	67
4.1.1. Tam Üyelik Başvurusu.....	68
4.1.2. Helsinki Zirvesi Sonrasında Türkiye ile Avrupa Birliği İlişkileri.....	69
4.2. Avrupa Birliği Tam Üyeliği Yolunda Türkiye'nin Durumu	71
4.2.1. Kopenhag İlkeleri ve Avrupa Birliği Müktesebatı.....	71
4.2.2. Maastricht Antlaşması Çerçevesinde Avrupa Para Birliği ve Türkiye.....	74

4.2.3. Mali Yardımlar ve Euro'nun Türk Para ve Sermaye Piyasası'na Etkileri	76
4.3. Avrupa Finansal Piyasası ile Bütünleşmenin Türk Finansal Piyasasına Etkileri.....	78
4.3.1. Finansal Uyum Temelleri.....	79
4.3.2. Finansal Hizmetlerde Uyum.....	81

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN AVRUPA BİRLİĞİ STANDARTLARINA YASAL UYUMU.....	84
5.1. Genel Olarak.....	84
5.2. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri.....	85
5.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti.....	85
5.2.2. Sermaye Yeterliliği	86
5.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Çalışma Sistemi.....	87
5.3.1. Kotasyon İlkeleri.....	88
5.3.2. Sermaye Piyasası'nda Yatırımcının Korunması ve Kamuyu Aydınlatma.....	90
5.3.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti.....	91
5.3.4. Takas ve Saklama.....	92
5.3.5. Muhasebe Standartları ve Vergilendirme.....	93
5.3.6. Teknik Uyum.....	95
SONUÇ.....	96
KAYNAKLAR.....	98
ÖZGEÇMİŞ.....	106

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devleti
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
AMBS	: Avrupa Merkez Bankası Sistemi
APE	: Avrupa Para Enstitüsü
A.g.e.	: Adı Geçen Eser
A.g.m.	: Adı Geçen Makale
ECU	: European Currency Unit, Avrupa Para Birimi
ECMI	: European Capital Markets Institute, Avrupa Sermaye Piyasası Enstitüsü
EEC	: European Economic Community
EPB	: Ekonomik ve Parasal Birlik
EU	: European Union
EURO	: Avrupa Para Birimi
FEAS	: Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, Avrasya Borsalar Federasyonu
FEE	: Avrupa Federasyonu
FHFP	: Finansal Hizmet Faaliyet Planı
FIBV	: Federation Internationae Des Bourses de Valeurs, Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu
GB	: Gümrük Birliği
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
ISMA	: International Securities Market Association, Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasaları Birliği

ISSA	: International Securities Services Association, Uluslararası Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İKV	: İktisadi Kalkınma Vakfı
KDV	: Katma Değer Vergisi
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
MA	: Maastricht Antlaşması
md	: Madde
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
SEC	: Securities and Exchange Commission
SLIM	: Simplification of the Legislation on Internal Market
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SCC	: İsviçre Ceza Kanunu
TAIEX	: Technical Assistance Information Exchange Office
TL	: Türk Lirası
TMT	: Teknoloji, Medya, Telekomünikasyon
WEF	: World Economic Forum, Dünya Ekonomik Formu

GRAFİK VE TABLOLAR LİSTESİ

Grafik 1. AB Borsalarının Ekonomi İçindeki Payı.....	58
Grafik 2. AB Ortalaması ile İMKB İşlem Görme Oranları.....	61
Tablo 1. Avrupa Düzenini Oluşturan Kurum ve Kurallar.....	6
Tablo 2. Avrupa Birliği'ne Üyelik Kriterleri.....	75



GİRİŞ

Avrupa Birliği (AB), 1957 Roma Antlaşmasından itibaren 1986 tarihli Beyaz Kitap, 1987 Tek Avrupa Senedi ve 1992 Maastricht Antlaşmaları çerçevesinde oluşturulmuştur. AB, finansal bütünleşmeye ilişkin gelişimini; bu alandaki fiziki, teknik ve mali tüm engellerin kaldırılması, ortak bir ticaret politikası oluşturulması, malların, kişilerin, sermaye ve hizmetlerin dolaşımının serbestleştirilmesi ve etkin işleyen rekabet koşullarındaki İç Pazar oluşumunda, Ekonomik ve Parasal Birlik ile tek para birimi Euro'ya geçişin getireceği faydalar ortamında gerçekleştirmeyi öngörmektedir.

AB, 1999 yılı sonu itibarıyla yeni bir gelişme sürecine girmiştir. Yeni üyeliklerle birlikte; ekonomik, parasal ve siyasal alanlı bütünleşme hızlandırılmak istenmektedir. AB üyesi on beş ülke bulunmaktadır. Bunlar; Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Avusturya, Finlandiya, İsveç, İngiltere, Danimarka ve Yunanistan'dır. AB'ye aday ülkeler ise; Türkiye, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Slovenya, Malta, Polonya, Romanya, Slovakya ve Güney Kıbrıs Rum Yarımadası'dır.

Türkiye ile AB arasındaki ilişkiler, 1964 tarihinde yürürlüğe giren Ankara Antlaşmasıyla başlamıştır. 1996 tarihinde Gümrük Birliği (GB) Antlaşması imzalanmıştır. Lüksemburg Zirvesi'yle, askıya alınan ilişkiler, 1999 Helsinki Zirvesi'yle yeni bir sürece girmiştir. 8 Kasım 2000 tarihinde Katılım Ortaklığı Belgesi açıklanmıştır.

AB sermaye piyasalarında uyumlaşma ve bütünleşme sağlarken; Türkiye tam üyelik kapsamında Sermaye Piyasası ve Borsası ile birlikte tüm finansal sistemini, AB ile uyumlaştırma çabasındadır. Bu amaçla; 1980'li yılların başından itibaren AB ekonomik düzenine uyumlu politikalar uygulayan Türkiye kendi dinanizmi ve ekonomik gelişme düzeyiyle başarılı bir geçiş süreci yaşamaktadır.

Bu çalışmanın amacı; AB ile bütünleşme aşamasında, AB Sermaye Piyasaları ile Türk Sermaye Piyasası'nın genel yapısının, işleyiş kurallarının karşılaştırmalı olarak incelenmesidir.

Birinci bölümde; Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği, ekonomik birlik ve amaçları, Avrupa Para Sistemi, Avrupa finansal piyasaları,

İkinci bölümde; Avrupa Sermaye Piyasası'nı düzenleyen mevzuat ve finansal piyasalarda uyum, kotasyon kriterleri ve uygulama esasları, içeriden öğrenenlerin ticareti, yatırım hizmetleri ve yatırımcının korunması, Avrupa şirketler hukuku ve muhasebe standartları, Avrupa Sermaye Piyasası'nda vergilendirme,

Üçüncü bölümde; üye ülke sermaye piyasaları ve borsaları, sermaye piyasaları ve borsaların karşılaştırılması, sermaye piyasaları ve borsaların işleyiş yapıları,

Dördüncü bölümde; Türkiye ile Avrupa Birliği ilişkileri, Avrupa Birliği tam üyeliği yolunda Türkiye'nin durumu ve Avrupa finansal piyasası ile bütünleşmenin Türk finansal piyasasına etkileri,

Beşinci bölümde; menkul kıymet yatırım hizmetleri ve İMKB'nin çalışma esasları incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. AVRUPA EKONOMİK VE PARASAL BİRLİĞİ

1.1. Genel olarak

Ekonomik ve Parasal Birliğin temelleri 1957 yılında altı kurucu üye (Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya, Belçika, Lüksemburg) arasında imzalanan Roma Antlaşmasıyla atılmıştır. Roma Antlaşması ekonomik bütünleşmeyi hedeflemiş, ancak Ekonomik ve Parasal Birlik kavramı ve bu Birliğe ulaşmak için kullanılacak sistemlerin hukuki alt yapısı Antlaşma'da yer almamıştır¹.

Avrupa Ekonomik Topluluğunu kuran Roma Antlaşmasındaki temel hedefler²;

- Bir ortak pazarın kurulması,
- Üye devletlerin ekonomik politikalarının giderek birbirine yakınlaştırılması,
- Üye ülkeler arasındaki sıkı ilişkilerin ve refah düzeylerinin dengeli ve devamlı olarak gelişmesi ve sağlamlaştırılmasıdır.

Avrupa Birliği (AB), Roma Antlaşmasının imzalanmasından on yıl sonra Gümrük Birliği (GB)'ni gerçekleştirmiştir. GB, Birliğe katılan üye ülkeler arasında vergilerin kaldırıldığı, üçüncü ülkelere karşı da ortak gümrük tarifelerinin uygulandığı, ekonomik bir bütünleşme modelidir.

AB'n de parasal istikrar arayışları 1960'ların sonunda başlamış, 1970 Werner Raporu, 1979 sabit fakat ayarlanabilir kur sistemine dayanan Avrupa Para Sistemi, 1986 Beyaz Kitap, 1987 Tek Avrupa Senedi, 1989 Delors Raporu ile devam eden gelişmeler sonucu, 1992 Maastricht Antlaşması (MA) ile Uyum Kriterleri olarak bilinen esaslar belirlenerek³ ; Ekonomik ve Parasal Birliğe katılacak ülkelerin bu kriterlere göre

¹ Ebru GÖKGÖNÜL ve Pelin ATAMAN, "Avrupa Birliği'nde Ekonomik ve Parasal Birlik", **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 27, İstanbul: Aralık 1998, s.122.

² Meral Varış TEZCANLI ve Oral ERDOĞAN, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, Araştırma Yayınları, No:8, İstanbul: 1996, s.7.

³ Türkan GEDİKKAYA ve Cihangül GÜRLER, "Avrupa Birliği'nde Parasal Birlik" , **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 24, İstanbul: Mart 1998, s.28.

seçilmesi öngörülmüştür.

Her üye ülkenin uyması gereken ölçütler⁴;

- Üye ülkenin aşırı bütçe harcamalarından kaçınması gerekmektedir. Yıllık bütçe açığı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) nın %3'ünden az olmalıdır,

- Bir ülkenin fiyat artış oranı en çok istikrar gösteren üç üye ülkenin fiyat artış oranını en fazla %1,5 düzeyinde aşabilir.

- Devlet borçları, GSYİH'nın %60'ından az olmalıdır.

- Üye ülkenin para birimi Döviz Kuru Mekanizması içinde yer almış, Avrupa Para Sistemi tarafından öngörülen dalgalanma paylarına en az iki yıldan beri uyumuş ve normal marjlar içinde kalmış olmalıdır.

1.2. Ekonomik Birlik ve Amaçları

Bu bölümde Ekonomik Birlik ve amaçları ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

1.2.1. Birlik Amaçları

Avrupa Ekonomik Topluluğu'nu (AET) kuran Roma Antlaşmasının 2. maddesinde AET'nin amaçları şu şekilde özetlenmiştir. Topluluğun görevi, bir ortak pazarın kurulması ve üye devletlerin ekonomi politikalarının zamanla yakınlaştırılması yoluyla, Topluluğun tümü içinde ekonomik etkinliklerin uyumlu olarak gelişmesini, sürekli ve dengeli yayılmasını, istikrarın artmasını, hayat seviyesinin yükseltilmesini ve birleştirdiği devletler arasında daha sıkı bir işbirliğini gerçekleştirmektir⁵.

9-10 Aralık 1991 tarihinde Maastricht kentinde yapılan Zirve toplantısında, Topluluğun adı Avrupa Birliği olarak değiştirilmiş ; ekonomik, parasal ve siyasi birlik konusunda önemli kararlar alınmıştır⁶.

⁴ European COMMISSION, **When Will The ' EURO ' Be In Our Pockets?**, Luksembourg: 1996, s.4.

⁵ Rıdvan KARLUK, **Avrupa Birliği ve Türkiye**, 4.Basım, İMKB Yayınları, İstanbul: 1996, s.59.

⁶ Kürşat ESER, "Panel", **İKV Dergisi**, Sayı: 145, İstanbul: Ocak-Nisan 2000, s.14.

Eylül 1993 tarihinde yürürlüğe giren Maastricht Antlaşması ile Roma Antlaşmasının 2. maddesi aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir. Topluluk; ortak bir pazarın, ekonomik ve parasal bir birliğin kurulması, 3 ve 3 a maddelerinde yer verilen ortak politikaların ve faaliyetlerin yerine konulması yolu ile Topluluğun bütünü içinde ekonomik faaliyetlerin uyumlu olmasının ve dengeli kalkınmanın, çevreye saygılı, sürekli ve enflasyonist olmayan bir büyümenin , ekonomik performansların yüksek derecede bütünlüğünün, yüksek seviyeli bir istihdam ve sosyal korumanın, yaşam seviyesinin ve kalitesinin yükselmesinin, üye ülkeler arasında ekonomik ve sosyal bütünlükle dayanışmanın iyileştirilmesi görevlerine sahiptir⁷.

Avrupa Birliği'nin en önemli amaçlarından biri, parasal birliğe gidilirken üye ülkeler arasında kurlardaki dalgalanmalara son vererek, rekabet gücünün ve yatırımların asgari düzeyde etkilenmesini sağlamaktır⁸. Ayrıca bütün katılımcıların, Euro'nun politik ve ekonomik sonuçlarına sürekli katılmaları yönündeki politik ve toplumsal istekleri istikrarlı olmalıdır. Kapsamlı ve tutarlı istikrar topluluğu olarak, yani güçlü Euro ile parasal birlik, üye ülkelere uzun vadeli olanaklar sağlayabilir. Güçlü Euro sermaye piyasasının hacmini genişletip, derinlik sağlar. Hacmi genişleyen ve derinlik kazanan sermaye piyasası, yatırımların finansmanının sağlanmasını kolaylaştırmış olur⁹.

1.2.2. Avrupa Düzenini Oluşturan Kurum ve Kurallar

Yeni Avrupa Düzenini oluşturan kurum ve kurallar, tablo 1'de gösterilmektedir;

⁷ KARLUK, A.g.e., s.60.

⁸ J.W. GADDUM, "Europa auf dem weg zu einer Wirtschafts-und Währungsunion", in: Bundesbank, Auszüge Aus Presseatikeln, 14 / 1996, s.8'den Yüksel BİRİNCİ, "Yaklaşan Avrupa Parasal Birliği Sürecinde Güçlü ve Zayıf Euro'nun Etkileri" Avrupa Araştırmaları Dergisi, Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü Yayını, Cilt: 6, Sayı:1, İstanbul: 1998, s.48.

⁹ H. TIETMEYER, "Zukunftstandart Deutschland / Europa auf dem weg ins 21. Jahrhundert / Mit dem Euro sicher in die Zukunft" , in:Dbundesbank, Auszüge Aus Presseatikeln, 64 /1997, s.3'den Yüksel BİRİNCİ, A.g.e., s.48.

Tablo 1. Avrupa Düzenini Oluşturan Kurum ve Kurallar

A-Siyaset ve Savunma	
1-Demokratik Kurumlar	Avrupa Konseyi, AB
2-Bireysel Haklar (İnsan Hakları)	Birleşmiş Milletler, Avrupa Konseyi, AB
3-Ulusal Azınlıklar	Birleşmiş Milletler, Avrupa Güvenlik ve İşbirliği Teşkilatı, Avrupa Konseyi
4-Devletler Arası İlişkiler	Birleşmiş Milletler, Avrupa Güvenlik ve İşbirliği Teşkilatı, NATO, Batı Avrupa Birliği, AB
B-Ekonomik ve Sosyal	
5- Mallar, Hizmetler ve Sermaye İçin Serbest Pazar	Dünya Ticaret Örgütü, AB
6- Para ve Bütçe Makroekonomi	IMF, AB/EURO
7- Sosyal Model	Avrupa Konseyi, AB
8- Akılcı Kamu Yönetimi	Dünya Bankası, AB, OECD

Kaynak: Haluk Nuray, “ Yeni Avrupa Düzeni Çerçevesinde Avrupa Birliği- Türkiye ilişkileri ve Türk İş Dünyasının AB Nezdinde Temsili” **İktisadi Kalkınma Vakfı Dergisi**, İKV Yayınları, Sayı: 144, İstanbul: Mayıs- Ağustos 1999, s.33.

1.3. Avrupa Para Sistemi

Parasal birlik, kurların sabit olduğu ve tam konvertibilitenin bulunduğu bir birliktir. Ayrıca, merkez bankalarının AB seviyesinde koordinasyonu ve ekonomik politika karar sürecinin Birlik düzeyine aktarılması, parasal birlik çerçevesi içindedir. Parasal birliğin, Birlik içinde spekülâtif sermaye akışlarının kısıtlanması, paranın bir değişim aracı olarak verimliliğinin artması, paranın birim olarak karşılaştırılması açısından etkili olması, faiz, para arzı gibi makro ekonomik politika araçlarının daha sıkı kontrol edilmesi, stabilizasyon politikalarının daha kolay koordine edilebilmesi gibi avantajları olacaktır¹⁰.

Avrupa para sistemi 1979 yılında kurulmuştur. Bu sistemin oluşumunda etkili olan ülkeler, Fransa ve Almanya'dır. Para Birliği ilk antlaşmalarda çok fazla yer almamıştır¹¹. Tek para ile mevcut kur riskinin ortadan kalkmasıyla hem işlemlerin yürütülmesinde kolaylık sağlanacak, hem de farklı para birimlerinin dönüşümünden kaynaklanan işlem maliyetleri söz konusu olmayacaktır. Farklı para birimleri ile işlem yapmaktan doğan faiz ve kur riskinin ortadan kalkması ve bu riskten (hedging) korunmak için oluşturulan mekanizmalara gerek duyulmaması maliyetleri önemli ölçüde azaltacaktır. Bu durum zamanla borçlanma olanaklarının artmasını sağlayacaktır. Döviz kurunda sağlanacak istikrar, işletmelerin daha uzun vadeli büyüme ve istihdam planları yapabilmelerini sağlayacaktır. Bu oluşum sonrası, değerleri sürekli değişen çok sayıda para birimi yerine tek bir paranın kullanılması, menkul kıymet borsalarında likiditeyi ve derinliği artıracaktır. Piyasalardaki bilgiler yeknesaklaşacak ve bu durum bilgiye ve piyasalara erişim zamanını ve maliyetini azaltacaktır. Finansal piyasalarda işlem maliyetlerinin düşmesine ve işlem hızının artmasına neden olacak bu değişim, Birliğe dahil olan para birimleri arasında yapılmakta olan işlemleri ortadan kaldıracak ve bunların oluşturduğu işlem maliyetlerinin (kambiyo ücret ve komisyonu gibi) çok önemli bir kısmı gereksiz olacaktır. Diğer yandan, piyasaların derinleşmesi ve finansal araçlar arasında rekabetin artması işletmelerin sermaye piyasalarına başvurarak fon sağlama avantajlarını da artıracaktır. Euro ile birlikte homojen sermaye piyasalarının

¹⁰ Barboros YALÇINER, "Finansal Piyasaların Entegrasyonu", Prof. Dr. İsmail TÜRK'e Armağan, SPK Yayını, Yayın No: 54, Ankara: Aralık 1996, s.454.

¹¹ Werner WEIDENFELD ve Wolfgang WESSELS, *Europe From A to Z Guide to European Integration*, Institut für Europäische Politik, 1997, European Commission Printed in Belgium, s. 127.

oluşmasının, sermaye dağılımının etkinliğini ve piyasanın güvenilirliğini artıracığı tahmin edilmektedir¹².

1.3.1. Avrupa Para Birimi

Sistemin temelinde yer alan ECU (Avrupa Para Birimi) , AB üyesi ülke paralarından oluşan bir sepete dayanan ve Birlik içinde ödeme aracı ve hesap birimi olarak kullanılan ancak maddi bir varlığı olmayan bir para birimidir. Sepet içindeki ağırlıklar, üye devletlerin milli geliri ve Birliğin dış ticareti içindeki payları, döviz rezervleri gibi çeşitli ekonomik göstergelere göre saptanmaktadır¹³.

Avrupa Birliği, Aralık 1995 Madrid Zirvesinde ortak parasının adını Euro olarak belirlemiştir. 01.01.1999 tarihinde Euro ile Ecu sepeti bire bir değere sahip olmuştur. 01.01.1999 – 31.12.2001 tarihleri arası geçiş dönemidir. 01.01.2002 tarihinden itibaren Avrupa Merkez Bankası Euro banknot ve madeni paraların tedavülüne başlayacak ve üye devletlerin ulusal paralarının Euro ile değiştirilmesi süreci başlayacaktır. 01.01.2002 – 01.07.2002 tarihleri arasındaki altı aylık dönem boyunca Euro'nun yanı sıra ulusal paralarda tedavülde bulunacaktır. 01.07.2002 tarihinde Avrupa Para Birliği üye devletlerin ulusal paraları yasal statülerini kaybedecek, diğer bir ifade ile bu tarihte tek yasal para Euro olacaktır¹⁴.

Euro'nun, temsil edeceği ekonomik büyüklüğün (AB dünyadaki GSMH toplamının yüzde 19.4'ünü, dünya ticaretinin yüzde 18.6'sını oluşturmaktadır) bir sonucu olarak, Dolar'dan sonra dünya ekonomisindeki ikinci önemli para olacağı, Euro'yu benimseyecek ülkeler arasında kur riskinin ortadan kalkacak olması ve uygulanacak istikrara yönelik para politikasının da katkısıyla kredi kalitesinin de çok yüksek olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, Euro'nun ileride, bir rezerv parası, bir yatırım

¹² Güler ARAS, "EURO'ya Geçişin Dış Ticarete ve İşletmeler Kesimi Üzerine Etkileri", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yayın No: 168, Ankara: Mart 2000, s.76-77.

¹³ GEDİKKAYA ve GÜRLER, A.g.e., s.29.

¹⁴ Füsun GÖNDER, Hülya ÜSTÜNKAYA ve Sinem ÜNEL, "Parasal Birliğin Türk Hukuk Sisteminde Yaratacağı Olası Etki ve Sorunlar", *Bankacılar*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 24, İstanbul: Mart 1998, s.39-40.

parası ve bir işlem parası olarak gelişmesi beklenmektedir¹⁵.

Euro'nun likidite koşullarının elverişli ve mükemmel olmasına karşın, bu gelişmelerin enflasyon üzerindeki etkilerinin yakından takip edilmesi gerekmektedir. İlk on beş aylık süre içinde Euro tatminkar bir çizgi izlemiştir. Euro'yu uygulayan devletlerin % 1.1'lik bir oranla son elli yılın en düşük enflasyon rakamlarını elde ettikleri görülmektedir. Buna karşın, Euro'nun diğer para birimleri karşısında değer kaybediyor olması, AB'ne üye ülkelerin ekonomilerindeki gelişmeleri yansıtmamaktadır. İleride Euro'nun değeri muhtemelen artacaktır, bunun için döviz kurlarındaki dalgalanmalar dikkatle izlenmelidir¹⁶.

1-2 Mayıs 1998 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü zirvede, AB devlet ve hükümet başkanları tarafından on bir üye ülkenin Ekonomik ve Parasal Birliğe (EPB) katılımı onaylanmış, ancak Yunanistan ve İsveç'in katılımı uygun bulunmamıştır. Danimarka ve İngiltere ise kendi arzuları ile Birlik dışında kalmışlardır¹⁷.

1.3.2. Parasal Birlik Aşamaları

1989 yılında Madrid' de Avrupa Konseyi tarafından kabul edilen Delors Raporu ile EPB'nin üç aşamada gerçekleştirilmesi kararlaştırılmıştır¹⁸:

1. Aşama :

- Maastricht Anlaşmasının imzalanması,
- Birlik içerisinde fiziksel, teknik ve mali tüm engellerin kaldırılması,
- Daha güçlü bir rekabet politikasının yürürlüğe konulması ve sanayi kesimine verilen teşviklerin azaltılması,
- Finansal hizmetlerin serbestleştirilmesi kapsamında asgari standartların belirlenmesi ve paralelinde tek Avrupa Sermaye Piyasa'sının oluşumu¹⁹,

¹⁵ Nilgün ARISAN, "Euro ve Euro'nun Türkiye Üzerindeki Olası Makro-Ekonomik Etkileri", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yayın No:159, Ankara:Haziran 1999, s.53.

¹⁶ İKV, "Euro'nun Değer Kaybı Avrupa Merkez Bankası'nı Kaygılandırdı", İstanbul: Nisan 2000, s.3.

¹⁷ GÖKGÖNÜL ve ATAMAN, *A.g.m.*, s.125.

¹⁸ *A.g.m.*, s.124.

¹⁹ TEZCANLI ve ERDOĞAN, *A.g.e.*, s.45.

- 1 Temmuz 1990' dan itibaren tümüyle ülke paralarının döviz kuru mekanizmasına katılması²⁰,
- Üye ülkeler arasında ekonomik yakınlaşma ve para politikalarında tam eşgüdüm içerisinde ekonomik ve parasal birlik aşamalarının tamamlanması esas alınacaktır²¹.

2. Aşama :

- EPB'nin ikinci aşamasında öngörülen önlemleri almak ve üçüncü aşamaya geçiş için gerekli düzenlemeleri ve hazırlıkları yapmak üzere, Avrupa Para Enstitüsü (APE), 1 Ocak 1994 tarihinde Almanya'nın Frankfurt şehrinde kurulmuştur.
- APE, Avrupa Merkez Bankası (AMB) kuruluncaya kadar görev yapacak, Parasal Birliğin üçüncü aşamasının başlaması ile görevlerini AMB' na devredecektir. Bir geçiş dönemi olarak nitelendirilen ikinci aşamadan üçüncü aşamaya geçebilmek için öngörülen koşullar, üye ülkelerin Merkez Bankalarının aşamalı olarak bağımsız hale getirilmesi için yasal değişikliklerin yapılması ve makro ekonomik yaklaşım kriterlerine uyum sağlanmasıdır²².

3. Aşama :

- Euro tek para birimi haline gelecek, ancak kaydi olarak kullanılacaktır.
- Üye ülkelerin ulusal paraları Euro'nun ondalıksız birimleri olarak tedavülde kalacaktır.
- ECU sepeti ortadan kalkacaktır.
- 1 ECU = 1 EURO ve 1 EURO = 100 CENT olacaktır.
- Ulusal döviz kurları geri dönülmez bir biçimde sabitlenecektir.
- Para ve döviz kuru politikaları Euro'ya göre ayarlanacaktır.
- İnterbank, döviz, sermaye ve para piyasalarında işlemler Euro üzerinden gerçekleştirilecektir.
- Devlet tahvilleri, Euro cinsinden çıkarılacaktır.
- Ödeme sistemlerinde işlemler Euro üzerinden gerçekleştirilecektir.

²⁰ Aydın ARGİN, Avrupa Topluluğu Tek Pazarına Uyum Açısından Türk Bankacılık Sisteminin Uyum Gereklere, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No: 175, Ankara: 1993, s.9.

²¹ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.46.

²² GEDİKKAYA ve GÜRLER, A.g.m., s.31.

Ulusal paralar en geç 30 Haziran 2002 tarihinden itibaren tedavülden kalkacaktır. Kişilerin ellerindeki ulusal paralar, 1 Ocak 2002 tarihinden itibaren Euro ile değiştirilecektir²³.

1.4. Avrupa Finansal Piyasaları

AB ile ortak finansal piyasanın oluşumu 1992 yılına kadar, bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım firmalarının Birlik dahilinde şirket kurma, ofis açma ve işletme haklarını kapsamaktadır.

1.4.1. Avrupa Tek Finansal Piyasası

Avrupa Birliği'nin temel amaçlarından biri "Ekonomik ve Parasal Birliği" gerçekleştirmektir. Bu amaç doğrultusunda hedeflenen, Birliğe üye ülkelerin mal ve hizmet piyasaları ile birlikte mali piyasalarını bütünleştiren bir pazar oluşturmaktır²⁴.

Avrupa Tek Finansal Piyasası, Birliğe üye ülkelerin yerel finansal piyasalarının bütünleşmesi ve birleşmesi ile oluşan, piyasalarda Birliğin ortak kurallarını oluşturmaya yönelik yönergelerin düzenleyici olduğu, üye ülkelerin finansal piyasaları arasında sermaye dolanımının tamamen serbest olduğu ve üye ülkelerin finansal kurumlarının her ülkede serbestçe ürün ve hizmet sunma hakkına sahip oldukları piyasa olarak tanımlanabilir²⁵.

Birliğin oluşumunun, finans piyasaları üzerindeki etkisi kaçınılmaz olacaktır. Bu etkinin yapısal özellikler gereği, dış ticaret ve ekonominin diğer alanlarına kıyasla, mali piyasalarda doğrudan ve hızlı olması beklenmektedir²⁶.

²³ GÖKGÖNÜL ve ATAMAN, A.g.m., s.124.

²⁴ Güler ARAS, "Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin Finans Piyasalarına Etkileri", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yayın No: 165, Ankara: Aralık 1999, s.22.

²⁵ Can Fuat GÜRLESEL, Kerem ALKİN ve Sadi UZUNOĞLU, *Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası*, İMKB Yayınları, Yayın No: 10, İstanbul: 1997, s.16.

²⁶ Philip E. DAVIS; "EMU and the Evolution of Financial Structure" *Financial Market Trends*, February 1999, s.39-40'dan Güler ARAS, A.g.m., s.22.

1.4.1.1. Tek Finansal Piyasa Oluşturma Çabaları

Uluslararası para sisteminde, dalgalı kur sisteminin ortaya çıkışı ve ulusal para arzını sınırlayan herhangi bir uluslararası kriterin kalmaması “Finansman Devrimi” adı verilen ve uluslararası ekonomik ve siyasi ilişkileri derinden etkileyen bir gelişmeye neden olmuştur. Ticaret dengesi fazla veren ülkelerin bu fazlayı değerlendirme istekleri, ticaret dengesi açık veren ülkelerin döviz ihtiyacı ile birleşince ülkeler arası sermaye akımlarını sınırlayan engeller birer birer ortadan kalkmış ve sermaye uluslararası serbest dolaşıma kavuşmuştur. Dünyanın pek çok ülkesinde sermaye hareketlerini kısıtlayan engeller ortadan kalkmış ve ülkelerin para ve sermaye piyasaları, şimdiye kadar eşi görülmemiş bir şekilde birbiriyle bütünleşmiştir²⁷.

Bu yeni düzen içinde Avrupa Finansal Piyasası, ABD ve Japonya ile birlikte üç önemli bölgesel merkezden birini oluşturmaktadır. Londra, AB dışında tek başına bu işlevi yerine getirirken, Tek Avrupa Finansal Piyasası yaklaşımı içinde Birliğin tümü değerlendirmeler içinde yer almaktadır²⁸.

