

**AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE FİNANS PİYASALARININ
ENTEGRASYON DÜZEYİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İşletme Ana Bilim Dalı
Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı**

İlkay ERKOL


Danışman: Doç. Dr. Hakan SARITAŞ


Haziran 2011

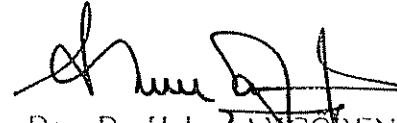
DENİZLİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

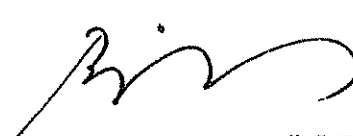
İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi İlkey ERKOL tarafından Doç. Dr. Hakan SARITAŞ yönetiminde hazırlanan “ Avrupa Birliği Ve Türkiye Finans Piyasaları Arasındaki Entegrasyon Düzeyi” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 16.06.2011 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.


Doç. Dr. Ekrem KARAYILMAZLAR
Jüri Başkanı


Doç. Dr. Hakan SARITAŞ
Jüri Üyesi (Danışman)


Doç. Dr. Hakan AYGÖREN
Jüri Üyesi

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 06/09/2011 tarih ve 15/05 sayılı kararıyla onaylanmıştır.


Doç. Dr. Bilal SÖĞÜT
Müdür

TEŐEKKÜR

Lisans ve yüksek lisans eğitimim süresince her zaman yardımcı olan ve aynı zamanda bu çalışmayı yazarken danışmanlığımı yaparak desteğini esirgemeyen sayın hocam Doç. Dr. Hakan SARITAŞ'a Őükranlarımı ve saygılarımı sunuyorum. Tezimin uygulama aşamasında yardımını esirgemeyen sevgili arkadaşım ArŐ. Gör. Feyza ARICA'ya sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

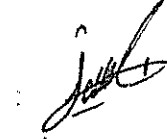
Beni bugünlere getiren, hiçbir şekilde desteğini benden esirgemeyen her zaman yanımda olan bana inanan ve güvenen değerli aileme, akademik alanda bu seviyeye gelmemde her zaman destek olan abim Dr. Mehmet Erkol'a sonsuz sevgi ve teşekkürlerimi sunuyorum iyi ki varsınız diyorum.

Ve son olarak tez çalışmam boyunca desteğini benden esirgemeyen sevgili eşime sonsuz teşekkürler...

İlkay ERKOL

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atfedildiğini beyan ederim.

İmza



Öğrenci Adı Soyadı: İlkey ERKOL

ÖZET

AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE FİNANS PİYASALARININ ENTEGRASYON DÜZEYİ

ERKOL, İlkay
Yüksek Lisans Tezi, İşletme ABD
Tez Yöneticisi; Doç. Dr. Hakan SARITAŞ
Haziran 2011, 97 Sayfa

Günümüz ekonomilerinin işleyişinde finansal sistemin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bir ekonominin sağlıklı işlemesinin koşullarından bir tanesi, fonların arz edenlerden talep edenlere doğru etkin bir şekilde akışını sağlayacak etkin bir finansal sistemin varlığıdır. Borç alma ve borç verme işlemlerinin etkin bir şekilde gerçekleşmesinin sağlamak amacıyla fon arz ve talep edenleri bir araya getirmek, ekonominin işleyişi içinde finansal sistemin en önemli fonksiyonu olarak görülmektedir.

Son yirmi yıllık dönemde finansal piyasalarda dolayısıyla borsalarda önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Küreselleşme olgusu, aracılık hizmetlerindeki verimlilik ve etkinliğin artması, işlemlerin elektronik ortamda yapılabilmesi ve hisse senetlerinin birden çok borsaya kote edilebilmesi finansal piyasalar arasında giderek artan entegrasyon sürecine yol açmıştır. Bu süreç; piyasaların büyümesi ve derinleşmesi yoluyla kaynakların toplanması, toplanan kaynakların yatırımlara yönlendirilmesi, rekabetin daha güçlü hale gelmesine, yeni yatırım fırsatlarının ortaya çıkmasına, kaynakların daha üretken ve verimli alanlarda kullanılmasına, risklerin dağıtılması ve yönetilmesi açısından daha sağlıklı ortamın yaratılmasına, dolayısıyla finansal istikrara ve büyümeye katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte finansal entegrasyon ekonomilerde yapısal değişimlere de sebep olmuştur. Entegrasyon arttıkça riskler çeşitlenmiş, büyümüş, daha kolay yayılır hale gelmiş, ülkeler dışarıdaki gelişmelerden kolaylıkla etkilenir hale gelmişlerdir. Bir piyasada yaşanan belirsizlik veya artan riskler kısa sürede diğer piyasalara ve fiyat hareketlerine yansımıştır.

Bu çalışma da AB'ye adaylık sürecinde olan Türkiye'deki finansal piyasaların AB finansal piyasalarına entegrasyonunun olup olmadığına yönelik bir çalışmadır.

Anahtar kelimeler: Finansal Piyasalar, Finansal Entegrasyon, Avrupa Birliği

ABSTRACT**LEVEL OF INTEGRATION IN THE EUROPEAN UNION AND TURKEY
FINANCIAL MARKETS**

ERKOL, Ilkay

Master's Thesis, Management MBA

Supervisor: Assoc. Dr. Hakan SARITAS

June 2011, 97 Pages

The financial system has a significant impact on the functioning of modern economies. One of the conditions of functioning of a healthy economy, to have an efficient financial system that provides the efficient flow of funds from suppliers to people who demand. It seems the most important function of the the financial system in order to borrowing and lending transactions efficiently to provide bringing together people who supply and demand .

Last twenty-years, it has been experienced significant improvements in the financial markets, and also stock markets. The globalization, the increasing of the efficiency on mediation services and it's effectiveness, doing the transactions in electronic media, and the shares can be listed more than one market have caused the ever-increasing integration process.

This process contributes collecting resources by growth and deepening of markets, directing the gathered sources to investments to become competition more powerful and to come out new investment opportunities , to use resources more productive and efficient areas, creating a healthier environmen in terms of disturbing and managing risks and so the financial stability and growth. However, financial integration also has resulted in structural changes in economies. When integration increased, risks diversified, grown up and become more easilyspread and the countries became easily influenced by outside developments. The uncertainty or the increasing risks in a market reflected on other markets and price movements in a short time.

This study is for whether integration of EU financial markets and Turkey's financial markets in the process of the EU candidate.

Key words: Financial Markets, Financial Integration, The European Union.

İÇİNDEKİLER

| | |
|----------------------------------|-----|
| ÖZET..... | iv |
| ABSTRACT..... | v |
| İÇİNDEKİLER..... | vi |
| ŞEKİLLER DİZİNİ..... | x |
| TABLolar DİZİNİ..... | xi |
| SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ..... | xii |
| GİRİŞ..... | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ENTEGRASYON

| | |
|--|---|
| 1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE GENEL YAPISI..... | 3 |
| 1.1.1. Finansal Sistemin Fonksiyonları..... | 6 |
| 1.1.1.1. Finansal Aracılık..... | 6 |
| 1.1.1.2. Maliyetlerin Minimuma İndirilmesi..... | 7 |
| 1.1.1.3. Mal ve Hizmetlerin Değişimi..... | 8 |
| 1.1.1.4. Risk Aktarımı ve Yayılması..... | 8 |
| 1.1.1.5. İstikrar..... | 9 |
| 1.1.2. Finansal Sistemin Önemi..... | 9 |
| 1.1.2.1. Finansal Sistem ve Gelişme..... | 9 |

| | |
|---|----|
| 1.1.2.2. Finansal Sistem Tasarruf ve Yatırım İlişkisi | 10 |
| 1.2. FİNANSAL PİYASALAR VE İŞLEYİŞİ | 12 |
| 1.2.1. Finansal Piyasa Türleri | 12 |
| 1.2.1.1. Para piyasası – Sermaye piyasası | 13 |
| 1.2.1.2. Birincil piyasa – İkincil piyasa | 15 |
| 1.2.1.3. Örgütlü piyasa – Örgütlenmemiş (Tezgah Üstü) piyasa | 15 |
| 1.2.1.4. Spot piyasa – Vadeli piyasa | 16 |
| 1.2.2. Finansal Piyasaların İşleyişi | 17 |
| 1.2.2.1. Doğrudan Finansman | 17 |
| 1.2.2.2. Dolaylı Finansman | 18 |
| 1.2.3. Finansal Piyasaların Ekonomiye Etkileri | 19 |
| 1.3. FİNANSAL ENTEGRASYON | 21 |
| 1.3.1. Finansal Entegrasyonun Tanımı | 21 |
| 1.3.2. Finansal Entegrasyonun Faydaları | 22 |
| 1.3.2.1. Riskin Paylaşımı | 22 |
| 1.3.2.2. Sermayenin Daha Etkin Dağılımı | 23 |
| 1.3.2.3. Ekonomik Büyüme | 23 |
| 1.3.2.4. Piyasalar ve Finansal Aracılar Arası Rekabet | 26 |
| 1.3.2.5. Finansal Aracılık Hizmetlerinin Çeşitlenmesi | 26 |
| 1.3.2.6. İşlem Maliyetlerinin Azaltılması | 26 |
| 1.3.2.7. Finansal Piyasalardaki Enstrümanların Fiyatlarının Şeffaflaşması | 27 |
| 1.3.2.8. Kamu Sektörünün Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Azaltılması | 27 |
| 1.3.2.9. Piyasalarda Derinliğin Artması ve Likidite Riskinin Azalması | 28 |
| 1.3.2.10. Finansal İstikrarın Sağlanması | 28 |
| 1.3.2.11. Yabancı Bankaların Girişinin Bankacılık Sisteminin Etkinliğini Artırması | 29 |

| | |
|--|----|
| 1.3.3. Finansal Entegrasyonun Önemi | 29 |
| 1.3.4. Finansal Entegrasyonun Etkileri | 30 |
| 1.4. ULUSLAR ARASI FİNANSAL ENTEGRASYON | 31 |
| 1.4.1. Uluslararası Finansal Entegrasyonun Faydaları | 32 |
| 1.4.2. Uluslararası Finansal Entegrasyonun Maliyetleri | 34 |

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK FİNANS SİSTEMİ VE AVRUPA BİRLİĞİ FİNANS SİSTEMİ

| | |
|--|----|
| 2.1. TÜRK FİNANS SİSTEMİ | 36 |
| 2.1.1. Türk Finans Sisteminin Genel Yapısı | 36 |
| 2.1.1.1. T.C. Merkez Bankası | 37 |
| 2.1.1.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası | 38 |
| 2.1.1.3. Mevduat Bankaları | 39 |
| 2.1.2. Türk Finans Sisteminde Sermaye Piyasası ve Piyasanın Bileşenleri | 40 |
| 2.1.2.1. İMKB Bünyesindeki Piyasa ve Pazarlar | 43 |
| 2.1.2.1.1. İMKB’de Pazarlar | 43 |
| 2.1.2.1.2. İMKB Hisse Senedi Endeksleri | 44 |
| 2.2. AVRUPA BİRLİĞİ FİNANS SİSTEMİ | 47 |
| 2.2.1. Avrupa Birliği (AB) Finans Sisteminin Genel Yapısı | 47 |
| 2.2.1.1. Ekonomik Ve Parasal Birlik Ve Avrupa Tek Finansal Hizmetler Piyasasına Doğru | 47 |
| 2.2.1.2. Avrupa Tek Finansal Pazarının Amacı | 48 |
| 2.2.1.3. Avrupa Tek Finansal Pazarı Özellikleri Ve Büyüklükleri | 49 |
| 2.2.2. Avrupa Birliği’nde Sermaye Piyasaları ve Borsalarının Yapısı | 50 |
| 2.2.3. Avrupa Birliği’nde Sermaye Piyasalarının Özellikleri | 53 |
| 2.2.3.1. Ekonomik Entegrasyon | 53 |
| 2.2.3.2. Parasal Entegrasyon | 54 |

| | |
|---|----|
| 2.2.3.3. Siyasal Entegrasyon | 55 |
| 2.3. AB'YE ÜYELİK ASAMASINDA OLAN TÜRKİYE'NİN FİNANSAL PİYASALARA ENTEGRASYON SÜRECİ | 56 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AVRUPA BİRLİĞİ VE TÜRKİYE FİNANS PİYASALARININ ENTEGRASYON DÜZEYİNİN KOİNTEGRASYON (EŞBÜTÜNLEŞME) ANALİZİ YÖNTEMİYLE BELİRLENMESİ

| | |
|---|----|
| 3.1. ARAŞTIRMA KONUSU VE YÖNTEM | 61 |
| 3.2. Bulgular | 68 |
| 3.2.1. AB Üyesi Ülkelerin Hisse Senetleri Fiyatları Değişkenine Ait Panel Birim Kök Sınaması | 69 |
| 3.2.2. Türkiye İçin Hisse Senedi Fiyatlarının Birim Kök Sınaması | 70 |
| 3.2.3. AB Üyesi Ülkelere Ait Değişkenin 1.Farkı Alınmış Durumdaki Panel Birim Kök Sınaması | 71 |
| 3.2.4. Türkiye Değişkeninin Birinci Farkının Alınması Sonucunda Yapılan Panel Birim Kök Testi Sınaması | 72 |
| 3.2.5. Panel Eşbütünleşme Testleri | 73 |
| 3.2.5.1. Pedroni Eşbütünleşme Testi | 73 |
| 3.2.5.2. Johansen Fisher Panel Eşbütünleşme Testi | 74 |
| SONUÇ | 76 |
| KAYNAKÇA | 79 |
| EKLER | 89 |
| ÖZGEÇMİŞ | 97 |