1986 yılında Avrupa Komisyonu tarafından Avrupa Konseyine sunulan “Cockfield White Paper” isimli düzenleme, Tek Pazar’ın oluşturulmasına yönelik bir hedef belirlemiştir. Komisyonun 1983 mektubu ve White Paper tam finansal entegrasyon için dört ana hareket alanı belirlemiştir. Bunlar şunlardır²⁹;

- Sermaye hareketlerinin gerçekleştirilebilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması,
- Sermaye piyasalarının verimli ve istikrarlı çalışması için düzenlemeler,
- Mali çarpıklıkları ortadan kaldırmayı amaçlayan vergilerin uyumlaştırılmasına yönelik tedbirler,
- Topluluk kuruluşlarının borçlanma ve borç verme aktiviteleridir.

²⁷ Vural Fuat SAVAS, “Uluslararası Ekonomik Anayasal Düzen”, *Avrupa Araştırmaları Dergisi*, Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü Yayınları, Cilt:6, Sayı:1, İstanbul : 1998, s.156.

²⁸ GÜRLESEL, ALKİN ve UZUNOĞLU, A.g.m., s.16.

²⁹ YALÇINER, A.g.m., s.452-453.

Toplulukta malların serbest dolaşımının sağlanmasıyla birlikte finansal bütünleşme için gerekli sermaye ve hizmetlerin serbest dolaşımına ağırlık verilmiştir. Beyaz Kitap (White Paper), Avrupa Ekonomisi'ne dinamizm kazandırma ve bütünleşme sürecini hızlandırma yönünde bir dönüm noktası oluşturmaktadır. Ayrıca "geri dönülemezlik" ilkesinin benimsenmesiyle birlikte, Topluluk mali sisteminin belirli bir program çerçevesinde yeniden şekillenmesini sağlayıcı alt yapının kurulmasında, etkin rol oynamıştır³⁰.

Beyaz Kitap'ta yer alan iki ilke Tek Pazarın oluşturulmasına yönelik yeni bir yaklaşım sergilemiştir. Bunlar, ulusal düzenlemelerin minimum düzeyde koordinasyonunu sağlayarak üye ülkelerin düzenlemelerini karşılıklı olarak tanınması ve kontrolün kayıtlı olunan ülke veya işlemin kaynağı olan ülke tarafından yapılmasıdır³¹.

Cecchini Raporu (1987) ile özellikle finansal piyasalara ilişkin sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesi ve finansal hizmetlerdeki serbest dolaşımın getireceği olumlu etki ile yatırımların gerçek getirili projelere yöneleceği ve Toplulukta bir katma değer yaratılacağı öngörülmektedir. Finansal hizmetlerdeki maliyetlerin azalması ile sermayenin, birikimleri yüksek getirili projelere aktarılması suretiyle, faiz ve gelirlerdeki gerçek oranlar sermayenin marjinal verimliliğini sağlayacaktır³².

1989 yılında hazırlanan Delors Raporu ile, Birlik'te öncelikle Avrupa'da Ekonomik ve Parasal Birliğin tamamlanması ve bunun içinde yer alan Avrupa Tek Finansal Piyasası'nın oluşturulması karara bağlanmıştır. Bu karara bağlı olarak, öncelikle Temmuz 1990 tarihinden itibaren üye ülkeler arasında sermaye hareketlerinde bazı istisnalar dışında tam serbestliğe geçilmiştir. Yine aynı süreç içinde 1 Ocak 1993 tarihinden itibaren Tek Finansal Piyasa uygulamaları Topluluk içinde resmen başlatılmıştır³³.

³⁰ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.29-30.

³¹ YALÇINER, A.g.m., s.43.

³² TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.32.

³³ GÜRLESEL, ALKİN ve UZUNOĞLU, A.g.e., s.18.

1.4.1.2. Avrupa Finans Piyasalarının Bütünleşmesi ve Sağlayacağı Avantajlar

Avrupa Finans Piyasalarının tam bütünleşmesi “Avrupa Tek Finansal Piyasasını” oluşturmayı hedeflemektedir³⁴. Finansal bütünleşme, Birlik içerisinde tasarrufların yatırımlara dönüşüm hızlarının arttırılması, tek bir mali alan yaratılması ve bütün üye ülkelerin sermaye piyasasının kurulması amacına yöneliktir³⁵.

Tek Finansal Piyasanın oluşturulmasının amaçları ve bu amaçlara bağlı olarak sağlanacak faydalar ayrıntılı olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir³⁶ :

- Finansal hizmet ve ürün sunumunda serbestliğe gidilerek tek bir piyasa oluşturulması ve böylece ölçek ekonomisi yaratılarak bunun getirilerinden faydalanılması,

- Tek piyasa oluşturularak üye ülkeler arasında tasarrufların etkin dağılımının sağlanması ve yatırımların daha verimli olarak finanse edilmesi,

- Tasarruf sahiplerine alternatif ürün ve hizmet sunumunun sağlanması, seçeneklerin artırılması, fon talep edenler için* ise alternatif fon olanaklarının yaratılması,

- Oluşturulacak rekabet ortamı içinde finansal ürün ve hizmet kalitesinin artırılması, maliyetlerin ve fiyatların aşağıya çekilmesi,

- Daha etkin ve serbest finansal hizmet sunumu ile (bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık) Avrupalı işletmelerin rekabet gücünün artırılması,

- Avrupa piyasasının, ABD ve Japon piyasaları ile uluslararası alanda rekabet edebilme gücünün artırılması,

- Avrupalı finansal kurumların uluslararasılaşma boyutunun genişletilmesi,

- Avrupa paraları ve EURO'nun uluslararası işlemlerdeki rolünün artırılması,

- Finansal pazarlardan fon toplayan şirketler için; büyük şirketlerin uluslararası piyasalarda fon toplama olanaklarının kolaylaştırılması, yerel piyasalardan daha etkin yararlanılması,

- Piyasalardan fon sağlayan ve fon toplayanlar için uluslararası ödemelerde ve ticarete riskin azaltılması,

³⁴ ARAS, “ Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğinin Finans Piyasalarına Etkileri ”, s.23.

³⁵ İMKB Araştırma MÜDÜRLÜĞÜ, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, Araştırma Yayınları, Yayın No:3, İstanbul: 1994, s.77.

³⁶ GÜRLESEL, ALKİN ve UZUNOĞLU, A.g.e., s.18-19.

- Finansal kurumların etkin hizmet verebilecekleri piyasalara yönelmesi ve yabancı finansal kurumlar için çekiciliğin artırılması,
- Uluslararası finansal piyasalardaki genel eğilimlere uyum sağlanması,
- Avrupa ekonomisinin güçlendirilmesine destek olunmasıdır.

1.4.2. Finansal Hizmetlere İlişkin Düzenlemeler

Finansal hizmet ticareti içine; bankacılık, sermaye piyasası ile sigortacılık hizmetleri girmektedir. Avrupa Birliği, finansal hizmetler ile kendi içinde uyumlaşmayı sağlamıştır. Ancak AB, ABD ve Japonya'ya karşılık ilkesi çerçevesinde sınırlamalar getirmektedir³⁷. Sermaye piyasası hizmetlerine geniş olarak değinileceği için bu başlık altında yer verilmemiştir.

1.4.2.1. Bankacılık

Bankacılık, ekonomide yer alan tüm sektörlerle doğrudan bağlantılı bir mali hizmet sektörü olması nedeniyle, AB içinde en fazla önem verilen ve üzerinde çok sayıda düzenleme yapılan sektörlerden biri durumundadır. AB bünyesinde bankacılık sektörüne ilişkin esaslar, Konsey Direktifleri ve Tavsiye Kararları ile tespit edilmiş olup, üye ülkelerden kendi mevzuatlarını, Direktif ve tavsiye kararlarına uygun hale getirmeleri istenmektedir³⁸.

Maastricht Antlaşması (MA) ile, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS)'nin geliştirilmesi için belli kuralların üye ülke yasalarına dahil edilmesi ve kamu açıklarına sınır konulması hedeflerini koordine etmek ve üçüncü aşamaya hazırlanmak için, üye ülkelerin ulusal merkez bankalarından oluşan Avrupa Para Enstitüsü (APE)'nin kurulması öngörülmüştür. Üçüncü aşamada APE, Avrupa Merkez Bankası (AMB) adı altında yeniden yapılanmıştır³⁹. AMB'nin Yönetim Konseyi, Yürütme Kurulu ve Genel Konsey olmak üzere üç organı bulunmaktadır⁴⁰.

³⁷ Fidyak BÜLTEN, "Piyasalarda Gelişmeler", Sayı:1, Creative Yayıncılık, İstanbul: Nisan 1998, s.2.

³⁸ ALTUNBAŞ ve SARISU, Avrupa Birliği Sürecinde Türk ve Avrupa Bankacılık Sistemlerinin Karşılaştırılması, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No: 200, İstanbul: 1996, s.9.

³⁹ GEDİKKAYA ve GÜRLER, A.g.m., s.31-33.

⁴⁰ GÖKGÖNÜL ve ATAMAN, A.g.m., s.128.

MA uyarınca, gerek ulusal merkez bankaları gerekse AMB, üye ülkelerde, kamu yasalarıyla yönetilen, tüm kurum ve kuruluşları dahil olmak üzere merkezi, yerel ve bölgesel kamu kuruluşlarının faaliyetlerinden kaynaklanan açıkları kesinlikle finanse edemeyeceklerdir. AMBS içindeki ulusal merkez bankaları ile AMB, Topluluk organlarından ya da kendi ülkelerinin hükümetlerinden hiçbir şekilde talimat alamayacaklardır⁴¹.

Bankacılığa ilişkin uyumlaştırma çalışmalarındaki temel esaslar şöyle sıralanabilir⁴²:

- Tek bankacılık lisansı,
- Karşılıklı tanıma ilkesi,
- Orjin ülke denetim ve kontrolünün kabulü,
- Belirlenen ilkeler içerisinde asgari denetim standartlarında uyumlaşma,
- Tüketici isteklerine uygun tedbirler alınmasıdır.

Gereğinden fazla düzenleme yapılan ve uluslararası rekabete kapalı bir bankacılık sisteminde istenilen gelişmeler sağlanamaz⁴³. AB pazarında bankalara tek izin belgesi verilerek, onlara istediği üye ülkede herhangi bir koşul yerine getirmeksizin faaliyet göstermesi sağlanmaktadır⁴⁴.

Avrupa Para Birliği'ne üye ülkelerin bankalararası ödeme sistemleri, 1 Ocak 1999'dan itibaren sadece Euro ile işlem yapmaktadır. Ulusal merkez bankalarında, mevcut bankalara ait hesaplar değişimin yapılacağı tarih öncesi hafta sonu kendiliğinden Euro'ya çevrilerek, para akışı ulusal merkez bankalarından AMB'na yönlendirilmiştir. Otomatik network yöntemi ile yüksek hacimli sınır ötesi işlemlerde iletişim riski ve ulusal merkez bankalarının karşılayacağı ihracatçı ve yatırımcı menkul kıymet ödeme sistemleri arasındaki zaman farkı riski azaltılmıştır.

Ocak 1999'dan itibaren ulusal faiz oranlarına ilişkin referansların (LIBOR, FIBOR, PIBOR, BIBOR, VIBOR, AIBOR, DIBOR, RIBOR) yerini EURIBOR

⁴¹ GEDİKKAYA ve GÜRLER, A.g.e., s.33.

⁴² TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.34.

⁴³ YALÇINER, A.g.m., s.458.

⁴⁴ ALTUNBAŞ ve SARISU, A.g.e., s.15.

almıştır. Bu durum ülkelerin Euro'ya tam geçiş zamanına kadar işlemlerin hem Euro, hem de kendi para birimleri ile raporlamalarını gerektirmektedir⁴⁵.

1.4.2.2. Sigortacılık

Avrupa Birliği sigorta mevzuatına ilişkin ilk direktif, Şubat 1964 tarihli "Reasürans ve Retrosesyon Alanında Yerleşme ve Hizmet Sunma Serbestisi" konusundadır⁴⁶. Üye devletlerin sigorta denetim hukukunda meydana getirdiği uyumlandırma sayesinde bir sigortacı, 1 TEMMUZ 1994 tarihinden itibaren AB üyesi devletlerin egemenlik alanlarından oluşan bir coğrafyada yerleşme ve hizmet sunma özgürlüğü çerçevesinde sigortacı olarak faaliyet göstermeye yetkilidir. Sigortacının, bir devletten izin aldığı anda, başka üye devletlerden izin alması gerekmeyecektir (Tek lisans ilkesi). Sigortacı belli koşullara uyduğu takdirde, devlet toprakları dışında kalan AB topraklarında yerleşmesine engel olunamayacak, kurulu bulunduğu devlet toprakları dışındaki AB topraklarında yerleşmeden de sigorta işlemleri yapabilecektir. Devletler, diğer üye devletlerin girişimlerine, hiçbir şekilde ayırıcı işlem yapamayacaklardır⁴⁷.

Hayat dışı sigorta faaliyetleri 18 ana branş ve 7 grup halinde toplanmıştır. Hayat dışı sigortalar; kaza, hastalık, kara taşıtları, demiryolu taşıtları, uçak, tekne, emtia, yangın ve doğal afetler, maddi duran varlıkların maruz kaldığı diğer zararlar, motorlu taşıt, uçak, tekne ve genel sorumluluk, kredi, kefalet, çeşitli maddi kayıplar, hukuksal koruma ve turistik yardım sigortası branşlarından oluşmaktadır⁴⁸.

Hayat branşı, Birlik mevzuatında, önemi dolayısıyla genel düzenlemelerin dışında tutulmuş ve ayrı yönergelere konu edilmiştir⁴⁹.

Motorlu taşıt sigortaları yaygın bir sigorta türü olduğu ve taşıtların Birlik içinde serbestçe dolaşımını etkilediği için uyumlandırılması da öncelikli olmuştur. Üye

⁴⁵ ARAS, "Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin Finans Piyasalarına Etkileri", s.26-27.

⁴⁶ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.38.

⁴⁷ Servet TAŞDELEN, Avrupa Birliği'nde Sigorta Denetim Hukuku ve Türk Sigorta Denetim Hukuku Bakımından Bir Değerlendirme, SPK Yayınları, Yayın No:42, Ankara: 1996, s.83.

⁴⁸ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.39.

⁴⁹ TAŞDELEN, A.g.e., s.52.

devletlerin tanımlanan motorlu araçların sorumluluklarını normal olarak yasa ile zorunlu sigorta teminatı kapsamına aldıkları esas kabul edilmektedir⁵⁰.

1 Temmuz 1994 tarihinden itibaren AB üyesi ülkelerde sigorta tarifeleri uygulamadan kaldırılmış bulunmaktadır. Ayrıca, sigorta genel koşullarının düzenlenmesinde tam serbestlik içerisinde olan AB ülkelerinde şirketler, kendi genel koşullarını belirleyebilmektedirler⁵¹.

⁵⁰ **A.g.e.**, s.71.

⁵¹ TEZCANLI ve ERDOĞAN, **A.g.e.**, s.40.

İKİNCİ BÖLÜM

2. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

2.1. Avrupa Sermaye Piyasası'nı Düzenleyen Mevzuat ve Finansal Piyasalarda Uyum

AB'nin yasal dayanakları; 1957 Roma Antlaşmasından itibaren, 1986 tarihli Beyaz Kitap, 1987 Tek Avrupa Senedi ve 1992 Maastricht Antlaşmalarıdır. AB, finansal bütünleşmeye ilişkin gelişimini; bu alandaki fiziki, teknik ve mali tüm engellerin kaldırılması, ortak bir ticaret politikası oluşturulması, malların, sermaye, hizmetlerin ve kişilerin serbest dolaşımının ve etkin işleyen rekabet koşullarındaki iç pazar oluşumunda ekonomik ve parasal birlik ile tek para birimi EURO'ya geçişin getireceği faydalar ortamında gerçekleştirmeyi öngörmektedir.

Bankacılık, menkul kıymet piyasaları ve borsaları, sigorta sektöründen oluşan tek Avrupa mali hizmetler bütünleşmesi, “tek lisans”, “karşılıklı tanıma” ve “ev sahibi ülke kontrol ve denetimleri” ortak ilkelerinde, üye ülkeler arasındaki yasal ve uygulama farklılıklarının giderilmesiyle gerçekleştirebilecektir⁵².

2.1.1. Hukuki Mevzuat

AB'nin temel olarak yasal zemini Roma Antlaşması, Beyaz Kitap, Tek Avrupa Senedi ve Maastricht Antlaşması hükümlerine dayanmaktadır⁵³. 1986 yılında Avrupa Komisyonu tarafından Avrupa Konseyine sunulan “Cockfield White Paper” isimli düzenleme Tek Pazar'ın oluşturulmasına yönelik bir hedef belirtmiştir. Komisyonun 1983 mektubu ve White Paper tam finansal entegrasyon için bir hareket alanı belirlemiştir. Bunlar; sermaye hareketleri, finansal hizmetlerin ulusal sınırları aşması, sermaye piyasasının üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, sermaye piyasalarının verimli ve istikrarlı çalışması için düzenlemeler, mali çarpıklıkları ortadan

⁵² Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKÇOLAK, Oral ERDOĞAN ve Levent ÖZER, **AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi**, İMKB Yayını, Sayı: 14, İstanbul: 2000, s.2.

⁵³ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, **A.g.e.**, s.3.

kaldırmayı amaçlayan vergilerin uyumlaştırılmasına yönelik tedbirler ve Topluluk kuruluşlarının borçlanma ve borç verme aktiviteleridir⁵⁴.

AB ile ortak finansal piyasanın oluşumu 1992 yılına kadar, bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım firmalarının Birlik dahilinde şirket kurma, ofis açma ve işletme haklarını kapsamaktaydı. Daha sonraki gelişmelerle finansal hizmetlerin liberalizasyonu, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi koşuluna bağlı olarak, Maastricht hedef ve planında; finansal serbest dolaşıma ilişkin koşullar daha da detaylandırılmıştır⁵⁵.

2.1.1.1. Menkul Kıymetlere İlişkin Avrupa Davranış Yasası

Davranış Yasası'nı düzenleyen Komisyon önerisi (25 Haziran 1977,77/534/ECC), bir seri ilke ve ayrıca somut bazı esasları kapsamaktadır. Davranış Yasası bir öneri biçiminde sunulduğundan, üye ülkeleri bağlamamaktadır. Birlik nezdinde bütünleşmeyi sağlamak üzere, üye ülkelerin yürürlükteki düzenlemelerini ve bunlara bağlı uygulamaları birbirlerine yaklaştırma hedeflerini öngörmüştür⁵⁶. Davranış Yasası, altı genel ve on sekiz tamamlayıcı kurallar bütününden oluşmaktadır. Yasa'nın temelini oluşturan genel kurallar; kamuyu aydınlatma, eşitlik sağlama ve çıkar çatışmalarının önlenmesine ilişkindir. Bu kurallar kısaca şu şekildedir⁵⁷:

- Menkul kıymet işlemleri hem üye ülkelerin yürürlükte olan mevzuatlarına, hem de Davranış Yasası çerçevesinde belirlenen dürüst davranış ilkelerine uygun olacaktır.

- Yatırımcılara açıklanacak bilgiler eksiksiz, doğru, kesin ve ayrıntılı olmalıdır. Menkul kıymetlere ilişkin fiyatlar gerçeği yansıtacak şekilde zamanında verilmelidir. Bilgilerin açıklanmasında, kurallara uygun hareket edilmeli ve hiç kimseye ayrıcalık tanınmamalıdır. Menkul kıymetin ihracından itibaren işlem yapılma dönemini de kapsayacak zaman dilimi içerisinde kamuyu tam aydınlatma ilkesinin uygulanmasına özen gösterilmelidir.

⁵⁴ YALÇINER, A.g.m., s.452-453.

⁵⁵ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.3-4.

⁵⁶ GÜRLESEL, ALKİN ve UZUNOĞLU, A.g.e., s.29-30.

⁵⁷ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.57-58.

- Bir şirketin benzer türdeki pay senetlerin hamiline olan tüm ortakları eşit haklara sahiptir. Piyasada işlem gören şirketin fiziki veya hukuki kontrolünü ele geçirmeye olanak veren pay senetlerinin devrine ilişkin işlemlerde de, tüm pay sahiplerine eşit muamele yapılacaktır. Bu hususta, özellikle blok pay senetlerinin devrinde diğer hissedarlara da eşit muamele yapılması ilkesi benimsenmiştir.

- Menkul kıymetleri işlem gören şirketlerde çalışan tüm yöneticiler ile denetleyici ve kontrol edici konumda olan kişiler, Yasa'nın belirlediği ilkelere uygun davranış içerisinde hareket etmelidir. Menkul kıymet işlemlerini ters yönde etkileyecek veya ortakların haklarına zarar verecek herhangi bir davranış içinde olunmamalıdır.

- Menkul kıymet alım-satım işlemiyle profesyonel olarak uğraşan kişiler, haksız kazanç elde etme davranışlarından kaçınacaklardır.

- Gruplararası çıkar çatışmaları ve uyuşmazlık hallerinde, çözüm için gereken çaba sarfedilmelidir. Aracılar, doğrudan veya dolaylı olarak kazanç sağlama girişiminde bulunmamalıdır. Aracılar, güvene dayalı ilişki çerçevesinde müşterilerine zarar vermekten kaçınmalıdır.

Yasa'nın getirdiği tamamlayıcı kuralları ikiye ayırmak gerekir⁵⁸:

a) Mali aracılardan dürüst davranmasına ilişkin kurallar;

- Mali aracı, ticari ahlak ve profesyonel davranış kurallarına eksiksiz uymak zorundadır.
- Mali aracılardan, yatırımcının piyasanın dürüst işleyişine duyduğu güveni sürdürmekle yükümlüdür.
- Mali aracılardan, Davranış Yasa'sının amaç ve kurallarına uymakla yükümlüdürler.
- Açıklanmamış bilgileri elde etmek, dürüstlük dışı veya usulsüz bir işlemi yaptırmak konuları başta olmak üzere, mali aracılardan ilgilileri genel kurallara karşı gelmeye teşvik etmemelidir.
- Mali aracılardan, müşterisi yatırımcılar için en uygun koşulları araştırmak ve tavsiye etmekle yükümlüdürler.

⁵⁸ Vural GÜNEL, Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İMKB Yayını, İstanbul: 1997, s.165-167.

- Sadece komisyon almak amacıyla işlemlerin teşviki doğru bir davranış değildir.
- Yasal işlemler dışında, mali araçlar, müşterisi olan yatırımcıların kimliklerini açıklamama yükümlülüğü altındadırlar.

b) Kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurallar;

- Yapay piyasa oluşması veya oluşturulması önlenmelidir.
- Alınan bilginin, fiyatları etkileyebilecek şekilde kullanılmaması gerekir.
- Piyasa yetkilileri ile ortakların, kamuya açıklanması gerekli bilgileri usulüne göre açıklamaları gerekir.
- Yatırımcılara bilgi sunulmasında eşit davranılması gerekir.
- Ortaklığın el değiştirmesine yol açan blok pay senetlerinin devirlerinde tüm ortaklara ve piyasaya bilgi verilmelidir.

Şirket, pay senetlerinin kota alındığı bütün üye ülkelerde, pay senedi sahiplerinin haklarını kullanabilmeleri için gerekli tüm imkan ve bilgileri sağlayacaktır. Şirketler, en son mali tablolarını ve son yıla ilişkin faaliyet raporunu mümkün olan en kısa sürede kamunun bilgisine sunmakla yükümlüdürler. Her mali yılda en az bir kere faaliyetlere ilişkin rapor hazırlamak zorundadırlar⁵⁹.

2.1.1.2. Menkul Kıymet İşlemlerinin Serbestleştirilmesi ve Piyasaların İşleyiş Kurallarının Uyumlaştırılması İle İlgili Mevzuat

Avrupa Birliği içerisinde, dört ana serbest dolaşım unsurundan mal, kişi, sermaye ve hizmetlerdeki serbest dolaşım ile Birlik içerisinde ekonomik ve parasal bütünleşmeyi sağlayan finansal bütünleşmeye ulaşılabilecektir⁶⁰.

Finansal serbestleşmenin temel amacı, ekonomik büyümeyi artırmaktır. Ancak, ampirik örnekler sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin tasarrufların dağılımında iyileşmeye neden olmadığını göstermektedir. Bu durumun temel nedeni uluslararası finansal işlemlerin büyük bölümünün reel yatırım fırsatlarını değerlendirmeye yönelik uzun dönem risk ve getiri yapısında değil, kısa vadeli spekülasyon kârlar elde etme

⁵⁹ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.33-35.

⁶⁰ İMKB Araştırma MÜDÜRLÜĞÜ, A.g.e., s.77.

amacıyla yapılmasıdır⁶¹.

AB üyelerinin birbirleriyle ve diğer OECD üyeleriyle yoğun ekonomik ve ticari ilişkileri vardır. Bu ilişkiler nedeniyle uluslararası sermaye hareketleri hız kazanmakta, yoğunlaşmaktadır. Bunda açık ekonomi olmanın büyük payı vardır. AB içinde İngiltere, Almanya, Lüksemburg, Fransa gibi ülkeler önemli finans merkezleridir; uluslararası sermaye bu merkezler aracılığı ile önemli oranda hareket yeteneği kazanır⁶².

AB'ye üye ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı, bazı istisnalar dışında 1 Temmuz 1990'dan itibaren geçerli olmak üzere sağlanmış bulunmaktadır. Böylece "Tek Pazar" hedefinin önemli bir unsuru gerçekleştirilmiş olmaktadır.

Birlik'te sermayenin serbest dolaşım hedefinin kaynağı Roma Antlaşmasınının 67. maddesinde yatmaktadır. 67. md. (1. paragraf); "Birlikte, sermaye hareketlerine üye ülkelerin getirdikleri sınırlamaların aşamalı olarak ve ortak pazarın uygun bir şekilde işlenmesini sağlamak için gerekli olan boyuta kadar kaldırılacağını" öngörmektedir. Sermayenin serbest dolaşımı gibi çok derin ekonomik etkileri olan hedefin, Birliğin kurucu Antlaşmasında yer almasının nedeni, Birliğin GB'ni tamamlamasından sonra ulaşmayı amaçladığı bir bütünleşme düzeyi olan Tek Pazar'ın; malların, kişilerin, hizmetlerin yanında sermayenin de serbest dolaşımını kapsaması gerçeğidir⁶³.

AB Konseyi, Birlik hukuku çerçevesinde Direktifler ile yeni düzenlemelere gitmiştir. Direktiflerin'in amacı, sermaye işlemlerinde sistematik gruplandırmayı sağlamaktır. Sermaye hareketlerine ilişkin işlemler, liberalizasyon dereceleri itibarıyla üç grupta toplanmaktadır. Bunlar; tam, kısmi ve gönüllü liberalizasyondur⁶⁴:

a) Tam Liberalizasyon: Doğrudan yatırımlar, emlak alım-satımı, kısa ve orta vadeli ticari krediler, kazançlar ve eski yatırımcıların tekrar kazanılması gibi kişisel işlemleri ve yerleşik olmayanların diğer bir üye ülkedeki kote pay senetleri edinimlerini

⁶¹ Yasemin Turkey KAYA, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi Türkiye Örneği**, DPT Uzmanlık Tezleri, Yayın No: 2487, Ankara: 1998, s.6-8.

⁶² Kasım EREN, **Avrupa Birliği'nde ve Türkiye'de Bankacılık**, Beta Yayınları, İstanbul: 1996, s.65.

⁶³ Ömer BOLAT, "Avrupa Topluluğu'nda Sermayenin Serbest Dolaşımı Alanında Sağlanan Gelişmelerin İncelenmesi", **Avrupa Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1-2, İstanbul: 1991, s.209.

⁶⁴ TEZCANLI ve ERDOĞAN, **A.g.e.**, s.19-20.

kapsamaktadır. Malların ve işgücünün dolaşımının serbestleştirilmesiyle doğrudan bağlantılı olan tüm sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini zorunlu kılmaktadır.

b) Kısmi Liberalizasyon: Bir üye ülkenin borsasında işlem gören veya borsaya kotasyon sürecinde olan menkul kıymetlerin diğer üye ülkelerdeki yerleşik kişilerce serbestçe alım-satımının yapılabilmesi, yatırım fonu portföylerindeki pay senetleri ve uzun vadeli ticari kredilere ilişkin sınırlayıcı hususların kaldırılması gerekmektedir.

c) Gönüllü Liberalizasyon: Hazine bonolarının ve diğer pay senetlerinin alım ve 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.

AB'nde sermayenin serbest dolaşımı konusunda 1960'lı yıllarda sağlanan gelişmeler, 1982'ye kadar yavaşlayarak devam etmiş, bu yıldan sonra üye ülkeler sermayenin dolaşımının serbestleştirilmesi konusunda önemli kararlar almışlardır. 1982 yılına kadar olan dönemdeki en önemli düzenleme, 11 Mayıs 1960 tarihli Birinci Konsey Tüzüğü'dür (921/60). Bu Tüzük daha sonra 18 Aralık 1962 tarihli Konsey Tüzüğü ile değiştirilmiştir.

921/60 Konsey Tüzüğü, sermaye hareketlerini liberalizasyon seviyesi farklı olan A, B, C ve D gibi dört listeye ayırmıştır⁶⁵. A listesi tam, B listesi kısmi, C ve D listeleri ise gönüllü liberalizasyona yöneliktir.

A ve B listelerinde belirtilen işlemler şunlardır: Dolaysız yatırımlar, gayrimenkul yatırımları, kişisel sermaye hareketleri, sigorta sözleşmelerinin yerine getirilmesindeki transferler, uzun vadeli krediler, ticari işlemler veya ülkede yerleşik bir kişinin iştirak ettiği hizmetlerin tedariki ile ilgili krediler, bir üye ülkedeki bir borsada işlem gören veya borsaya giriş sürecinde olan menkul kıymetlerin (pay senetleri, tahviller ve devredilebilir menkul kıymetlerde kolektif yatırım teşebbüslerinin birimleri) iktisabı ve

⁶⁵ KARLUK, A.g.e., s.229.

benzerleridir⁶⁶. 1960 tarihli Direktif'in 2. maddesine göre, üye devletler, B listesini 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 işleminin yapılabileceği öngörülmektedir. C listesinde yer alan koşullu nitelikteki sermaye işlemleri de aşağıda verilmektedir⁶⁷:

- 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 transferlerdir. Para Komitesi, sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaları senede en az bir kere incelemekte ve kaldırılması gerekli kısıtlamalara ilişkin raporu Komisyona sunmaktadır.

Üye ülkelerin sınırlama getirip getirmemekte serbest oldukları sermaye işlemleri de (D listesi) şunlardır: Özellikle kısa süreli sermaye hareketleri; para piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin iktisabı, bir başka üye devlet de cari veya mevduat hesapları açma, fonların bu hesaplara yatırılması, ticari işlemler veya ülkede yerleşik bir kişinin iştirak etmediği hizmetlerin tedariki ile ilgili olan kısa vadeli kredilerin verilmesi ve geri ödenmesidir⁶⁸.

İkinci Direktif'te (18.12.1962), Birinci Direktifle ilgili bazı değişiklikler ve ilaveler yapılmaktadır. Birinci Direktif'in A listesine yerleşik olmayan kişilerin fonlarının diğer bir üye ülkeye transferi ve küçük miktarların yurtdışına transferleri Direktif içine alınmıştır.

⁶⁶ BOLAT, A.g.m., s.210-211.

⁶⁷ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.22.

⁶⁸ BOLAT, A.g.m., s.211.

Üçüncü Direktifde (17.11.1986), önceki Direktiflerde tanımlanan liberalizasyon gereksinimleri orta ve uzun vadeli tüm işlemlere genişletilmektedir.

Dördüncü Direktif (24.06.1988), kısa süreli sermaye hareketlerinde olmak üzere tüm sermaye hareketlerinde tam ve koşulsuz liberalizasyonu içeren Birlik içi sınırların kaldırılması amacına yöneliktir⁶⁹.

AB ülkeleri 1990 tarihi itibarıyla sermaye hareketleri konusunda tam serbestliğe geçmiştir. Ekonomik birliğin ve para birliğinin oluşumunun ciddi olarak tehlikeye girmesi hallerinde sermaye hareketlerini kısıtlama tedbirlerini uygulama konusunda istisna hükümleri halen geçerlidir⁷⁰.

2.1.2. Avrupa Birliği Finansal Piyasalarında Uyum

AB Komisyonu kuruluşundan bu yana gerçekleştirdiği en önemli modernizasyon stratejisini 1 Mart 2000 tarihinde onaylamıştır. Stratejinin, personel politikasında reform, finans yönetimi ve yeni bir stratejik planlama sistemi olmak üzere üç konudan meydana geldiği belirtilmiştir. AB Komisyonu “iç pazar mevzuatının basitleştirilmesi” (Simplification of the Legislation on Internal Market-SLIM) konulu raporda iç pazarla bağlantılı olarak, ulusal mevzuatın basitleştirilmesini hedefleyen bir dizi tavsiyede bulunmuştur⁷¹.

2.1.2.1. Finansal Hizmetler Faaliyet Plânı

AB finans sektöründe Tek Pazar oluşumu çerçevesinde, 1999 yılında beş yıllık bir faaliyet plânı (action plân) hazırlanmıştır. Bu plânda finans sektörü; toptan işlemler pazarı, perakende işlemler pazarı ve denetim olarak üç stratejik başlık altında toplanmış ve her başlıkta tarih belirlenerek yapılacak işler bir takvime bağlanmıştır. Finansal Hizmetler Faaliyet Plânı (FHFP); Euro'nun gelişimi, küreselleşme, teknolojik

⁶⁹ TEZCANLI ve ERDOĞAN, *A.g.e.*, s.23-25.

⁷⁰ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, *A.g.e.*, s.18.

⁷¹ İKV BÜLTENİ, “AB Komisyonu Yeni Reform Stratejisini Onayladı”, *İKV Yayını*, İstanbul: Mart 2000, s.2-3.

ilerlemeden kaynaklanan değişimlere karşı alınacak çeşitli tedbirleri içermektedir. FHFP’ında, alınacak tedbirler konusunda üç önceliğe yer verilecektir⁷²:

a) Birinci Öncelikli Faaliyetler: Euro’ya geçişin getireceği yararların tam olarak gerçekleşebilmesi ve Birliğin finansal hizmetler sektörünün daha rekabetçi bir yapıya kavuşturulmasına ilişkindir.

b) İkinci Öncelikli Faaliyetler: Tek Finansal Hizmetler Piyasası’nın işlemlerini sağlamak için yeni gelişmelerle mevcut yapının uyumlaştırılması gerekmektedir.

c) Üçüncü Öncelikli Faaliyetler: Bu faaliyetler, Euro’ya geçiş aşamasının sonlarında uyumlu bir politika oluşturmak konusunda yapılacak işlerin belirlenmesinde açık ve genel bir kabulün oluşturulmasına yöneliktir.

İç pazarın düzgün çalışabilmesini teminen mali hizmetler ve vergilendirme alanında hazırlanacak mevzuat önerileri desteklenmektedir. İç pazar stratejisi kapsamındaki amaçların geliştirilmesinin pazarın daha iyi çalışmasını sağlamak açısından önemli olması sebebiyle bu yönde adımlar atmak amaçlanmaktadır. Bu alanda, Birlik mevzuatı ile ulusal mevzuatın basitleştirilmesi, Birlik mevzuatının üye devletlerin iç hukuklarına aktarılmasının kolaylaştırılmasına yönelik girişimlerin desteklenmesi öngörülmektedir⁷³.

2.1.2.2. Yatırım Hizmetleri

AB’nde 1 Ocak 1996 tarihinde, tek sermaye piyasasında ülkelerin farklı mevzuatını uyumlaştırmayı hedefleyen ve Avrupa Konseyi tarafından hazırlanarak kabul edilen yönergeler, uygulamaya konmuştur. Bu yönergelerin en önemlisi Menkul Kıymetler Alanındaki Yatırım Hizmetleri hakkında, 1993 tarih ve 93/22/EEC Sayılı Yönerge⁷⁴. Faaliyet Alanındaki tedbirlerden biri Yatırım Hizmetleri Direktifi’nin yenileştirilerek tek Avrupa Toptan Satışlar Pazarı’nın oluşturulmasıdır. Amaç, menkul

⁷² VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.117.

⁷³ İKV, “Portugal 2000”, İKV Dergisi, Sayı:145, İstanbul: Ocak-Nisan 2000, s.70-71.

⁷⁴ Fidyak BÜLTEN, AB’nde Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri İle İlgili Yaklaşımlar, Sayı: 4, Creative Yayıncılık, İstanbul: Temmuz 1998, s.12.

kıymetler alanında Avrupa Sermaye Piyasalarının bütünleşmesini hızlandırmaktır. Banka olmayan diğer finansal kurumlara; Avrupa çapında, acentalar bazında, emir toplama ve gerçekleştirme, dealing işlemleri, portföy yönetimi v.b. faaliyetlerde bulunma olanağı getirmektedir.

Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin sonuçları şunlardır⁷⁵:

- Direktifin pratik sonuçlarından en güncel olanı elektronik bazlı işlemlerin düzenlenmesidir. Elektronik bazlı işlemlere yönelik yoğun çalışmalar ve düzenlemeler gözlenmektedir. Ancak, Direktif'in 15.maddesinin 4.fıkrası "uzaktan üyeliği büyük ölçüde ev sahibi üye ülke yetkilisine" bırakmakta olup; bu husus bir anlamda kısıtlama olarak da değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, uzaktan üyeliğin asgari koşullarının da belirlenmesi amaçlanmalıdır.

- Direktif kapsamındaki muafiyet uygulamaları halen üye ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Örneğin Avusturya'da sigorta şirketlerine, merkez bankalarına ve kollektif yatırım ortaklıklarına Direktif kapsamında muafiyetler tanınmıştır. Düzenli piyasalara üyelik ve giriş bakımından İspanya, Yunanistan ve Portekiz'e tanınmış olan geçiş sürecinin 1999 yılında tamamlanmasını takiben ek bir süre tanınmasına gerek görülmemiştir. Yine üye ülkeler itibarıyla oldukça esnek olan yetki tanımlamaları çerçevesinde, muafiyet koşulları içerisinde "düzenli piyasa" tanımının netleştirilmesi gerekmektedir. Direktif'in şeffaflık rejimine ilişkin olarak düzeltilmesi yönünde müzakereler devam etmektedir.

2.1.2.3. Sermaye Yeterliliği

Yatırım Hizmetleri ile tamamlayıcı bir nitelik taşıyan ve yatırım şirketleri ile kredi kuruluşlarının sermaye yeterliliklerini düzenleyen Direktif (93/6/EEC, 15 Mart 1993), yatırım şirketleri hakkında aşağıdaki hususlarda hükümler getirmektedir⁷⁶ :

- Özkaynaklar,
- Sermaye,

⁷⁵ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.118.

⁷⁶ A.g.e., s.23.

- Taşınan riskler,
- Risklerin denetlenmesi.

Sermaye yeterliliği kapsamında uygun koşulların belirlenmesi amacıyla, “işlem kayıt defteri” kavramı şu şekilde belirlenmektedir: Kısa vadede daha yüksek fiyattan satmak amacı ile faiz getirisi beklentisi içinde elde tutulan menkul kıymetler, başka pozisyonları hedge etmek amacı ile bulunan pozisyonlar, sonuçlandırılmamış işlemler, ücretsiz teslimler ve organize borsa dışı türev işlemleri ile bulunan pozisyonlar işlem kayıt defterinde belirtilir. Direktif’in üçüncü maddesi sermaye alt limitlerinden bahsetmektedir. 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 Euro miktarında ilk sermayeye sahip olmalıdır :

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

Şirket, yatırımcıların para ve/veya menkul kıymetlerini tutmaya, kendi hesabına işlem yapmaya ve satış garantisi ile yüklenimine yetkili değilse, üye ülkeler ilk sermaye alt sınırını 50.000 Euro seviyesine indirebilirler. Diğer bütün yatırım şirketleri için ilk sermaye alt sınırı 730.000 Euro olarak belirlenmiştir⁷⁷.

Avrupa sermaye piyasalarında, sermaye yeterliliği ilke ve standartlarında bütünlük sağlanması, üye ülkelerdeki finansal hizmet sunumlarında, özellikle aracılık hizmetlerinde bulunan kuruluşlar açısından rekabet eşitliğini esas almaktadır. Şirketlerin devamlılığı ve istikrarlı büyümelerinde reel mal ve hizmet üretiminin yanında; finansal ürünlerin kalitesi ile finansal yönetim ve plânlama etkili olmaktadır. Böylece, bir yandan finansal ürünlere ilişkin serbest işlemler gerçekleştirirken, diğer taraftan tüketicinin de yeterli düzeyde korunması amacıyla ihraççı kurumların oluşturulan düzenlemelere uyması gereklidir⁷⁸.

⁷⁷ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.82.

⁷⁸ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.118-119.

Direktif'in piyasa riskine ilişkin kurallarının da geliştirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, risk ağırlıklarının da, zaman içerisinde elde edilen tecrübe ışığında yeniden düzenlenmesi plânlanmaktadır. Kısa dönemde Direktif'teki eksikliklerin giderilmesi konusunda yapılan öngörülenlerden bazıları şunlardır⁷⁹ :

- Konsolide gözetim yapılması yoluyla, bankacılık ve sermaye piyasalarına daha fazla şeffaflık getirilmelidir. Bu bağlamda, bankaların, aracı kuruluşlarla ne şekilde konsolide edileceği açık bir şekilde belirtilmelidir.

- Likiditesi düşük ya da yüksek pay senetlerine ilişkin farklı ulusal politikalar, sınır ötesi yatırım kararlarını ve/veya AB finansal merkezlerinin başka merkezler karşısındaki konumunu olumsuz etkilemektedir. Ulusal uygulamaların zaman içerisinde birbirine yaklaşması beklense dahi, rekabette eşitliği sağlamak adına, en kısa sürede pay senetlerinin likiditesine ilişkin AB ölçeğinde geçerli olacak ilkeleri belirlemede fayda görülmektedir.

2.1.2.4. Kollektif Yatırım Ortaklıkları

AB, üye ülkeler için kollektif yatırım ortaklıklarının (UCITS) kuruluş, işleyiş ve yönetimlerine ilişkin hukuki çerçevesini, diğer alanlarda olduğu gibi, belirli direktiflerle, belirli esaslara bağlamaktadır. Menkul kıymetler portföyü işleten Kollektif Yatırım Ortaklıklarına ilişkin kanun, yönetmelik ve idari düzenlemelerin koordine edilmesi ve farklı uygulamaların uyumlaştırılması amacıyla Birlik, 20 Aralık 1985 tarihinde bir Direktif yayınlamıştır. Bunu takiben 22 Mart 1988 tarihinde Danimarka bono piyasalarında karşılaşılan bazı problemleri çözmek amacıyla, ikinci bir Direktif önerisi kabul edilmiştir. İlk Direktif, şirketlerin kuruluş, çalışma ve kamuoyunu aydınlatma esas ve standartlarına yönelik hükümleri içermektedir. Amaç, yatırım ortaklığı ve/veya yatırım fonları sahibi olan yatırımcıları korumaya yönelik, işleyiş esaslarını düzenlemek ve üye ülkeler arasındaki farklılıkları gidermek suretiyle gerekli koordinasyonu oluşturmaktır. Buna göre, herhangi bir üye ülkede onaylanan

⁷⁹ A.g.e., s.120.

katılma belgeleri diğer üye ülkelerde de yatırımcılara kolayca satılabilecektir. Direktif aynı zamanda, kontrol mekanizmalarına ilişkin kurallara da yer vermektedir⁸⁰.

İkinci Direktif önerisi (European Report No:2373) ile gündeme gelen hususların başında, “likit varlık ve para piyasası araçlarının tanımlamaları ile kapsamı” gelmektedir. İngiltere ve İsveç yeni bir tanımlamayı gerekli görmemekte, Almanya ise daha ayrıntılı olmasını istemektedir. Öte yandan, bir UCITS’in portföy kısıtlamaları çerçevesinde diğer UCITS'lere ve türev ürünlerine yatırım oranlarında tam uyum sağlanamamıştır⁸¹.

2. Kotasyon Kriterleri ve Uygulama Esasları

Avrupa kotasyonu, üye ülke borsalarında uluslararası niteliklere sahip menkul kıymetlerin kabulü ve kote edilmesini öngörmektedir. Proje ile Avrupa düzeyinde bir “blue chips” oluşturacaktır. Blue chips ile şirketleri kote ederek portföy yatırımları yaygınlaştırılacaktır. Büyük çaplı Avrupa ihraççıları için tasarlanan Eurolist, başta İsviçre ve Norveç olmak üzere üye ülke borsalarının işbirliği ile oluşturulmuştur. Eurolist, AB içerisinde daha çok büyük ölçekli şirketlerin; ortaklık yapılarını genişletmek, yeni sermaye artırımına gitme ve diğer Avrupa piyasaları ile rekabet olanaklarını güçlendirme gibi belirli nitelikteki ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla yöneliktir. Proje ile çoklu kotasyon sistemi oluşturulmaktadır⁸².

Avrupa kotasyonunun amacı özetle, Avrupa Tek Sermaye Piyasası hedefinde, kotasyona ilişkin standartlaşmanın sağlanmasıdır. Avrupa’da çok iyi tanınan büyük şirketler, Avrupa kotasyonuna dahil edilecek olup, kota alınan şirketler, dünya çapında üne sahip şirketler olarak kabul görecektir⁸³. Bu bağlamda Londra Borsası, Avrupa’nın önde gelen bir finans merkezi ve dünyanın başlıca yatırım merkezlerinden biridir. Dünyanın dört bir yanından şirketler, Londra’da kote edilen şirketler topluluğuna katılmaktadır. Londra’da kote edilmek, şirketler için uluslararası menkul kıymetlerin kote edilmesi ve alım-satımında dünyanın en büyük borsasına girmek

⁸⁰ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.90-91.

⁸¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.120.

⁸² TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.165-166.

⁸³ A.g.e., s.108-109.

demektir. Londra Menkul Kıymetler Borsası, SEAQ International (Londra Borsası'nın uluslararası sermaye alım-satım hizmetidir.) aracılığıyla, Euro dahil, tüm para birimleriyle alım-satım yapma olanağı sunar. Londra Borsası, Euro makbuzların (EDR) kote edilmesi için bir programı onaylayan ilk borsadır. Dolayısıyla, Londra Borsası'nda Euro para birimiyle kotasyon ve alım-satım kapasitesi yerleşmiş bulunmaktadır⁸⁴.

2.2.1. Avrupa Kotasyonu'na Kabul ve Sistemin İşleyişi

1987 yılında yayınlanan yönergeyle, birden fazla üye ülkeye, borsa resmi kotasyonunda yer almak üzere yapılacak başvurularda kotasyon kurallarının sağlanması hususunda kontrol ve onay yetkisine sahip olacak otoriteler ve Birlik üye ülkeleri dışında kalan ülkelerle yapılacak karşılıklı antlaşma koşulları belirlenmiştir. 1990'da yayınlanan yönerge ile halka arza ilişkin izahnamenin karşılıklı tanınması için çalışmaların kapsamı genişletilmiştir⁸⁵.

AB'nde borsa kotasyon ilkeleri aşağıdaki gibidir⁸⁶:

- Belirlenebilmesi halinde halka açılma aşamasında piyasa değeri, belirlenemiyorsa, sermaye yedekleri ve dönem kârının (zararının) eklenmesi ile elde edilen değer, asgari bir milyon Euro olması gerekir. Ancak, yetkili otoritelerin yeterli piyasa olacağına inanmaları halinde, bu koşul sağlanmadan da kotasyona izin verilebilir.

- Şirketin kotasyon başvurusundan önceki üç mali yıl için yıllık hesapların ulusal kanunlara uygun olarak hazırlanmış ve yayınlanmış olması gerekir.

- Pay senetlerinin hukuki durumu tabi oldukları kanun ve diğer düzenlemelere uygun olmalıdır ve serbestçe el değiştirebilmelidir.

- Kotasyon başvurusu aynı tertip pay senetlerinin tümü için yapılmalıdır.

⁸⁴ http://www.londonstockexchange.com/markets/turkish/tv_markets_04htm, London Stock Exchange, Nisan 2000, s.1-3.

⁸⁵ GÜRLESEL, ALKİN ve UZUNOĞLU, A.g.e., s.36-37.

⁸⁶ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.29-47.

- Başka bir üye ülkenin şirketlerine ait pay senetlerinin, borsa kotasyonuna alınabilmesi için söz konusu pay senetlerinin, başvuran şirketin kurulu olduğu üye ülkenin şekil koşullarına uyması gerekir.

- Borçlanma araçlarının borsa kotuna alınmasında, ihraççı şirketin ve borçlanma aracının hukuki durumu, borçlanma araçlarının tedavülü, aynı tertip borçlanma araçlarının tümü için yapılması gerekmektedir. Şekil olarak, pay senetleri için belirtilenlerle aynı hükümleri taşımaktadır.

- Kotasyon başvuruları herhangi bir eksiklik yoksa altı ay içinde sonuçlandırılır. Yetkili otoriteler, yatırımcıların yararları açısından uygun durumda bulunmayan ihraççıların menkul kıymetlerine ilişkin kotasyon başvurularını geri çevirebilirler. Bu karara mahkeme kanalıyla itiraz edebilme hakkı bulunmaktadır.

- Menkul kıymetlerin bir borsanın resmi kotasyonuna alınması için kotasyon formunda yer alacak bilgiler ve bu bilgilerin ilanı üye devletler tarafından gerçekleştirilmelidir.

- Kotasyon formları, yetkili otoritelerce onaylanmadan önce yayınlanamaz. Üye devletler, Direktif de öngörülen hususların yerine getirildiği kanaatine varmadan kotasyon formlarının yayınlanmasına izin veremezler.

- Üye ülkeler devredilebilir menkul kıymetlerin kendi sınırları içinde halka arzı sırasında arzı gerçekleştiren kişi tarafından bir izahnamenin yayınlanmasını temin ederler. Üye ülkeler belirli durumlarda, izahname yayımlama zorunluluğuna kısmi ya da tam istisna getirebilirler.

- İhraççının yasal merkezinin bulunduğu üye devlet de dahil olmak üzere iki ya da daha fazla üye devlette yerleşik olan ya da faaliyet gösteren borsalara, aynı menkul kıymet için borsa kotuna kabule ilişkin olarak yapılan başvuruların, eş zamanlı ya da kısa bir zaman aralığı içerisinde yapılması halinde, menkul kıymetler için kotasyon formu, Direktif kuralları dahilinde, ihraççının yasal merkezinin bulunduğu ve yetkili makamları tarafından onaylandığı üye devletteki mevzuat dahilinde düzenlenir. Eğer

ihraçcının yasal merkezi, bu üye devletlerden birinde yer almıyorsa, kotasyon formunun mevzuata göre düzenleneceği ve onaylanacağı devleti, ihraççı seçmelidir.

Avrupa kotasyonuna kabulde; AB Direktifleri temelinde kotasyona kabul esasları, izahname ve prospektüs içeriği ile periyodik olarak yayınlanacak finansal raporlama standartlarına uygun olma koşulları aranmaktadır. Direktiflerde belirlenen asgari standartların uygulanmasına paralel olarak tüm üyeler, gereksinim duyduklarında, ek koşullar getirebilecek serbestiye sahiptirler. Ancak ek koşul getirilmesi, şirketlerin kote olma sürecini uzatıp maliyetleri artırıcı bir etki yapabilir. Kotasyona ilişkin direktifler, AB'ye üye ülkeler arasında sınır ötesi kotasyonları kabul ve uygulama esaslarını kolaylaştırma ve Avrupa Sermaye Piyasa'larını daha şeffaf hale getirmeyi öngörmektedir⁸⁷.

2.2.2. Avrupa Kotasyonu'nun Getireceği Avantajlar

Avrupa kotasyonu, öncelikle piyasa katılımcılarının faydalarını maksimum kılma olanağı sağlar. Daha makro boyutta ise, Tek Avrupa Sermaye Piyasası oluşumunu hızlandırıcı özelliktedir. Avrupa Şirketleri'nin Avrupa Kotasyonu'na girme ile elde edecekleri faydalar şu şekilde özetlenebilir⁸⁸:

- Sınır ötesi kotasyon olanağı ve yönetimi,
- Ek kotasyonlar için getirilen basitleştirilmiş prosedür,
- Pay senetleri piyasasında açıklık,
- Sermaye piyasalarına daha hızlı giriş ve yeni ihraçların yönetiminde etkinlik,
- Hissedar tabanında genişleme,
- Sermaye piyasalarında kamuyu aydınlatmada süreklilik ve eşitlik,
- Avrupa kotasyonlarında tek ücret uygulaması ve maliyetlerde azalma.

Yatırımcılar ise aşağıdaki faydaları sağlayabilecektir:

- Şirketlere ilişkin bilgilere daha iyi ve zamanında ulaşım,

⁸⁷ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.169-170.

⁸⁸ A.g.e., s.170-171.

- Ulusal borsalar ve ulusal para birimlerinde menkul kıymet alım-satımının yanısıra, sınır ötesi menkul kıymetlere ulaşım olanağı,
- Farklı menkul kıymetler arasında karşılaştırma yapma ve büyük Avrupa şirketlerine ortak olma şansı,
- Avrupa çapında borsalar arası hizmetlerde koordinasyon ve uyum,
- İhraççı kuruluşlarla yakın bağlantılar kurma,
- Organize borsalarda resmi kotasyonun öneminde artış,
- Avrupa kotasyonu ile Avrupa dışında ortak pazarlama fırsatı,
- Bir veya daha fazla endeks üzerinde türevsel finansal ürün işlemlerinin yapılabilmesi ve pay senetlerinde istikrarlı likidite artışı.

Londra Borsası, çeşitli piyasa seçenekleri sunarak büyük-küçük tüm şirketlerin sermaye artırımını ve pay senetlerinin piyasalarda alım-satımını sağlar. Londra'da kote edilen şirketler, önemli boyutlara ve yatırımcı kitlesine ulaşabilmekte ve dünyanın en yoğun alım-satım işlemlerine sahip olan bir uluslararası borsada fon bulabilmektedir⁸⁹.

2.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

İçeriden öğrenenlerin ticareti, dar anlamda içerideki bilginin kullanılması suretiyle menfaat sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılması olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda firmanın ticari faaliyetleri, mali yapısına ilişkin gizli bilgilerin, şirkete ait pay senetlerinin gelecekteki piyasa değerini değiştirmek amacıyla kullanımı ile menkul kıymet işlemi yapılması sonucunda, bir kazanç sağlama ve muhtemel bir zarardan kaçınılması olarak belirtilebilir. Bölgesel bütünleşme sürecindeki AB'nde, finansal entegrasyonun sağlanmasına ilişkin olarak üye ülkelerin içeriden öğrenenlerin ticaretine uymaları öngörülmektedir⁹⁰.

⁸⁹ London Stock EXCHANGE, s.1.

⁹⁰ Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İMKB Yayını, İstanbul: 1996, s.14-67.

2.3.1. 89/592/EEC Direktifi

Avrupa sermaye piyasalarında 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 Konvansiyonu” na dayanmaktadır⁹¹.

Direktif’in amacı, içeriden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasıdır. Direktif’de, içeriden öğrenenler ticareti işleminin, Birlik hukukunda ne anlama geleceğine yönelik tanım verilmekte ve bu tür işlemlerin kontrolünü, getirdiği genel ilkeler çerçevesinde üye ülkelerin yetkili organlarına bırakılmaktadır⁹².

Direktif’de verilen tanımlamaya göre, ihraççı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin bilgiler henüz kamuya açıklanmamış olmalıdır. Bu nitelikteki bilginin açıklanması ile ilgili menkul kıymetin piyasa fiyatında önemli ölçüde değişme olmalıdır. İçerideki bilginin yanısıra, “içeridekiler” kavramına açıklık getirilmekte ve gruplama yapılmaktadır. Menkul kıymetin fiyatı ve piyasayı etkileme gücüne sahip kıymetli bilgileri edinen kişilerin, bu bilgileri menkul kıymet işlemlerinde kullanmaları kısıtlanmakta, söz konusu bilgileri üçüncü kişilere iletmeleri engellenmektedir⁹³.

İçeridekiler, iki grupta toplanmaktadır:

- Birinci Derecedeki İçeridekiler: İşi, mesleği veya görevi gereği içerideki bilgiye ulaşabilecek pozisyonundaki kişilerdir.
- İkinci Derecedeki İçeridekiler: İçerideki bilgiyi birinci derecedeki içeridekilerden öğrenenlerdir.

Direktif, yasaklayıcı kurallar getirmekte, alım-satım ve bilgi aktarma konularına ilişkin genel bir çerçeve çizmektedir. Buna göre alım-satım kurallarında birinci ve ikinci derecedeki içeridekiler, sahip oldukları ayrıcalıklı bilgiyi kendi hesaplarına veya bir

⁹¹ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.70.

⁹² GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.39.

⁹³ TEZCANLI, A.g.e., s.68.

başka üçüncü kişi adına kullanarak doğrudan veya dolaylı olarak menkul kıymet işlemi yapmak suretiyle çıkar sağlayamaz. Direktif, içerideki herhangi birisinin nitelikli bilgi üzerine menkul kıymet işlemi suç saydığı gibi, aynı zamanda, bu bilgileri başka kişilere aktarma ve tavsiye vermeyi de yasaklamaktadır⁹⁴.

İçeridekilerin ticaretine konu olan menkul kıymetler şunlardır⁹⁵:

- Pay senetleri, tahviller ve diğer pay ve borçlanma araçları,
- Menkul kıymetleri ele geçirme, devir sözleşmeleri ve rüçhan hakkı kullanımları,
- Vadeli işlemler ve opsiyonlar,
- Endeks sözleşmeleridir.

AB, “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Üzerine Konvansiyonu” ile, Tek Avrupa Sermaye Piyasası oluşumunda üye ülkeler arasındaki menkul kıymet işlemlerinde ayrıcalıklı bilginin kullanılması, haksız kazanç elde edilmesi veya muhtemel bir zarardan kaçınmanın piyasalar üzerinde yaratacağı negatif etkileri giderme amacındadır.

Direktif’in kabul edilmesinden itibaren üye ülkeler, Direktif hükümlerine uygun olarak ulusal düzenlemelerini değiştirmeye yönelik kayda değer bir mesafe almışlardır⁹⁶.

2.3.2. Avrupa Birliği Üye Ülkelerinde İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler

Başta; İngiltere, Fransa, Hollanda, Lüksemburg, İspanya, İtalya olmak üzere üye ülkeler, ulusal kanunlarında reform niteliğinde değişiklikler yapmak suretiyle, Direktif hükümlerine paralellik sağlamaktadırlar⁹⁷. AB’ne üye bazı ülkelerin içeriden öğrenenlerin ticaretine yönelik olarak yaptıkları çalışmalar kısaca şu şekildedir⁹⁸:

⁹⁴ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.74-75.

⁹⁵ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.47.

⁹⁶ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.76.

⁹⁷ A.g.e., s.76.

⁹⁸ TEZCANLI, A.g.e., s.74-111.

a) Almanya: Almanya'da, içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik kurallar, borsayı da bağlayıcı özel ticari yasanın bir parçasıdır. Bu konuda yetkili merci, 1970'de çalışmaya başlayan ve bir dizi kuralı uygulayan Borsa Eksperleri Komisyonu'dur. Maliye Bakanlığı'nın bu kuralların düzeltilip değiştirilmesine yönelik tavsiyesi üzerine, 1976 yılında "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Rehberi" hazırlanarak yayınlanmıştır. 1988 yılında tekrar değişen kurallar, bankalar dışındaki şirketler için bağlayıcı nitelik taşımamaktadır.