ŞEKİLLER DİZİNİ

| | Sayfa |
|---|-------|
| Şekil 1.1. Finansal Sistemin Yapısı | 4 |

TABLolar DİZİNİ

| | Sayfa |
|---|-------|
| Tablo 1.1. Para Piyasası ve Sermaye Piyasasının Karşılaştırılması | 14 |
| Tablo 3.1. AB Üyesi Ülkelerin Hisse Senetleri Endekslerine İlişkin Birim Kök Sınamaları | 69 |
| Tablo 3.2. Türkiye İçin Hisse Senedi Endeksleri Birim Kök Sınaması | 70 |
| Tablo 3.3. AB Üyesi Ülkelere Ait Değişkenin 1. Farkı Alınmış Durumdaki Panel Birim Kök Test Sonuçları | 71 |
| Tablo 3.4. Türkiye Değişkeninin Birinci Farkının Alınması Sonucunda Yapılan Panel Birim Kök Testi Sonuçları | 72 |
| Tablo 3.5. Pedroni Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 74 |
| Tablo 3.6. Johansen Fisher Panel Eşbütünleşme Sonuçları | 75 |

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

| | |
|--------|---|
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| AB | Avrupa Birliği |
| ADF | Augmented Dickey Fuller |
| EASDAQ | European Association of Securities Dealers Automated Quotation |
| IPS | Im, Pesaran and Shin |
| IMF | Uluslar arası Para Fonu (International Monetary Fund) |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| JASDAQ | Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotation |
| KOBİ | Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler |
| LLC | Levin, Lin & Chu |
| MCSI | Morgan Stanley Capital International Inc |
| NASDAQ | National Association of Securities Dealers Automated Quotations |
| POLS | Havuzlanmış En Küçük Kareler |
| SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| TÜFE | Tüketici Fiyat Endeksi |
| USD | Amerikan Doları |

GİRİŞ

Avrupa Birliği (AB)'ne üyelik aşamasında olan Türkiye'nin, AB finans piyasaları arasındaki entegrasyon ilişkisini ölçmek için hazırlanan bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; teorik olarak finansal sistem ve finansal entegrasyon tanımlarına yer verilmiştir. İlk olarak finansal sistemin tanımı yapıp genel yapısı hakkında bilgiler verilir, daha sonra finansal piyasalar ve işleyişleri konusunda bilgiler verilir ekonomiye etkileri incelenmiştir. Ardından finansal entegrasyon kavramı incelenip ne gibi yararları ve etkileri olduğu araştırılmış, daha sonra uluslar arası finansal entegrasyona yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise, Türk finans sisteminin yapısı, bu sistem içerisinde yer alan TCMB, İMKB ve Mevduat bankaları hakkında genel bilgiler verilmiştir. bir diğer başlık olarak da, AB finans sisteminin genel yapısı araştırılmıştır. Daha sonra AB ve Türk finans piyasalarının entegrasyonu incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise; Türkiye ile AB finans piyasalarının entegrasyon düzeyini belirlemek için; iki değişken arasındaki ilişkinin tespitinde kullanılan Eviews Ekonometrik Programı ile hesaplanan "Pedroni Panel Eşbütünleşme ve Johansen Fisher

Panel Eşbütünleşme Testleri” ile ‘AB’ye üye ülkeler ve Türkiye üzerinde yapılmış bir uygulama yer almaktadır. Uygulamaya AB’ye üye ülkelerden Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, İrlanda, Yunanistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya olmak üzere on iki ülke dahil edilmiştir. Öncelikle kullanılan yöntemin tanımı, veriler ve yöntem açıklandıktan sonra AB’ye üye ülkeler ile Türkiye arasındaki entegrasyon ilişkisinin belirlenebilmesi açısından panel eşbütünleşme testleri uygulanmış, elde edilen verilere dayanılarak sonuç kısmı yorumlanıp çalışma tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

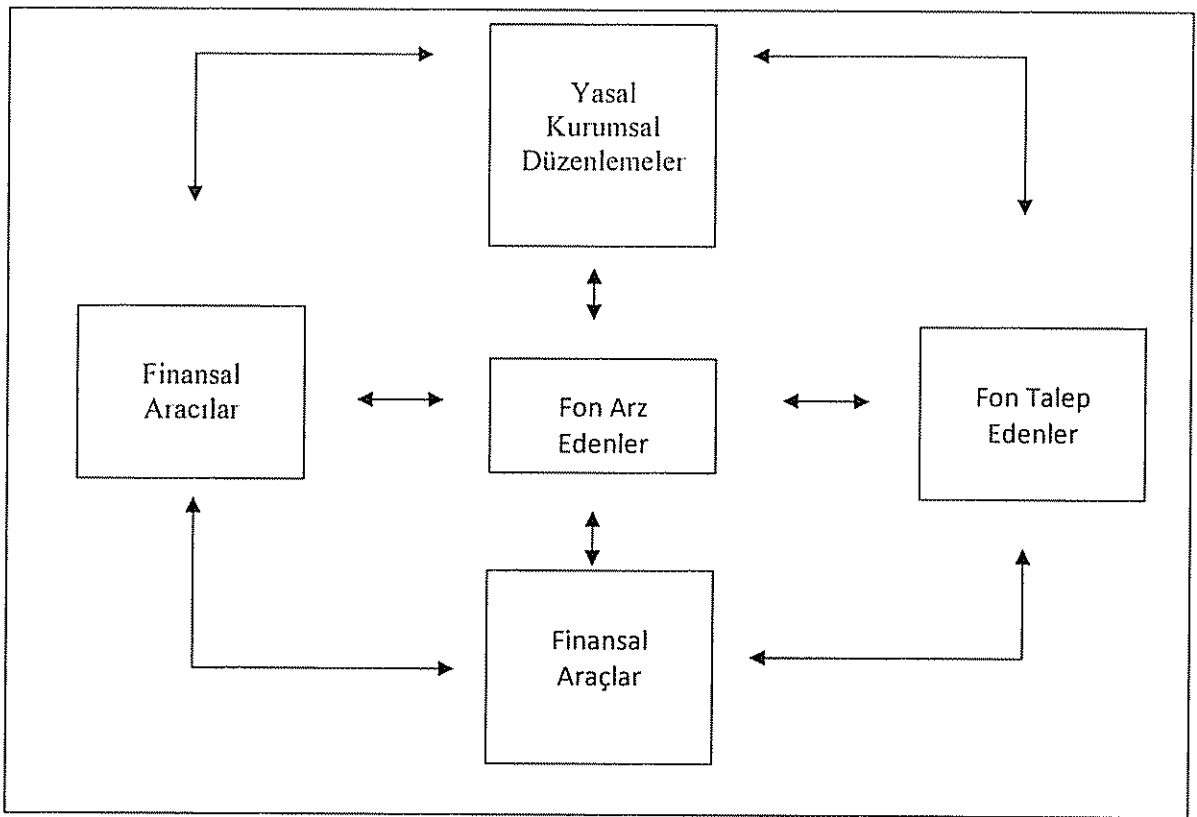
FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ENTEGRASYON

1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMI VE GENEL YAPISI

Günümüz ekonomilerinin işleyişinde finansal sistemin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bir ekonominin sağlıklı işlemesinin koşullarından bir tanesi, fonların arz edenlerden (tasarruf sahipleri) talep edenlere (yatırımcılar) doğru etkin bir şekilde akışını sağlayacak etkin bir finansal sistemin varlığıdır (Brigham ve Gapenski, 1991: 66). Borç alma ve borç verme işlemlerinin etkin bir şekilde gerçekleşmesinin sağlamak amacıyla fon arz ve talep edenleri bir araya getirmek, ekonominin işleyişi içinde finansal sistemin en önemli fonksiyonu olarak görülmektedir.

Bu konudaki açıklamalara öncelikli olarak, bir sistem ve ardından finansal sistem tanımı ile başlamak daha uygun olacaktır. Sistem, belirli bir amaca yönelik olarak, aralarında doğrudan ya da dolaylı ilişkiler bulunan ve aynı zamanda karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen parçaların oluşturduğu bir bütün olarak tanımlanır (Parasız ve Yıldırım, 1998: 5).

Finansal sistem ise; bir ekonomide belirli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Finansal sistem aynı zamanda kendisini de kapsayan genel ekonomik sistemin bir alt sistemidir. Ayrıca bir bütün olarak birçok kurumun, aracın ve piyasanın bir araya gelmesinden oluşur (Afşar, 2006:1-2).



Şekil 1.1. Finansal Sistemin Yapısı (Afşar, 2006:2)

Şekil 1.1.de gösterildiği gibi finansal sistemin temel unsurları; fon arz edenler, fon talep edenler, finansal aracılar(kurumlar), finansal araçlar ile yasal ve kurumsal düzenlemelerdir.

Fon Arz Edenler: Fon fazlası olanlar olarak da adlandırılan fon arz edenler, gelirlerinden daha az harcama yapan ya da gelirlerinin bir kısmının kullanımından vazgeçen dolayısıyla tasarıfta bulunan ekonomik birimlerdir.

Fon Talep Edenler: Fon arz edenlerin tam karşıtı bir unsur olarak, gelirlerinden daha fazla harcamada bulunan ya da bu yönde isteği bulunan fon açığı olan ekonomik birimlerdir.

Finansal Aracılar: Sistem içinde fonların arz edenlerden talep edenlere doğru aktarılması sürecinde çeşitli finansal araçlar (finansal kurumlar) işlev görmektedir. Bu araçlar aynı zamanda finansal kurumlar olarak da ifade edilmektedir. Finansal araçlar, fon akışı esnasında muhtemel gecikmeleri önlemek ve fon akışını çabuklaştırmak gibi fonksiyonları yerine getirirken, fon talep edenler ile arz edenler arasında bir nevi köprü görevini görmektedirler (Afşar, 2006:4).

Finansal Araçlar: Finansal sistemde finansal piyasalara fon sunanlar diğer kişilere devrettikleri fonların karşılığında fon talebinde bulunanlardan bir belge almaktadırlar. Bu belgeye genel olarak finansal araç adı verilmektedir (Konuralp, 2005: 18).

Yasal ve Kurumsal Düzenlemeler: Finansal sistemin etkinliği onun tam bir açıklık ve güvenlik içerisinde işlemesi ile mümkün olmaktadır. Dolayısıyla sistemin işleyişini düzenleyecek ve ortaya çıkacak sorunların çözümünde çeşitli yasal ve kurumsal düzenlemelere gerek duyulmaktadır. Devlet, hazırladığı kanun ve yönetmeliklerle, finansal sistemin hukuki çerçevesini belirler, işleyişini düzenler ve denetleme kurumları aracılığı ile piyasaları denetim altında tutar. Devletin belirlediği kurumsal düzenlemelere Sermaye Piyasası Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, yasal düzenlemelere de bankacılık kanunu ve sermaye piyasası kanunu örnek gösterilebilir.

1.1.1. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistemin iktisadi kalkınma sürecindeki yerinin belirlenmesi iktisat yazınında uzun tartışmalara neden olmuştur. Bu tartışmaların yapılmış olması bile finansal sistemin önemini ve fonksiyonlarını anlamaya olan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Finansal sistemin ekonomik hayattaki rolü üzerine yapılan teorik çalışmalar, finansal sistemde uygulanan politikalarındaki değişim ile yakından ilişkilidir.

Günümüzde finansal sistemin iktisadi kalkınma sürecinde kabul gören fonksiyonları şöyle sıralanabilir:

1. Finansal sistem finansal aracılık fonksiyonunu yerine getirir.
2. Finansal aracılık maliyetlerinin azalmasını sağlar.
3. Mal ve hizmetlerin değişimini gerçekleştirir.
4. Risk transferini ve taban yayılmasını gerçekleştirir.
5. Ekonomik istikrar için bazı araçlar sağlar (Uludağ ve Arıcan, 1999, 110)

1.1.1.1. Finansal Aracılık

Finansal sistemin görevi, kaynakları yatırım projeleri arasında getirisi en yüksek olana tahsis edilmesine aracılık etmek ve kaynak dağılımında etkinliği sağlamaktır. Ekonomik büyümenin en önemli belirleyicilerinden birisinin sermaye birikimi olduğu düşünülürse bu fonksiyonun önemi daha iyi anlaşılacaktır.

Tasarruf sahipleri bireysel olarak yatırımları, yöneticileri ve ekonomik durumu yakından değerlendirme olanağından zaman ve kapasite olarak yoksundurlar. Tasarruf sahipleri yatırımları değerlendirirken bilgi eksikliği ile karşı karşıya bulunmaktadırlar.

Dolayısıyla yüksek bilgi toplama maliyeti, sermayenin getirisin en yüksek olan yere dağılımını engelleyebilir (Levine,1997, 695).

Finansal aracilar ise gerek bilgi toplamadaki üstünlükleri ve gerekse riskli, fakat getirisi yüksek yatırımları finanse etme fonksiyonları ile sermayenin ortalama verimliliğini artırmaktadır.

Finansal aracilar kanalıyla sermaye ne kadar etkin dağıtılabiliyorsa ekonomik büyüme oranı o kadar yüksek olacaktır.

Finansal gelişme devam ettikçe, finansal sistemin finansal aracılık yapma fonksiyonu da gelişir. Finansal aracılık süreci çok sayıdaki tasarruf sahibinden yatırımcılara aktarılması işleminden oluşur. Ekonomik kalkınmanın ilk aşamalarında aracılık faaliyetleri daha çok ticari bankalarca gerçekleştirilir. Ekonomik kalkınma sürecinde yeni tip finansal aracilar ortaya çıkar, bunlar yatırım bankaları, sigorta şirketleri, hisse senedi ve tahvil borsalarıdır. Ancak çok ve çeşitli sayıdaki aracının başarılı bir finansal aracılık fonksiyonunu yerine getirdiği söylenemez, sorun sunulan hizmetlerin kalitesinde ve sistemin etkin çalışıp çalışmadığındadır (Yetiz, 2008; 8).

1.1.1.2. Maliyetlerin Minimuma İndirilmesi

Finansal sektördeki gelişmenin finansal aracılığın maliyetini düşürmesi beklenmektedir. Bu maliyet düşüklüğü finansal sektördeki verimliliğin artması anlamına gelmektedir. Finansal sektördeki gelişme sonucunda, finansal kurumlar tarafından sunulan hizmetler bağlamında bir rekabetin oluşması beklenmektedir. Bu rekabet ortamı borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkı azaltarak maliyetin düşmesine katkı sağlar. Bir finansal sistem, aracılığın maliyetini ne kadar azaltabiliyorsa, tasarrufları daha büyük bir kısmının getirisi yüksek yatırımlara tahsis edilmesine olanak verdiğiinden, o kadar verimlidir (Darrat,1999, 33).