Almanya sermaye piyasasında içeridekilerin, içerdeki bilgiyi kullanarak kendilerine veya üçüncü kişilere avantaj sağlamaları yasaklanmaktadır. Yasal düzenlemelerde uzun yıllar cezai müeyyide yer almamasına rağmen, AB Direktifi'ne uyum esas alınarak, 1992 tarihli mevzuat değişiklikleri ile geniş kapsamlı bir düzenleme gerçekleştirilmiştir. Bu düzenlemeler çerçevesinde, birinci dereceden içeridekilerin, menkul kıymetlere ilişkin bilgileri kullanarak alım-satım işlemleri yapmaları; içerideki bilgi ve durumları başkalarına aktarmaları ve tavsiyede bulunmaları yasaklanmaktadır. Çeşitli denetim birimlerinin koordineli olarak çalışması veya bir otoriteye bağlanarak denetim sisteminin etkinleştirilmesiyle, öncelikle AB içerisinde olmak üzere, uluslararası standartlara ulaşılması sağlanabilecektir.

b) Belçika: 4 Aralık 1990 tarihli "Finansal Piyasalar ve İşlemlere İlişkin Yasa" AB Direktif hükümlerinin yerine getirilmesi çerçevesinde içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin kısıtlamaları da içermektedir. Düzenlemeler, Belçika sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetler ile AB'ne üye ülke piyasalarında işlem gören menkul kıymetlere ilişkindir. Belçika Bankalar Birliği, içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili yasa hükümlerinin uygulanıp uygulanmadığını kontrol işlevini yerine getirir. Ayrıca, açılan davalarda bu tür bilgiyi mahkemede kanıt olarak sunabilme yetkisi de bulunmaktadır.

c) Danimarka: 1991 tarihli Yasa'ya göre; şirketin faaliyetleri, finansal ve idari durumuna ilişkin içerideki gizli bilgilerin, kamuoyuna açıklanması ile birlikte şirkete ait menkul kıymetlerin fiyatlarında değişiklik meydana gelmelidir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretine konu menkul kıymetler; İskandinav veya AB üyesi ülkelerdeki borsa veya organize diğer piyasalarda işlem gören menkul kıymetler

ile Kopenhag Borsası'nda işlem gören yabancı şirketlerin menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. Yasa hükümlerinin uygulanması ve denetlenmesi, Kopenhag Borsası tarafından yapılmaktadır.

d) Fransa: 1970 yılında yürürlüğe giren Yasa ile, Fransa Sermaye Piyasası Kurulu (Commission des Operations de Bourse, COB) içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin özel yetkilerle donatılmıştır. 1989 yılında yürürlüğe giren Yasa ile COB'un yetkileri daha da genişletilmiştir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal çerçeve, Eylül 1985 tarihli Şirketler Kanunu'nun 67-833 sayılı hükmüne dayanarak düzenlenmektedir. Fransa sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretini önleyebilmek için içeridekilere yönelik cezai ve toplumsal yaptırımlar da bulunmaktadır.

e) Hollanda: İçeriden öğrenenlerin ticaretine yönelik dört yasa bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, Temmuz 1992'de yürürlüğe giren Yasa'dır. İkincisi, Amsterdam Borsası'nda menkul kıymetleri işlem gören ve kote edilen şirketleri kapsayan Model Yasa'dır. Yasa içeriğinde, kontrata bağlı hükümler yer almaktadır. Üçüncü düzenleme, Amsterdam Borsası'nın üyelerine yönelik çeşitli kurallardan oluşmaktadır. Son Yasa ise üyelerin içerideki bilgiden faydalanmalarını engelleyici niteliktedir.

f) İngiltere: İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasaklamalar ilk olarak 1980 tarihli Şirketler Yasası kapsamında ele alınmıştır. Bu Yasa, 1985 tarihinde "The Company Securities (Insider Dealing) Act" ile yeniden yürürlüğe konmuş ve 1986'da Menkul Kıymetler Yasası ile içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hükümler genişletilmiştir.

Yasa'da, menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek bilgiyi kullanılmak üzere kamuya açıklama, kendi şirketi ya da diğer şirketlerin pay senetlerinin alım-satımını yapma ve diğer kişilere tavsiyelerde bulunarak "tüyo" verme faaliyetleri, cezayı gerektiren suç olarak belirtilmektedir. Herkes tarafından bilinmeyen ve açıklanması halinde menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek bilgileri kullanarak yapılan işlemler

suç oluşturmaktadır. Bu konudaki hukuki yaptırımlar sadece İngiltere ile sınırlı kalmayıp, AB'ne üye ülke piyasalarına kadar genişletilmektedir.

g) İspanya: 1989 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yapılan düzenlemeler, içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemeyi amaçlamaktadır. Sermaye piyasası ve borsanın işleyişinde, menkul kıymet yatırımlarını korumaya yönelik tedbirlerin alınması esastır.

AB düzenlemelerine uyum sağlama yönünde yapılan değişikliklerle, içeriden öğrenilen bilgiye dayalı menkul kıymet işlemlerinin yapılması ve bilgilerin bir üçüncü şahsa transferi veya tavsiye edilmesi engellenmektedir.

h) İsviçre: 1 Temmuz 1988 tarihinde yürürlüğe giren İsviçre Ceza Yasası'nın (SCC) 161. maddesi, içeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili cezai müeyyideleri içerir. SCC'nin 162.maddesi, imtiyazlı haberin kötüye kullanılmasının cezalandırılmasında uygulanacak temel hükmü ifade etmektedir.

Borsa'da işlem görecekt pay senetleri ile ilgili İsviçre mevzuatında yer alan koşulların yanısıra, AB'nin 1989 tarihli içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili hükümleri de uygulanmaktadır. Direktif, öncelikli bilgiye sahip kişinin, söz konusu bilgiyi açıklamasını önlemektedir.

ı) İtalya: Yapılan düzenlemeler ile içeriden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerine yasaklamalar getirilmektedir. Yasa, birinci dereceden içeridekilerin menkul kıymet alım-satımını; geçerli bir mazereti olmaksızın üçüncü şahıslara içerideki bilgileri aktarmalarını ve üçüncü şahıslara menkul kıymet alım-satımıyla ilgili tavsiyelerde bulunmalarını yasaklamaktadır.

i) Lüksemburg: 1991 Yasası ile kişisel çıkar sağlamaya elverişli içeriden öğrenenlerin ticaretini önleme ve menkul kıymet piyasalarına olan güvensizliğin giderilmesi amaçlanmıştır. Söz konusu Yasa, AB'nin konuya ilişkin Direktifi'ne uyumu da ön plâna almaktadır. Lüksemburg Sermaye Piyasası Kurulu, Yasa hükümlerinin yerine getirilmesini izleme ve denetleme yetkisine sahiptir.

j) Portekiz: Portekiz Menkul Kıymetler Yasası, içeriden öğrenenlerin ticaretini, düzenleyici otoriteler ve ihraççılara kadar uzanan geniş bir çerçevede ele almaktadır.

k) Yunanistan: AB'nin 89/592 Direktifi ve bu Direktif ile uyumlu 53/94 Sayılı Yasa ile Yunanistan'da içeriden öğrenenlerin ticareti yasaklanmaktadır. Borsa Yönetmeliği'ne göre, menkul kıymetler ile bu menkul kıymetlerin ihracı hakkında gizli bilgiye sahip olan ve bu yoldan çıkar sağlamaya çalışanların, kendi adına ya da üçüncü bir şahıs adına hareket ettikleri dikkate alınmaksızın alım-satım işlemini yapmaları önlenmektedir.

2.4. Yatırım Hizmetleri ve Yatırımcının Korunması

AB finansal piyasalarında uyum konusu içinde yer verilen yatırım hizmetleri ve yatırımcının korunması kavramı, bu başlık altında geniş kapsamlı olarak anlatılmaktadır.

2.4.1. Avrupa Birliği Konseyi'nin Yatırımcı Tazmin Plânına İlişkin Direktifi

AB Konseyi, üye ülkelerin sermaye piyasalarında, yatırım şirketlerinin ödeme güçlüğü içine düşmeleri veya iflas etmeleri riskine karşı, yatırımcının korunmasını sağlayacak bir sistem oluşturmak amacıyla, 31.12.1996 tarihinde yürürlüğe girmek üzere 1993 tarihinde "Yatırımcı Tazmin Planı"na ilişkin bir Direktif kabul etmiştir.

Söz konusu Direktif ile üye ülkelerin bu Direktifte belirtilen esaslar dahilinde yasal ve idari düzenlemeleri 31.12.1996 tarihine kadar yürürlüğe koyma ve hakkında Komisyonu hemen bilgilendirme zorunluluğu getirilmiştir⁹⁹.

Bu düzenleme, yatırım şirketleri için hem kuruluş hem de hizmet sunma serbestisi açısından, Tek Avrupa Kanunu'yla belirlenen ve Komisyonun Beyaz Kitabında yer alan program çerçevesinde gerçekleştirilecek iç pazarın oluşması için gerekli bir araç olacaktır¹⁰⁰.

⁹⁹ Saim KILIÇ, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması*, SPK Yayını, Yayın No: 95, Ankara: 1997, s.49-50.

¹⁰⁰ Fidyak BÜLTEN, "AB'nde Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri ile İlgili Yaklaşımlar", s.12.

Getirilen düzenlemelerle, AB içerisinde bütünleşmiş finansal sektör oluşumunda, bankacılık sektöründe uygulanmakta olan kuralların, yatırım işletmeleri için de uygulanabilmesi sağlanmaktadır. Böylece, bankalardaki kuruluş serbestliği ve özkaynaklara ilişkin kuralların aynısı yatırım işletmeleri için de geçerlilik kazanmaktadır. Bu şekilde, Avrupa finans piyasalarının birbirlerine bağlantılı olmasıyla, uyumlaşma ve yakınlaşma en iyi düzeyde gerçekleşebilecektir¹⁰¹.

2.4.2. Yatırımcı Tazmin Plânına İlişkin Direktif'in İçeriği

Direktif'in 1. maddesinde; yatırım firması, yatırım faaliyeti, finansal araçlar ve yatırımcı kavramlarına yer verilmiştir¹⁰².

Bu düzenlemede yer alan yatırım hizmetlerini sunan kuruluşların, yatırımcıların korunması ve finansal sistemin istikrarı açısından, kuruldukları (orijin) ülke tarafından verilecek faaliyet iznine tabi olmaları gerekmektedir.

Kabul edilen yaklaşım, faaliyet izni ve denetim-gözetim sistemlerinin karşılıklı tanınması ile Birlik düzeyinde geçerli olacak "tek izin" verilebilmesi ve orijin ülke denetimi ilkesinin uygulanabilmesi için gerekli olan uyumlaştırmanın sağlanmasına yöneliktir. Karşılıklı tanıma ilkesi ile orijin ülkeden faaliyet izni almış yatırım şirketleri, bu Direktif kapsamına giren ve izin sahibi oldukları faaliyetleri Birlik çapında şube açarak veya hizmet sunma serbestisi içinde sunabileceklerdir¹⁰³.

Bir yatırım firmasının, borçlarını ödeyemeyecek durumda olduğuna ya da böyle bir duruma geleceğine, yerli üye ülkenin yatırımcı tazmin plânı yönetimi veya yetkili otoritesi ya da ilgili mahkemesi tarafından karar verilmesi halinde, bu yatırım firmasının müşterilerine Direktif'te öngörülen esaslar çerçevesinde koruma sağlanmaktadır¹⁰⁴.

¹⁰¹ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.77-78.

¹⁰² KILIÇ, A.g.e., s.54.

¹⁰³ Fidyak BÜLTEN, AB'nde Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri ile İlgili Yaklaşımlar, s.12.

¹⁰⁴ KILIÇ, A.g.e., s.55.

Yatırımcı koruma maliyeti, yatırım şirketleri tarafından karşılanmakta, yatırımcıya ise dolaylı olarak yansıtılmaktadır. Bu nedenle, Birlik çapında çok yüksek bir koruma oranı uygulanması arzu edilmemektedir. Üye devletler yatırımcının, yatırım şirketini belirlemede aydınlatıcı ve bilgilendirici olacaktır¹⁰⁵.

Direktif’de muafiyetler konusunda üye ülkeler arasında farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, Avusturya’da sigorta şirketlerine, merkez bankalarına ve kolektif yatırım ortaklıklarına muafiyet tanınmıştır. Direktif’in 11. maddesindeki, profesyonel yatırımcı ve bireysel yatırımcı ayrımının netleşmemesi nedeniyle, üye ülkelerde farklı uygulamalar söz konusudur. Düzenli piyasalara üyelik ve giriş bakımından İspanya, Yunanistan ve Portekiz’e geçiş sürecini gerçekleştirebilmesi için ek bir süre tanınmıştır¹⁰⁶.

Yatırımcının korunması ve piyasaların düzgün işleyişinin sağlanması hedeflerine yönelik olarak, işlemlerde şeffaflığın garanti edilmesi ve bu Direktifin söz konusu amaçla getirdiği kuralların, piyasada işlem yapan hem yatırım şirketleri hem de kredi kuruluşları için geçerli olması gerekmektedir. Yatırım hizmetleri alanında görülen gelişmeler çerçevesinde, bu Direktifle getirilen ayrıntılı kurallara zaman zaman bazı teknik konularda ekleme ve düzeltmeler yapılması gerekebilecektir; AB Komisyonu gerektiğinde menkul kıymetler alanında kurulacak olan komiteye danışmak kaydıyla bu tür düzeltmeleri yapabilecektir¹⁰⁷.

2.5. Avrupa Şirketler Hukuku ve Muhasebe Standartları

Avrupa finansal bütünleşmesinde; şirketler hukuku ve sermaye piyasalarında asgari normlarda eşgüdümün sağlanması temel gereklilikler arasındadır. Avrupa Komisyonu, 1960’lı yıllardan itibaren Birlik’te şirketler hukukunda bütünleşmeyi sağlamaya çalışmaktadır. Şirketler hukuku ile sermaye piyasası konularının birbiri içerisine geçmiş olması dolayısıyla, bu alanda yapılan düzenlemeler, sermaye piyasası düzenlemeleri ile bir paralellik oluşturmaktadır. Bu nedenle, AB tarafından çıkarılan direktifler çerçevesinde bir uyum programı uygulamaya konulmuştur. Bunda amaç, üye

¹⁰⁵ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.84.

¹⁰⁶ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.21.

¹⁰⁷ Fidyak BÜLTEN, “AB’nde Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri ile İlgili Yaklaşımlar”, s.16.

ülkelerin politikalarını doğrudan değiştirmek yerine, Birlik içerisindeki şirketlerin farklı şekillerdeki finansal raporlama ve yapılarını karşılaştırabilecek ortak bir işleyiş mekanizmasının kurulmasıdır. Bunun da ötesinde, öncelik verilecek konu, AB’nde güvenilir iş yapabilme ortamının oluşturulabilmesidir¹⁰⁸.

Uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak finansal varlıkların gerçek değeri üzerinden değerlendirilme olanağının sağlanması ve uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması yoluyla ülke uygulamalarındaki farklılıkların giderilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, üye ülkelerde bulunan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı sorunların ortadan kaldırılması ve çifte vergilendirmenin önlenmesi de amaçlanmaktadır¹⁰⁹.

2.5.1. Avrupa Şirketler Hukuku

“Avrupa Şirketi” modeli ile, Birlik içerisinde Avrupa tipi anonim şirket kurulması öngörülmektedir. Avrupa şirketi, sınır ötesi işbirliğinin geliştirilmesi bakımından, büyük katkı sağlayacaktır. AB, Roma Antlaşması’yla belirlenen “üyeleri ve üçüncü tarafları korumak için Birlik şirketlerinden istenilen güvenlik önlemlerinin koordinasyonu” nu öngören geniş bir şirketler hukuku uyumu programını benimsemiştir. İşveren, işçiler, kreditorler, ticari birlikler gibi tarafların haklarını koruyucu ortak standartların tespiti, aynı zamanda pay senedi sahipleri ve yatırımcılar açısından da güven sağlayıcı bir düzenleme getirmektedir¹¹⁰.

Tek Pazar’ın oluşturulmasında her üye devletin iç mevzuatının basitleştirilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla, SLIM (Simpler Legislation for the Internal Market) ekibinin şirketler hukuku alanında çeşitli önerileri bulunmaktadır. Birlik bünyesindeki şirketlerin elektronik olarak kayıt ve tescil edilmesi önerilmektedir. Elektronik sisteme geçiş için belli bir süreye ihtiyaç duyulduğundan, bu sürecin beş yıllık bir sürede tamamlanması plânlanmaktadır¹¹¹.

¹⁰⁸ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.87.

¹⁰⁹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.77.

¹¹⁰ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.87.

¹¹¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.74.

Şirketler mevzuatında kamuyu aydınlatma kurallarının gözden geçirilmesi önerilmektedir. Bu kapsamda, birden fazla ülkede şube ve temsilcilikleri bulunan şirketlerin bu temsilciliklere ilişkin olarak da kamunun aydınlatılması kurallarına tabi olması zorunluluğu önerilmektedir. Sermaye artırım kurallarının gözden geçirilerek hissedarların ve kreditorlerin haklarına zarar vermeksizin, maliyetlerin azaltılması ve işlemlerin basitleştirilmesi öngörülmektedir.

Ulusal düzenlemelerde farklılık gösteren şirket yıllık hesapları ile raporların içeriğinde ve sunumunda uyum sağlanması, değerlendirme metodlarının benzer hale getirilmesi amacıyla benimsenen 4. Şirketler Hukuku'nun, daha ileri boyutlara taşınarak tüm AB vatandaşlarının hissedar olabildiği, Avrupa Şirketi statüsünün oluşturulması ve etkin kılınması öngörülmektedir¹¹².

Sermaye hareketlerinde kambiyo kontrollerinin kaldırılmasının yanısıra; ticaret hukuku ve kurumlar vergisi tüm üye ülkelerde uygulanmalıdır. Sağlam bir muhasebe ve finansal raporlama, güvenilir ve homojen bilgi sağlanmasını daha kolay hale getirecektir¹¹³.

2.5.2. Muhasebe Standartları

AB'nde muhasebe standartlarına uyum ihtiyacı; üye ülkelerde var olan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı karmaşıklığa son verilmesi ve özellikle çifte vergilendirmenin getireceği negatif etkilerin giderilmesine dayanır¹¹⁴.

AB'nde muhasebe kuralları 3-8 nolu standartlarla belirlenmiştir. Hareket planında konsolide tablolar dahil olmak üzere muhasebe standartlarının, uluslararası muhasebe standartlarına göre yenilenmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda; kurum birleşmeleri, tek düzen bilanço ve gelir tablosu düzenlemesi, kurum bölünmeleri, konsolide mali tablolar, bağımsız denetim standartlarına yer verilmiştir. Dördüncü ve yedinci standartlar öncelikli önem taşımaktadır. 4. standart; bilanço, gelir tablosu düzenlenmesi ve

¹¹² A.g.e., s.74-75.

¹¹³ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.88.

¹¹⁴ A.g.e., s.88.

kamuya duyurulmasını düzenlerken, 7. standart; konsolide mali tabloların düzenlenme ve yayınlanma esaslarını içermektedir¹¹⁵.

1987 yılında Brüksel'de muhasebe standartlarında bütünleşme için Profesyonel Avrupalı Muhasebecileri'nin oluşturduğu bir Avrupa Federasyonu (FEE) kurulmuştur. AB'nin resmi bir organizasyonu niteliğinde olmayan FEE, tamamıyla profesyonel kuruluşların katılımı ile oluşturulan bir bütçe ile yönetilmektedir. Federasyonun temel işlevi, Avrupa Komisyonu ile yapılan görüşmelerde üye ülkelerle olan bağlantı ve anlaşmaların yapılmasına yardımcı olmaktır¹¹⁶.

AB'nde muhasebe kurallarında belirlenen bütünleşme, uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak; işletmenin devamlılığı, dönemsellik, muhafazakârlık, tek değerlendirme ilkeleri çerçevesinde olacaktır. Hazırlanacak mali tablolar; şirketlerin varlık, borçluluk, kâr ve zararına ilişkin durumunu kesin ve gerçek olarak yansıtmalıdır. Mali tablolar belirlenen formata uygun olmalıdır.

Muhasebe standartları, 1990'lı yıllarda önem kazanan future, opsiyon, forward, swap işlemleri nedeniyle yetersiz kaldığından, yenilenmesi ve uluslararası muhasebe standartlarına uygun hale getirilmesi gündeme gelmiştir. Avrupa şirketlerinin, uluslararası sermaye piyasalarından yararlanmaları için, Avrupa dışındaki şirketlerle aynı uluslararası muhasebe standartlarını kullanma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Getirilecek değişiklik özellikle 39. Uluslararası Muhasebe Standardı ile ilgilidir. Bu standart gerçek değer üzerinden maliyetlerin belirlenmesi hakkındadır. Buna göre, varlıklar ilk orjinal fiyat veya yeniden satın alma bedeli üzerinden değil, o andaki piyasada, aktifin gerçek değeri üzerinden değerlendirilmelidir. 1998 yılından itibaren sekiz AB üyesi kendi ulusal mevzuatlarında bu standardı kullanmaya başlamışlardır¹¹⁷.

¹¹⁵ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.77.

¹¹⁶ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.88.

¹¹⁷ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.77-79.

2.6. Avrupa Sermaye Piyasası'nda Vergilendirme

AB sermaye piyasalarında vergilendirmeye ilişkin düzenlemeler, vergisel uyum kapsamında ele alınmaktadır. Vergisel uyumda temel yaklaşım; sermaye ve hizmetlerdeki serbest dolaşım ile birlikte üye ülke vatandaşlarına uyrukluk, yerleşim yeri ve yatırım yeri esasları çerçevesinde herhangi bir ayrımcılık yapılmamasıdır¹¹⁸.

AB'nde ekonomik politika eğilimleri içerisinde vergi politikalarının uyumlaştırılması ve arz yönlü ekonomik reformlar ön plândadır. Ayrıca, AB vergi politikalarında dikkati çeken bir eğilim de yakın işbirliği yoluyla vergi ayrımcılığının ve uluslararası alanda kaynak dağılımındaki çarpıklıkların giderilmesi çabalarıdır¹¹⁹.

Sermaye ve hizmetlere ilişkin AB düzenlemelerinin 1992 yılı itibariyle üye ülkelerin bir çoğunda kabul edilmesiyle birlikte, Ekonomik ve Parasal Birliğe ilişkin gerekliliklerden en önemlisi tamamlanmıştır. Ancak, aynı süreç içerisinde vergi konularında ciddi farklılıkların devam etmesi, AB'nde hedeflenen vergisel uyumlaşmayı engellemektedir. Bunda üye ülke hükümetlerinin egemenlik ve politika araçlarındaki etkinliklerini bırakmak istememeleri etken olmaktadır¹²⁰.

AB'nde Tek Pazar'ın gelişimine ilişkin olarak hazırlanan faaliyet plânında, vergilerden kaynaklanan engellerin ve sapmaların kaldırılmasına yönelik birkaç hedef belirlenmiştir. Bunlar¹²¹ ;

- Tek Pazar'ı olumsuz yönde etkileyen karmaşık vergi kurallarının neden olduğu engel ve sapmalar ortadan kaldırılmalıdır. Bu çerçevede, her üye ülkede zorluklara yol açan, özellikle kurumlar vergisi alanında görülen vergi rekabeti azaltılmalıdır. Ayrıca, sermaye kazancının vergilendirilmesinde ve dolaylı vergilendirmede görülen bozuklukların ortadan kaldırılması için gerekli önlemlerin alınması ve şirketler arası

¹¹⁸ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.100.

¹¹⁹ Ramazan GÖKPINAR, "Avrupa Birliği'nde ve Türkiye'de Yatırımlara Yönelik Vergi Teşvik Mevzuatı", *Ekonomik Yorumlar*, Sayı: 9, İstanbul: Eylül 1998, s.3.

¹²⁰ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.100-101.

¹²¹ İKV, "Avrupa Tek Pazarı'nın Gelişimi ve Geleceğine Yönelik Faaliyet Plânı", *İKV Dergisi*, Sayı: 136, İstanbul: Mayıs-Haziran 1997, s.44-45.

faiz ve imtiyaz ödemelerine uygulanan stopaj vergisi uygulamasına son verilmesi istenmektedir.

Uygulamadaki farklı KDV kuralları iş dünyasına büyük yük getirmekte ve sınırlararası ticareti olumsuz yönde etkilemektedir. Bu aşamada, vergi sisteminin modernizasyonunu öngören yeni KDV sisteminin, bir an önce uygulamaya konulması istenmektedir.

2.6.1. Avrupa Birliği'nde Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi

AB'nde, menkul kıymetlerin vergilendirilmesine ilişkin düzenlemeler aşağıdaki gibidir¹²²;

- Yerleşik kişilerin finansal yatırımlardan elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinden minimum %15 stopaj vergisi alınmasının uygunluğu kabul edilmektedir. AB üyelerinde ise vergi oranı genelde %25 olmak üzere %10 ile %30 arasında değişmektedir. Bazı üye ülkelerde ise (Lüksemburg, İsveç gibi) bu tür gelirlere vergi uygulanmamaktadır. Diğer taraftan, sermaye şirketlerinin kuruluş sermayesi ile sermaye artırımlarından alınan damga vergisinin %2'den fazla ve %1'den az olmaması öngörülmektedir.

- Menkul kıymetlerin vergilendirilmesi temelde menkul kıymet alım-satım işlemleri, kâr payı, faiz ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesini kapsamaktadır.

- Vergi kaçığının önlenmesinde, bütün yerleşik kişi ve kuruluşlar için vergi, kaynağında tarh edilmelidir. İdari kontrol açısından da kolaylık sağlayacak sistem ile stopaj vergi oranları indirilebilecek ve bu vergiler kazancın elde edildiği orijin ülkeye gidecektir.

¹²² VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s. 80-82

- Bankalar, AB içerisindeki yerleşik müşterilerinin faiz gelirlerine ilişkin bilgileri vergi otoritelerine bildireceklerdir. Bu yolla, bütün vergi mükelleflerinin vergilerini ödemeleri sağlanmış olacaktır. Ancak, bu bankaların gizlilik ilkelerini kaldırmalarını gerektireceğinden, bir çok üye ülkenin tepkisine yol açmaktadır.

- Temel sorun, çifte vergilendirme yükünün oluşmasıdır. Özellikle, sermaye piyasaları alanında üye ülkelerin menkul kıymet işlemlerindeki farklı vergi uygulamaları, sınır ötesi portföy yatırımlarında düşük vergi oranı uygulayan ülkelere rekabet avantajı sağlamaktadır. Sınır kontrolleri ve faktörel hareketlerdeki kısıtlamalar sonucundaki vergi kayıplarından korunmanın etkisi ile vergisel uyum öne çıkarılmaktadır.

2.6.2. Avrupa Birliği'nde Yatırımlara Yönelik Vergi Teşvik Mevzuatı

Vergisel birlik, bütünleşmiş bir Pazar içinde, daha etkin bir kaynak dağılımını sağlamak için mal ve sektör hareketlerindeki vergisel çarpıklıkların giderilmesini ifade eder. Böylece, İç Pazarda tüm dengesiz unsurlarda uyumlaşma, Birlik amaçlarına ulaşımı daha kolay hale getirecektir. Ancak, vergi oranlarındaki bütünleşmeyle birlikte, vergisel koordinasyonun sağlanması da önem kazanmaktadır. Vergisel koordinasyon, yatırımlar veya üretim yerlerindeki farklı vergi oranlarındaki etkileri yok etmek amacıyla hizmet etmektedir¹²³.

AB'nde Birlik içi rekabetten etkilenen işletme veya işletmeler grubuna kamu maliyesi kapsamında finansal katkılarla (harcama, vergi, resim ve harç muafiyetleri) bir rekabet avantajı sağlanmasına yönelik müdahaleler teşvik olarak sayılmaktadır. AB'nde, vergi cenneti oluşturularak tüm sermayeyi ve yatırımları kendi ülkesine yöneltmek üye devletlerin dengeli kalkınma ilkesine uygun görülmediğinden, ulusal vergi politikalarında aşağıdaki üç kurala uyulması zorunludur¹²⁴ :

- Üye devletler kendi uyruğunda olan özel veya tüzel kişiler ile diğer üye ülkeler uyruğundaki özel veya tüzel kişilere farklı vergiler uygulayamazlar.

¹²³ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e. s.107.

¹²⁴ GÖKBUNAR, A.g.m., s.4.

- Üye devletlerin vergi politikaları, AB ortak politikalarına uyumlu olmak zorundadır.

- Üye devletler, konulacak vergilerde, sadece mali amaç düşünmek zorundadırlar.

Üye ülkeler arasındaki vergi rekabetinin ortadan kaldırılması için kurumlar vergisi oranının %30-40 arasında belirlenmesi; yatırımların teşviki için izin verilen vergi teşviklerinin azami ölçüde şeffaflığının ortaya konulması ve yatırım kararlarına engel olan Birliğe üye ülkelerdeki vergi hükümlerinin tam rekabeti azaltan bölümlerinin kaldırılması yönünde çalışılmaktadır.

Ülkeler arasında farklı vergi sistemlerinin uygulanıyor olması, uluslararası yatırım vergi ve tasarruf akımlarını belirleyen, en önemli etkenlerden birisidir. Ekonomik alanda globalleşmenin gittikçe güçlendiği bu çağda, bir ülkede mevcut kurumlar vergisi uygulamaları, o ülkeye yapılacak yatırımların geleceğini doğrudan etkiler hale gelmiştir¹²⁵.

Portföy yatırımlarına ilişkin düşük oranlı vergilendirme, Birlik içerisindeki işletmelerin finansal sermaye ihtiyacı arzını artırmak suretiyle, sermaye büyüklüğü, iş gücü verimliliği ve reel ücretler üzerinde etkiler oluşturacaktır¹²⁶.

AB, teşviklere Birlik içinde rekabeti bozduğu için karşı olmakla birlikte, Birlik dışında uluslararası piyasalarda rekabet gücünü korumak ve geliştirmek amacıyla, çeşitli teşvik uygulamalarına açıkça olmasa da izin vermektedir. AB'nde devletler; ekonomik, sosyal, bölgesel ve sanayi politikası hedeflerine yönelik olarak çeşitli şekil ve plânlar altında işletmelere yardım sağlamaktadırlar. Ulusal devlet yardımı, Birliğin işleyişine ve AB içi rekabet kurallarına zarar verdiği ölçüde yasaklanmakta, aksi halde serbestçe uygulanmaktadır¹²⁷.

¹²⁵ A.g.m., s.6.

¹²⁶ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.107.

¹²⁷ GÖKBUNAR, A.g.m., s.8.

AB ülkelerinde son yıllarda özellikle vergi reformlarına bağlı olarak genel yatırım ve ihracat teşvik tedbirlerinde bir azalma görülmekle birlikte sanayi potansiyelinin etkin kullanımının sağlanmasında; AR-GE yardımları, bölgesel kalkınma ve ihracatı teşvik araçlarında yoğunlaşma görülmektedir. Teşvik araçlarının genel kullanıma arz edilmesinden çok, belirli teknolojik alanlar, KOBİ'lerin gelişimi için uygun ortam oluşturulmasının desteklenmesi, çevre korunması gibi teşvik sistemlerinin ağırlık kazanmaya başladığı görülmektedir.

AB Komisyonu; devlet yardımlarının, Tek Pazar ile Ekonomik ve Parasal Birlik çerçevesindeki gelişmeleri olumsuz yönde etkilememesi için, devlet yardımlarının kontrolünü giderek artırmaktadır. AB Komisyonu Birlik içinde var olan dayanışma felsefesi çerçevesinde az gelişmiş bölgelerin yaşam düzeyini ve rekabet gücünün iyileştirilmesi durumları dışında verilen devlet yardımlarının Birlik hedefine ulaşmada bir engel oluşturduğunu sürekli olarak yayınladığı raporlarla vurgulamaktadır¹²⁸.

¹²⁸ A.g.m., s.8-9.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. AVRUPA BİRLİĞİ SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN TEMEL ÖZELLİKLERİ

3.1. Üye Ülke Sermaye Piyasaları ve Borsaları

Avrupa Sermaye Piyasaları ve Borsaları, bütünleşme hedefi çerçevesinde önemli değişiklikler yaşamaktadır. Bunda, Birlik genelinde sermaye piyasalarındaki bütünleşmede izlenen yöntemin payı büyüktür. Buna göre, Birlik sermaye piyasalarının bütünleşmesinde, üye ülkelerin sermaye piyasaları ve borsalarının kendi niteliklerini korumaları ancak, Birlik tarafından konulan ortak kurallara göre çalışmalarını öngörülmüştür¹²⁹.

AB Borsalarının ABD’de olduğu gibi, tam entegre olabilmelerinin güçlüğü, gerek ülke sayısı ve gerekse borsa sayısının çokluğu gözönüne alındığında, kolaylıkla ifade edilebilir. Aynı zamanda, yatırımcıların ve aracı kuruluşların henüz ulusal nitelikte kalması, AB piyasalarının bir özelliği olarak bütünleşmeyi zorlaştırmaktadır¹³⁰.

Direktiflerin en önemlisi olan Yatırım Hizmetleri Direktifinin yürürlüğe girmesiyle, üye ülkelerin sermaye piyasaları ve borsaları arasında yoğun bir rekabet başlamıştır. Avrupa Sermaye Piyasaları’nda bu yapılanma çerçevesinde, üye ülkelerin sermaye piyasaları ve borsaları önemli gelişmeler kaydetmektedirler. 1980’li yılların sonunda üye ülkelerin sermaye piyasaları ve borsaları arasında önemli yapısal ve sayısal farklılıklar bulunurken, elde edilen gelişmeler ile sermaye piyasaları ve borsaları arasında önemli benzerlikler oluşmaya başlamıştır. Bir başka deyişle, piyasalar birbirlerine yakınlaşmaya başlamışlardır¹³¹.

2005 yılına kadar tam entegre olmuş bir pazar için üye ülkelerin yeterli çabayı göstermedikleri görülmektedir. Avrupa’da, entegre olmuş şeffaf bir piyasa için

¹²⁹ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.44.

¹³⁰ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.134.

¹³¹ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.44.

yapılacak herşey, döviz piyasasında Euro'nun yükselişine yardım edecektir. Pazar entegrasyonu mutlaka çok hızlandırılmalıdır¹³².

3.1.1. Kurumsal Yapı

Avrupa Sermaye Piyasaları ve Borsaları kuruluşu oldukça eskiye dayanmaktadır. Menkul kıymet ihraçları 16. ve 17. yüzyılda savaştan ülkeler; İngiltere, Fransa ve Almanya'da kamu tarafından başlatılmıştır. Bu kağıtların düzenli alım satımının yapıldığı mekanların kurulması ile birlikte borsaların temeli atılmıştır. Sanayileşme ile birlikte 18.yüzyılın başında pay senetleri ihracı ile özel menkul kıymetler de piyasalarda yer almaya başlamıştır. Bu gelişme içinde Londra Borsası 1773 yılında, Brüksel Borsası 1801, Roma Borsası 1802, Milano Borsası 1808, Amsterdam Borsası 1876 yılında resmi olarak kurulmuştur. Ancak, menkul kıymet ihraçları ve hareketleri daha önceleri başlamıştır. Bu tarih Frankfurt'ta 1585 yılına kadar dayanmaktadır¹³³.

AB borsaları içerisinde; Londra, Frankfurt, Paris, Amsterdam, Milan ve Madrid borsaları gelişmiş borsalar olarak önde gelen borsalardır¹³⁴. 1993 yılı başında oluşan finansal tek pazar, sermaye piyasaları ile ilgili ortak düzenlemeler ve serbest hizmet sunumunun başlaması gibi etkenler, sermaye piyasalarında ve borsalarında önemli gelişmelere neden olmuştur. Bu yapı içinde sermaye piyasaları ve borsaları farklı özellikleri itibarıyla şu şekilde gruplandırılabilir¹³⁵;

a) Londra Menkul Kıymetler Borsası: Londra, Avrupa'nın önde gelen bir finans merkezi ve dünyanın başlıca yatırım merkezlerinden biridir. Avrupa saat dilimi içinde yer alan Londra, küresel New York, Tokyo ve Londra finans üçgeninin doğal bir merkezidir. 17. yüzyıla uzanan tarihi boyunca Londra Menkul Kıymetler Borsası uluslararası katılımlara açık olmuştur¹³⁶. Londra Borsası, özel bir kuruluştur. Borsada işlem yapma yetkisi, yalnız üyelere aittir. Borsa üyeleri dışında kimse, borsada işlem yapamaz. Borsa komisyoncuları, borsadan menkul kıymet almak veya satmak

¹³² Bulletin Quotidien EUROPE, "Lamfalussy Calls For Greater Integration Of Financial Market-First Report From Committee Of Wisemen To Council ON 9 November", No: 7794, Bruxelles: September 2000, s.6.

¹³³ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.45.

¹³⁴ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.144.

¹³⁵ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.45-46.

¹³⁶ London Stock EXCHANGE, A.g.m., s.2.

isteyenlerin emirlerini yerine getirirler. Borsanın işleyişi gereği, emirleri alan komisyoncu Jobbers (Kendi hesaplarına menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan kimselerdir.)'lara başvurur. Üye temsilcilerinin kazancı müşterilerden aldıkları komisyonlardır. Londra borsası, resmi tatil günleri hariç, her gün 11.00- 16.00 arası çalışmaktadır¹³⁷.

b) Paris Menkul Kıymetler Borsası: Borsaya gelen bütün emirler, aracılar tarafından uygulanmaktadır. Söz konusu aracılardan, borsa acentaları, en önemli rolü oynamaktadır. Acentalar, kendi hesaplarına işlem yapamazlar. Aracılık yaptıkları kişilerin sırlarını başkalarına açıklayamazlar. Acentalık müessesesi yüksek fiyatlar karşılığında el değiştirmektedir¹³⁸. Paris borsası, kamu ağırlıklı ekonomisi nedeniyle, özelleştirme girişimlerine rağmen Londra Borsası karşısında istenilen seviyeye gelememiştir.

c) Frankfurt Borsası: Londra'yı Avrupa'nın önde gelen finans merkezi olmaktan çıkartıp, AB'nin güçlü parası Deutche Mark'ın vatanında daha büyük bir piyasa yaratmayı hedefleyen Almanya, bu amaçla 1990'dan sonra faizler ve endeksler üzerine geliştirdiği modern finansal araçlarla iddiasını artırma yolundadır. Almanya'nın iki önemli borsası Frankfurt ve Düsseldorf olup, ilk kurulanlar ise Berlin ve Frankfurt Borsaları olmuştur¹³⁹.

d) Lüksemburg Borsası: Birlik içinde çok özel bir konumu bulunmaktadır. Vergi ve benzeri avantajları ile yerel kurumlardan çok uluslararası kurumlara hizmet vermektedir. Bir Euro merkezi şeklinde çalışmaktadır. Tamamen liberal ve uluslararası rekabete açık bir yapıda bulunmaktadır.

e) Amsterdam Borsası: Piyasa ve borsa yapısı, mekanizmaları ve sayısal büyüklükleri itibarıyla orta ölçekli bir piyasa olmakla birlikte, Frankfurt ve Paris Borsaları ile birlikte kıta Avrupası'nda finansal merkez olma rekabeti içindedir.

¹³⁷ Ali CEYLAN, Turhan KORKMAZ, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Umut Yayınevi, Bursa: 2000, s.40-41.

¹³⁸ A.g.e., s.40.

¹³⁹ Reha TANÖR, *Türk Sermaye Piyasası, Garanti Yatırım*, Beta Yayınları, Cilt:1, Yayın No: 907, İstanbul: 1999, s.12.

Uluslararasılaşma düzeyini artırma amacı ile düzenlemelere gidilmekte ve borsa çalışma sistemi iyileştirilmekte, vadeli işlem piyasalarına da ağırlık verilmektedir.

f) Milano, Madrid, Barselona, Brüksel, Viyana, Helsinki, Stokholm Borsaları: Bu borsalar ve piyasalar Tek Pazar içinde, rekabet yeteneği sınırlı olan borsalardır. Sayılan tüm piyasa ve borsalarda, rekabet gücü kazanmaya yönelik düzenlemelere ve iyileştirmeye gidilmektedir.

g) Lizbon ve Atina Borsaları: Bu borsalar, Birlik içinde yer alan “Emerging Market”, gelişmekte olan borsa düzeyindeki iki borsadır. Buna rağmen özellikle Lizbon Borsası’nda hızlı gelişmeler yaşanmaktadır.

Avrupa pay senedi borsalarının, AB bünyesinde yeni işbirliği ve birleşmeler yönünde gösterilmeye başlanan çabalara paralel olarak, gelecekte dikkatlerin daha çok sınır ötesi gelişmeler üzerinde yoğunlaşacağı, konuyla ilgili platformlarda da sıkça ifade edilmektedir. Londra-Frankfurt Borsalarının bu yöndeki öncü adımlarının peşi sıra aynı doğrultuda çaba gösteren Paris borsasının da geçmişindeki ihraçlarla borsacılık tarihinde kendine önemli bir yer edinmiş olduğunu belirtmek gerekmektedir¹⁴⁰.

Bu ülke piyasalarının ve borsalarının bir özelliği de yapılanma şekilleridir. Bazı ülkelerde birden fazla borsa varken, bazı ülkelerde bir tek borsa faaliyet göstermektedir. Örneğin, İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya, Belçika ve İspanya’da birden fazla borsa faaliyet gösterirken, bunlar içinde İngiltere’de Londra, ulusal hatta uluslararası nitelikte, diğer borsalar ise sadece işlem salonu veya temsilcilik şeklinde çalışmaktadır. Almanya’da Frankfurt ulusal borsa, diğer borsalar ise bölgesel borsalar şeklinde faaliyet göstermektedir. Bunun dışında Hollanda, Danimarka, Finlandiya, Lüksemburg, İsveç, İrlanda, Avusturya, Portekiz ve Yunanistan’da tek borsa faaliyet göstermektedir¹⁴¹.

¹⁴⁰ A.g.e., s.13-14.

¹⁴¹ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.46.

3.1.2. Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar

AB içerisinde üye ülke sermaye piyasalarında menkul kıymet faaliyetlerini düzenleyen iki farklı sistem uygulanmaktadır¹⁴²:

a) Merkezi Otorite Sistemi: Kamu, piyasa ve tüm katılımcılar üzerinde doğrudan denetleme yetkisine sahiptir. Özellikle; Fransa, İtalya, Hollanda, Lüksemburg, Almanya, İrlanda ve Portekiz Sermaye Piyasaları, Sermaye Piyasası Kurulu gibi güçlü bir merkezi otorite tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir. Merkezi kamu otoritesi, piyasanın genel esas ve kurallarının, mesleki örgütler ise bu esas ve kurallara ilişkin mesleki standartların uygulanmasında gözetim, yetki ve sorumluluk taşımaktadırlar.

b) Öz Düzenleyici Kurumlar Sistemi: İngiltere, Danimarka, AB içerisinde öz düzenleyici kurumlar sistemini uygulayan üye ülkelerin başında gelmektedir. Düzenleme ve denetleme yetkisi, bu ülkelerde mesleki kuruluş olarak adlandırılacak örgütlere bırakılmaktadır.

Sermaye piyasalarına ilişkin yasal taban oluşturan Parlamentolar, yetkilerini büyük ölçüde bir bakanlığa devretmektedir. Hollanda, Belçika, Avusturya, Finlandiya, Portekiz ve İsveç'te, Maliye Bakanlığı bu görevi üstlenmektedir. İngiltere ve Danimarka'da doğrudan Hazine üstlenmektedir¹⁴³.

AB ülkeleri Merkez Banka'larının birçoğu özerk bir yapıya sahip olsalar da, Fransa, İtalya ve İspanya Merkez Bankaları bağımsızlıklarını 1995-1996 yıllarında kazanabilmiştir. İngiltere'de ise Merkez Bankası faaliyetlerini, hükümet ile birlikte yürütmektedir¹⁴⁴. Merkez bankalarının yetkileri genel itibarıyla bankacılık sisteminden doğan yetkiler ile oluşmuştur. Portekiz, Danimarka ve Hollanda'da bazı sermaye piyasası faaliyetlerinde, denetim ve kontrol yetkisi Merkez Bankaları'na bırakılmıştır.

¹⁴² TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.128-129.

¹⁴³ A.g.e., s.129.

¹⁴⁴ Özgür TONUS, Avrupa Birliği'nde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye, İKV Yayını, Yayın No: 163, İstanbul: 2000, s.52-54.

Örneğin, Yunanistan'da yatırım fonları ve portföy yatırım şirketlerine onayı Merkez Bankası vermektedir¹⁴⁵.

3.2.2. Sermaye Piyasaları ve Borsaların Karşılaştırılması

AB içinde üye ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişliğini etkileyen en önemli unsurlar ekonomik gelişmişlik, halkın tasarruf eğilimi, finansal piyasaların gelişmişliği ve uluslararasılaşma düzeyidir. Ülkelerin milli gelir büyüklüklerine göre, finansal pazarların ve sermaye piyasalarının büyüklükleri de farklı olmaktadır¹⁴⁶.

AB'nin gelişmekte olan piyasaları içerisinde sayılan Yunanistan ve Portekiz piyasalarının, hem değer hem de işlem hacimleri bakımlarından hızla büyüdüğü gözlenmektedir. Bu ülkelerin AB'ne tam üye olmalarıyla birlikte piyasa değerlerinde artışın gerçekleşmiş olması ekonomik bütünleşmenin olumlu etkisi ile açıklanabilir¹⁴⁷.

Sermaye getirili menkul kıymet pazarları üye ülkelerin tamamında bulunmaktadır. Ancak, yerel pay senedi pazarlarında eğer ayrıca bir uluslararası pay senetleri pazarı yoksa yabancı pay senetleri de işlem görmektedir. Üye ülkelerin birçoğunda küçük ölçekli şirketlere yönelik kot dışı pazarlar bulunmaktadır. Vadeli işlem borsaları ise genellikle ayrı bir borsa çatısı altında olmakla birlikte, mevcut menkul kıymet borsaları bünyesinde de çalışabilmektedir. Sadece, uluslararası pay senetlerinin işlem gördüğü ayrı pazarlar ise Londra, Amsterdam ve Lüksemburg Borsalarında bulunmaktadır¹⁴⁸.

3.2.1. Borsaların Ekonomide Büyüklüğü

AB, finansal bütünleşme kapsamında öncelikle, uluslararası boyutta işleyecek bir Avrupa Borsası kurulmasını öngörmüştür. AB Komisyonu'nun 1983 yılında AB Konsey'ine sunduğu Rapor'da ise, Avrupa Borsası yerine ulusal borsalar arasındaki bağlantıların güçlendirilmesi; yatırımcı emirlerinin aynı anda ve en iyi koşullarda yerine getirilmesini sağlayacak mevcut yerel borsaların, ortak standartlar çerçevesinde

¹⁴⁵ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.129.

¹⁴⁶ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.46-47.

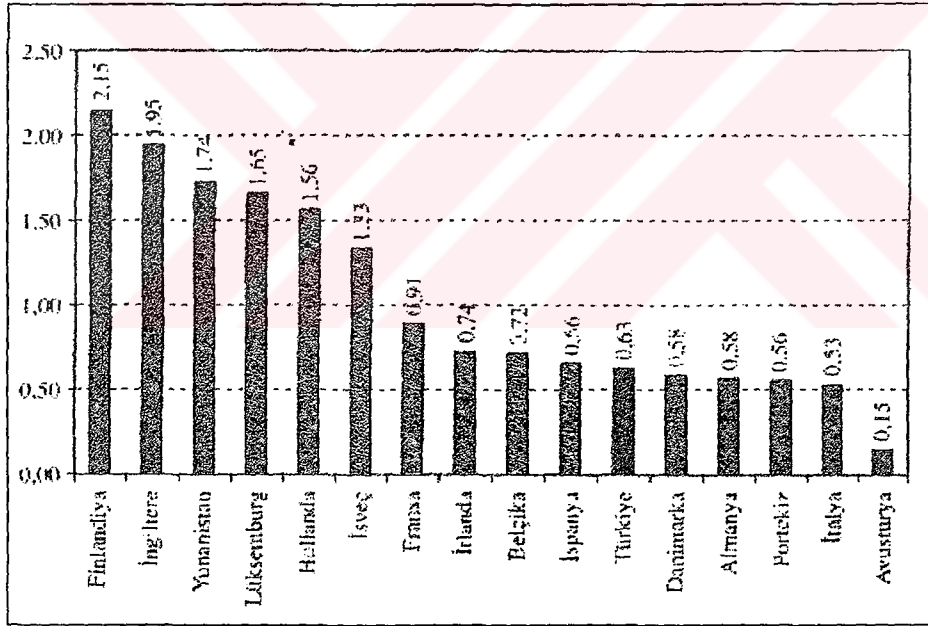
¹⁴⁷ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.135.

¹⁴⁸ A.g.e., s.47.

birbirine bağlanmasına ilişkin, yeni bir sistem geliştirilmesinin uygun olacağı tezi savunulmuştur¹⁴⁹.

Piyasaların teknik gelişimi gösterge olmak üzere piyasa karakteristikleri incelendiğinde, piyasa kapitalizasyonunun GSMH'ya oranının yüksek olduğu ülkelerin ekonomik açıdan da gelişmiş olduğu belirlenmektedir. AB içinde en gelişmiş borsaya sahip olan İngiltere'de ise bu oran %195 seviyesindedir. GSMH'nın üzerinde bir piyasa değerine sahip diğer borsalar; Finlandiya, Yunanistan, Lüksemburg, Hollanda ve İsveç'tir. Türkiye, bu kritere göre karşılaştırıldığında orta sıralarda yer almaktadır. 1999 yılında, AB Borsalarının ekonomi içindeki payı, aşağıdaki grafikte gösterilmektedir¹⁵⁰ ;

Grafik 1. AB Borsalarının Ekonomi İçindeki Payı (1999)



Kaynak: FIBV 2000, OECD'den A.g.e., s.102.

¹⁴⁹ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e.,s.162-163.

¹⁵⁰ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e.,s.102.

3.2.2. Pay Senetleri İşlem Gören Şirket Sayısı ve Büyüklükleri

Borsada pay senetleri kote edilmiş şirketlerin sayısı borsalarda gelişmişliği ve derinliğin oluştuğunu göstermektedir. Londra, Frankfurt ve Paris borsaları bu konuda önde bulunmaktadır. Uluslararasılaşma konusunda bu üç borsa en çok pay senedi kote edilen borsalardır¹⁵¹.

Sermaye piyasalarının arz yönünün incelenmesi itibarıyla; AB borsalarında ortalama bazda 1058 şirket işlem görmektedir. AB ortalamasının yüksekliği büyük ölçüde, Almanya ve İngiltere borsalarında işlem gören şirket sayısının fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle, Almanya'da 1999 yılında şirket sayısı bir önceki yıla göre %150 oranında bir artış göstermiştir. İMKB'de 298 şirketin pay senedi işlem görmektedir. İMKB'de işlem gören şirket sayısı AB üyesi 15 ülkenin 9'undan daha fazladır. Şirket sayısındaki değişim incelendiğinde, Almanya'dan sonra 1990-1999 döneminde en büyük artış İMKB'de gerçekleşmiştir. Şirket sayısının yanı sıra, ortalama şirket büyüklüklerini karşılaştırmak da yararlıdır. Borsa'da işlem gören şirket sayısının hızla arttığı Almanya'da ortalama şirket büyüklüğü %75 oranında azalmıştır. Almanya'da, özellikle 1999 yılında işlem görmeye başlayan şirketlerin, daha küçük ölçekli şirketler olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır¹⁵².

3.2.3. Piyasa Toplam Değerleri

Borsalarda işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerine göre, İngiltere pay senetleri piyasası en büyüktür. En küçük borsalar ise Lüksemburg ve Avusturya borsalarıdır. Bu borsalarda, söz konusu dönemde işlem gören şirket sayısında fazla artış olmadığı dikkate alınır, piyasa değerindeki artış büyük oranda fiyatlarda meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır¹⁵³. Bu ülkelerin AB'ne tam üye olmasıyla birlikte piyasa değerlerinde artışın gerçekleşmiş olması ekonomik bütünleşmenin olumlu etkisiyle açıklanabilir¹⁵⁴.

¹⁵¹ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.47.

¹⁵² VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.103-104.

¹⁵³ A.g.e., s.106.

¹⁵⁴ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.135.

İMKB'nin 1999 sonu piyasa değeri AB ortalamasının %12'si kadardır. İMKB'de piyasa değerinin düşük olması, piyasanın AB borsaları ile karşılaştırıldığında derinliğinin az olduğunun bir göstergesidir¹⁵⁵.

3.2.4. İşlem Hacmi ve İşlem Görme Oranları

Londra Borsası'nda işlem hacmi ard arda sekiz yıl rekor düzeylere çıkmıştır. İngiliz pay senetleri işlem hacmi %2.4 artarken, uluslararası pay senetleri hacmi %51 artmıştır¹⁵⁶. 1990-1999 yılları arasında işlem hacmi dokuz katın üzerinde artan İMKB'de 1999 yılı itibarıyla işlem hacmi altı AB ülke piyasasından yüksek gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, AB içindeki gelişmiş piyasalara göre işlem hacmi düşük seviyelerdedir. 1999 yılında işlem hacminde en büyük artış Yunanistan'da gerçekleşmiştir (%4357)¹⁵⁷.

Piyasa likiditesine, daha iyi gösterge olmak üzere işlem görme oranları belirlenmiştir. İMKB'nin işlem görme oranı, AB ortalaması ve AB içindeki piyasaların birçoğundan daha yüksektir. İMKB, piyasa derinliği açısından yeterince gelişmiş olmamakla birlikte likit bir piyasa görünümündedir. Endeks değişimleri açısından incelendiğinde getiri açısından AB'de en iyi artış gösteren, Helsinki Borsası'dır. 1990-1999 döneminde İMKB endeksi %25.9'luk getiriyle tüm AB borsalarından daha yüksek artış göstermiştir. En düşük değer gösteren Viyana Borsası'dır¹⁵⁸.

Grafik 2'de AB ortalaması ile İMKB işlem görme oranlarının bir karşılaştırılması gösterilmektedir;

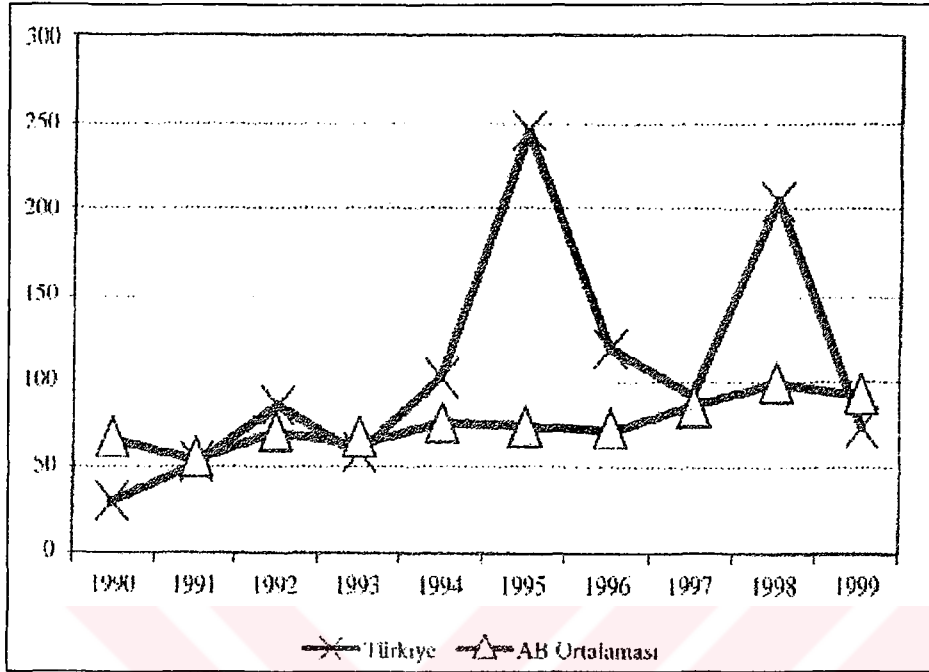
¹⁵⁵ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, *A.g.e.*, s.106.

¹⁵⁶ London Stock EXCHANGE, s.1.

¹⁵⁷ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, *A.g.e.*, s.108.

¹⁵⁸ *A.g.e.*, s.108.

Grafik 2. AB Ortalaması ile İMKB İşlem Görme Oranları



Kaynak: FİBV, 2000'den A.g.e., s.108.

3.2.5. Birleşme ve Devralmalar

AB bünyesinde, İç Pazar'da 1997-1998 döneminde sınır ötesi yatırımlar çerçevesinde, yabancı doğrudan yatırımlar başta olmak üzere, birleşme ve ele geçirme faaliyetlerinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Söz konusu faaliyetlerin yanısıra diğer hizmet sektörlerindeki paralel gelişmeler de, İç Pazar bütünleşmesini iyi yönde etkilemektedir¹⁵⁹.

Avrupa kıtasının büyük borsaları olarak kabul edilen Amsterdam, Brüksel ve Paris borsaları, Euronext adı altında, ortak bir borsa oluşturmaya karar vermişlerdir. Söz konusu, üç borsanın birleşmesiyle, Avrupa'nın en büyük türev piyasasının oluşması beklenmektedir. Ayrıca, üç borsanın da ortak borsa olarak faaliyet gösterecekleri belirtilmiştir. Üç borsanın birleşme yoluna gitmesindeki en büyük neden maliyetlerin düşürülmesidir. Özellikle, ABD'deki borsalarda internetten yapılan işlemler (online trading) nedeniyle, azalan işlem maliyetlerine karşı rekabet edebilir konuma gelmek için

¹⁵⁹ A.g.e., s.111.

Avrupa borsalarında, konsolidasyon sürecinin başladığını göstermektedir¹⁶⁰. Paris’de blue chip şirketler, Amsterdam’da vadeli işlemler, Brüksel’de küçük ve orta ölçekli şirket pay senetleri işlem görecektir. Lüksemburg, Milan, Madrid ve Zürih Borsalarının katılmaları da gündemdedir. Londra Borsası ile Frankfurt Borsası ise “IX” adı ile birleşme çabalarını sürdürmektedir. Ayrıca AB takas kuruluşlarının birleşmesi de gündemdedir. Euroclear ve Sicovam takas kuruluşları 2001 yılı başlarına kadar tam olarak birleşeceklerdir. Euroclear, Paris Borsası’nın iştiraki durumundaki Clearnet’in %20’sine ortak olacak ve yönetim kurulunda temsil edilecektir. Sicovam, Euroclear’in iştiraki durumuna gelecektir¹⁶¹.

3.2.6. Avrupa Tahvil Piyasası

Menkul kıymetler borsalarında, pay senedinin yanısıra sabit getirili (faiz) araçlar için de ayrı pazarlar bulunmaktadır. Bunlar, borç enstrümanları pazarlarını oluşturmaktadır. Bu piyasaların, Birlik borsaları içinde pay senedi piyasaları kadar geliştiği görülmektedir. Ülkeler arasında önemli bir karşılaştırma unsuru, borsalarda kayıtlı bulunan tahvil sayısıdır¹⁶².

Üye ülkeler, kamu kesimleri açıklarının finansmanı için Avrupa Sermaye Piyasalarına büyük hacimli tahvil ihraç etmektedirler. Şirketler de, Avrupa Sermaye Piyasalarına tahvil ihraç ederek borçlanma ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Avrupa Sermaye Piyasalarına yapılan bu tahvil ihraçları, gerek kamu kesimi, gerekse özel şirketler tarafından ülkelerin kendi para birimleriyle veya yabancı para birimleriyle yapılmaktadır. 1 Ocak 1999’dan itibaren, Euro para biriminin kullanılmaya başlaması ile birlikte kamu ve özel şirketlerin tahvil ihracı Euro cinsinden yapılmaya başlanmıştır. Ülkelerin, kendi para birimleriyle ve yabancı para birimiyle menkul kıymet ve tahvil ihraç olanakları yine devam edecek olmakla birlikte, Euro para birimi ile ihraçların önemli avantajları olacaktır¹⁶³.

¹⁶⁰ CEYLAN, KORKMAZ, A.g.e., s.41-42.

¹⁶¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.116.

¹⁶² GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.51-52.

¹⁶³ Fidyak BÜLTEN, “Euro Kullanımının Avrupa Tahvil Piyasasına Etkileri”, Sayı: 1, Creative Yayıncılık, İstanbul: Nisan 1998, s.14-15.

AB'de, tek para biriminin kullanımı ile faiz oranlarında sağlanacak istikrarın etkisi ile birlikte Avrupa'da tahvil piyasasında etkinlik artacak, piyasada daha etkin bir fiyatlama mekanizması kurulacak ve şirketler için daha geniş bir tahvil piyasasına ulaşılabilecektir. Euro'nun milli paralar ile değişimi sonrasında Avrupa'da bulunan tahvil piyasaları bütünleşirken, kamu kesimi ve şirketler için daha geniş bir tahvil piyasası yaratılmış olacaktır. Yaratılacak olan bu daha geniş tahvil piyasasında, ülkelerin uyguladıkları sermaye piyasası sınırlamalarının da kaldırılması sonrasında, kamu kesimi ve şirketlerin menkul kıymet ihraçlarında önemli artışlar beklenmektedir. Piyasada yaratılacak olan rekabet ile birlikte, tahvil enstrümanlarında çeşitlenme ve özellikle tahvillerin ihracı gündeme gelecek, daha derin ve likit bir piyasaya ulaşılabilecektir¹⁶⁴.

3.3. Sermaye Piyasaları ve Borsaların İşleyiş Yapıları

Avrupa Sermaye Piyasaları ve Borsalarının işleyiş yapıları arasında 1980'li yılların sonlarında önemli farklılıklar bulunmaktaydı¹⁶⁵.