Finansal sistem, işletme yöneticilerini izleme ve değerlendirme maliyetlerini düşürmektedir. Örneğin; yöneticiler, işletme içinde her gün bulunmaları sebebiyle elinde bu şirketin hisse senedi gibi değerli kağıtlarını bulunduranlara karşı bilgi üstünlüğüne sahiptirler.

Finansal kurumlar, yöneticileri izleyerek sahip oldukları bilgi üstünlüğünü azaltabilirler. Alınan kredilerin yerli yerinde kullanılıp kullanılmadığını bu şekilde takip edebilmektedir. Finansal sektör, bu yönüyle de sermaye birikimine ve dolayısıyla ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmektedir (Levine, 2004, 667).

1.1.1.3. Mal ve Hizmetlerin Değişimi

Finansal sistem, mal ve hizmetlerin değişimine olanak vermektedir. Hızla gelişen ekonomilerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni yatırım araçları ve piyasalarıyla bu değişim işlemlerini kolaylaştırmaktadır.

Teknolojik gelişmelerin bir sonucu olarak sermayenin küreselleşmesine olanak tanımaktadır.

1.1.1.4. Risk Aktarımı ve Yayılması

Finansal sistemin bir fonksiyonu olan risk aktarımı, riskin tabana yayılmasıyla risk transferinin sağlanmasıdır. Bireysel olarak tasarruf sahipleri ve yatırımcılar riskten kaçınma eğilimindedirler. Ancak riskten kaçınma isteğinin derecesi bireyler arasında farklılık gösterir. Risk çok sayıda birey arasında yayılmadığında tasarruf sahipleri ve yatırımcılar üstlendikleri yüksek riskten ötürü daha yüksek getiri talep edebilirler. Bundan dolayı iyi çalışan bir finans sisteminin riski çok sayıda birey arasında yaymaya imkan tanıyacak araçlar sunması gerekir. Sistem farklı derecelerde risk taşıyan çok çeşitli aktifleri bireylere sunabileceği gibi, risk yönetimi ve belirlenmesinde

uzmanlaşmış kurumlar bireylerin tercihlerine göre risk tayinini gerçekleştirebilirler. Tam anlamıyla çalışan finansal sistemin riskten ötürü sağlanacak ekstra primleri sıfıra düşürmesi gerekir (Uludağ ve Arıcan, 1999, 115).

1.1.1.5 İstikrar

Finansal sistem ekonomik faaliyetlerde istikrarı sağlamaya yönelik araçlar sağlar. Her ekonomi üretim, istihdam ve fiyatlarda zaman zaman dalgalanmalarla karşılaşır. Kamu otoriteleri bu dalgalanmaları önlemek için para arzını etkileyen politikalarla çeşitli kararlar alır ve bu kararları uygular. Örneğin, Gelişmekte olan ülkelerde işsizlik problemi parasal genişleme ile kontrolü mümkün olan bir istikrarsızlık olmadığı için finansal politikaların bu ülkelerde istikrar amacı ile kullanımı genellikle enflasyonun kontrolüne yönelik çabalar üzerinde yoğunlaşır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997, 111).

1.1.2. Finansal Sistemin Önemi

1.1.2.1. Finansal Sistem ve Gelişme

Ekonomide gelişme olgusu her dönemde ilgi çekici bir konu olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için çeşitli gelişme modelleri ileri sürülmüş, büyümenin ana etkeni olarak da sermaye birikimi gösterilmiştir. Buna göre mevcut kaynakların bir kısmı yeni yatırımlara yöneltilirse daha fazla sermaye biriktirilecek ve bu da üretkenliği arttıracığı için gelirden artışa yol açacaktır. Ancak gelişmemiş ülkelerde kaynak sorunu olduğundan bu koşulla gelişme teorisi “fakirlik döngüsü” ne dönüşmektedir. Finansal sistemin önemi de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler dış yardım olmadan ihtiyaçları olan yeni kaynakları bulamadıklarından var olan kaynakları daha etkin kullanmak yoluyla üretkenliği artırmaları daha akılcı bir yaklaşım olarak gözükmektedir (Yetiz, 2008; 11).

Üretkenliğin artırılması için de öne sürülen teori finansal gelişme ve liberalleşmedir. Finansal gelişme ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki A. Smith' ten beri ekonomistlerin ilgisini çekmiştir. Liberalleşme yanlısı ekonomistlerin bu mekanizmadaki “görünmez el”i finansal sistemin kendisidir. Her şeyden önce finansal kesimin serbestleşmesi faiz oranlarını, sonuç olarak da getirileri artıracığından tasarruflar atıl formlardan çıkıp finansal sisteme kazandırılacaktır. Böylece de yatırım fırsatları için kullanılabilir kaynaklar oluşacak, daha da önemlisi bu kaynaklar en karlı yatırım olanaklarında değerlendirilecektir. Çünkü bu kaynakların toplanması ve ödünç verilmesi işlemine aracılık eden kurumların kaynakları en etkin kullanımı sağlayacak yatırımda değerlendirecekleri varsayılmaktadır. Böylece kaynaklar verimsiz ya da atıl alanlardan çekilerek en iyi şekilde kullanıldığından toplam yatırımların verimliliği, dolayısıyla da gelir artacaktır.

Finansal sistem bu mekanizma sayesinde ekonomik gelişmeyi sağladığına göre sistemin büyümesi de gelişmeyi artırıcı etki yapacaktır (Taşkıran, 1996; 13).

1.1.2.2. Finansal Sistem Tasarruf ve Yatırım İlişkisi

Tasarruf bireylerin tüketimden vazgeçmeleri sonucu gelirlerinin harcanmayan kısmı yada tüketimin ertelenmesi olarak tanımlanır. Aynı zamanda bir ekonomide üretimi arttırmaya yönelik yapılan fonların kullanımı da yatırımları oluşturur. Tasarrufların ülke kalkınmasında etkin olabilmesi için tasarrufların sermayeye dönüştürülerek öngörülen yatırımların yapılması sağlanmalıdır (Kargı, 1997; 23). Ekonomide toplanan tasarrufların yatırım projelerine aktarılması yoluyla ekonomik büyüme sağlanabilir. Bir ekonomide reel yatırımların Gayri Safi Milli Hasıla içindeki payının büyüklüğünün artması ile ekonominin performansı pozitif ilişkilidir.

Finansal değişkenlerin tasarruflar üzerindeki etkisi ise; likidite ve finansal piyasalara ulaşmadaki kolaylık finansal araçları tasarruf sahipleri için cazip hale

getirebilir. Tasarruf sahiplerine sunulan hizmetler net getiriye arttırılırsa tasarrufları teşvik edebilir. Yüksek faiz oranlarının tasarrufların biçimi üzerindeki etkisi açıktır. Bu sayede tasarruflar finansal olmayan aktiflere kayar. Tasarruf sahiplerinin bu tutumu ekonominin finansallaşma derecesini yükseltir (Mihçı, 1999; 27).

Yatırımların artması ise hem ekonominin büyümesini hızlandırır, hem de gelecekteki üretim kapasitesini arttırır. Yatırımların arttırılabilmesi ülkenin tasarruf hacmi ile bu tasarrufların ne kadarının yatırımlara aktarılabilmesine bağlıdır. Bir ülkedeki tasarruf hacmi, ülke bireyinin tümü ile devlet dahil bütün kurum ve kuruluşlarının belirli bir dönemdeki tasarruflarından oluşmaktadır.

Yatırımlar aynı zamanda, araştırma ve geliştirme, beşeri sermaye, yaparak öğrenme, yönetimi iyileştirme ve toplam faktör verimliliğinin diğer elementlerini de kapsayacak şekilde genişletilebilir. Bu da finansal sistemin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini açıklamaya çalışma imkanı verir. İyi işleyen bir finansal sistem kaynakları verimli alanlarda kullanacakları seçer ve kaynakların yüksek getirili faaliyetlerde kullanımını sağlar (Yetiz, 2008; 11).

Firmalar ve bireyler yatırımlarının bir bölümünü kendi tasarruflarıyla finanse ettiklerinden, finansal sistem ülkedeki yatırımların ancak bir bölümüne aracılık eder. Finansal sistemin görevi tasarrufu olan birimlerin bu fonlarını fon gereksinimi olan birimlere aktarmaktır. Ancak finansal sistem toplam yatırılabilir fonların bir kısmı için aracılık yapsa da, tasarrufların tahsisindeki rolü büyüktür (Han, 1996; 22-23).

Finansal sistem geliştikçe önce yerel bankalar daha milli finansal kurumlar ve neticede sermaye piyasaları ve yabancı bankalar yatırımcılar için fon sağlayan kaynaklar durumuna gelirler. İstikrarlı işleyen finansal sistem fon aktarımı sırasındaki maliyetleri minimize eder.

Hızlı büyüme, çok yatırım ve finansal gelişme yüksek tasarrufla ilgilidir. Ancak hızlı bir finansal gelişme yatırımların verimliliğini artırarak iktisadi büyümeye katkıda bulunmaktadır.

1.2. FİNANSAL PİYASALAR VE İŞLEYİŞİ

Finansal piyasalar 1970’li yılların başından bu yana büyük değişim göstermiştir. Bu değişime zemin hazırlayan faktörler temel olarak ekonomik istikrarsızlık ve belirsizliğin artması, yeni finansal ürünlerin geliştirilmesi ve bilgisayar ile iletişim teknolojilerindeki olağanüstü gelişmelerdir. Bu gelişmeler ulusal ve uluslar arası piyasalarda fon hareketlerini serbestleştirip rekabet düzeyini yükseltmiştir. Finansın uluslar arasılaşması ve mali piyasalarda yaşanan yakınlaşma olgusuyla birlikte, finansal hizmetler sektöründe var olan, bankacılık, sigortacılık gibi alt piyasalar arasındaki ayrımlar hemen hemen ortadan kalkmış ve piyasalardaki hakim aracılık şekli olan klasik banka kredileri gibi dolaylı finansmana bırakmış, bu gelişmenin sonucunda menkul kıymetleştirme uygulamaları yoğunluk kazanmıştır (Alp, 2002: 40-41).

Bu bağlamda “piyasa”, satın alma gücü ve isteği bulunanlarla, satma ihtiyacı ve isteği olanların karşılaştıkları yerdir. Finansal piyasalar ise, fon arz edenlerle fon talep edenlerin karşılaştıkları, finansal sistemin merkezinde yer alarak kredi hacmi, tasarruf miktarı, faiz oranları, finansal varlık fiyatlarının belirlendiği ve çeşitli finansal araçların alınıp satıldığı piyasalardır. (Özer, 2007; 5).

1.2.1. Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasa türleri; para piyasası-sermaye piyasası, birincil piyasa – ikincil piyasa, örgütlü piyasa – örgütlenmemiş (tezgah üstü) piyasa, spot piyasa – vadeli piyasadır.

1.2.1.1. Para piyasası – Sermaye piyasası

Piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin türüne göre sınıflandırma yaparsak, piyasaları borç piyasaları ve özsermaye piyasaları olarak ikiye ayırmamız mümkündür. Borç piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin belli bir vadesi vardır. Eğer bu vade 1 seneden kısa ise söz konusu menkul kıymetin işlem gördüğü borç piyasalarına para piyasası da denilir. Örneğin, hazine bonoları bir borçlanma aracı olup, vadesi 1 seneden daha kısadır. Dolayısıyla, bu finansal varlığın işlem gördüğü piyasa borç piyasası ve para piyasasıdır. Vadesi 1 seneden daha kısa özsermaye söz konusu olmadığından para piyasaları aynı zamanda borç piyasasıdır. Para piyasalarında menkul kıymetler devlet veya yüksek kredibiliteye sahip işletmeler tarafından ihraç edildiğinden ve vadesi kısa olduğundan riski ve dolayısıyla getirisi de düşüktür. Riskin düşük olmasına rağmen para piyasalarında da bazen paranın geri ödenmemesi durumu da söz konusu olabilmektedir.

Vadesi 1 seneden daha uzun finansal varlıkların, örneğin devlet tahvilinin, işlem gördüğü piyasalar ise sermaye piyasalarıdır. Özsermayenin vadesi söz konusu olmadığından tüm özsermaye piyasaları ve vadesi 1 yıldan fazla finansal varlıkların işlem gördüğü borç piyasaları sermaye piyasaları olarak isimlendirilmektedir. Para piyasalarında ihraç edilen menkul kıymetlerden elde edilen fonlar genellikle dönen varlık, sermaye piyasalarında ihraç edilen menkul kıymetlerden elde edilen fonlar ise duran varlık finansmanında kullanılmaktadır.

Para piyasasının araçları, çek, senet, poliçe, bono gibi ticari belgeler ile emtia karşılığı verilen kredilerdir. Sermaye piyasasının araçları ise, uzun vade içeren hisse senedi, tahvil, katılma ve intifa senetleri, kar ortaklığı belgesi gibi menkul kıymet belgeleridir.

Sermaye piyasasında vade uzun olduğundan, risk ve faiz oranı yüksektir. Para piyasasında vade kısa, risk ve faiz oranı düşüktür (Sarıtış, 2003).

Tablo 1.1.Para Piyasası ve Sermaye Piyasasının Karşılaştırılması

| | Para Piyasası | Sermaye Piyasası |
|----------------------|--|--|
| Kaynak | Vadeli / vadesiz mevduat | Uzun süreli tasarruflar |
| Kullanım Yeri | Para piyasasından sağlanan kaynaklar geçici nakit ihtiyacını karşılamada kullanılır. | Sürekli işletme sermayesi ihtiyacı ve uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanılır. |
| Araçlar | Ticari Senetler | Menkul Kıymetler |
| Risk/Getiri | Düşük | Yüksek |

Finansal piyasaların bir alt kümesi olan para piyasası, vadeleri bir yıl ya da daha kısa vadeli fon akımlarının karşılandığı piyasalardır. Para piyasasında işlemlerin yapıldığı özel bir yer yoktur. Sermaye piyasasına ise genellikle uzun vadeli sabit yatırımların finansmanı ile çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmının finansmanı için başvurulur. İşletmelerin geçici ve mevsimlik nakit ihtiyacı ise para piyasasında karşılanır.