3.3.1. Birlik Ortak Kurallarının Oluşturulması

Birlik sermaye piyasalarında bütünleşme ve bunun etkin bir rekabet ortamı içinde çalışması için ortak kurallar yürürlüğe konmuştur. Buna göre ülkeler arasında farklılıkları oluşturan; ihraç edilen ve işlem gören menkul kıymetler, ihraç ve kotasyon koşulları, serbest hizmet sunumu, aracı kurumların tanımı ve bankaların işlevi, denetim ve gözetim, yatırımcının korunması, yatırım fonlarının hizmetleri, içeriden öğrenenlerin ticareti, sermaye yeterliliği gibi konularda, ortak kurallar oluşturulmuş ve üye ülkelerin de sermaye piyasası kanunları ve mevzuatlarının ortak kurallara uyum sağlaması istenmiştir. Bu nedenle, belirtilen konularda ülkeler arasında asgari müştereklerde birliktelik ve uyum sağlanmaktadır¹⁶⁶.

Bütünleşme sürecinde, menkul kıymet piyasalarının derinlik kazandığı ve çeşitli menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsalardaki karmaşık ve gelişmiş bir yapıyla

¹⁶⁴ A.g.e., s.15.

¹⁶⁵ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.54-55.

¹⁶⁶ A.g.e., s.55.

birlikte, piyasa katılımcılarının doğruluk ve dürüstlük kuralları çerçevesinde işlem yapmaları zorunlu olmuştur. Piyasalarda oluşturulmaya çalışılan bu standartlar; güven ve doğruluğu sağlayıcı ilkelerin kuvvetlendirilmesi bakımından da içeriden öğrenenlerin ticareti ile piyasa manipülasyonları gibi faaliyetleri önleyici düzenleme ve çalışmalar, Tek Avrupa Sermaye Piyasası oluşumunun temel koşullarındandır¹⁶⁷.

3.3.2. Takas ve Saklama

Menkul kıymet alım-satım işlemlerinin, çağdaş iletişim teknikleri kullanılarak, güvenilir, işlevsel ve standart ilkelere göre yapılması; ülkeler ve bölgeler arası farklı yöntem ve hukuki uygulamalardan kaynaklanan problemlerin aşılması, sermaye piyasalarının gelişiminin temel öğelerindedir. Finansal yatırımlarda, başta ülke ve piyasa riski olmak üzere çeşitli risk ve maliyetlerin minimum düzeye indirgenmesinde, takas ve saklama hizmetleri işlevsel bir nitelik oluşturur. AB, 1980'den itibaren Merkezi Menkul Kıymet Takas ve Saklanması modeli üzerinde durmaktadır¹⁶⁸.

Katılımcılardan birinin iflası durumunda sistemin devamının sağlanması amaçlanmaktadır. Bu amaçla yayınlanan Direktif, yurt içi para ve menkul kıymet takası ile birlikte sınır ötesi takas işlemlerini de kapsamaktadır. Takas ve saklama faaliyeti aynı kuruluşun bünyesinde toplanabilir¹⁶⁹.

Netleştirme ve transfer emirleri yasal bir zorunluluk niteliğindedir. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getiremeyecek olması halinde, iflas sürecinin başlamasından önce transfer ve netleştirme işlemlerinin yapılmış olması gereklidir. Transfer emirlerinin belirlenen bir andan sonra katılımcı veya bir üçüncü şahıs tarafından iptal edilmemesi kuralı getirilmiştir¹⁷⁰.

Piyasadaki gelişmeler, menkul kıymet alım-satım işlemlerinin takas ve saklama faaliyetlerini de olumlu etkilemektedir. Finansal piyasalarda 1987 yılında yaşanan finansal krizin atlatılmasından sonra, takas işlemlerinde maliyet ve risk düzeylerinde belirgin bir azalma olmuştur. Çeşitli risk ve hataların önlenmesine yönelik sistematik bir

¹⁶⁷ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.161-162.

¹⁶⁸ A.g.e., s.111.

¹⁶⁹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.71.

¹⁷⁰ A.g.e., s.71.

yapının oluşturulması, G-30 olarak adlandırılan uluslararası özel grup tarafından desteklenerek Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu (FIBV) ve Uluslararası Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği (ISSA)'nın katkılarıyla takas ve saklama sistemi çalışmalarına daha fazla derinlik kazandırılmıştır¹⁷¹.

AB borsalarının işleyiş mekanizması içerisinde takas ve saklama hizmetleri, finansal bütünleşmenin tam olarak gerçekleştirilmesinde etkin rol oynamaktadır. AB, üye ülkeler arasındaki zaman farklılığını dikkate alarak, menkul kıymet piyasalarındaki işlemlerin takas süreleri için Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasaları Birliği (ISMA) tarafından kararlaştırılan T+3'ü esas almaktadır¹⁷².

3.3.3. Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarına Teknik Uyum

Menkul kıymet piyasalarında özellikle düzenlemelerin hazırlanması ve yürütülmesi piyasa gelişiminde etkin rol oynamaktadır. 21. yüzyılda tek ekranlı, uzaktan erişimli ve ortak takas sistemine sahip piyasa mekanizmaları geçerlilik kazanacaktır. Gelişmelere uygun yasal düzenlemeler ile 'sınır ötesi işlemler ve üyelikler gerçekleşecektir¹⁷³.

Sermaye piyasası için kullandıkları ileri teknoloji, sermaye piyasalarının kendilerine rekabet avantajı sağlama ve rakiplerinden farklı kılma konusunda en önemli unsur olmaktadır. Bu nedenle, teknolojinin finansal kurumlar için stratejik önemi bulunmaktadır. Özellikle, büyük kurumların teknoloji yatırımlarını artırarak pazar paylarını genişletecekleri ve piyasada yoğunlaşmaya gidileceği tahmin edilmektedir¹⁷⁴.

Finansal hizmetlerin uzaktan pazarlanması amacıyla; posta, telefon, faks veya internet gibi elektronik araçlarla, perakende finansal hizmet pazarlanmasında yatırımcılara yüksek düzeyde koruma sağlamak amacıyla, uzaktan finansal hizmet pazarlama sözleşmesi düzenlenmektedir. Bu sözleşme; tarafları, araçları, hak ve yükümlülükleri içermektedir¹⁷⁵.

¹⁷¹ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.111.

¹⁷² A.g.e., s.112.

¹⁷³ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.100.

¹⁷⁴ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.75.

¹⁷⁵ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.66.

Elektronik işlemlerde, elektronik imzanın yasal çerçevesi belirlenerek, mümkün olan asgari kuralların yerine getirilmesine çalışılmaktadır. Hizmetlerin serbest dolaşımı ilkesine uygun olarak, elektronik ticaretin Birlik çapında yaygınlaştırılması ve on-line işlemlerin yasal çerçevesinin belirlenmesi hedeflenmektedir. Elektronik imza yardımıyla elektronik ortamda alınan bilgilerin kaynağının doğruluğu ve bilginin değiştirilip değiştirilmediği kontrol olanağına kavuşulmuş olacaktır¹⁷⁶.

Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nde ödemelerin gerçekleştirilmesi için, üye ülkelerin ödeme sistemlerinin birbirine bağlanmasını sağlayan bir sistem bulunmaktadır. Target sistemi, piyasanın bir ucundan öbür ucuna ödemelerin kolayca ve hızla yapılmasını sağlamaktadır. Target sistemi Merkez Bankaları üzerinden geçerek gerçekleşen bir sistemdir¹⁷⁷.

Target sistemi, Avrupa Para Enstitüsü'nün Mart 1995 tarihli, kararı doğrultusunda geliştirilmiştir. Sistemin Avrupa Parasal Birliği sürecinin üçüncü aşaması olan tek para birimi "Euro"ya geçilmesi ile birlikte işleme geçmesi planlanmıştır¹⁷⁸.

Bilgi teknolojisindeki hızlı gelişme ve yatırımların getirdiği maliyet yükü, kurumlar arasında bilgi sistemlerinin ortak kullanımı ve ortak yatırım ile işbirliği gibi konuları gündeme getirmektedir. Böylece, yatırım maliyetlerinin azaltılması sağlanmış olmaktadır¹⁷⁹.

Avrupa Sermaye Piyasalarında, son yıllarda global gelişmelere paralel olarak TMT (teknoloji, medya, telekomünikasyon) pay senetlerine yoğun bir talep gözlenmektedir.

¹⁷⁶ A.g.e., s.70.

¹⁷⁷ Bilşay KURUÇ, "Avrupa Para Birliği'nde Ekonomik Politikalar ve Türkiye Üzerine Yansımaları", TÜSİAD Yayını, Yayın No: 12-240, İstanbul: Aralık 1998, s.76.

¹⁷⁸ Can OKAY, "Target Sisteminin Tanıtımı", Bankacılar, Sayı: 24, İstanbul: Mart 1998, s.55-56.

¹⁷⁹ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.76.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. AVRUPA SERMAYE PİYASASI İLE BÜTÜNLEŞME VE TÜRK SERMAYE PİYASASI

4.1. Türkiye ile Avrupa Birliği İlişkileri

Türkiye ile AB arasındaki ilişkiler, AB ile 1 Aralık 1964 tarihinde yürürlüğe giren Ankara Antlaşması ile 1 Ocak 1973 tarihinde yürürlüğe giren katma protokol çerçevesinde sürdürülmektedir. Ortaklık Antlaşmaları olarak adlandırılan bu antlaşmalar ortaklık ilişkisini, amacı üyelik olan; hazırlık, geçiş ve son dönem olmak üzere üç aşamadan oluşan bir süreç olarak değerlendirmektedir¹⁸⁰.

Hazırlık döneminde Birlik, Türkiye'ye ticari kolaylıklar sağlamış, mali yardımlar yapmış ve krediler vermiştir. Geçiş dönemi (1973-1995), AB ile Türkiye arasında bir Gümrük Birliği kurulmasını öngörür. Son dönemde ise Türkiye ile AB arasında ekonomik bütünleşme gerçekleşecektir¹⁸¹.

Türkiye ile AB ilişkileri, hiçbir zaman kopma noktasına gelmemekle birlikte tam anlamıyla bir istikrara da kavuşamamıştır. Ancak yaşanan olumsuzlukları değerlendirirken, taraflara, tek yanlı ve sığ eleştiriler getirilmekten kaçınılmalıdır. İlişkilerin bu güne kadar istenilen noktaya varamamasındaki en temel neden, tarafların kendi nesnel koşullarının ve geleceğe yönelik tercih ve niyetlerinin, zamanla değişmesidir. Burada, Türkiye'nin ekonomik ve siyasi eksenindeki uygulamalarının ve Avrupa ile ilişkilerinde kararsız bir politika izlemesi kadar, AB'nin kendi içinde yaşadığı dönüşümün, Türkiye'ye bakışı üzerinde yarattığı olumsuzluklar da etkili olmuştur¹⁸².

¹⁸⁰ DPT, "Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Plânı Öncesinde AB ve Dış Ekonomik İlişkilerde Gelişmeler", Ankara: Haziran 2000, s.1.

¹⁸¹ Cihan DURA, "Türkiye Avrupa Birliği İlişkileri: 36 Yıllık Bilançosu (1963-1999)", Maliye Dergisi, Sayı: 131, Ankara: Mayıs-Ağustos 1999, s.4-5.

¹⁸² Taner BERKSOY, "Türkiye - Avrupa Birliği İlişkilerinin Anatomisi", Marmara Araştırmaları Dergisi, Cilt: 6, Sayı: 1, İstanbul: 1998, s.31.

4.1.1. Tam Üyelik Başvurusu

Ortaklık Antlaşması'nda öngörülen hazırlık dönemi sorunsuz geçmişse de, geçiş döneminin hemen başından, 1973 yılından itibaren, Türkiye ile AB ilişkileri dalgalı bir seyir izlemeye başlamıştır. 1974 Kıbrıs Barış Harekatı, 1978'de Türkiye'nin Katma Protokol yükümlülüklerini dondurma kararı bu dalgalanmalarda rol oynayan başlıca olaylardır. AB aynı süreçte 600 milyon ECU tutarındaki 4. Mali Protokolü de askıya almıştır. Türkiye ile aynı dönemde ortaklık antlaşması imzalamış olan Yunanistan'ın, 1981 yılında AB'ne tam üye olması da AB ile Türkiye arasındaki gerilimi artırmıştır. Böyle bir dönemde, Türkiye 14 Nisan 1987'de Roma Antlaşması'nın 237. maddesine göre AB'ne tam üyelik başvurusu yapmıştır¹⁸³.

Bu dönemde daha çok derinleşme çabalarına ağırlık vermeyi plânlayan ve genişlemenin daha en az bir on yıl için gündeme gelmeyeceğini düşünen AB, beklemediği bu başvuru konusunda süratli bir şekilde karara varamamıştır¹⁸⁴.

Başvuru, AB Konseyi tarafından kabul edilebilir bulunmuş ve görüş hazırlaması için Komisyon'a havale edilmiştir. Komisyon görüşünü 1989 yılında yayınlamıştır. Görüşte, Türkiye'nin tam üyeliğe ehil olduğu teyid edilmiş, ancak AB'nin yeni bir genişlemeye henüz hazır olmaması ve Türkiye'nin de üyelik için gerekli koşulları yerine getirememiş bulunması nedeniyle, o aşamada olumlu cevap verilemeyeceği belirtilmiştir¹⁸⁵.

6 Mart 1995 tarihli ve 1/95 Sayılı Türkiye-AB Ortaklık Konseyi Kararı'nın 1996 yılı başında yürürlüğe girmesi ile taraflar arasında Gümrük Birliği gerçekleştirilmiştir¹⁸⁶.

¹⁸³ Haluk NURAY, "Yeni Avrupa Düzeni Çerçevesinde AB-Türkiye İlişkileri ve Türk İş Dünyasının AB Nezdinde Temsili", *İKV Dergisi*, Sayı: 144, İstanbul: Mayıs-Ağustos 1999, s.35-36.

¹⁸⁴ *A.g.e.*, s.36.

¹⁸⁵ İGEME, "Helsinki Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi Sonrasında Türkiye-AB İlişkileri", Sayı: 13, İstanbul: Ocak-Mart 2000, s.8.

¹⁸⁶ DPT, *A.g.m.*, s.1.

Lüksemburg Zirvesi (1997), Türkiye'nin tam üyeliğe ehil olduğunu bir kez daha tekrarlarlarken, siyasi ve ekonomik nedenlerle tam üyelik görüşmelerinin başlayamayacağı belirtilmiştir¹⁸⁷. Lüksemburg Zirvesi'nde, Türkiye'yi on bir aday ülke arasına almayan bir karar çıkması üzerine Türk hükümeti yapılan ayrımcı ve dışlayıcı tutumu protesto ederek, AB ile (belirli alanlardaki) siyasi ilişkilerin askıya alındığını açıklamıştır¹⁸⁸.

Cardiff AB Konseyi Başkanlık sonuçlarının genişleme üzerine sekiz paragrafı, Lüksemburg AB Konseyi'nden sonra neredeyse durma noktasına gelen AB ile Türkiye ilişkisini, yeniden normal noktasına koymak için tasarlanmıştır. Cardiff AB Konseyi, Komisyon'dan, dönem başkanlıklarından ve Türkiye'den, "Türkiye'nin mevzuat ve uygulamasını Birlik müktesebatı ile uyumlaştırılması hedefini izlemeyi" talep etmiştir. Bunun anlamı, Türk mevzuatını, AB'nin ilgili mevzuatıyla uyumluluğu açısından gözden geçirileceği bir sürecin başlatılması gerektiğidir¹⁸⁹.

4.1.2. Helsinki Zirvesi Sonrasında Türkiye ile Avrupa Birliği İlişkileri

Türkiye'nin kararlı tutumu ve bazı AB üyesi ülkelerin, Türkiye'nin adaylık statüsünün belirlenmesi yönündeki gayretleri, 10-11 Aralık 1999 tarihlerinde Helsinki'de yapılan zirve toplantısında somut sonuçlar vermiştir. Zirve'de, Türkiye'nin AB'ne aday ülke olarak oybirliğiyle kabul ve ilan edilmesi, diğer aday ülkelerle eşit konumda olacağını açık ve kesin bir dille ortaya konması, Türkiye ile AB ilişkilerinde yeni bir sayfa açmıştır¹⁹⁰.

Zirve toplantısında Avrupa Konseyi, Komisyon'un gelişme raporunda da belirtildiği üzere, Türkiye'de yaşanan olumlu gelişmelerden ve Kopenhag ilkeleri çerçevesinde Türkiye'nin reformlara devam etme kararlarından duyduğu memnuniyeti dile getirmiş ve Türkiye'nin diğer aday ülkelerle eşit koşullar altında AB üyeliğine aday

¹⁸⁷ GB BÜLTENİ, "İKV'nin AB Lüksemburg Zirve Kararlarına Tepkisi", İKV Yayını, İstanbul: Aralık 1997, s.7.

¹⁸⁸ NURAY, A.g.m., s.37.

¹⁸⁹ Avrupa Komisyonu Türkiye TEMSİLCİLİĞİ, "Cardiff AB Konseyi, Olumlu Bir Manzara", Güncel Avrupa, Sayı: 5-6, Ankara: Mayıs-Haziran 1998, s.1.

¹⁹⁰ İGEME, A.g.m., s.10.

olduğunu ifade etmiştir¹⁹¹. Helsinki Zirvesi'yle Türkiye ile AB ilişkilerinde yeni bir dönem başlamış olmakta ve Katılım Ortaklığı ile Ulusal Program'ın hazırlık çalışmalarının öngörülen takvim uyarınca aksatılmadan yürütülmesi gerekmektedir¹⁹².

Helsinki Zirvesi'nde Avrupa Konseyi, daha önceki Avrupa Konseyi toplantılarının sonuçlarını temel alan, bir Katılım Ortaklığı oluşturulmasına karar vermiştir. Komisyon tarafından önerilen Katılım Ortaklığı, Türkiye'ye danışıldıktan sonra Konsey'in belirlediği ilke, öncelik, ara hedef ve koşullar doğrultusunda hazırlanmış ve 8 Kasım 2000 tarihinde sunulmuştur. Katılım Ortaklığı belgesinin amacı Komisyon'un 2000 yılı İlerleme Raporunda belirtilen öncelikli alanlar arasında Türkiye'nin daha fazla çaba göstermesi gereken konuları, bu öncelikli konuları gerçekleştirmek için Türkiye'ye yardımcı olacak mali destek mekanizmalarını ve mali desteğin koşullarını, tek bir çerçeve altında toplamaktır. Katılım Ortaklığı, tam üyelik hazırlıklarında aday ülkelere yardımcı olacak çeşitli politika araçlarına yönelik bir temel sunmaktadır. Türkiye tarafından hazırlanan Ulusal Programın Katılım Ortaklığı'nın kapsadığı önceliklerle uyum içinde olması gerekmektedir¹⁹³.

Katılım Ortaklığı'yla, Türkiye ile uluslararası finans kurumları arasındaki ilişki yeni bir boyut kazanmaktadır. Katılım ortaklığı çerçevesinde sağlanan mali katkılar, uluslararası finans kurumları tarafından, daha yüksek miktarlardaki kalkınma finansmanı için bir başlangıç noktası oluşturacak ve katalizör rolü oynayacaktır. Bu süreç, katılım öncesi çerçevesindeki önceliklere yönelik projelerin, ortak finansmanının kolaylaştırılması amacıyla Komisyon tarafından; aday ülkeler, Avrupa Yatırım Bankası ve başta Dünya Bankası olmak üzere uluslararası finans kurumlarının işbirliği ile belirlenmiştir¹⁹⁴.

¹⁹¹ İKV BÜLTENİ, "Helsinki Avrupa Zirvesi", İKV Yayını, İstanbul: Aralık 1999, s.2.

¹⁹² İKV BÜLTENİ, "İKV Heyeti Brüksel'de Bir Dizi Temas Gerçekleştirdi", İKV Yayını, İstanbul: Ekim 2000, s.1.

¹⁹³ İKV BÜLTENİ, "Katılım Ortaklığı Belgesi", İKV Yayını, İstanbul: Kasım 2000, s.1.

¹⁹⁴ A.g.m., s.6.

4.2. Avrupa Birliği Tam Üyeliği Yolunda Türkiye'nin Durumu

Helsinki Zirvesi'nde adaylığı açıklanan Türkiye'nin, tam üyelik yolunda gerekli engelleri aşabilmesi için, 2004 yılına kadar bir hazırlık aşaması öngörölmüştür. Öngörölen süre içerisinde, Türkiye'nin AB mevzuatına uyumu gerçekleştirmek için kaydettiği gelişmeler gözlemlenecektir ¹⁹⁵.

4.2.1. Kopenhag İlkeleri ve Avrupa Birliği Müktesebatı

AB'ne bir ülkenin tam üye olabilmesi, o ülkenin Kopenhag İlkeleri olarak adlandırılan değerler bütününe uyum sağlayacak düzeyde olmasını gerektirir ¹⁹⁶. Cardiff'de gerçekleştirilen Zirve toplantısında Konsey, AB'nin önceliğinin, Lüksemburg kararlarında belirtilen ülkelerle genişlemek olduğunu ifade ederek, bu ülkelerin katılım süreçlerinin Kopenhag İlkeleri'nin çerçevesinde, eşit koşullarda gerçekleşeceğini belirtmiştir. Her üyenin kendi uyum başarısı çerçevesinde değerlendirileceğini vurgulayan Cardiff Konseyi, aday ülkelerin gerçekleştirmesi gereken pek çok şey olduğunun altını çizerek, her adayın katılıma hazırlanması için siyasi diyalog ve çeşitli stratejiler de dahil olacak şekilde, güçlendirilmiş katılım öncesi ilişkilerden faydalanacağını ifade etmiştir ¹⁹⁷.

Kopenhag ölçeklerinde kayıtlı koşullardan, adayın üyelik yükümlölüklerini ne zaman üstlenmiş olacağı; özümseme yeteneğinin bulunup bulunmadığı; insan hakları, demokrasi ve azınlıkların korunmasını garanti altına alan kurumlarının istikrar kazanıp kazanmadığı; o ülkede Pazar ekonomisinin var olup olmadığı, rekabet baskısına direnme gücünün mevcut bulunup bulunmadığı, AB'nin yeni üyeyi özümseme yeteneğinin değerlendirilmesi, AB Komisyonu'nun görüşü ile Avrupa Parlamentosu'nun görüşü alındıktan sonra, AB Konseyi tarafından yapılacaktır. AB'nin yeni üyeyi özümseme yeteneği, Türkiye'nin katılımını güçleştirmektedir ¹⁹⁸.

¹⁹⁵ BÜLTEN, "AB-Türkiye", Karon Menkul Kıymetler A.Ş., İstanbul: Ocak 2000, s.10.

¹⁹⁶ İKV DERGİSİ, "AB Üyeliği", İKV Yayını Sayı: 145, İstanbul: Ocak-Nisan 2000, s.33-42.

¹⁹⁷ İKV DERGİSİ, "AB'ne Katılım Çerçevesinde 12 Aday Ülke İçin Komisyon Tarafından Hazırlanan İzleme Raporları", İKV Yayını, Sayı: 142, İstanbul: Eylül-Aralık 1998, s.36.

¹⁹⁸ Pulat TACAR, "Kopenhag Kriterleri ve Türkiye", Helsinki Zirvesinden Sonra Türkiye-AB İlişkilerine Genel Bakış, TCMB Yayını, Ankara: 2000, s.84-85.

Kopenhag koşulları üç ana başlık altında toplanmaktadır:

a) Siyasi Koşullar: Diğer adayların aksine Türkiye ile tam üyelik görüşmeleri Şubat 2000'de başlatılmamaktadır. Bunun nedeni Türkiye'nin siyasi koşulları yerine getirmemesidir¹⁹⁹.

b) Ekonomik Koşullar: Ekonomik koşulların nasıl yerine getirileceği konusunda yapısal bir hukuki çerçeve bulunmamaktadır. Burada "İşleyen Pazar Ekonomisi" tanımını açıklamak için; pazara giriş ve çıkışların kolaylığı, rekabeti engelleyici unsur ve mevzuatın bulunmaması, serbest girişimin önünün açık olması, kamu mülkiyetinde olan işletmeler ile özel mülkiyetteki işletmeler arasında fark gözetilmemesi, ticaretin engellemeye maruz kalmaksızın yapılabilmesi gibi ilkeler kullanılmaktadır. Bu ilkeler çerçevesinde, makro ekonomik dengelerin sağlamlığı, sanayinin rekabet gücü, ekonominin bir bütün olarak rekabet kapasitesi gibi konular da tam üyelik açısından ele alınmaktadır²⁰⁰.

c) Avrupa Birliği Müktesebatına Uyum: Birlik müktesebatına uyum süreci iç hukuka aktarım, yürürlüğe koyma ve uygulama aşamalarından oluşmaktadır. Bu sürecin gerçekçi bir takvime göre stratejik bir çerçevede uygulanarak, idari ve bütçesel kaynaklar ile desteklenmesi son derece önemlidir²⁰¹.

Aday ülkeler için müktesebat uyumu, AB müktesebatının, olduğu gibi kendi iç hukuklarına dahil edilmesi anlamına gelmez. AB müktesebatı, büyük ölçüde üye ülkelerin görüşte bulunma ve karar alma mekanizmalarının üzerinde yükselen bir yapıyı tanımlar. Tam üye olmaksızın, Komisyon tarafından hazırlanan ve denetlenen, AB Konseyi tarafından kabul edilen mevzuata, tam anlamıyla uyum sağlanamaz; çünkü, ne hazırlık, ne denetim ne de karar alma mekanizmasına katılmak, tam üye olmaksızın mümkün değildir. Aday ülkelerin müktesebat uyumu, kendi iç hukuklarını AB müktesebatına "yakınlaştırma" olarak anlaşılmalıdır. AB tarafından genişleme müzakereleri için hazırlanmış olan "AB müktesebatının analitik çerçevesi" aşağıdaki gibidir²⁰²:

¹⁹⁹ TACAR, A.g.m., s.85.

²⁰⁰ İKV DERGİSİ, "AB Üyeliği", s.33.

²⁰¹ İKV DERGİSİ, "AB'ne Katılım Çerçevesinde 12 Aday Ülke İçin Komisyon Tarafından İzleme Raporları", s.40.

²⁰² İKV DERGİSİ, "AB Üyeliği", s.41-42.

- Malların serbest dolaşımı
- Kişilerin serbest dolaşımı
- Hizmetlerin serbest dolaşımı
- Sermayenin serbest dolaşımı
- Şirketler hukuku
- Rekabet politikası
- Tarım
- Balıkçılık
- Ulaştırma politikası
- Vergilendirme
- Ekonomik ve Parasal Birlik
- İstatistikler
- Sosyal politika ve istihdam
- Enerji
- Sanayi politikası
- KOBİ'ler
- Bilim ve araştırma
- Eğitim ve öğretim
- Telekom ve bilgi teknolojileri
- Kültür ve işitsel-görsel politikalar
- Bölgesel politika ve yapısal araçların koordinasyonu
- Çevre
- Tüketici ve halk sağlığı
- Adalet ve içişleri alanlarında işbirliği
- Gümrük Birliği
- Dış ekonomik ilişkiler
- Ortak dış ve güvenlik politikası
- Mali kontrol
- Maliye ve bütçe
- Kurumlar
- Diğerleridir.

Tam üyelik bir ülkenin Birlik müktesebatını üstlenmesi demektir. Bu, 110.000 sayfadan oluşan bir birikimdir. Aday ülkeler, söz konusu müktesebatının % 80'ini

24 saat içerisinde benimseyebilecek durumdadır. Asıl sorun, kalan % 20'sinin benimsenmesidir. Görüşmeler, bu % 20'nin ne zaman ve nasıl benimseneceği üzerine kurulmaktadır. Dolayısıyla, görüşmeler son derece önemlidir²⁰³.

Türkiye'nin Helsinki Zirvesi'nden sonra yararlanmasına izin verilen TAIEX (Technical Assistance Information Exchange Office), özellikle mevzuat uyumu gibi faaliyetlerde kısa vadeli, süratli bir birimdir. Türkiye de bu olanaktan yararlanabilecektir²⁰⁴.

4.2.2. Maastricht Antlaşması Çerçevesinde Avrupa Birliği ve Türkiye

APE' nün 1995 yılında yayınladığı Rapor'da, AB ülkelerinin Maastricht İlkeleri'ne uyum dereceleri açıklanmıştır. Rapor, ilkelere uyum gösterebilmenin çok zor bir görev olduğunu belirterek, birçok ülkenin de öngörülen performansı gerçekleştiremediğinin altını çizmiştir. Kamu maliyeti alanında olumlu gelişmelerin gözlemlenmesine rağmen Haziran 1995 tarihinde on beş ülkenin on ikisinin öngörülen ilkeleri karşılayamadığı belirlenmiştir. Rapor'a göre sadece Almanya, Lüksemburg ve İrlanda mali ilkelere uyum gösterebilmiştir²⁰⁵.

Türkiye, AB'ne aday ülkeler arasında, ekonomik büyüklükler açısından birinci sırada bulunmaktadır. Türkiye'yi tam üyeliğe aday göstererek, aday sayısını on üçe çıkaran AB'nin, bu ülkelerin üye olmasıyla kişi başına milli gelirden küçülmesi beklenmektedir. AB'ne üyeliğin gerçekleşmesiyle uluslararası piyasalarda Türkiye'nin kredibilitésinin artması ve büyük miktarda yabancı sermaye ve fon girişi olması beklenmektedir²⁰⁶.

AB'ne üye ülkelerle Türkiye'nin Maastricht İlkeleri'ne uyum dereceleri tablo 2'de gösterilmektedir²⁰⁷;

²⁰³ ESER, A.g.m., s.19.

²⁰⁴ Dışişleri GÜNCEŚİ, "AB Ortaklık Konseyi Alt-Komite Toplantılarına İlişkin Bilgi Notu", Ankara: Ağustos 2000, s.40.

²⁰⁵ İKV DERGİŚİ, "AB'nde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye", s.49.

²⁰⁶ BÜLTEN, "AB-Türkiye", s.11.

²⁰⁷ A.g.m., s.10-11.

- AB üye ülkelerde TÜFE oranının, en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin ortalamasının 1,5 puan üzerinde olması gerekmektedir. En iyi üç ülke geneline bakıldığında, azami oranın % 2 olması gerekmektedir. Türkiye’de, bu oranın 2002 yılında % 7 olması hedeflenmektedir. AB’ne tam üye olabilmek için enflasyon oranının 2003’de, % 3-4 ve 2004’de, % 2’nin altına indirilmesi gerekmektedir.

- AB üyesi ülkelerde uzun vadeli faiz oranlarının, en düşük enflasyon oranına sahip üç üye ülkenin uzun vadeli faiz oranları ortalamasının en fazla iki puan üzerinde gerçekleşmesi gerekmektedir.

- AB’ne üye ülkelerden kamu kesiminin iç ve dış borç stokunun, GSMH’ye oranı en fazla % 60 olmak zorundadır. Türkiye, bu koşulda zorluk çekmeyecektir.

- AB üyesi tüm ülkelerin, kamu kesimleri toplam bütçe açığının GSMH’ye oranının % 32 olması gerekmektedir.

- AB üyesi ülkelerden herbirinin kendi parasını diğer bir ülkeye, ülkenin parası karşılığı, son iki yılda devalüe etmemesi gerekmektedir.

Tablo 2. Avrupa Birliği’ne Üyelik Kriterleri

	Enflasyon (%)	Bütçe Açığı/GSMH (%)	Toplam Borç/GSMH (%)	Faiz Oranları (%)
AB Kriterler	2.7	(3.0)	60	7.8
Belçika	1.4	1.7	122.7	5.7
Almanya	1.4	2.5	61.2	5.5
İspanya	1.8	2.2	67.4	6.3
Fransa	1.2	2.9	55.1	5.5
İrlanda	1.2	(1.1)	59.5	6.2
İtalya	1.8	2.5	118.1	6.7
Lüksemburg	1.4	(1.7)	70.1	5.6
Hollanda	1.8	1.6	70.0	5.5
Portekiz	1.8	2.2	60.0	6.2
Avusturya	1.1	2.3	64.7	5.6
Finlandiya	1.3	(0.3)	53.6	6.2
İsveç	1.9	(0.8)	76.6	6.5
İngiltere	1.8	(1.9)	53.4	7.0
Danimarka	1.9	0.7	65.1	
Yunanistan	9.0	(4.0)	108.7	9.2
Türkiye	55.2	(8.4)	68.0	65.5

Kaynak: Dünya Gazetesi’nden BÜLTEN, “AB-Türkiye”, s.10.

AB'nin bütünleşme çabalarının büyük bir bölümü, üye devletler arasında benzer ekonomik koşulların yaratılmasına yöneliktir. Avrupa'nın, ekonomik bütünleşme sürecinin, en son aşaması olarak nitelendirilen EPB bu amaca yönelik çalışmaların en kapsamlısı olarak değerlendirilebilir²⁰⁸.

4.2.3. Mali Yardımlar ve Euro'nun Türk Para ve Sermaye Piyasası'na Etkileri

AB'nin mevzuatı çerçevesinde gerçekleşen mali yardımlar, devlet ya da devlet organları veya bunlarca görevlendirilen özel kuruluşlar tarafından, belli ölçülere göre özel koşullar altında faaliyette bulunan, devlete ait üretim birimlerine, sadece belirli şekillerde davranmaları karşılığında, izlenmekte olan ortak politikanın gerçekleştirilmesi amacıyla, nakdi veya aynı bir geri ödemedeki bulunmaları söz konusu olmaksızın yapılan, üretimi etkileyici yardımlardır²⁰⁹.

Türkiye'ye, tam üyelik yolunda yapılacak tüm mali yardımların, tek bir çerçevede toplanması için Komisyon, çalışmalarını kesintisiz sürdürmektedir. Türkiye'yi üyeliğe hazırlamak amacıyla, üç yıl için hazırlanan 15 milyon ve 135 milyon Euro'luk iki ayrı yönetmeliğin birincisi ile ilgili formaliteler tamamlanmıştır. "Katılım öncesi imkan" olarak, aday ülkelere üç yıl için verilecek 8,5 milyar Euro'luk miktardan, Türkiye de pay alacaktır. GB döneminden kalan 750 milyon Euro'luk Avrupa Yatırım Bankası kredisini, Komisyon 2002 yılı sonuna kadar kullandırmayı amaçlamaktadır²¹⁰.

Avrupa Parlamentosu 6 Eylül 2000 tarihli oturumunda Türkiye'nin ekonomik ve sosyal gelişimi için sağlanacak yardımları konu alan, 13 Haziran 2000 tarihli AB Konseyi ortak tutumunu, bazı değişikliklerle kabul etmiştir. Söz konusu değişiklikler, Türkiye'ye verilecek mali yardımlarda; azınlık haklarının korunması, ölüm cezasının

²⁰⁸ Nilgün ARISAN, "AB Ekonomik ve Parasal Birlik Programı ve Türkiye", *İKV Dergisi*, Sayı: 130, İstanbul: Mayıs-Haziran 1996, s.31.

²⁰⁹ Selda AYDIN, "Avrupa Birliği'nde Mali Yardımlar", *Maliye Dergisi*, Sayı:132, Ankara: Eylül-Aralık 1999, s.67.

²¹⁰ Dışişleri GÜNCEŞİ, "Türkiye-AB İlişkilerinde Son Duruma İlişkin Bilgi Notu", Ankara: Nisan 2000, s.226-227.

kaldırılması ve deprem riski olan bölgelere nükleer enerji santrali yapılmaması koşullarının dikkate alınmasını öngörmektedir²¹¹.

Büyük bir piyasa yaratılarak, büyük ölçekte kullanım ile Euro'nun Türkiye'ye, kısa, orta ve uzun dönemde etkileri olacaktır. Kısa dönemli etkiler; ekonomide ve mali sistemlerdeki iş ve karar sahiplerini öncelikle düşündürecektir. Orta ve uzun dönemli etkileri öngörebilmek ise avantaj yaratacaktır. Kısa dönemli etkiyi, dış ticaret üzerinden beklemek gerekir. Euro'nun, dünya piyasalarında güçlü ve sağlam bir para olarak kabul edilmesi, Türkiye için avantaj yaratır. Burada Türkiye'nin mali sisteminin rolü önemli olacaktır. Bu rol, mali sistemin iş ve karar sahiplerinin Euro'ya ve olası gelişmelere ilişkin belirsizlikleri büyütmedikleri ve Euro takvimini yakından izledikleri ölçüde pozitif olacaktır. Euro alanında; makro politikada istikrarın, bir büyüme performansı ile eşleşmesi, bu alanda faiz farklarını da müdahalelere gerek olmaksızın ortadan kaldırarak, borçlanma maliyetini düşürürken, Avrupa Sermaye Piyasalarında getirileri artırmaya başlayacaktır. Türkiye'deki finansal sistemin, Euro ile ilgili kısa dönemli beklentiler ve tepkiler yerine, uzun vadeli, yeni bir rezerv para algılamasına sahip olabilmesi bu bakımdan önemlidir²¹².

Euro uygulamasına geçilmesi ile birlikte Türkiye'de de gerekli uyumun sağlanması amacıyla, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nın 91-32/5 sayılı Tebliği'ne ilişkin olarak 1-M sayılı Merkez Bankası Genelgesi'nde değişiklik yapılmasına dair 98/4 sayılı Genelge, T.C. Resmi Gazetesi'nde yayımlanarak, 1.1.1999 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. Buna göre Euro, T.C. Merkez Bankası'nca alım-satımı yapılan dövizler listesine eklenmiştir²¹³.

AB Sermaye Piyasaları'nda; tüm işlemlerin ve ihraçların Euro cinsinden yapılması, kurumsal ve bireysel tüm sermaye piyasası yatırımcılarının Euro ile işlem yapacak olması, Türkiye'de mevcut sermaye piyasası kurumlarının, işlemler ve ihraçlar konusunda teknik ve yasal düzenlemeler açısından gerekli hazırlıkları yapmasını ve

²¹¹ İKV BÜLTENİ, "Avrupa Parlamentosu Türkiye'ye Sağlanacak Mali Yardımların Belirli Şartlarla Bağlanmasını Önerdi", İKV Yayını, İstanbul: Eylül 2000, s.1.

²¹² KURUÇ, A.g.m., s.119-120.

²¹³ Dış Ticaret MÜSTEŞARLIĞI, Avrupa Birliği ve Türkiye, DTM Yayını, 4.Baskı, Ankara: Ekim 1999, s.169-170.

ilgili çevreleri bilgilendirmesini zorunlu kılmaktadır. İMKB'nin, potansiyel yatırımcıları çekebilmesi açısından alt yapıdaki mevcut eksiklikleri gidermesi ve dış tanıtım çalışmalarına önem vermesi gerekli olacaktır ²¹⁴.

Euro kullanımının Sermaye Piyasası ve İMKB üzerindeki olası etkileri gözönüne alındığında; Avrupa Sermaye Piyasaları'ndan gelecek fonlar için cazip kılınabilmesi, amacıyla mevcut yapıda yer alan istikrarsızlıklar giderilmeli, alternatif yatırım araçları sunulabilmeli ve gerekli dış tanıtımlar yapılmalıdır. Endeksin, Euro üzerinden de hesaplanarak ilanı, Avrupa Sermaye Piyasaları'nın takibini ve karşılaştırmaları kolaylaştıracağı gibi, mevcut ve potansiyel yatırımcılar için de yararlı olacaktır ²¹⁵.

4.3. Avrupa Finansal Piyasası ile Bütünleşmenin Türk Finansal Piyasası'na Etkileri

Finansal Piyasalarda, para sunum ve istemi karşılaştırılarak bir denge sağlanmasına çalışılır ²¹⁶. Finansal piyasalarda bütünleşmeye yol açan nedenler şu şekilde özetlenebilir ²¹⁷:

- Teknolojideki gelişmeler,
- “Euro” piyasalarında elde edilen başarılar,
- Kurumsallaşma
- Sermaye piyasalarındaki dengesizlikler,
- Finans kuramındaki gelişmeler,
- Vadeli işlem piyasalarındaki gelişmeler,
- Düzenlemelerden arındırma,
- Finansal hizmetlerin bütünleşmesidir.

Uluslararası finansal hizmet sunumunda artan serbesti, uluslararasılaşma ve uluslararası sermaye hareketlerinin doğal bir sonucu olarak finansal piyasalar arasındaki

²¹⁴ ARAS, “Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin Finans Piyasalarına Etkileri”, s.32.

²¹⁵ A.g.m., s.36.

²¹⁶ Gültekin RODOPLU, *Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri*, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayını, Yayın No: 459 - 692, 1. Basım, İstanbul: 1993, s.3.

²¹⁷ Gültekin RODOPLU, “KOBİ’lerin Finansmanında Yeni Gelişmeler ve Finansal Piyasalarda Bütünleşme”, *KOÜ İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Sayı: 2, Kocaeli: 1998, s.5-6.

bütünleşme artmaktadır. Finansal bütünleşmedeki artışı destekleyen en önemli unsurlardan biri de iletişim ve bilgi teknolojisinde yaşanan gelişmelerdir ²¹⁸.

4.3.1. Finansal Uyum Temelleri

Türkiye'nin AB finansal sistemine yasal olarak uyumunda, her iki tarafın mevzuatları dikkate alınmaktadır. AB mevzuatı temel de, Birliği kuran andlaşmalara, Tek Avrupa Senedi'ne dayanmaktadır. Ayrıca, AB'nin uluslararası andlaşmaları, birincil derecede hukuki kaynaklar arasındadır. Diğer yandan, Türkiye için temel kaynak, T.C. Anayasası ve diğer iç hukuk düzenlemeleridir ²¹⁹.

Türkiye'de 1980 yılı başından bu yana, dış ticaret kısıtlamalarını ve kambiyo kontrollerini azaltıcı yönde alınan tedbirler, özellikle kamuoyunda "11 Ağustos 1989 Kararları" olarak bilinen Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile Bakanlar Kurulu'nun Değişiklikler Yapan Kararı uyarınca, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde çok büyük ölçüde ilerlemeler sağlanmıştır. Kambiyo rejiminde getirilen serbesti derecesi sonunda IMF, Nisan 1990 başlarında Türkiye'nin IMF andlaşmasının 14. maddesinden 8. maddesine alınması isteğini kabul etmiş ve TL (Türk Lirası)'nin konvertibilitesini ilan etmiştir ²²⁰.

Sermaye Piyasası, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'nin yürürlüğe girdiği 1981 yılına kadar, tam bir hukuki boşluk içinde kalmıştır. Bu kanuna dayanılarak yapılan düzenlemeler, piyasayı bankerler olayının etkilerinden kurtarmaya yetmemişse de, zamanla piyasaya arzulanan düzeni getirmiştir. Bu düzen kuruluncaya kadar, sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusu; Türk Ticaret Kanunu, Medeni Kanun ve Borçlar Kanunu'nun genel hükümleri ve Merkez Bankası tebliğleri ile düzenlenmiştir ²²¹.

Dünya finansal piyasalarındaki gelişme ve değişim hızı, küreselleşme eğilimi ve buna bağlı olarak bilgisayar teknolojisine dayalı entegrasyonu, Türk Sermaye

²¹⁸ Fidyak BÜLTEN, "Piyasalarda Gelişmeler", s.4.

²¹⁹ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.185.

²²⁰ BOLAT, A.g.m., s.221.

²²¹ İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayını, 15. Basım, İstanbul: 2000, s.12.

Piyasası'nı daha hızlı bir değişim sürecine sokmuştur. Hızla büyüyen piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda, 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile köklü bir değişikliğe uğrayan SPK'nda, Türkiye'deki ekonomik koşullara ve özellikle 1994 yılındaki krize bağlı olarak piyasada meydana gelen olumsuz olayların tekrarlanmasını önleyecek düzenlemelere duyulan ihtiyaçlara cevap verebilmek amacıyla, 4133 sayılı yetki kanununa dayanılarak, 1995 yılında 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile bir dizi değişiklik yapılmıştır. Söz konusu KHK'nin, yetki kanununun iptaline bağlı olarak, Anayasa Mahkemesi'nce iptali ile ortaya çıkan boşluğu doldurmak, diğer taraftan gelişen piyasanın ihtiyaçlarına cevap verebilmek amacıyla yasal düzenleme yapılması gereği, belirgin bir biçimde ortaya çıkmıştır²²².

TBMM'de, 15.12.1999 tarihinde kabul edilen ve SPK'nda değişiklik yapan 4487 sayılı Kanun, Türk Sermaye Piyasası'nı kısa sürede gelişmiş ülkeler sermaye piyasaları düzeyine çıkartacak yeni oluşumlara olanak vermesi bakımından, Türk ekonomi tarihine geçecek önemli bir gelişme olup, getirdiği yenilikler açısından Türk Sermaye Piyasası'nda önemli bir rol oynayacaktır²²³.

Türk finans sektörünün gelişimini önemli ölçüde etkileyen iki unsur; Türkiye'nin ekonomik büyüme hızları ile yaşanan makro-ekonomik istikrarda karşılaşılan sorunlardır. Türkiye, AB içinde yer alan ülkelerin büyüme hızlarının üzerinde bir ortalama büyümeye sahiptir. Ancak, bu hızlı büyüme, finansal piyasalar ve fonlar üzerinde aşırı baskı yaratmaktadır. Türkiye'de, tasarruf/yatırım dengesizliğinin oluşturduğu makro ekonomik istikrarsızlık, finansal piyasaların sağlıklı gelişimini engellemektedir. Özellikle, mali sektörün uluslararası alandaki en önemli göstergesi güven unsuru ve sahip olduğu risk, AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında makro ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle istenmeyen noktalardır²²⁴.

Türkiye'nin 2000 yılı İlerleme Raporu'nun sonuç bölümünde ekonomi alanında şunlar belirtilmiştir²²⁵: Türkiye, makro ekonomik istikrar konusunda önemli gelişmeler

²²² Muhsin MENGÜTÜRK, "Sermaye Piyasası Kanunu'na Getirilen Değişikler", İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:12, İstanbul: Ekim-Kasım-Aralık 1999, s.37.

²²³ A.g.m., s.37-38.

²²⁴ GÜRLESEL, ALKİN, UZUNOĞLU, A.g.e., s.94.

²²⁵ İKV BÜLTENİ, "Türkiye'nin 2000 Yılı İlerleme Raporu Sonuç Bölümü", İKV Yayını, İstanbul: Kasım 2000, s.1-2.

kaydetmiştir. Kamu işletmelerinin özelleştirilmesinde başarılı olunmuş, ayrıca tarım ve finans sektörü ile sosyal sigortalar sisteminde reform yapılması yönünde önemli önlemler alınmıştır. Bununla birlikte, makro ekonomik istikrara henüz ulaşılmamıştır. Halen gerek imalat gerek finans sektörlerindeki devlet müdahalesi, piyasa bozukluklarına neden olmaktadır. Enflasyonist baskıların ve kamu borçlarının azaltılması, yapısal reformların izlenmesi ve piyasanın serbestleştirilmesi yönündeki çabaların, yoğunlaştırılarak sürdürülmesi gerekmektedir.

4.3.2. Finansal Hizmetlerde Uyum

Finansal hizmetler alanında uyum konusu; sermaye hareketleri, bankacılık ve sigortacılık konularından oluşmaktadır. Sermaye hareketlerine ayrıca değinileceği için bu başlık altında sadece bankacılık ve sigortacılık konusunda, Türkiye'nin AB'ne uyumu incelenecektir:

a) **Bankacılık:** Türkiye henüz Birliğin bir üyesi olmamasına rağmen, Türk Bankacılık Mevzuatının, AB Mevzuatı ile uyumlaştırılması çerçevesinde 512 sayılı KHK yayımlanmıştır. Gerçekleştirilen yeni düzenlemelerle, Türk Bankacılık Mevzuatıyla, AB Bankacılık Mevzuatı arasında rekabeti engelleyici büyük farklılıkların bulunmadığı görülmüştür. Türk ekonomisinde bankalar, hala en önemli finansal kurumlar olma özelliği taşımaktadır. Gerek para piyasası, gerekse sermaye piyasası içinde önemli paya sahip olan Türk bankacılık sektörünün işleyişi esas olarak Bankalar Kanunu ve bu kanunla ilgili tebliğ ve diğer mevzuat hükümlerine göre düzenlenmektedir²²⁶.

Bankacılık sisteminin uluslararası piyasalarla bütünleşmesi esastır. Bunun sağlanabilmesi için bankalara ilişkin düzenlemelerin AB ve uluslararası standartlara uyum sağlaması gereklidir. Bunun için, 4389 sayılı Bankalar Kanunu 23 Haziran 1999 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu çerçevede hazırlanan Tasarı ile getirilmek istenen yenilikler şu şekilde özetlenebilir²²⁷:

²²⁶ ALTUNBAŞ ve SARISU, A.g.e., s.10-11.

²²⁷ Abdullah TAŞÇIOĞLU, *Gerekçeli Bankalar Kanunu*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul: 1999, s.4-5.

- Denetim ve gözetim yetkisinin daha etkin bir şekilde kullanılabilmesini teminen, Kanunun çeşitli maddelerinde öngörülen izinleri verme yetkisine, Kanunun uygulanmasına ilişkin temel ilkeleri belirleme işlevine ve siyasi otoriteden bağımsız karar alma yetkisine sahip özerk bir statüde “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu” kurulmuştur.

- Banka sahipliği ve yönetimin denetim altına alınması ve piyasaya girişte yeterli ve sağlıklı özkaynak aranması suretiyle, mali piyasalarda güven ve itibarın artması amaçlanmaktadır.

- Denetim etkinliği, caydırıcı ve zamanında uygulanabilen yaptırımlara bağlıdır. Ayrıca, ekonomik suça ekonomik ceza verilmesi esastır. Bu yaklaşımdan hareketle, idari para cezası uygulanmasına ilişkin düzenleme getirilmekte, adli cezaların ise, izinsiz faaliyette bulunmak ve kanun denetiminin etkinliğinin azaltılmasına yol açan eylemler başta olmak üzere, önemli ve istinai hallerde uygulanması öngörülmektedir.

Türkiye’de, Merkez Bankası’nın bağımsızlığı konusunda, AB Mevzuatına uyum sağlanması için öncelikle Hazine ve kamu kurum ve kuruluşlarına, Merkez Bankası’nca kredi açılmasına ilişkin T.C. Merkez Bankası Kanunu ve statüsündeki ilgili hükümlerin kaldırılması gerekecektir. Sonuç olarak, T.C. Merkez Bankası’nın MA ve AMBS ile uyumu söz konusu olursa, bazı yeni yasal düzenlemelere ihtiyaç vardır. Ancak, Merkez Bankası’nın bağımsızlığı konusunda sadece yasal düzenlemelerin olması yeterli değildir. Uygulamada, yasaları zorlayacak bir takım siyasi müdahalelerin olması mümkündür. Dolayısıyla, yasayla tanımlanmış olsa dahi uygulamadan kaynaklanan bir takım sorunların giderilmesi için siyasi otoritelerin Merkez Bankası ile hükümet ilişkileri konusundaki yaklaşımlarında, tarafsız bir tavır almaları ayrıca önem taşımaktadır²²⁸.

b) Sigortacılık: AB ile Türkiye arasındaki ortaklık ilişkisinin tam üyeliğe dönüştürülmesi hazırlıkları çerçevesinde, AB sigorta mevzuatı, AB’nin yerleşme ve hizmet sunma serbestisinden, Türk sigorta sektörünün de etkilenmesi kaçınılmazdır.

²²⁸ Melike ALPARSLAN, “T.C. Merkez Bankası Statüsü ile Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Statüsünün Bağımsızlığa İlişkin Hükümlerinin Karşılaştırılması”, *Bankacılar, Bankalar Birliği Yayını*, Sayı: 21, İstanbul: Haziran 1997, s.73-77.

Türkiye’de sigortacılık sektörü, özellikle 1968-1984 yılları arasında ikinci beş yıllık kalkınma planı çerçevesinde, küçük sigorta şirketlerinin birleşmeleri ve sigorta portföylerinde çeşitlendirme yapmaya izin vermemektedir. 7397 sayılı Sigorta Şirketlerini Denetleme Kanunu ile 1987 yılında yeni sigorta şirketlerinin kurulmalarına izin verilmiştir. Gelişim sürecinde, Türk sigortacılık sektörünün, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında geri kaldığı görülmektedir ²²⁹.

Türkiye’de, otuz kadar sigorta genel şartı mevcut olup, bunların on beş tanesi kaza branşına aittir ²³⁰. 25.6.1927 tarihinde kabul edilen 1160 sayılı Yasa “Mükerrer Sigorta” ’yı tanımlamaktadır. Yasalarda, mükerrer sigorta veya reasürans diye ifadesini bulan kanunun esası ve ilkeleri, genelde sigorta alanında temel ilkeleri oluşturur. Reasürans, sigortacının üzerine aldığı rizikonun başka bir sigortacıya devredilmesi olayıdır ²³¹.

Türk sigortacılık sektörü AB sigorta mevzuatı ile karşılaştırıldığında üç konu ön plana çıkmaktadır ²³² :

- Türkiye ile AB ticari ilişkilerindeki artış; nakliye, mali sorumluluk, hukuki sorumluluk, mühendislik, motorlu taşıt, turistik yardım sigortaları gibi bir takım branşlarda Birlik mevzuatında düzenlenen standartlara uyumu gerekli kılmaktadır.

- GB’nin, Türkiye’nin AB’ne üyelik yolunda bir aşama olması dolayısıyla, Türk sigorta mevzuatının, tam üyelikten önce, AB sigortacılık düzenlemeleri ile uyumlu hale getirilmesi de öncelik kazanmaktadır.

- AB’ne entegrasyon amacı dikkate alınmadığı takdirde bile, çağdaş düzenleme ve standartlar içeren AB sigorta mevzuatına paralel yasal düzenlemelere gidilmesi, yeniden yapılanma ve gelişme döneminde bulunan Türk sigorta sektörünün hacminin, ürün çeşitliliğinin, veriminin ve hizmet kalitesinin artırılmasına ağırlık verilmelidir.

²²⁹ TEZCANLI, ERDOĞAN, A.g.e., s.198-199.

²³⁰ Hilmi ACINAN, *Sigortaya Giriş*, Can Yayınevi, İstanbul: 1998, s.43.

²³¹ A.g.e., s.141.

²³² TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.199.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN AVRUPA BİRLİĞİ STANDARTLARINA YASAL UYUMU

5.1. Genel Olarak

Türkiye, 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ve Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile sermaye hareketlerini büyük ölçüde serbestleştirmiştir. Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları da dahil, döviz ve dövizli temsil eden belgelere ilişkin işlemler; düzenleyici ve sınırlayıcı esaslar bu Karara dayanılarak belirlenmektedir²³³.

Türkiye'de makro ekonomik dengelerin sağlanmaya başlaması, G-2 organizasyonu içerisinde yer alınması ve AB'ne aday ülke olarak tam üyelik sürecinin başlaması Türk ekonomisinde önemli etkiler meydana getirecek gelişmelerdir. Dünyanın ve Türkiye'nin içinde bulunduğu bu ortamda, yeni SPK'nun vadeli işlemler borsası kurulmasına olanak tanınması, Türkiye'de vadeli işlemler borsasının oluşturulması ve dünya borsaları ile rekabet edebilir hale gelmesi bakımından önemli bulunmaktadır²³⁴.

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesini özendirmek ve teşvik etmek amacıyla yapılan yasal düzenlemeler, 1954 yılında çıkarılan Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na dayanmaktadır. 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nda, değişik tarihlerde çıkarılan yönetmelik, tebliğ ve çerçeve kararları neticesinde, yeni yasal düzenlemelerle değişiklikler yapılmıştır²³⁵. AB Komisyonu'nun, Türkiye ile ilgili İlerleme Raporu'nda, Türkiye'deki yabancı sermaye mevzuatının son derece liberal olmasına karşın, bugüne kadar Türkiye'ye istenen ölçüde yabancı sermaye girişinin

²³³ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN, ÖZER, A.g.e., s.17.

²³⁴ MENGÜTÜRK, A.g.m., s.45.

²³⁵ İMKB Araştırma MÜDÜRLÜĞÜ, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, s.69.

gerçekleşemediği belirtilmiştir. Türkiye’de yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlığın yabancı sermayenin istenen seviyeye ulaşmamasında etken olduğu görülmektedir²³⁶.

İMKB, Ekim 1993’de “ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu” (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) tarafından “yatırım yapılabilir yabancı borsa” olarak tanınmıştır. İMKB, “Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu” (Federation Internationae Des Bourses de Valeurs, FIBV), “Avrasya Borsalar Federasyonu” (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS), “Uluslararası Menkul Kıymet Yöneticileri Birliği” (International Securities Services Association, ISSA), “Uluslararası Menkul Kıymetler Piyasaları Birliği” (International Securities Market Association, ISMA), “Avrupa Sermaye Piyasası Enstitüsü” (European Capital Markets Institute, ECMI) ve “Dünya Ekonomik Formu” (World Economic Forum, WEF)’nin tam üyesidir²³⁷.

5.2. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetleri

Yatırım şirketi sayılan Sermaye Piyasası Kurumları²³⁸ ;

- Aracı kurumlar,
- Yatırım ortaklıkları,
- Sermaye Piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlardır.

5.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Hizmetlerinde Serbesti

4487 ve 3794 Sayılı Kanunlarla SPK, oldukça geniş bir çerçevede, sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin tüm aracılık faaliyetlerini kapsayıcı, yetkili kuruluşların kendi nam ve hesabına, alım-satım işlemlerinde aracılık yapmasına olanak tanımaktadır. Bu faaliyetleri yapabilmek için SPK’dan izin alınması ve yetki belgelerine sahip olunması gerekmektedir²³⁹. Sermaye Piyasası faaliyetleri (SPK md.30)²⁴⁰ ;

²³⁶ İKV BÜLTENİ, “Türkiye ile İlgili İlerleme Raporunun Ekonomi Bölümünü Hazırlayacak Olan AB Komisyon Heyeti İstanbul’da İKV Heyeti ile Biraraya Geldi” , İKV Yayını, İstanbul: Nisan 2000, s.1.

²³⁷ <http://imkb.gov.tr>, İMKB İnternet Sitesi, Nisan 2000.

²³⁸ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.13.

²³⁹ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.19.

²⁴⁰ İMKB KILAVUZU, A.g.e.,s.46.

- Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım-satımı,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım-satımının yapılmasına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı,
- Yatırım danışmanlığı,
- Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği,
- Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleridir.

AB'ne uyum sürecinde orijin ülke esasının uygulanması gerekli olacaktır. Tam üyelik halinde; İMKB piyasalarına giriş kurallarında istisnalar mümkün olabilir. Özellikle, AB üyesi ülkelerde faaliyette bulunan yetkilendirilmiş aracı kurumların, Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetleri izninde asgari koşulların belirlenmesi gerekli olacaktır. Ayrıca, uzaktan üyelik koşullarına ilişkin yöntemler belirlenmelidir²⁴¹.

5.2.2. Sermaye Yeterliliği

AB'nde aracı kurumların asgari özsermaye miktarı 125.000 Euro'dur. Bu miktar, faaliyet durumuna göre 50.000 Euro ile 730.000 Euro arasında değişmektedir. Türkiye'de, asgari özsermaye sınırı 500 milyar TL yani yaklaşık 900.000 Euro'dur. Bu miktar AB'ne göre oldukça yüksek bir miktardır²⁴². Aracı kurumların, asgari sermaye miktarı, 1997 yılından başlamak üzere her yıl bir önceki yıl için tesbit ve ilan olunan yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır ve ilgili yılın Haziran ayının sonuna kadar ödenir. Sermaye yeterliliği hesaplamalarında geçerli olan özsermaye, aracı kurumların değerlendirme günü itibarıyla hazırlamış oldukları bilançolarında yer alan ve kurumun net aktif toplamının ortaklık tarafından karşılanan tutarların yer aldığı grubu oluşturur. Aracı kurumların sahip olmaları gereken en düşük özsermaye sınırı, alım-satım aracılığı faaliyeti için 90 milyar TL olarak belirlenmiş olup, her bir ilave faaliyet için özsermaye,

²⁴¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.20-21.

²⁴² A.g.e., s.23.

90 milyar TL' sının aşağıdaki oranlar ile çarpımı suretiyle bulunacak miktar kadar artırılmak zorundadır²⁴³.

İlave Faaliyet	İlave Özsermaye Oranı %
Halka Arza Aracılık	50
Repo-Ters Repo	50
Portföy Yöneticiliği	40
Yatırım Danışmanlığı	10
Vadeli işlemler	<u>100</u>
Toplam	250

Sermaye yeterliği konusunda SPK'nda yer alan tanımlamalar; özsermaye, sermaye yeterliliği tabanı, risk karşılıkları, pozisyon riski, net pozisyon ve karşı taraf riskidir. AB'nde bunlardan ayrı olarak, işlem defteri faaliyetleri ve özkaynak tanımlamalarına da yer verilmiřtir²⁴⁴.