Para ve sermaye piyasaları arasında birinden diğerine doğru sürekli bir fon akımı vardır. Faiz oranı bu iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici durumundadır. Bu iki piyasa arasında fonlar genellikle düşük faiz oranından yüksek faiz oranına doğru kayar.

Fon fazlası olan birimler, kendi yatırım politikaları ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak fonlarını bu piyasalardan birine yatırabilirler. Yine aynı şekilde fon ihtiyacı olan birimler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre bu piyasalardan birinden veya her ikisinden borçlanabilirler (Özer, 2007; 6).

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında cari faiz oranları değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Para piyasasında meydana gelen bir faiz artışı, sermaye piyasasını da etkiler, devletin yüksek gelirli hazine bonoları ihraç etmesi durumunda parasını bankaya yatırmış olan bireyler daha yüksek geliri elde etmek amacıyla paralarının bankadan çekerek hazine bonusu alacaktır (Şakar, 1997: 9).

1.2.1.2. Birincil piyasa – İkincil piyasa

Birincil piyasa; ilk kez dolaşıma çıkan menkul değerlerin işlem gördüğü piyasalardır. Bu piyasalarda işletmeler, hisse senedi ve tahvil ihraç etmek suretiyle fon fazlası olan kesimlerden fon toplamaktadır (Afşar, 2004: 24). Örneğin; Sabancı Holding'in çıkardığı hisse senedini X Menkul Kıymetler Aracı Kurumu'nun tasarruf sahiplerine satması.

İkincil piyasa; daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin el değiştirdiği, yatırımcılar tarafından alınıp satıldığı piyasalardır (Brealey vd, 2001: 11). Bu piyasalara örnek, menkul kıymetler borsalarıdır.

1.2.1.3. Örgütlü piyasa – Örgütlenmemiş (Tezgah Üstü) piyasa

Finansal piyasalar örgütlenme şekline göre organize ve tezgah üstü piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Organize piyasaların Türkiye'de en iyi bilinen örneği İMKB'dir. Organize piyasalarda nihai işlemler merkezleşmiş borsalarda yapılmaktadır. Bu merkezleşmiş borsalarda aracılar bir araya gelerek, iletişim teknolojisi aracılığıyla iletilen alım satım emirlerinin gereğini yerine getirmektedir.

Diğer bir piyasa türü olan tezgah üstü piyasalarda ise nihai işlemler iletişim teknolojisi (telekomünikasyon sistemi, İnternet) aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı merkezleşmiş bir mekan söz

konusu değildir. Fakat bir piyasanın tezgah üstü piyasa sayılması için nihai işlemlerin mutlaka iletişim teknolojileri aracılığıyla gerçekleşmesi gerekmez. Genel olarak, menkul kıymetlerin borsalar dışında işlem gördüğü piyasalara tezgah üstü piyasalar denir. Tezgah üstü piyasalarda birinci el piyasa işlemleri de yapılabilmektedir. Günümüzde para piyasası hemen hemen tümüyle tezgah üstü piyasaya dönüşmüştür.

İletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler işlemlerin telekomünikasyon sistemi üzerinde yapılması daha yeni zamanlarda olanaklı olsa da, tezgah üstü piyasaların uzun bir geçmişi vardır. İstanbul'da mekan olarak Sirkeci'de 1970 ve 1980'li yılların ilk yarısında tezgah üstü piyasa faaliyet gösteriyordu. Bu piyasalarda alım satım aracılık eden kişiler kendi aralarında, bir borsanın belirleyici kural ve tüzüklerine uyma zorunluluğu duymadan işlem yaparlardı. Günümüzde, tezgah üstü piyasaların en bilinen örnekleri ABD'de faaliyet gösteren NASDAQ, Avrupa'da faaliyet gösteren Belçika merkezli EASDAQ, Japonya'da faaliyet gösteren JASDAQ piyasalarıdır. (muslumov)

1.2.1.4. Spot piyasa – Vadeli piyasa

Spot piyasalar finansal varlıkların hemen teslim ve ödemesinin yapıldığı, bazen de nakit piyasalar şeklinde anılan piyasalardır. Burada, hemen teslim ve ödemenin anlamı piyasanın şartlarına bağlı olarak değişir. Hemen teslim ve ödeme bazen işlemin yapıldığı günü temsil ederken bazen de bir hafta sonrasını temsil edebilir. Örneğin, İMKB'nda teslim ve ödeme T+2 dir. Bunun anlamı işlemi takip eden iki gün içinde teslim ve ödemenin yapılmasıdır (Konuralp, 2005: 21).

Vadeli piyasalar ise finansal varlıkların gelecekteki bir tarihte bugünden üzerinde anlaşma sağlanmış bir fiyattan alım-satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasada iki tür kontrattan söz edilebilir. Bincisi, iki taraf arasındaki anlaşmaya dayalı vadeleri, tutarları ve fiyatları söz konusu tarafların belirlediği kontratlar (forward contracts). İkincisi ise, vadeleri ve tutarları standardize edilmiş, organize piyasalarda

alınıp satılan, fiyatları üzerine kontrat yazılmış finansal varlığın fiyatındaki değişimlere göre farklılaşan kontratlardır (futures contracts) (Konuralp, 2005: 21).

1.2.2. Finansal Piyasaların İşleyişi

Finansal piyasalar fon arz edenlerle fon talep edenlerin birbirini bulmalarını sağlayarak fon alış verişini gerçekleştirirler. Buna aynı zamanda fon transferi denilmektedir. Fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki değişimi sağlayan araç ise faizdir. Bir finansal sistemin fon kaynakları genel olarak, yurtiçi tasarruflar ile yurtdışı tasarruflardan oluşmaktadır (Özer, 2007; 7).

Sisteme giren fonları kullananlar yani hem fon arz edenler hem fon talep edenler bireyler, devlet ve işletmelerdir (Öçal, 1999:19). Fonların arz edenlerden talep edenlere aktarılmasında ise karşımıza değişik finansman yöntemleri çıkmaktadır. Bunlar doğrudan finansman ve dolaylı finansman yöntemleridir.

1.2.2.1. Doğrudan Finansman

Doğrudan finansman yönteminde fon arz edenler ile fon talep edenler, aralarında hiçbir aracı olmadan karşı karşıya gelmekte ve fon transferi gerçekleşmektedir. Burada fon temin etmek isteyenler, fon arz edenlere çeşitli finansal araçlar satarak fon sağlamaktadırlar (Soydemir, 1998: 5).

Doğrudan finansmanda, fon talep edenler ihraç ettikleri finansal varlıkları çok sayıdaki yatırımcıya satmayı amaçlayabildikleri gibi, az sayıda yatırımcı ile de bağlantıya girip finansal varlıkların tamamını bu yatırımcılara da satmayı isteyebilmektedirler (Özer, 2007; 8).

Bu finansman yönteminin en önemli avantajı, bir aracı kullanılmaması nedeniyle transfer masraflarında nisbi olarak tasarruf sağlanmasıdır. Bununla birlikte bu finansman türünün, ortada bir aracının olmaması nedeniyle, fon transferinin zamanında gerçekleşmemesi ve istenen büyüklükteki fonlara ulaşamama gibi sakıncalar da bulunmaktadır (Sarıkamış, 1998: 91-92).

1.2.2.2. Dolaylı Finansman

Dolaylı finansman yöntemi, fonların bir aracı kuruluş yardımıyla arz edenlerden talep edenlere doğru aktarımını ifade eder. Burada tasarruf sahibi fon kaynağını herhangi bir aracı kuruma aktarır, fon kullanmak isteyen ise fon gereksinimini finansal araçlardan sağlar. Bu yöntemde finansal piyasalar fon arz etmek isteyenler ile fon talep edenleri buluşturmaktadır. Ancak buluşma doğrudan finansman yönteminde olduğu gibi yüz yüze bir buluşma değildir. Genellikle taraflar birbirini görmeksizin bir aracı kurum vasıtasıyla fon transferi gerçekleşir (Öçal, 1999: 20).

Dolaylı finansman aşamasında fon arz edenlerle talep edenlerin bu anlamda finansal varlık alıcı ve satıcılarının alım satım konusundaki hacim, vade, yasal özellikler, likidite, risk, vb konularda farklı istekler ve beklentilere sahip olmaları, finansal araçların doğmasına neden olmuştur. İşte finansal piyasalarda birbirine zıt yöndeki bu istek ve beklentileri karşılamaya çalışan araçlara finansal kurumlar, bu türdeki finansman türüne de dolaylı finansman denilmektedir. Fonların dolaylı finansmanında, farklı kuruluş ve işleyiş özelliklerine sahip değişik araçlardan yararlanılmaktadır (Afşar, 2006: 18).

Bu finansman yönteminde, yatırım bankaları ve aracı kurumların aracılığını diğer finansal araçlardan ayırmak gerekmektedir. Bu kuruluşlar firmaların ihraç ettiği hisse senedi ve tahvilleri halka satmada aracılık ederler. Bazen de, ihracın tamamını kendileri satın alıp daha sonra bunları nihai alıcılara (yatırımcılara) satarlar. Dolayısıyla,

finansal varlıklar hiç şekil değiştirmeden tasarrufçulara transfer edilir. Öte yandan, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinde durum biraz farklıdır. Bu gibi kuruluşlar, kendi ihraç etmiş oldukları finansal varlıkları (örneğin, yatırım ortaklıkları kendi hisse senetlerini, yatırım fonları ihraç ettikleri katılma belgelerini, sigorta şirketleri poliçelerini) tasarruf sahiplerine satarak topladıkları fonlarla profesyonelce çeşitlendirme sağlayacak şekilde portföy yöneticiliği yaparlar (Konuralp, 2005: 18).

1.2.3. Finansal Piyasaların Ekonomiye Etkileri

Gelişmekte olan ekonomide, finansal piyasaların ekonomiye sağlayacağı faydalar şunlardır (Bolak, 2000; 9-10)

1. Gelir ve Refah Artışına Katkı: Gelişmiş bir finansal piyasa kaynakların en verimli biçimde dağılımını sağlayabilir. Fertlerin düşük verimli yatırımlar yapmaları yerine, kaynakların kurumsal yatırımcı eline geçerek, yüksek verimli yatırımlarda değerlendirilmesi milli gelir ve refah artışına katkı sağlayacaktır.

2. Vade Ayarlamaları: Gelişmiş bir mali ortamda gerek fon sunanlar gerekse fonlardan yararlananlar için alternatif piyasalar ve kaynaklar ortaya çıkar. Fon sunanlar bu fonlarını kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirmek isterlerken yine kısa, orta veya uzun vadeli fon ihtiyacı olan kişiler mevcuttur. Gelişmiş bir finansal piyasa çeşitli kurum ve araçlarla iki kesim arasındaki vade ayarlamalarına olanak sağlar.

3. Miktar Ayarlamaları: Finansal piyasalar, dağınık durumdaki küçük tasarrufların, güven sağlayan geniş tabanlı bir finans havuzunda bir araya getirilip biriktirilmesini sağlar. Böylece, tek başlarına yatırım yapmaya yeterli olmayacak boyutlardaki fonlar birleşerek büyük yatırımlara dönüşebilir.

4. Risk Ayarlamaları: Gelişmiş finansal piyasalarda, risk bakımından farklılıklar gösteren çeşitli finansal araçlar bulunacaktır. Böylece yatırımcılar risk tercihlerine göre istedikleri mali araca yatırım yapabileceklerdir. İyi çalışan bir mali piyasada risk ile getiri arasında doğru ilişki bulunmalı, daha yüksek riskin karşılığı, daha yüksek getiri olmalıdır. Ancak yüksek kazanç için daha fazla risk göze alındığında, yüksek kazanç kadar yüksek zarara da uğranabileceği kabul edilmelidir.

5. Büyük Ölçekli Firmaların Kurulması: Finans kesimine akan birikimler ile sanayi kesimi arasında etkin işleyen kanalların kurulmasıyla, sanayi kesiminde büyük ölçekli sermaye şirketlerinin doğup büyümesine olanak verilir.

6. Rekabet Artışı: Finansal piyasaların gelişmesi, mali kurumlar arasında, menkul kıymetler arasında, yatırım danışmanlığı, yönetim, değerlendirme gibi çeşitli fonksiyonlar arasındaki rekabeti de arttıracaktır. Bunun için rekabeti kısıtlayıcı kurumlar ve yasal engellemelerin bulunmaması gerekir. Rekabet sonucu, piyasa faiz oranının reel büyüklüklere göre belirlenme şansı artarken, tasarrufların kazandığı faiz oranıyla kredi faiz oranları arasındaki diğer bir değişle fon arz edenlerin sağladığı kazanç oranıyla, fon kullanımının maliyeti arasındaki fark giderek kapanacaktır.

7. Mülkiyetin Geniş Halk Topluluklarına Yayılmasıyla Toplumda Daha Dengeli Bir Gelir Dağılımı Sağlanması: Özellikle sermaye piyasasının gelişmesi ve küçük tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yaparak sınıai işletmelere ortak olması hem mülkiyetin yayılmasına olanak sağlayacak, hem de küçük tasarrufların kar payı geliri elde etmesiyle gelir dağılımında nispi bir düzelme sağlanabilmesi mümkün olacaktır.

Tüm faktörler göz önüne alındığında bir ekonomide finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülerini şöyle yaymak mümkündür:

1. Finansal araçların çeşitliliği,

2. Vade, miktar ve risk ayarlama ile fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğü,
3. Tasarrufların ve varlıkların finansal araçlara dönüşme oranı,

Türkiye’de ise finansal araçların çeşitliliğinin çok az, vade, miktar ve risk ayarlama ile fon aktarma maliyetlerinin çok yüksek olduğu, bireylerin varlıklarının finansal araçlara dönüşme oranının çok yetersiz olduğu söylenebilir (Ertuna, 1987; 16).

1.3. FİNANSAL ENTEGRASYON

1.3.1. Finansal Entegrasyonun Tanımı

Literatürde finansal bütünleşme olgusu farklı kavramlarla tanımlanmıştır. İktisadi varlıkları sahibinin ikametgâhından bağımsız olarak benzer getirilere yönelen ve aynı sermaye akımları yaratan varlıkların işlem gördüğü piyasalar finansal anlamda bütünleşmenin sağlandığı piyasalar olarak düşünülebilir (Pagano, 2002:1). Bu tanıma göre finansal piyasaların bütünleşme derecesi, farklı ülkelerde piyasalara çıkarılan ve benzer sermaye akımlarını ortaya çıkaran varlıkların getirilerinin karşılaştırılmasıyla ölçülmektedir. Bu tanım tam (mükemmel) işleyen finansal piyasaların var olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bundan dolayı yatırımcıların portföylerinin anında değiştirilmesini engelleyici hiçbir kısıtın (sermaye kontrollerinin ve diğer kurumsal engellerin) olmadığı kabul edilmektedir (Gündem, 2010:1)

Lemmen (1998), finansal entegrasyonu, sermayenin herhangi bir kontrol veya engel olmadan serbestçe dolaşımı ile finansal varlıkların birbirleriyle ikamesinin (yabancı ve yerli finansal varlıkların herhangi bir sınırlama olmadan alınıp satılması) derecesi olarak tanımlanmıştır.

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

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

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

Finansal entegrasyon tanımı için kullanılan kavramlardan bir tanesi de “Tek Fiyat Yasası”dır (Law of one price). Tek fiyat yasasına göre benzer derecede risk ve getiriye sahip olan finansal varlıkların fiyatı, işlem maliyetlerinin eşit olduğu varsayımı altında, işlem gördüğü piyasalara bağlı olmaksızın aynı olmalıdır. Tek fiyat yasası finansal entegrasyonun borsalarda kote olan ve/veya ihraç edilen menkul kıymetler üzerinde kantitatif olarak ölçülmesini sağlamaktadır (Uysal, 2009; 23).

1.3.2. Finansal Entegrasyonun Faydaları

1.3.2.1. Riskin Paylaşımı

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

tam olarak faydalanmanın imkansız olduğunu belirtmişlerdir. Bu sonuca göre yatırımcılar, yatırım tercihlerinde kullanılacak finansal varlık sepetinin büyüklüğü ve çeşitliliğini sağlamak suretiyle portföy getirisini artırmayacaktır. (Uysal, 2009; 30).

1.3.2.2. Sermayenin Daha Etkin Dağılımı

Finansal bütünleşmenin bir diğer faydası sermaye dağılımını geliştirmektir. Genel olarak kabul edilen görüşe göre daha fazla finansal bütünleşme daha iyi sermaye dağılımına neden olacaktır. Yatırımcılar fonlarını daha iyi ve daha verimli olduğuna inandıkları alanlarda değerlendirecek, buda fonların tekrar dağılımına ve fonların en verimli yatırım fırsatlarına kanalize olmasına yol açacaktır (Gündem, 2010; 3092).

1.3.2.3. Ekonomik Büyüme

Klasik anlamda finansal bütünleşme teorisinin savunucularının finansal bütünleşmeden beklediklerinin başında yüksek oranlı büyüme gelmektedir. Aslında az önce ifade edilen etkiler de finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceğini ima etmektedir. Finansal bütünleşme çerçevesinde faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması önce müteşebbislerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ilerleyen dönemde ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Bununla beraber finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabilir kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha

verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri getirisi çok yüksek projelerin fonlanmasını sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır (Afşar, 2004:69).

Giannetti (2002), entegrasyonun az gelişmiş bölge ülkelerinde rekabeti arttırdığını; bu durumun aracılık maliyetlerinin düşüşünü ve finansal sistemin etkinliğinin gelişimini sağladığını; bu ülkelerin finansal piyasalarının çekici kıldığını ve yerel ve yabancı firmaların piyasaya girişlerini arttırdığını söylemiştir. Piyasalara yeni katılımcıların eklenmesi finansal sistemlerin gelişimini sağlamaktadır.

Obstfeld (1989), finansal entegrasyonun, ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının da faydalarından yararlanmak suretiyle arttırdığını ve bu durumun makro ekonomik volatilitiyi düşürdüğünü öne sürmüştür.

Markusen ve Venables (1999), göre, doğrudan yabancı sermaye ile birlikte mal ve faktör piyasalarındaki rekabetin artması; firmaların karlarını azaltmasına rağmen, rekabetin hammadde arz eden endüstrilerde de yükselmesi sonucunda ürün maliyetlerini düşürecektir. Bu durum firmaların karlarının yeniden yükselmesini ve yerli yatırımcıların yatırım yapma isteklerinin artmasını sağlamaktadır.

Pagano (2002), finansal entegrasyonun temel olarak ekonomik büyümeyi, riskin dağıtılmasının faydalarından da yararlanmak suretiyle artıracığını ve makro ekonomik volatilitiyi düşüreceğini ileri sürmüştür.

Levine'e göre finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde ciddi etkisi vardır. Uluslar arası portföy yatırımlarının üzerindeki kısıtların entegrasyonu hisse senedi piyasalarının likiditesini artırıcı etki yaratacaktır. Sonra hisse senedi piyasaları likiditesinin genişlemesi her şeyden önce verimlilik artışını yükselterek ekonomik büyümeye yol açacaktır. İkinci olarak daha fazla yabancı banka bulunmasına izin vermek ulusal bankacılık sisteminin etkinliğini artıracaktır. Bunu takiben daha iyi

bankacılık öncelikle verimlilik artışını hızlandırarak ekonomik büyümenin güdüleyicisi olacaktır. Bu yüzden uluslararası finansal bütünleşme uzun dönem verimlilik artışı için olumlu zincirleme etkiler yaratarak ulusal finansal sistemdeki gelişmeleri cesaretlendireceğinden ekonomik gelişmenin büyümesine yardımcı olabilir (Levine, 2001; 700).

Williamson ve Mahar'a (2002) göre yakın zamanlarda yapılan bazı incelemelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit ülke incelemesi analizini kullanarak Robert King ve Ross Levine (1993) daha yüksek bir finansal gelişme ile daha hızlı cari ve gelecek ekonomik büyüme düzeyleri, fiziksel sermaye birikimi ve ekonomik etkinlik arasında önemli, sağlam ve pozitif bir korelasyon bulmuşlardır.

Bazı yazarlar da finansal bütünleşme ve büyüme arasındaki ilişkinin uzun dönemde ortaya çıkacağını, kısa dönemli dalgalanmaların kalıcı etkiler yaratmadığını, dolayısıyla bütünleşmenin büyümeye katkısının olumlu olduğu iddia etmekte. Ranciere, Tornel ve Westerman'a (2006) göre finansal bütünleşme finansal kırılganlığa ve geçici finansal krizlere neden olabilir. Fakat bununla beraber finansal bütünleşme uzun dönem büyümeyi hızlandıracaktır. Krizlerin maliyetli ve sert daraltıcı etkileri olsa bile bunlar geçici etkilerdir. Bu yüzden uzun dönemde daha fazla finansal derinlik ve yatırımın büyüme yanlı etkileri finansal kırılganlıktan ve krizlerin daha sık tekrarlanan etkilerinden daha önemlidir (Ranciere, Tornell, Westerman, 2006:13). Kaminsky ve Schmuckler'de gelişmiş ve yükselen piyasaları dahil ettikleri analizlerinde gelişmiş ekonomiler için finansal açıklık ve entegrasyonun kısa dönemde bir takım dalgalanmalar yaşansa bile uzun dönemde bu dalgalanmaların ortadan kalktığını ve ekonominin istikrarlı büyüme sürecine girdiğini belirtmiştir (Kaminsky ve Schmuckler, 2003:37).

1.3.2.4. Piyasalar ve Finansal Aracilar Arası Rekabet

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

1.3.2.5. Finansal Aracılık Hizmetlerinin Çeşitlenmesi

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

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

1.3.2.6. İşlem Maliyetlerinin Azaltılması

Borsa ve aracı kuruluşların; ölçek ekonomisi ile birlikte işlem başına maliyetlerinin azalması ve diğer Avrupa Birliği ülkelerinde faaliyet gösteren aracı

kuruluşların yerel finansal piyasalarda faaliyet göstermesi ile birlikte karlarında bazı azalmaları yaşanacaktır. Bu kurumlar karlarındaki azalmayı finansal piyasaların genişlemesi ile birlikte oluşacak olan işlem hacmi artışları ile karşılamayı düşünmektedirler.

Domowitz ve diğerleri (2000), üç taraflı denklemler ile işlem maliyetlerinin piyasa likiditesine ve getiri oranlarına etkisini incelemiştir. Analizde, 42 ülkenin iki yıllık verileri ışığında maliyet, likidite ve oynaklık arasındaki ilişki incelenmiş, işlem maliyetlerinin düşürülmesinin, piyasanın likiditesini artıracığı ve bu durumun işlem hacmini artıracığı saptanmıştır. Ayrıca piyasa kapitalizasyonunun işlem maliyetlerini düşürmede önemli rol oynadığı belirtilmiştir.

1.3.2.7. Finansal Piyasalardaki Enstrümanların Fiyatlarının Şeffaflaşması

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

1.3.2.8. Kamu Sektörünün Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Azaltılması

Bazı Avrupa Birliği ülkelerinde, kamu sektörü, özel sektöre karşı finansal kaynaklardan yararlanma alanında kendisine üstünlükler sağlamak için bazı düzenlemeler yapmıştır. Örneğin kamu sektörü borçlanma araçlarının elde edilen faiz gelirlerinin vergiden muaf olması gibi ayrıcalıklar yatırımcıların özel sektör borçlanma araçları yerine kamuya yatırım yapmalarına neden olacaktır. Entegre olmuş finans

piyasalarda kamu sektörünün bu statüsü tamamen ortadan kalkmasa bile zayıflayacaktır. Devlet bütçesinin finansmanının ekonomik maliyetlerini daha açık bir şekilde ortaya koyacaktır. Bu durum üye devletlerin hükümetlerinin istedikleri gibi ve kısa vadeli siyasi kararları desteklemek amacıyla uyguladıkları makro ve/veya mikro ekonomik kararları uygulamaya almalarını güçleştirecektir (Chambers, 2005;135).

1.3.2.9. Piyasalarda Derinliğin Artması ve Likidite Riskinin Azalması

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

Merton'a (1987) göre, likiditenin sermayenin maliyeti üzerinde çok büyük etkisi bulunmaktadır. Merton; riskli bir portföyün beklenen getirisini portföyden elde edilecek gelir ile piyasa portföyünün getirisinin (sistemik risk olarak tanımlanmış) kovaryansı olarak ifade etmiştir. Merton, ayrıca entegrasyon neticesinde sermaye kontrollerinin kaldırılması ve serbest dolaşımın piyasadaki likiditeyi artıracığını öne sürmüştür.

1.3.2.10. Finansal İstikrarın Sağlanması

Firmaların finansal operasyonlarını finansal entegrasyondan faydalanarak gerçekleştirmeleri, finansal aracıları, sistemsel risk profilini ve bireysel yatırımcıların finansal kararlarını farklı yönlerden etkilemektedir. Ülke ekonomisinin istikrarsız olduğu durumlarda, yaşanabilecek küçük şoklar hem finansal aracıları hem de

yatırımcıları olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu nedenle finansal kararların finansal istikrar ortamında verilebilmesi ekonominin bütün aktörleri için faydalıdır. Finansal entegrasyon ile birlikte finansal istikrarın oluşması, yatırımcıların büyük hacimli veya sınır ötesi işlemler ile aynı düzeyde risk alarak daha fazla getiri elde etmelerini sağlayabilecektir (De Nicolò ve Tieman, 2006;16).

1.3.2.11. Yabancı Bankaların Girişinin Bankacılık Sisteminin Etkinliğini Artırması

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

Levine (1996) ve Caprio ve Honohan (1999), yabancı bankaların finansal açıklık neticesinde başka ülkelerde faaliyet göstermesinin; yerel piyasalarda finansal servislerin kalite ve ulaşılabilirliğini geliştirdiğini, bankalar arası rekabeti artırdığını, sofistike bankacılık teknikleri ve teknolojinin kullanılmaya başlandığını, potansiyel olarak kaynak talep edenlerin maliyetlerinin azaltıldığını, yerel bankaların denetim ve yasal düzenlemelerinin geliştirilmesini hızlandırdığını, ülkelerin uluslararası sermayeye ulaşımının yabancı banka veya iştirakleri tarafından sağlandığını, yerel finansal sistemin istikrarlı olmasının sağladığını, istikrarsızlık durumunda yatırımcıların yabancı ülkelere para transferi yapmak yerine yabancı bankaların ülkelerinde bulunan şubelerine para aktarımı yaptıklarını belirtmişlerdir.

1.3.3. Finansal Entegrasyonun Önemi

Parasal birliğin başarılı olmasında finansal piyasaların entegrasyonunun önemini ilk defa Ingram(1959) ileri sürmüştür. Finans piyasaların entegrasyonu, asimetrik şokla

karşılaşan ve para birliğine üye ülkelerdeki ekonomik dengeleri koruyucu bir sigorta görevini üstlenmektedir (De Grauwe, 2003; 226). Bu mekanizmayı daha iyi açıklamak için tam parasal entegrasyona girmiş A ve B gibi iki ülke olduğunu ve A ülkesinin negatif ve B ülkesinin pozitif asimetrik şokla karşılaştığını varsayalım. Bu iki ülke tam parasal entegrasyona gittikleri için bu ülkelerdeki bono piyasaları, hisse senedi piyasaları ve bankacılık sektörü de tam entegre olacaktır. Negatif şokla karşılaşan A ülkesindeki firmalar zararlar karşılacakları için bu firmaların hisse senedi değerleri düşecektir. Hisse senedi piyasası tam entegre olduğu için B ülkesinde oturanlar da A ülkesindeki firmaların hisse senedini almış olacaklar; böylece A ülkesinin zararının bir kısmını B ülkesi üstlenecektir. B ülkesinde ise bunun tam tersi ortaya çıkacaktır. B ülkesindeki ekonomik faaliyetteki artış bu ülkelerin firmalarının hisse senetleri değerini artıracaktır. B ülkesi firmalarının hisse senetleri aynı zamanda A ülkesi vatandaşları tarafından da tutulduğu için B ülkesinden A ülkesine para aktarılmış olacaktır. Burada parasal birliğe girmiş bir ülkenin uğradığı şok diğer üye ülkelerce paylaşılmaktadır. Benzer mekanizma entegre olmuş bono piyasaları için de geçerlidir (Küçükahmetoğlu vd. 2005; 77).