5.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Çalışma Sistemi

İMKB'nin başlıca görev yetkileri aşağıdaki gibidir²⁴⁵:

- Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen esaslar dahilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak,
- Kanuni gerekler yerine getirilerek para, kambiyo, kıymetli maden ve taşlar ile vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak,
- Borsa'da işlem görebilecek menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa bülteninde yayınlamak, pazarlara Borsa binasında yer tahsis etmek,
- Borsa'da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve Borsa bülteninde ilan etmek,

²⁴³ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.59-60.

²⁴⁴ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.178.

²⁴⁵ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.178.

- Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitiminde ilan etmek,

- Borsa'da yapılan alım-satım işlemlerinin, güven ve istikrar içinde serbest rekabet koşulları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan Borsa üyelerine, İMKB Yönetmeliği'nde belirtilen yaptırımları uygulamak,

- Borsa'da olağandışı gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekleri önlemleri almaktadır.

İMKB'nin gelişim sürecine bakıldığında, son derece hızlı bir ilerlemenin sözü konusu olduğu görülür. Örneğin, 1989 yılında 3 milyon Dolar seviyesinde olan İMKB Pay Senetleri Piyasası günlük işlem hacmi, hızlı bir artış trendi izleyerek, 1995 yılında 209 milyon Dolara, 1998 yılında 356 milyar Dolara ulaşmıştır. İşlem hacmi, özellikle ekonomik ve siyasi alanlardaki olumlu gelişmeler paralelinde, yılın son aylarında üst üste rekorlar kırmış, 1999 yılı başında günlük işlem hacmi rekoru 2.3 milyar Dolar seviyesine ulaşmıştır. Dünya borsalarının, 1999 yılı sonu itibarıyla işlem hacmi bakımından sıralanmasında İMKB; Kopenhag, Lizbon, Varşova gibi Borsaları geride bırakarak yirmi altıncı sırada yer almıştır. Piyasa değeri açısından otuzuncu sıradadır. Bu veriler, İMKB'nin dünya sıralamasında ortalarda yer aldığını göstermektedir²⁴⁶.

5.3.1. Kotasyon İlkeleri

Türkiye'nin, AB ile GB antlaşması yapmış olması nedeniyle, şirketlerin teknolojilerini yenilemeleri, kapasitelerini mümkün olduğunca ekonomik ölçeklere getirmeleri, ürün ve hizmet kalitesini daha fazla geliştirerek, aynı zamanda oluşacak talep canlılığına cevap verebilecek bir yapıya kavuşmaları gerekmektedir. Bunu sağlamanın yolu da yatırım yapmaktan geçer. Türkiye'de kredi faizlerinin yüksek olması ve istikrarlı olmaması, sağlıklı finansmanı zorlaştırmaktadır. Bu nedenlerle şirketler bu fonu, mevcut bulunan ortaklarından veya yeni ortaklar bularak sağlayabilir. Bunun ise en rasyonel yolu, pay senetlerini halka arz etmeleri ve Borsa'ya kote ettirmeleridir²⁴⁷.

²⁴⁶ Osman BİRSEN, "2000 Yılı ve Ötesinde İMKB Üzerine Düşünceler", İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:12, İstanbul: Ekim-Kasım-Aralık 1999, s.47-48.

²⁴⁷ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.193.

1995 tarihinde yürürlüğe giren İMKB Kotasyon Yönetmeliği; menkul kıymetlerin İMKB Kotuna alınması, kottá kalması, kottan geçici ve sürekli çıkarılması, Borsa pazarlarında işlem görmesi, işlemlerin sürekli veya geçici olarak durdurulması esaslarını düzenlemek, menkul kıymetlerin sağlıklı ve etkin bir piyasada açıklık ve dürüstlük içinde işlem görmesini sağlamak üzere, menkul kıymetleri borsa kotunda bulunan ve/veya Borsa Pazarları'nda işlem gören ortaklıkların uyması gereken kurallar ile Borsa'ya verilen bilgi ve belgeleri belirlemektedir²⁴⁸.

Kote olma ve işlem görme sırasında, AB'nin aksine birebir ilişki bulunmamaktadır. Ulusal Pazar'da asgari ödenmiş sermaye koşulu 750 milyar TL'dir. İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda sermaye koşulu yoktur²⁴⁹.

Şirketlerin, son yıl ve ilgili ara dönemler dahil olmak üzere mali tabloların düzenlemiş olması; denetim raporlarının şartlı görüş içermesi durumunda, şartlara neden olan hususların etkilerinin mali tablolara yansıtılmış ve dipnotların açıklanmış olması, kuruluşundan itibaren en az üç takvim yılı geçmiş olması (halka açıklık oranı, en az %25 ise iki yıl geçmiş olması), başvuru tarihi itibarıyla ard arda iki yıl vergiden önce kar etmiş olması gereklidir. Bu durum, AB Sermaye Piyasalarıyla uyum göstermektedir²⁵⁰.

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'ne göre, ilk kotasyon başvurusu, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olmalıdır. AB direktifleri bazı durumlarda bu konuda istisnalar getirmiştir²⁵¹.

Başvurular, altmış gün içinde sonuçlandırılır. Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz. AB direktiflerinde bu süre altı ay gibi uzun bir süredir. İMKB bu konuda daha iyi bir seviyededir²⁵².

²⁴⁸ İMKB, *Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat*, İMKB Yayını, İstanbul: 1997, s.747.

²⁴⁹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.29.

²⁵⁰ İMKB, *Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat*, s.757.

²⁵¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.31.

²⁵² İMKB, *Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat*, s.755.

5.3.2.Sermaye Piyasası'nda Yatırımcının Korunması ve Kamuyu Aydınlatma

Sermaye piyasasındaki düzenlemelerin en önemli amacı yatırımcıların korunması olduğuna göre, yapılan tüm düzenlemelerin doğrudan ya da dolaylı olarak yatırımcının korunmasına ilişkin olduğunu söylemek mümkündür. Burada amaç, yatırımcıların sermaye piyasasında yanlış karar almalarını önlemek ve aracılar nedeniyle ortaya çıkacak olan risklere karşı onları korumaktır²⁵³.

Doğrudan finansman yönteminin hakim olduğu sermaye piyasasında yatırımcıların yanlış seçim yapmalarını veya yanlış karar almalarını önlemeye yönelik olarak liyakat yaklaşımı ve kamuyu aydınlatma yaklaşımı olmak üzere iki yaklaşım bulunmaktadır²⁵⁴.

Liyakat yaklaşımında, ilgili kamu kuruluşu yüksek riskli yatırımların piyasaya çıkmasını önleyerek, yatırımcıyı bu tür yatırımlardan uzak tutmaya çalışır²⁵⁵.

AB'nde Sermaye Piyasalarında kamunun aydınlatılması, Borsalar ve/veya Menkul Kıymet Denetleme Kurumları tarafından yapılmaktadır. Türkiye'de özellikle ABD'deki Menkul Kıymetler Komisyonu'na benzer bir yapıya sahip, SPK ve İMKB tarafından yürütülmektedir. Yatırımcının gereksinim duyacağı her türlü bilginin doğru ve en kısa sürede yayımlanması, kamunun aydınlatılmasını sağlar²⁵⁶.

Kamuyu aydınlatmak amacıyla, yılda dört defa, üçer aylık dönemler halinde mali tablo ve dipnotları yayımlanmaktadır. AB Sermaye Piyasaları'nda, her mali yılda en az bir kere faaliyetlere ilişkin rapor hazırlamak zorunludur. Burada, Türk Sermaye Piyasası'nda daha sıkı bir denetim yapıldığı gözlenmektedir²⁵⁷.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, sermaye piyasası ve borsa hukukunun en önemli ilkelerinden birisidir. Borsa'da işlem gören menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin devamlı

²⁵³ KILIÇ, A.g.e., s.17.

²⁵⁴ A.g.e., s.18.

²⁵⁵ Cemal KÜÇÜKSÖZEN, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayını, Yayın No: 131, Ankara: 1999, s.15.

²⁵⁶ TEZCANLI ve ERDOĞAN, A.g.e., s.203-204.

²⁵⁷ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.35.

olarak belli sürelerde halka sunulması, pay senedini etkileyecek değişikliklerin derhal açıklanması gerekmektedir. Bu bakımdan kamuyu aydınlatma, sürekli ve devamlı bir nitelik kazanmıştır²⁵⁸.

5.3.3. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Türkiye’de, 3794 sayılı Kanunla, 2499 sayılı SPK’nun 47. maddesinde değişiklik yapılarak, içeriden öğrenenlerin ticareti ve fiyat manipülasyonu hakkında düzenleme yapılmış ve cezai yaptırımlar getirilmiştir. Buna göre; sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde yarar sağlamak veya bir zararı ortadan kaldırmak, içeriden öğrenenlerin ticaretidir²⁵⁹.

Tanımlamadan anlaşılacağı üzere, bu “ticaret”in yatırımcı hakkını ihlal eder nitelikte olması için, ortada sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek, yani bunu sağlayacak güçte bir bilginin bulunması ilk koşuldur. İkinci koşul; bu bilginin henüz açıklanmamış olmasıdır. Üçüncü koşul da; bu bilginin çıkar sağlamak amacıyla açıklanmış olmasıdır. Bilginin bu koşullarda kullanılması sonucunda, yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin bozulması suretiyle bir mal varlığı artışı sağlanabileceği gibi bir zararın ortadan kaldırılması da suçun oluşması için yeterlidir²⁶⁰.

“İçerideki” ifadesi, AB direktiflerinde, birinci derecedeki ve ikinci derecedeki içeridekiler olarak tanımlanmıştır. Türk Sermaye Kanunu’nda ise içeridekiler; fiili işleyen ihraççılar, SP Kurumlarının veya bunlara bağlı ve hakim işletmelerin Yönetim Kurulu Başkan ve Üyeleri, Yöneticileri, diğer personeli ile bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etme sırasında, bilgi sahibi olacak durumda bulunanlarla, bunlarla temaslari nedeniyle doğrudan ve dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek kişilerdir²⁶¹.

²⁵⁸ Hamdi YASAMAN, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul: 1992, s.177.

²⁵⁹ Ümit GÜCENME, *Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara: 1994, s.56-57.

²⁶⁰ TANÖR, A.g.e., s.187-188.

²⁶¹ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.47-48.

Tam üyelikle birlikte Türkiye, üye ülkelerle işbirliğine ilişkin istisnalara uymak zorundadır. Cezai müeyyideler üye ülkelerin iç hukuk düzenlemelerine bırakılmıştır. Türkiye’de, bu suçu işleyenlere iki yıldan beş yıla kadar ağır hapis cezası; on milyardan yirmi beş milyar TL’ ye kadar para cezası uygulanır. Suç sayılan en az iki fiilin birlikte işlenmesi durumunda; asgari üç yıl, azami altı yıl ağır hapis cezası uygulanabilir²⁶².

5.3.4. Takas ve Saklama

Sermaye Piyasası’nda faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlara, Takasbank tarafından, “Saklama Hizmeti” ile “Takas Hizmeti” verilmektedir. Mevcut durumda, menkul kıymetlerin büyük çoğunluğu Takasbank kasalarında saklanmaktadır. Takasbank, İMKB’de işlem gören pay senetleri için bir kodlama sistemi (ISIN) geliştirmiştir²⁶³.

15.12.1999 tarihinde SPK’nu değişikliği, SPK Kurulu’na karşı aracı kurumların yükümlülüklerini yerine getirememesi riskine karşılık çeşitli tedbirler getirmiştir. Tedrici tasfiye yolu bunlardan biridir²⁶⁴.

Kurul tarafından tedrici tasfiye kararı verilmesinden sonra, aracı kurumların mal varlığını işin niteliğine göre nakde çevirmek suretiyle, elde edilen bedeli tahsis ederek, SPK çerçevesinde yaptıkları, müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini tasfiye etmek amaçlanmaktadır. Hakkında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumun ödemeleri durur ve tüm mal varlığı üzerinde, bu karar tarihi itibarıyla sadece fon tarafından tasarruf edilebilir²⁶⁵.

Takasbank tarafından gerçekleştirilen takas ve saklama hizmetleri, Borsaların birbiriyle uyumlu bir şekilde daha etkin çalışmalarını sağlayarak, riski ve maliyeti azaltmayı amaçlayan “Otuzlar Grubu”nun önerileriyle paralellik göstermektedir. Pay senedi piyasasında, işlem gününde (T) gerçekleşen işlemlerin takası, işlem gününü

²⁶² A.g.e., s.48.

²⁶³ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.332.

²⁶⁴ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.71.

²⁶⁵ A.g.e., s.71-72.

izleyen ikinci iş gününde (T+2) gerçekleşir ²⁶⁶. AB'de takas süresi (T+3) olarak belirlenmiştir.

5.3.5. Muhasebe Standartları ve Vergilendirme

SPK Kurulu'nun, Seri: XI, No:1 "Sermaye Piyasası'nda Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" ile SPK'na tabi ortaklıklar, aracı kurumlar tarafından düzenlenecek mali tablo ve raporların hazırlanması, ilgililere sunulmasına ilişkin ilke ve kurallar detaylı olarak belirlenmiştir ²⁶⁷.

SPK Kurulunun Seri: XI, No:1 Tebliğinin üçüncü maddesinde, muhasebenin temel ilkeleri olarak işletmenin sürekliliği, dönemsellik, tutarlılık, ihtiyatlık, tam açıklama, önemlilik, sosyal sorumluluk, tarafsızlık, özün önceliği ilkeleri belirtilmiştir. Muhasebe politikalarının seçilmesinde ve uygulanmasında, bu ilkelerin esas alınması zorunludur ²⁶⁸.

SPK'na tabi anonim ortaklıklar, aracı kurumlar, bankalar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, yıllık bilanço ve gelir tablosu düzenlemekle yükümlüdür ²⁶⁹.

Uluslararası muhasebe standartları açısından Türk Sermaye Piyasasında, genel olarak büyük farklılıklar bulunmamakla birlikte, bazı uygulamaların uluslararası muhasebe standartlarına göre yenilenmesi gerekmektedir ²⁷⁰.

6.7.1994 tarihi itibarıyla, Bakanlar Kurulu, SPK'nun uygulanması ile ilgili olarak, SPK kurulunca düzenlenmesi öngörülen kağıtların tabi olduğu damga vergisi oranını sifıra kadar indirmeye, indirilen nispeti kanuni seviyesine kadar çıkarmaya ve bu oranlar dahilinde kağıtlar itibarıyla farklı oranlar tespit etmeye yetkilidir ²⁷¹. Damga vergisinin sıfırlanması, bu tür kağıtların düzenlenmesinde ortaya çıkan ek mali yükü kaldırmakta, söz konusu kağıtların düzenlenmesi konusunda varolan kaçınmayı

²⁶⁶ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.333-336.

²⁶⁷ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.77.

²⁶⁸ A.g.e., s.77.

²⁶⁹ İMKB KILAVUZU, A.g.e., s.122-123.

²⁷⁰ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.79.

²⁷¹ A.g.e., s.80.

önlemektedir ²⁷². Daha önce belirtildiği gibi AB direktiflerinde, sermaye şirketlerinin kuruluş sermayesi ile sermaye artırımlarından alınan damga vergisinin, % 2'den fazla ve % 1'den az olmaması öngörülmektedir ²⁷³.

Menkul kıymetler üzerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesine esas dayanak, Gelir Vergisi Kanunu (GVK)'nın 75. maddesidir ²⁷⁴. Türkiye'de menkul sermaye iratları; kar payı, faiz, repo ve diğerleri olarak gruplandırılmaktadır. Sermaye kazancı, mal ve hakların elden çıkarılmasından sağlanan değer artış kazançlarıdır. AB'nden farklı olarak vergiye konu net kazanç hesabında, yeniden değerlendirme olarak ve/veya devlet tahvili/hazine bonosu ihaleleri bileşik ortalama faizine göre düzeltme yapılmaktadır ²⁷⁵.

Sermaye piyasasındaki vergilendirme açısından Türkiye, AB üyeleri ile büyük farklılıklar taşımaktadır. Üye ülkeler arasında da halen tek bir uygulama bulunmamaktadır ²⁷⁶.

Kurumlar vergisi; sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler, iş ortaklıklarını kurumlar vergisinin konusu olarak tanımlar. Kurum kazancı ise gelir vergisi konusuna giren gelir unsurlarından oluşmaktadır ²⁷⁷.

Çifte vergilendirme ve kaçakçılığı önlemeye yönelik olarak, AB ülkeleri ile yapılan anlaşmaların ötesinde ortak standartlara ulaşılması gerekli olacaktır. Çifte vergilendirme ve kaçakçılığı önlemeye yönelik olarak AB ülkeleri ile anlaşmalar yapılmasına karşın, vergi oranları açısından uyum söz konusu değildir ²⁷⁸.

²⁷² Sibel Kumbasar BAYRAKTAR, *Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi*, İMKB Yayını No:1, İstanbul: 1994, s.94.

²⁷³ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, *A.g.e.* s.80.

²⁷⁴ Atilla UYANIK, *Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi*, SPK Yayını, Yayın No: 79, Ankara: 1997, s.163.

²⁷⁵ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, *A.g.e.*, s.80-81.

²⁷⁶ *A.g.e.*, s.81.

²⁷⁷ İMKB KILAVUZU, *A.g.e.*, s.142.

²⁷⁸ VARİŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, *A.g.e.*, s.82.

5.3.6. Teknik Uyum

1990'lı yıllarda Türk Finans sektöründe enformasyon teknolojisinin kullanımı hızla artmıştır. İMKB, İstanbul Altın Borsası, Takasbank, ticari bankalar, yatırım bankaları ve aracı kurumlar; finansal işlemlerini, muhasebe kayıtlarını büyük ölçüde bilgisayar, diğer enformasyon ve iletişim teknolojilerini kullanarak gerçekleştirmektedirler²⁷⁹.

İMKB'nin, bir süredir devam eden uzaktan erişim projesinin tamamlanması beklenmektedir. Uzaktan erişim sistemi, İMKB işlem sistemlerine; mutlaka İMKB binasından değil, üyelerin merkez veya diğer ofislerinden erişilmesini sağlayacak; en önemlisi de, işlem sisteminin daha verimli kullanılmasını temin edecek bir sistemdir. Daha büyük hacimli bir piyasa olması nedeniyle, önce tahvil ve bono piyasasında devreye sokulması öngörülen sistemin yazılımla ilgili hazırlıkları sona ermiş olup, iletişim alt yapısının tamamlanmasını takiben, tahvil ve bono piyasası, uzaktan erişim programında çalışmaya başlayacaktır²⁸⁰.

Yeni SPK değişikliğine göre Kurul; İnternet de dahil, her türlü elektronik bilgi, iletişim araçları ve benzeri araçlar üzerinden gerçekleştirilen ihraç ve halka arzlar ile sermaye piyasası faaliyetlerini, SPK'na giren işlemlerde elektronik imza kullanım esaslarını düzenlemek, denetlemek zorundadır. İşlemlerin güvenliği ile ilgili henüz herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. Bu konuda uluslararası işbirliğine ilişkin de herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır²⁸¹.

²⁷⁹ YALÇINER, A.g.e., s.462.

²⁸⁰ BİRSEN, A.g.m., s.48-49.

²⁸¹ VARIŞ, KÜÇÜKÇOLAK, ERDOĞAN ve ÖZER, A.g.e., s.70-71.

SONUÇ

AB'de finansal pazar içinde oluşturulan Avrupa Sermaye Piyasası'nın, etkin çalışması ve üye ülkeler arasında eşit bir rekabetin yaratılması için, Birlik çapında ortak hukuki düzenlemeler yapılmaktadır. Bu hukuki düzenlemeler; üye ülkelerde serbest hizmet sunumu, menkul kıymet ihracı ve yatırımı ile menkul kıymet piyasalarının işleyiş koşullarının uyumlaştırılması amacını taşır. Birleşme sürecinde, Birliğin ortak kurallarının geçerli olacağı, her ülkenin borsa ve piyasalarının kendi niteliklerini koruyacağı, piyasalar içinde uyumlaşmanın sağlanmasıyla, borsalar arasında bağlantı kurulması şeklinde bir bütünleşme yöntemi tercih edilmektedir.

Türkiye, AB'nin ekonomi boyutuna GB ile girmiştir. Türkiye, GB ile AB'ne uyum sürecini yaşamaktadır. AB'ne bir ülkenin tam üye olabilmesi, Kopenhag kistasları olarak adlandırılan değerler bütününe uyum sağlayacak düzeyde olmasını gerektirir. Bu bağlamda, aday ülkenin AB müktesebatını üstlenmesi, gerekli yapısal düzenlemeleri yapması gerekmektedir. AB tarafından belirlenen bu esaslar, Türkiye'nin bu Birliğe üye olmasa bile, kendi ekonomik kalkınmasını sağlaması, halkının refah içinde yaşaması için yapması gereken yapısal düzenlemelerdir.

Türkiye'nin adaylık statüsünün AB tarafından kabulü ile hızlanan tam üyelik süreci, diğer konuların yanısıra Türk Sermaye Piyasası'nın, AB finansal piyasalarına uyumunu da kapsamaktadır. Türkiye, AB'ne aday ülkeler arasında, ekonomik büyüklükler açısından birinci sırada bulunmaktadır. Türkiye'yi tam üyeliğe aday göstererek, aday sayısını on üçe çıkararak AB'nin, bu ülkelerin üye olmasıyla kişi başına milli gelirden küçülmesi beklenmektedir. AB'ne üyeliğin gerçekleşmesiyle uluslararası piyasalarda, Türkiye'nin kredibilitésinin artması ve büyük miktarda yabancı sermaye ve fon girişi olması beklenmektedir. Bu nedenle Türkiye'nin bir an önce adaylık koşullarını yerine getirerek, AB'ne tam üye olması gerekmektedir.

Katılım Ortaklığı Belgesi'nde kısa vadeli öncelikler arasında şeffaflık ve gözetimi güvence altına almayı amaçlayan bir finansal sektör reformunun süratle uygulamaya konulması istenmektedir. Orta ve uzun vadede, sermayenin serbest dolaşımı, özellikle yabancı sermaye yatırımlarına yönelik sınırlamaların kaldırılması yoluyla uyumun tamamlanması hedeflenmektedir.

İMKB'nin AB Sermaye Piyasaları'ndaki Borsalar arasındaki söz konusu oluşumların içinde aktif olarak yer alması, piyasalar arası bütünleşmeyi hızlandıracak gibi, AB'ne olan tam üyelik sürecine ilişkin hazırlığı da etkileyecektir.

Avrupa Sermaye Piyasalarında, son yıllarda global gelişmelere paralel olarak, TMT (teknoloji, medya, telekomünikasyon) pay senetlerine yoğun bir talep gözlenmektedir. İMKB bünyesinde TMT pay senetlerinin işlem göreceği bir Pazar niteliğinde Yeni Ekonomi Pazarı oluşturulmuştur.

AB'de, Yatırım Hizmetleri Direktifi'nin güncelleştirilerek, aracı kurumların piyasa girişleri ile uzaktan üyeliğe ilişkin engellerin kaldırılması düşünülmektedir. Bu amaçla; Türk Sermaye Piyasası'nda, uzaktan üyelik ve sınır ötesi menkul kıymet işlemlerinde ödeme güvenliği, teminat kullanımı, yatırımcıların korunması, bilgi akışının temini hususlarına ilişkin düzenlemeler yapılmalıdır.

AB Sermaye Piyasaları'nda; tüm işlemlerin ve ihraçların Euro cinsinden yapılması, kurumsal ve bireysel tüm sermaye piyasası yatırımcılarının Euro ile işlem yapacak olması, Türkiye'de mevcut sermaye piyasası kurumlarının işlemler ve ihraçlar konusunda teknik ve yasal düzenlemeler açısından gerekli hazırlıkları yapmasını ve ilgili çevreleri bilgilendirmesini zorunlu kılmaktadır.

Euro kullanımının Sermaye Piyasası ve İMKB üzerindeki olası etkileri gözönüne alındığında; Avrupa Sermaye Piyasaları'ndan gelecek fonlar için cazip kılınabilmesi amacıyla, mevcut yapıda yer alan istikrarsızlıklar giderilmeli, alternatif yatırım araçları sunulabilmeli ve gerekli dış tanıtımlar yapılmalıdır. Endeksin, Euro üzerinden de hesaplanarak ilanı, Avrupa Sermaye Piyasaları'nın takibini ve karşılaştırmaları kolaylaştıracağı gibi, mevcut ve potansiyel yatırımcılar için de yararlı olacaktır.

Avrupa Finansal Pazarı, ABD ve Japonya ile birlikte üç önemli bölgesel merkezden birini oluşturmaktadır. Bu bağlamda; Türk Sermaye Piyasası'nın bu oluşumların dışında kalmaması, finans piyasasının gelişimi için gerekli koşulları sağlayarak, kendisine en yakın olan Avrupa Finansal Pazarı ile bir an önce bütünleşmesi gerekmektedir.

KAYNAKLAR

Kitap ve Makaleler

ACINAN, Hilmi: **Sigortaya Giriş**, Can Yayınevi, İstanbul:1998.

ALPARSLAN, Melike: “T.C. Merkez Bankası Statüsü ile Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Statüsünün Bağımsızlığa İlişkin Hükümlerinin Karşılaştırılması”, **Bankacılar, Bankalar Birliği Yayını**, Sayı:21, İstanbul: Haziran 1997.

ARAS, Güler: “Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin Finans Piyasalarına Etkileri”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Yayın No:165, Ankara: Aralık 1999.

ARAS, Güler: “EURO'ya Geçişin Dış Ticarete ve İşletmeler Kesimi Üzerine Etkileri”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Yayın No:168, Ankara: Mart 2000.

ARGIN, Aydın: **Avrupa Topluluğu Têk Pazarına Uyum Açısından Türk Bankacılık Sisteminin Uyum Gereklere**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No:175, Ankara: 1993.

ARISAN, Nilgün: “AB Ekonomik ve Parasal Birlik Programı ve Türkiye”, **İKV Dergisi**, Sayı:130, İstanbul: Mayıs-Haziran 1996.

ARISAN, Nilgün: “Euro ve Euro'nun Türkiye Üzerindeki Olası Makro-Ekonomik Etkileri”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Yayın No: 159, Ankara: Haziran 1999.

AYDIN, Selda: “Avrupa Birliği'nde Mali Yardımlar”, **Maliye Dergisi**, Sayı:132, Ankara: Eylül-Aralık 1996.

BAYRAKTAR, Sibel Kumbasar: **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi**, İMKB Yayını, Yayın No:1, İstanbul: 1994.

BERKSOY, Taner: “Türkiye-Avrupa Birliği İlişkilerinin Anatomisi”, **Marmara Araştırmaları Dergisi**, Sayı:1, Cilt:6, İstanbul: 1998.

BİRİNCİ, Yüksel: “Yaklaşan Avrupa Parasal Birliği Sürecinde Güçlü ve Zayıf Euro’nun Etkileri”, **Avrupa Araştırmaları Dergisi**, Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü Yayını, Cilt:6, Sayı:1, İstanbul: 1998.

BİRSEN, Osman: “2000 Yılı ve Ötesinde İMKB Üzerine Düşünceler “ **İMKB Dergisi**”, Cilt: 3, Sayı:12, İstanbul: Ekim-Kasım-Aralık 1999.

BOLAT, Ömer: “Avrupa Topluluğu’nda Sermayenin Serbest Dolaşımı Alanında Sağlanan Gelişmelerin İncelenmesi”, **Avrupa Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1-2, İstanbul:1991.

CEYLAN, Ali ve Turhan KORKMAZ: **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Umut Yayınevi, Bursa: 2000.

DURA, Cihan: “Türkiye Avrupa Birliği İlişkileri: 36 Yılın Bilançosu (1963-1999)”, **Maliye Dergisi**, Sayı:131, Ankara: Mayıs-Ağustos 1999.

EREN, Kasım: **Avrupa Birliği’nde ve Türkiye’de Bankacılık**, Beta Yayınları, İstanbul: 1996.

ESER, Kürşat: “Panel”, **İKV Dergisi**, Sayı: 145, İstanbul: Ocak-Nisan 2000.

EUROPE, Bulletin Quotidien: “Lamfalussy For Greater Integration Of Financial Market-First Report From Committe Of Wisemaen To Council On 9 November”, No: 7794, Bruxellers: 8, September 2000.

GEDİKKAYA, Türkan ve Cihangül GÜRLER: “ Avrupa Birliği’nde Parasal Birlik”, **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı:24, İstanbul: Mart 1998.

GÖKGÖNÜL, Ebru ve Pelin ATAMAN: “Avrupa Birliği’nde Ekonomik ve Parasal Birlik”, **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı:27, İstanbul: Aralık 1998.

GÖNDER, Füsün, Hülya ÜSTÜNKAYA ve Sinem ÜNAL: “Parasal Birliğin Türk Hukuk Sisteminde Yaratacağı Olası Etki ve Sorunlar”, **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı:24, İstanbul: Mart 1998.

GÖKPINAR, Ramazan: “Avrupa Birliği’nde ve Türkiye’de Yatırımlara Yönelik Vergi Teşvik Mevzuatı”, **Ekonomik Yorumlar**, Sayı:9, İstanbul: Eylül 1998.

GÜCENME, Ümit: **Türkiye’de Sermaye Piyasası’ndaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara: 1994.

GÜNEL, Vural: **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetler (Araçlar-Kurumlar)**, İMKB Yayını, İstanbul: 1997.

GÜRLESEL, Can Fuat, Kerem ALKİN ve Sadi UZUNOĞLU: **Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası**, İMKB Yayınları, Yayın No:10, İstanbul: 1997.

KARLUK, Rıdvan: **Avrupa Birliği ve Türkiye**, 4.Basım, İMKB Yayınları, İstanbul: 1996.

KAYA, Yasemin Turkey: **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi Türkiye Örneği**, DPT Uzmanlık Tezleri, Yayın No: 2487, Ankara: 1998.

KILIÇ, Saim: **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması**, SPK Yayını, Yayın No: 95, Ankara: 1997.

KURUÇ, Bilsay: “Avrupa Para Birliği’nde Ekonomik Politikalar ve Türkiye Üzerine Yansımaları”, TÜSİAD Yayını, Yayın No: 12-240, İstanbul: Aralık 1998.

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal: **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, SPK Yayını, Yayın No: 131, Ankara: 1999.

ÖZGEÇMİŞ

Bu çalışmanın yazarı, 1975 yılında Kocaeli' de doğdu. 1992 yılında İpraŐ 50. Yıl Lisesi, 1997 yılında Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi İŞletme Bölümünden mezun oldu. Aynı yıl Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Yüksek Lisans Programına BaŐladı. Bu alıŐma yazıldığı sırada halen aynı bölümde eğitimine devam etmektedir.