Sonuç olarak, finans piyasalarının entegre olduğu parasal birleşmelerde sermaye fazla veren ülkeden açık veren ülkeye akabilmekte ve bu nedenle asimetrik şokun etkisi en aza indirilmektedir. Fakat Avrupa Birliği parasal birleşme üzerine yapılan ampirik çalışmalar, Avrupa birliği ülkeleri arasında teorik anlatıma benzer şekilde tam bir finansal entegrasyonun olmadığı bu nedenle ortaya çıkacak asimetrik şokların birliğe üye tüm ülkelerce paylaşılmasının zor olacağı sonucuna varmışlardır (De Grauwe, 2003; 27).

1.3.4. Finansal Entegrasyonun Etkileri

Entegrasyonun gelişmekte olan finansal piyasalar üzerindeki etkisi iki şekilde ortaya çıkabilir. Bunlardan ilki entegrasyonun daha az gelişmiş ülkelerdeki finansal

aracılarn ve piyasaların etkinliğini artırması beklenir. Yabancı kuruluşlar finansal açıdan daha az gelişmiş piyasaların mevcut ve potansiyel piyasalarına girdiğinde, yerel kuruluşlar kendilerini daha ucuz ve daha sofistike olmuş yabancı kuruluşların artan rekabet baskısı altında bulacaklardır. Yerel kuruluşlar hem karşılaştıkları rekabet baskısı hem de kendi etkinliklerini geliştirme amacıyla maliyetlerini düşürme ve organizasyon açısından yeniden yapılanmaya giderek karlılıklarını güvence altına almaya çalışacaklardır. İkinci olarak, entegrasyon yerel finansal piyasalarda düzenleme ve gözetim mekanizmalarının iyileştirilmesi gereğini ortaya koyar. Örneğin bankaların denetim ve gözetimi, kurumsal yönetim, muhasebe standartları ve denetim prosedürü entegrasyonun söz konusu olduğu bölgede aynı çizgiye gelmelidir. Daha az gelişmiş finansal piyasalardaki düzenleme standartlarında gelişme yalnızca bu piyasalardaki kırılganlığı azaltmakla kalmaz, aynı zamanda yetersiz düzenlemelerden kaynaklanan sorunlardan kaçınma olanağı da sağlar (Chambers, 2005;139).

1.4. ULUSLAR ARASI FİNANSAL ENTEGRASYON

Son yıllarda dünya ekonomisine damgasını vuran en önemli gelişme hiç kuşkusuz finansal piyasaların finansal kurumların ve finansal araçların tarihte benzeri görülmemiş bir biçimde gelişmesi ve söz konusu piyasa ve kurumların bütünleşmesi olmuştur. Başta sanayileşmiş ülkeler olmak üzere ulusal paraların değişim değerlerinde ve faiz oranlarındaki artan belirsizlik ve buradan kaynaklanan riskler, bir yandan finansal kurumlara yeni işlevler yüklerken diğer yandan yeni ve karmaşık finansal piyasa ve araçların çeşitlenmesine neden olmuştur. Hemen her ülkede finansal piyasalar ve kurumlar üzerindeki kamusal düzenleme ve kısıtların kaldırılması, kısaca finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile birlikte bilgi ve işlem teknolojilerindeki hızlı gelişmeler de bu süreci hızlandırmıştır (Özer, 2007: 40).

Finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile bu piyasaların global ölçekte bütünleşmesi uluslar arası sermaye akımlarına büyük bir akışkanlık kazandırmıştır.

Finansal piyasalar ve dahilindeki kurum ve araçlar, reel üretim ve fiziksel sermayenin yatırım geleneklerinden kopuk özerk bir gelişme dinamiği kazandırmıştır. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler ulusal ekonomilerin işleyişini de derinden etkilemiştir. Göreli olarak kapalı bir ekonomi varsayımı altında oluşturulan geleneksel ekonomi teorisinin çerçevesini zorlayarak ulusal gelirin, istihdamın, büyümenin, para ve maliye politikalarının belirlenmesine ilişkin teorilerin yeniden gözden geçirilmesini kaçınılmaz kılmıştır.

Sonuç olarak tüm bu gelişmeler giderek daha karmaşık hale gelen finansal faaliyetler ile bu faaliyetlerin ekonomi teorisi ve politikası üzerindeki etkilerinin bilimsel açıdan ayrıntılı bir şekilde incelenmesi gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu gereksinme de ancak ekonomi teorisi, finans teorisi ile nicel yöntem ve bunlara ilişkin uygulamaların dengeli olarak bir araya getirildiği bir program ile karşılanabilir (eco.ieu.edu.tr).

1.4.1. Uluslararası Finansal Entegrasyonun Faydaları

a) Tüketime Düzeltmesi: Bir ülkenin dünya sermaye piyasalarına girişi, ticaretindeki bir durgunluk veya ani gerileme süresince borç almasını ve ticaretinde bir gelişme ve gelişmenin ardından borç verebilmesinin mümkün olmasıyla tüketime düzeltilmesini sağlayabilir.

Zamanla yurt içinde hane halklarının tüketimlerinin düzeltilmesi ile sermaye akışları ülke refahını arttırabilir. Dünya sermaye piyasalarının bu zıt konjonktürel rolü uluslararası risk paylaşımına izin verir ve doğadaki şoklar geçici dünya sermaye piyasalarının zıt konjonktürel rolünü tamamen haklı çıkarır.

b) Yurtiçi Yatırıma Ve Büyüme Faydası: Kaynakların uluslararası birleşmesini düzenleme kabiliyeti olan finansal açıklık, yurtiçi yatırımı ve ayrıca büyümeyi

etkileyebilmeye olanak verir. Birçok gelişmekte olan ülkede, tasarruf kapasitesi, daha düşük bir gelir seviyesi ile kısıtlanmıştır (Agenor,2001).

Bazı teorilere göre; uluslararası finansal bütünleşme, riskin paylaşılmasını kolaylaştırır ve böylece üretimde uzmanlık, sermaye dağıtımı ve ekonomik büyüme artar. Bu teorilerin dışında, standart neo-klasik büyüme modelinde, uluslararası finansal bütünleşme, sermayesi kıt olan ülkelere pozitif çıktı etkisinin sonucu olarak sermaye girişini kolaylaştırır. Uluslararası finansal bütünleşmede yurtiçi finansal sistemlerin işleyişi, rekabetin kuvvetlendirilmesi ve finansal hizmetlerin ithalatı vasıtasıyla artırılabilir (Edison Vd., 2002: 749-776).

c) Makro Ekonomik Disiplini Arttırır. Sınırlar ötesinde sermayenin serbest akışı ülkelerin daha disiplinli makro ekonomik politikalar izlenmesine neden olabilir ve böylece politik hataların sıklığı azaltılabilir. Bir dereceye kadar daha büyük politik disiplinler daha büyük makro ekonomik istikrara dönüşebilir. Uluslar arası finansal bütünleşmede, zayıf politikalar ve kurumlar kıt sermayeye sahip ülkelere bol kaynaklı, daha iyi kurumlara sahip ülkelere doğru sermayenin dışarıya çıkmasına neden olabilirler.

d) Bankacılık Sisteminin Etkinliğini Ve Finansal istikrarı Arttırır: Hem doğrudan hem de dolaylı olarak yabancı bankaların merkez bankaları aracılığıyla bir ülkenin uluslararası sermaye girişi artar. Yurtiçi finansal sistemin istikrarına katkıda bulunurlar. Finansal istikrarsızlık dönemlerinde mevduat sahipleri varlıklarının ülke dışına transfer etmek ve sermaye kaçışına katılmadan yurtiçi bankalardan daha güvenilir olarak algıladıkları yabancı kuruluşlara fonlarını kaydırırlar (Agenor, 2001).

1.4.2. Uluslararası Finansal Entegrasyonun Maliyetleri

Sınır ötesindeki sermaye akışları değerlendirildiğinde, akış sürecinde kazananlar kadar kaybedenlerin de olduğu görülmektedir. Sermaye akışları sürecinin dünya üzerinde eşit olarak gelişmediği bilinmektedir. Küresel ekonomiye diğer ülkelere oranla daha hızlı uyum sağlayabilen bazı ülkeler, bu süreçten kazançlı çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, bütünleşmiş küresel ekonomi, küreselleşmenin sağlayacağı yararların bu sürece giren tüm ülkeler tarafından aynı ölçüde paylaşılacağını garanti etmemektedir (Özer, 2007; 42)

Daha da önemlisi, sermaye akışları sürecinin sunduğu fırsatlar, son krizlerde de görüldüğü gibi, her zaman yarar sağlamamaktadır. Bu nedenle, sermaye akışları süreci sosyal, ekonomik, mali, kültürel ve hatta politik riskleri de her zaman beraberinde taşımaktadır. Bunun bir kaç nedeni vardır. Dış şoklar ve diğer beklenmeyen gelişmeler ülkelerin kontrolü dışındadır. Gerçekte bu nedenlerin çoğu;

- Uygulanan zayıf makroekonomik ve mali politikalardan,
- Ekonomi politikalarındaki tutarsızlıklardan,
- Ulusal ekonomilerin dış şoklar karşısında artan hassasiyetlerinden,
- Artan uluslararası sermaye hareketlerinden,
- Ekonomilerin reel sektörlerini etkileyen bütünleşmiş mali piyasalar nedeniyle döviz kurlarındaki istikrarsızlığın artmasından kaynaklanmaktadır (Özer, 2007; 42)

Ülke ekonomileri, dışsal etkenler karşısında kırılganlıkları arttıkça, ağır sosyal maliyetlerin yanı sıra, hem mali hem de reel sektörlerde ciddi sonuçlar doğuracak şoklara ve krizlere maruz kalırlar.

Bu bağlamda, büyük ölçüde entegre olmuş küresel finans sisteminde “krizlerin bulaşıcı” olma özelliği görülebilmektedir. Herhangi bir ülkede gelişen istikrarsızlık, anında diğer ülkelere yayılabilmektedir. Her ülkenin, kendine özgü ekonomik ve sosyal koşullarından kaynaklanan sorunlarla yüz yüze geldiği tartışılmaz bir gerçektir. Günümüzde bir ülkede alınan pozisyonlar bir baksa ülkede “hedge” edilmektedir. Ülkelerin risklerden bu şekilde korunması “proxy hedging”, şokları ve krizleri ulusal sınırların ötesine yaymaktadır. Bunun sonucu olarak, krizde olan bir ülke ile doğrudan ilişkisi bulunmayan herhangi bir ülke bile kendini ciddi sorunların içinde bulabilmektedir. Gerçekte, Doğu Asya ve Rusya’daki son krizler, bir mali krizin nasıl hızlı ve zorlayıcı bir biçimde patlak verebileceğini göstermektedir (Ercel, 2000).

Yakın tarihimizde meydana gelen 2008 küresel ekonomik krizinin Türkiye ekonomisine etkileri incelendiğinde, bu krizin Türkiye ekonomisi dışında etkisini hissettirmesi sebebiyle önceki krizlerden farklı bir özelliğe sahip olmasına rağmen, ekonomide mali ve reel sektör üzerinde yaratacağı sorunlar açısından önceki krizlere benzer etkileri olabilecektir. Bu kriz sürecinde bankacılık sektörünün döviz yükümlülükleri riskinin düşük olması döviz paniklerini azaltmış olsa da reel sektör firmalarının döviz yükümlülükleri risk unsuru olarak varlığını devam ettirmektedir. Diğer yandan, Türkiye ekonomisi özellikle bankacılık kesiminde 2001 krizi sonrasında yaptığı reformlar sayesinde, mali yapı açısından düşük risk taşımaktadır. Ancak dış fon sıkıntısı ve özellikle dış talebin daralmasının ekonominin büyümesi üzerinde önemli daraltıcı etkileri söz konusudur.

Türkiye ekonomisinin küresel krizden etkilenme kanalları, temelde küresel fon piyasalarından fon temininde daralma ve ihracattaki daralma üzerinden kendisini göstermektedir. Mali ve ticari kanallardaki bu daralmanın büyüklüğü ekonominin büyümesindeki daralmayı belirlemektedir. Çünkü Türkiye ekonomisi ağırlıklı olarak dış kaynakla kendisini finanse etmekte ve buna bağlı olarak büyümektedir (İnsel ve Sarıdoğan, 2009).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK FİNANS SİSTEMİ VE AVRUPA BİRLİĞİ FİNANS SİSTEMİ

2.1. TÜRK FİNANS SİSTEMİ

2.1.1. Türk Finans Sisteminin Genel Yapısı

Finansal sistemlerin kullanım biçimleri dünyada ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Asya tipi finansal yapılarda, fon transferi ağırlıklı olarak bankalar sistemi aracılığıyla yapılmaktadır. Amerika tipi finansal yapılarda ise, finansal sistem dahilindeki fon transferleri ağırlıklı olarak sermaye piyasası ve diğer bankacılık dışı kurumalar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir (Acaravcı, 2007; 45). Türkiye'nin finansal yapısına bakıldığında bankacılık sisteminin ağırlıklı olarak kullanıldığı gözlemlenebilir.

Fon transferinin gerçekleştirildiği finansal sistemde ülke ekonomileri için en önemli problem kamu borçlanmasıdır. Kamu kesimi, finansal sisteme sunulan fon arzının büyük oranlı tüketicisi olduğunda, özel sektörün fon ihtiyaçlarını karşılaması kısıtlanmış ve fon maliyetleri yükselmiş olmaktadır. Türkiye'de kamu kesimi borçlanma oranı yüksek olduğundan, özel sektörün fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek adına yüksek fon maliyetlerine katlanması gerekmektedir. Bu durumda özel sektörün finansmanı ve dolayısıyla yatırımlar büyük ölçüde düşüş göstermektedir (Yetiz, 2008;57).

Türk finans sistemi üç başlık altında incelenebilir:

- T.C. Merkez Bankası
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- Mevduat Bankaları (Alp A., 2001, 355)

2.1.1.1. T.C. Merkez Bankası

Cumhuriyet döneminin, bankacılık ve dolayısıyla banka hukuku ile ilgili en önemli kanunu 1930 yılında çıkarılan 1715 sayılı Merkez Bankası kanunudur. T.C. Merkez bankasında sermaye dört grup paydan oluşmuştur. A grubu paylar Devlete, B grubu paylar Milli Bankalara, C grubu paylar milli bankalar dışında kalan bankalara, D grubu ise Türk uyruğundaki gerçek ve tüzel kişilere aittir (Kocaman, 2004: 44).

TCMB' nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka temel amacıyla çalışmadıkça ülkenin kalkınması için uygulanacak politikaları da desteklemeye çalışmaktadır. Banka para politikasının uygulanmasında tek başına yetkilidir. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla belirleyeceği politika dahilinde para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmektedir. Bankanın politika araçlarını uygulamada ve ekonomiyi takip etmede ihtiyaç duyacağı bilgileri toplama ve kurumları denetleme hakkı bulunmaktadır.

Bankanın temel görev ve yetkileri şunlardır: (TCMB Kanunu Kanun No:1211)

- Finansal piyasaları izlemek ve finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirler almak,
- Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Reeskont ve avans işlemleri yapmak,

- Bankaların ve Mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için hükümetle birlikte gerekli tedbirleri almak,
- Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi için sistemler kurmak, kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek, gibi görevleri vardır.

Para arzının düzenlenmesinde T.C. Merkez Bankasının para politikası araçları kullanılmaktadır (Keyder, 1998,53):

- Açık piyasa işlemleri,
- Reeskont oranı,
- Dispoñibilite oranı,
- Zorunlu karşılık oranı,
- Faiz oranı,
- Bankaları ikna yolu
- Selektif kredi kontrolü
- Zorunlu döviz devir oranı
- 1998 sonrası uygulanan döviz kuru politikaları olarak sayılabilir.

2.1.1.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Türkiye’de sermaye piyasası ve borsanın geçmişi oldukça eskidir. Osmanlı İmparatorluğu’nda ilk menkul kıymetler borsası, Kırım Savaşı’nın yarattığı finansman sorunlarının çözümü için çıkarılmaya başlanan borçlanma senetlerinin pazarının oluşması ve Galata Bankerlerinin bu işle uğraşmaları sonucu, 1866 tarihinde “Der

saadet Tahvilat Borsası” adıyla kurulmuştur. Zaman zaman önemli spekülâtif olaylara sahne olmasına karşın o dönemin koşulları içinde yabancıların da katkısıyla önemli gelişmeler gösteren İstanbul Borsası 1906 yılında çıkarılan izahname ile “Esham ve Tahvilat Borsası’na” dönüştürülmüştür. İkinci Meşrutiyetin ilanına kadar bu borsada yalnızca yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, o tarihten itibaren ulusal şirketlerin menkul değerleri de kaydolmaya başlamıştır. Bu kuruluş cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir. Cumhuriyet döneminde, 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile borsa yeniden düzenlenmiş ve çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında Borsa başkent Ankara’ya taşınmış, ancak, bu karardan, sakıncaları kısa sürede görülerek geri dönmüştür. 1941 yılında borsa yeniden İstanbul’a nakledilmiştir. Ancak borsadaki durgunluk ve atalet dönemin ekonomik koşulları nedeniyle devam etmiştir. 1959 yılında borsanın döviz alım satımı ile ilgili rolü tamamen kaldırılmıştır. 1960’lı yıllarda hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile finansal pazarda az da olsa bir canlanma görülmüştür. 1970’lerde bazı büyük holdingler halka açılmanın yararlarını görmeye başlamışlardır. 18.12.1985 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. 26 Aralık 1985’te borsa yeni kimliği ile işlemlere başlamıştır. 1992 yılında SPK’da yapılan değişiklikle bazı yasal eksikliklerin ve aksamaların giderilmesine çalışılmış, piyasada yeniliklerin ve dönüşümlerin gerçekleştirilmesini kolaylaştırıcı düzenlemeler yapılmıştır (Yücel, 2002;10). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Türk Sermaye Piyasaları konusunda ayrıntılı olarak incelenecektir.

2.1.1.3. Mevduat Bankaları

Ticaret bankaları da denilen bu kurumlar fon kullananların kısa süreli fon gereksinmelerini karşılamak için faaliyette bulunurlar. Vadeli ve vadesiz mevduat hesapları gibi dolaylı finansal araçlar karşılığında topladıkları fonları, fon sisteminde bulunanların çıkardıkları çeşitli kredi araçlarına yatıran mevduat bankaları para pazarının temel kurumlarıdır. Mevduat bankaları sermaye pazarı alanında da faaliyet

göstermektedirler. Mevduat bankalarının sermaye pazarlarına yönelik çabaları özet olarak şöyle sıralanabilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007; 234-235).

- Fon kullananların orta ve uzun vadeli kredi gereksinmelerini karşılamak,
- Sanayi işletmelerine katılımında bulunmak,
- Müşteri adına portföy yönetmek veya brokerler gibi müşterileri adına finansal araç alım-satımı yapmak,
- Yeni çıkarılan kıymetli evrakı, kendi garantisi altında veya garantisiz satışa sunmak ve
- Yatırım ortaklıklarına kefil olma ve yatırım danışmanlığı gibi teknik hizmetleri yerine getirmek.

Yukarıda bahsedilen faaliyetler doğrultusunda mevduat bankaları giderek para pazarı kadar sermaye pazarında da etkili olmaya başlamışlardır.

Mevduat bankalarının kaynaklarına baktığımızda, fon kaynaklarının vadeli ve vadesiz, mevduat hesapları, merkez bankası avansları, ortaklardan sağlanan sermaye ve birikmiş karlardan, fon kullanımlarının ise, nakit, mevduat karşılıkları, kredi, hisse senedi ve tahvil yatırımlarından oluştuğunu görmekteyiz. Bankaların birincil fonksiyonu finansman olduğu için, diğer işletmelerden farklı olarak çok az sabit varlığa sahiptirler. Diğer taraftan bankaların yükümlülüklerinin daha çok kısa vadeli ve çok az öz kaynakla çalışmalarından dolayı finansal kaldıraç etkisi ve gelirlerdeki dalgalanmaları artırıcı bir etki oluşmaktadır.

2.1.2. Türk Finans Sisteminde Sermaye Piyasası ve Piyasanın Bileşenleri

En geniş tanımıyla sermaye piyasası, sermaye arz ve talebinin gerçekleştiği yer olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, fon arz edenleri ve fona ihtiyaç duyanları bir

araya getirmesinin yanı sıra sermaye piyasalarının, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korunması, bu hakları düzenlemesi, denetlemesi ve açıklık içinde çalışması beklenmektedir. Bu ise, sermaye piyasası faaliyetlerinin sistematik olarak yerine getirilmesiyle sağlanmaktadır. Sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmesinde veya halka arz yoluyla satışında aracılık, daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, 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 ve diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri olarak sıralanabilir (SPK md.30).

Hisse senedi gibi ortaklık sağlayan ya da tahvil, finansman bonusu gibi alacaklılık sağlayan yatırım araçlarının alım-satımının gerçekleştirilmesi aracılığıyla, tasarrufçulardan girişimcilere kaynak aktarılan piyasalar, sermaye piyasası olarak nitelendirilmektedir. Bu çerçevede, sermaye piyasalarında işlem gören iki tür menkul kıymet bulunmakta olup; bunlardan ilki bir borçlanma aracı (tahvil) iken diğeri bir ortaklık hakkını temsil (hisse senedi) etmektedir. Daha açık ifadeyle tahvil; devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta veya uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttığı borç senetleridir. Hisse senedi ise; anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş menkul kıymetlerdir. Başka bir deyişle; hisse senedi ortaklık hakkı verirken, tahvil sadece bir alacak hakkı tesis etmektedir. Tahvillerin alınıp satıldığı piyasa “tahvil piyasası”, hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasa ise “hisse senedi piyasası” olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasalarının aracılık işlevini yerine getirebilmesi için üç farklı role sahip aktöre ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlar; (i) tasarruflarını bir yatırım aracı olarak

menkul kıymetlere yönlendiren yatırımcılar, (ii) bu tasarrufları yatırıma yönlendiren şirketler (girişimciler) ve (iii) yatırımcıların talepleri ve beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası alım-satım işlemlerini ve şirketlerin hisse senedi veya borçlanma senedi halka arzlarını gerçekleştiren aracı kuruluşlardır.

Sermaye piyasaları temelde aracılık işlevini iki alt piyasa aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede; birincil piyasa diyebileceğimiz ilk piyasalarda hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç edenler ile tasarruf sahipleri doğrudan karşılaşmaktadırlar. Bu bağlamda, şirketlerin doğrudan hisse senedi halka arzları ve borçlanma tahvilleri satışı birincil piyasalarda gerçekleşmekte ve şirketler, orta ve uzun vadeli fonları birincil piyasada temin etmektedirler.

İkincil piyasalar ise, menkul kıymetlerin likiditesini sağlayan piyasalardır. Başka bir ifadeyle; menkul kıymetlerin paraya dönüştüğü ve birincil piyasaların derinlik kazanmasını kolaylaştıran piyasalardır. İkincil piyasada, fonlar ve menkul kıymetler yatırımcılar arasında el değiştirirken, şirketlere kaynak girişi olmamaktadır.

Türkiye’ de sermaye piyasaları örgütlü ve örgütsüz olarak iki ana bölümde ele alınabilmektedir. Örgütlü sermaye piyasaları, İMKB bünyesindeki piyasalardır. Bunun dışındaki piyasalar da örgütsüz sermaye piyasaları olarak kabul edilmektedir. Bu anlamda, sadece Bankalararası Tahvil Piyasası örgütsüz sermaye piyasası olarak belirtilebilir. 1986’da İMKB’nin faaliyete geçmesini izleyen dönemde, genellikle borsa binasının hemen dışında İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin örgütsüz olarak el değiştirdiği pazarlar oluşmuşsa da; gerek 1.1.1992’de takas ve saklama işlemlerinin yasayla İMKB Takas ve Saklama A.Ş.’ye (daha sonra Takasbank haline gelmiştir) devredilmesiyle hisse senetlerinin fiziki el değiştirmesinin neredeyse ortadan kalması, gerekse 21 Kasım 1994 sonrası dönemde hisse senedi alım satım işlemlerinin tam otomasyon sistemiyle yapılmaya başlanması bu pazarların ortadan kalkmasına yol açmıştır (Tunay, 2005; 552).

2.1.2.1. İMKB Bünyesindeki Piyasa ve Pazarlar

Şirketler kesiminin finansman ihtiyacını farklı finansman araçlarıyla sağlamasını temin etmek amacıyla İMKB bünyesinde çeşitli piyasa ve pazarlar kurulmuştur. Bu çerçevede; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde üç ana piyasa ve bu piyasalara bağlı alt pazarlarda hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı tahvilleri, yabancı menkul kıymetler ve diğer menkul kıymetler işlem görmektedir (Arat, 2007; 14).

İMKB bünyesindeki piyasalar üç başlık altında sınıflandırılabilir. Bunlar;

- (i) İMKB Hisse Senetleri Piyasası
- (ii) İMKB Tahvil ve Bono Piyasası
- (iii) İMKB Uluslararası Pazar

Bu pazarlardan özellikle ilk ikisi aktif olarak faaliyetlerini sürdürmekte olup; kuruldukları ilk günden bu yana önemli bir gelişim göstermişlerdir.

2.1.2.1.1. İMKB'de Pazarlar

İMKB Hisse Senedi Piyasası'nda Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı, Gözaltı Pazarı ve Fon Pazarı olmak üzere 5 Pazar vardır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007; 389-390).

- Ulusal Pazar: borsa kotunda bulunan ve minimum dolanım kriterine sahip şirketlerin hisse senetlerinin güven ve istikrar içinde işlem gördüğü pazardır.
- İkinci Ulusal Pazar: kurulmasındaki amaç, ülkenin çeşitli yörelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin örgütlenmiş bir piyasada

rekabet ve şeffaflık ortamında dolanımını sağlayarak gelişmelerine ve tanınmalarına katkıda bulunmaktadır.

- Yeni Ekonomi Pazarı: amacı, yeni kurulmuş olmakla birlikte büyüme potansiyeli taşıyan ve hisse senetlerini Borsa kanalı ile halka ilk kez arz etmek suretiyle halka açılacak şirketlerin, hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesini ve ekonomideki atıl fonların büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere aktarılmasını sağlamaktadır. Böylece, İMKB Kotasyon Yönetmeliğindeki kotasyon koşullarını sağlayamayan KOBİ hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi olanaklı olmaktadır.

- Gözaltı Pazarı: Borsada işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması durumunda, sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sağlamak amacıyla kurulmuştur.

- Fon Pazarı: 'n da Borsa yatırım fonlarının işlem görmesi esastır. SPK'nın ilgili tebliğine uygun olarak A tipi yatırım fonları katılma belgeleri için Fon Pazarı bünyesinde Pazar açılabilir.

2.1.2.1.2. İMKB Hisse Senedi Endeksleri

İMKB Hisse Senedi piyasası endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Fiyat endeksleri, endeksin hesaplanmasında ve sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettüyü dikkate almayan endekslerdir. Bu tür endekslere sadece hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazanç yansımaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007; 390).

İMKB’de hesaplanan endeksler şunlardır;

İMKB Ulusal -100 Endeksi: 1986 yılında, 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan bileşik Endeksin devamını niteliğindedir. Ulusal pazarda işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç belirli şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmaktadır ve İMKB Ulusal -30 ve İMKB Ulusal -50 endekslerini de kapsamaktadır.

İMKB Ulusal -50 Endeksi: menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, ulusal pazarda işlem gören şirketlerden belirli koşullara göre seçilen 50 hisse senedinden oluşmaktadır ve İMKB Ulusal -30 hisse senetlerini de kapsamaktadır.

İMKB Ulusal -30 Endeksi: Vadeli İşlemler Piyasasında kullanılmak üzere, yatırım ortaklıkları hariç, Ulusal Pazarda işlem gören şirketlerin halka arz edilmiş hisse senetlerinin piyasa değeri ve likiditesi yüksek olanlardan, sektörel temsil kabiliyeti de göz önünde bulundurularak seçilen 30 hisse senedinden oluşmaktadır.

Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri: Yatırım ortaklıkları hariç, Ulusal Pazar’da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB Ulusal- Tüm Endeksi: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç, Ulusal Pazarda işlem gören hisse senetlerinden oluşur.

Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri: Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, Ulusal Pazar’da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi: ikinci Ulusal Pazarda işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır. 03.03.2003 tarihinden itibaren geçerli olan yeni Pazar

yapılanmasına bağlı olarak İMKB Bölgesel, YŞP Endeksinin adı İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi olarak değiştirilmiştir.

İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksi: Yeni Ekonomi Pazarında işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB-30 ve İMKB -100 Endeksleri'nde ye alacak hisse senetlerinin seçimi aşağıdaki kriterlere göre yapılmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007; 392).

- Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-100 endeksine alınabilmesi için; Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır.
- İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-100 endeksine, birden fazla grup (örneğin A,B,C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir.
- İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-100 endeksine seçilecek hisse senetlerinin büyüklük, likidite bakımından belirli koşulları sağlaması gerekmektedir. İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-100 endekslerinde yer alacak hisse senetlerinin seçimi aşağıda gösterildiği şekilde yapılır:
 - a) Halka arz edilmiş hisse senetleri, değerleme dönemi sonu itibariyle piyasa değerleri (hisse sayısı x kapanış fiyatı) ve günlük ortalama işlem hacimlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanır.

b) Yukarıda belirtilen şartları sağlayan hisse senetlerinden, halka arz edilmiş kısmının piyasa değeri ve günlük ortalama işlem hacmi en büyük olanlardan başlanarak seçim yapılır.

2.2. AVRUPA BİRLİĞİ FİNANS SİSTEMİ

2.2.1. Avrupa Birliği (AB) Finans Sisteminin Genel Yapısı

2.2.1.1. Ekonomik Ve Parasal Birlik Ve Avrupa Tek Finansal Hizmetler Piyasasına Doğru

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerdeki finansal kurumların birbirleriyle serbestçe işlem yapması için gerekli olan, güvenli ve istikrarlı bir ortam yaratılması için tek bir finansal hizmetler piyasası oluşturulması konusundaki çalışmalar, ilk kez 1973 yılında başlamıştı. Ancak, 1977 yılından sonra "Ekonomik ve Parasal Birlik" çalışmalarının tekrar ivme kazanması ve daha sonra EURO' nun tek bir para birimi olarak kabul edilmesi ile birlikte, Tek Finansal Hizmetler Piyasasının geliştirilmesi konusunda komisyonun yeniden harekete geçirilmesine karar verilmiş ve çalışmalar hız kazanmıştır (Oksay, 71). Avrupa'da Ekonomik ve Ulusal Birliğin önemli bir parçası ve tamamlayıcı unsuru ise Avrupa Tek Finansal Pazarının oluşturulmasıdır.

Avrupa Tek Finansal Pazarı, Birliğe üye ülkelerin yerel finansal pazarlarının bütünleşmesi ve birleşmesi ile oluşan, piyasalarda birliğin ortak normlarını oluşturmaya yönelik yönergelerin düzenleyici olduğu, üye ülkelerin finansal pazarları arasında sermaye dolanımının tamamen serbest olduğu ve üye ülkelerin finansal kurumlarının her ülkede serbestçe ürün ve hizmet sunma hakkına sahip oldukları piyasa olarak tanımlanabilir (Gürlel vd., 16).

2.2.1.2. Avrupa Tek Finansal Pazarının Amacı

Avrupa Birliği içinde Avrupa Tek Finansal Pazarı oluşturmasının en önemli amacı Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği hedefine ulaşılması için gerekli piyasa koşullarının oluşturulmasıdır. Bir başka deyişle Tek Finansal Pazar Ekonomik ve Parasal Birliğin en önemli tamamlayıcı unsurlarından birini oluşturmaktadır. Bununla birlikte Tek Finansal Pazarın oluşturulmasının amaçları ve bu amaçlara bağlı olarak sağlanacak faydalar şu şekilde sıralanabilir (Gürlezel vd., 18-19);

- a) Finansal hizmet ve ürün sunumunda serbestliğe gidilerek tek bir Pazar oluşturulması ve böylece ölçek ekonomisi yaratılarak bunun getirilerinden faydalanılması,
- b) Tek Pazar oluşturularak üye ülkeler arasında tasarrufların etkin dağılımının sağlanması ve yatırımların daha verimli olarak finanse edilmesi,
- c) Tasarruf sahiplerine alternatif ürün ve hizmet sunumunun sağlanması, seçeneklerin arttırılması, fon talep edenler için ise alternatif fon imkanlarının yaratılması,
- d) Oluşturulacak rekabet ortamı içinde finansal ürün ve hizmet kalitesinin arttırılması, maliyetlerinin ve fiyatlarının aşağıya çekilmesi,
- e) Daha etkin ve serbest finansal hizmet sunumu ile (bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık) Avrupalı şirketlerin rekabet gücünün arttırılması,
- f) Avrupa Piyasasının ABD ve Japonya piyasaları ile uluslar arası alanda rekabet edebilme gücünün arttırılması,
- g) Avrupa Finansal Kurumunun uluslararasılaşma boyutunun genişletilmesi,
- h) Avrupa paraları ve ECU'nun uluslar arası şişlemlerdeki rolünün arttırılması,
- i) Finansal pazarlardan fon toplayan şirketler için; büyük şirketlerin uluslar arası piyasalarda fon toplama imkanının kolaylaştırılması, küçük ve orta ölçekli

- şirketlere sınır ötesi piyasalara giriş imkanının sağlanması, yerel piyasalardan daha etkin yararlanması,
- j) Piyasalardan fon sağlayan ve fon toplayanlar için uluslar arası ödemelerde ve ticaretle riskin azaltılması,
- k) Finansal kurumların etkin hizmet verebilecekleri piyasalara yönelmesi ve yabancı finansal kurumlar için cazibenin artırılması,
- l) Uluslar arası finansal piyasalardaki genel eğilimlere uyum sağlanması,
- m) Avrupa ekonomisinin güçlendirilmesine destek olunması,

2.2.1.3. Avrupa Tek Finansal Pazarı Özellikleri Ve Büyüklükleri

Uluslar arası alanda ABD ve Japonya ile birlikte üç önemli pazardan bini oluşturan Avrupa Tek Finansal Pazarı üye ülkelerin finansal pazarlarının bir araya gelmesi ve bütünleşmesi ile birlikte oluşmaktadır.

Tek Avrupa Pazarı birlik içinde ortak normlarla düzenlenmektedir ve aynı zamanda tüm ülkelerin yerel finansal piyasalarının sahip olduğu farklı geleneksel özellikleri bünyesinde bütünleştirmektedir. Dolayısıyla tek finansal Pazar oldukça karmaşık bir yapı içerisindedir.

Avrupa Tek Pazarının belirleyici özellikleri şöyle sıralanmaktadır (Gürlel vd., 23- 24- 25);

a- Finansal Pazarlar içinde Bankacılık Sektörü, Sermaye Piyasaları ve Sigortacılık Sektörü temel ayrımları oluşturmaktadır. Bununla birlikte bu piyasalar arasında sınırlayıcı düzenlemelerin kalktığı ve finansal kurumların hizmetlerinin birbirlerine yaklaştığı ve işbirliklerine gittikleri görülmektedir.

b- Bu yapı içinde finansal pazarlarda faaliyet gösteren finansal kurumlar içinde en önemlileri Universal Bankalardır. Universal bankalar geleneksel ticari bankacılık hizmetleri yanı sıra sermaye piyasası işlemlerini de yapabilmektedir. Universal Bankaların yanında, Yatırım Bankaları, Kalkınma Bankaları, İpotek Bankaları, Tasarruf Bankaları gibi ihtisas bankaları bulunmaktadır. Bankaların dışında, tüketici Finansmanı Şirketleri, Faktoring, Leasing gibi finansman kurumları yer almaktadır. Yine Sigortacılık Şirketleri ve Özel Emeklilik Sandıkları, Sigorta Aracıları ve Brokerları gibi şirketler sigortacılık sektöründe faaliyet gösterirken, sermaye piyasalarında da Aracı Kurumlar, Yatırım Danışmanları, Yatırım Fonları vb. kurumlar yer almaktadır.

c- Avrupa Finansal Pazarını oluşturan yerel pazarlarda bireysel tasarruf eğilimi ve tasarruf araçlarına yönelimi büyük ölçüde finansal pazarların gelişmesini de yönlendirmektedir.

d- Uluslar arası alanda artan sermaye hareketleri ve portföy yatırımları içinde Avrupa Tek Pazarına (İngiltere Hariç) yönelik akım büyük ölçüde pazara güven ve pazarın etkinliği ile getirisini belirlemektedir.

2.2.2. Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasaları ve Borsalarının Yapısı

Avrupa Sermaye Piyasaları ve Borsalarının bütünleşme hedefi çerçevesinde birçok değişiklik yaşanmaktadır. Birlik genelinde sermaye piyasalarının bütünleşmesinde izlenen yöntemin payı büyüktür. Buna göre Birlik sermaye piyasalarında bütünleşme ve birleşmelerinde üye ülkelerin sermaye piyasaları ve borsalarının kendi nitelikleri korunacak, buna karşılık piyasalarda konulan ortak kurallara göre çalışmalarını sağlanacaktır (Kondak ve Yayla, 2002; 55).

Ekonomilerdeki gelişmeler, tarihi yapı, hukuki düzenlemeler, gelenekler, uluslar arası konum, tasarruf eğilimi ve dağılımı gibi etkenler ile Avrupa sermaye piyasaları ve

borsaları arasında çok önemli farklar oluşmuştur. Ancak 1993 yılı başında oluşan finansal tek Pazar, sermaye piyasaları ile ilgili ortak düzenlemeler ve 1 Ocak 1996'da serbest hizmet sunumunun başlaması gibi etkenler sermaye piyasalarında ve borsalarında önemli gelişmelere neden olmuştur. Bu yapı içinde sermaye piyasaları ve borsaları farklı özellikleri itibariyle şöyle gruplandırılabilir (Gürlesel vd.,45);

a. Londra; Avrupa Birliği içinde diğer Avrupa sermaye piyasaları ve borsalarının çok ilerisinde ve New York ve Tokyo ile birlikte süper üç piyasa ve borsadan birini oluşturmaktadır. Birlik içinde bütünleşme ve birleşme Londra piyasası ve borsası üzerine yönelmektedir. Londra, liberal, uluslar arası rekabete açık, uluslararasılaşma düzeyi çok yüksek bir piyasadır. Euro piyasaların merkezi konumundadır.

b. Frankfurt ve Paris; Bu iki piyasa ve borsa Londra'ya rakip olabilecek iki piyasadır. Almanya, Avrupa Birliği'nde ekonomik merkez olmakla birlikte, özellikle uluslar arası alanda bir finansal merkez olma niteliğini henüz kazanamamıştır. Bu nedenle sermaye piyasalarını ve borsalarını geliştirmeye yönelik "Finanzplant" programını uygulamaktadır. Frankfurt finansal merkez olma girişimi ile Londra'ya rakip konumdadır. Ancak geleneksel yapı nedeniyle henüz sermaye piyasalarında istenilen rekabet seviyesine ulaşamamıştır. Paris borsası da önemli gelişmeler ve yenilikler göstermektedir. Ancak kamu ağırlıklı ekonomisi nedeniyle, özelleştirme girişimlerine rağmen Londra piyasası karşısında istenilen seviyeye gelememiştir.

c. Lüksemburg; Topluluk içinde çok özel bir konumu bulunmaktadır. Vergi ve benzeri avantajları ile yerel kurumlardan çok uluslar arası kurumlara hizmet vermektedir. Bir euro merkez şeklinde örgütlenmiş ve çalışmaktadır. Tamamen liberal ve uluslar arası rekabete açık bir yapıda bulunmaktadır.

d. Amsterdam; Piyasa ve borsa yapısı, mekanizmaları ve sayısal büyüklükleri itibariyle orta ölçekli bir piyasa olmakla birlikte, Frankfurt ve Paris ile birlikte kıta

Avrupalasında finansal merkez olma rekabeti içindedir. Uluslararasılaşma düzeyini artırma amacı ile düzenlemelere gidilmekte ve borsa çalışma sistemi iyileştirilmekte, vadeli işlem piyasalarına da ağırlık verilmektedir.

e. Milano, Madrid, Barselona, Brüksel, Viyana, Helsinki, Stockholm; Bu borsalar ve piyasalar tek Pazar içinde rekabeti kendi piyasaları içinde kabul edecek borsalardır. Sayılan tüm piyasa ve borsalarda da rekabet gücü kazanmaya yönelik düzenlemelere ve iyileştirmelere gidilmektedir.

f. Lizbon, Atina; Bu borsalar Birlik içinde yer alan “Emerging Market”, gelişmekte olan borsa statüsündeki iki borsadır. Buna rağmen özellikle Lizbon Borsası’nda hızlı gelişmeler yaşanmaktadır.

Bu ülke piyasalarının ve borsalarının bir diğer özelliği ise yapılanma şeklindedir. Bazı ülkelerde birden fazla borsa varken, bazılarında tek bir borsa faaliyet göstermektedir. Örnek verecek olursak, İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya, Belçika ve İspanya’da birden fazla borsa faaliyet gösterirken, bunlar içinde İngiltere’de Londra ulusal hatta uluslar arası nitelikte diğer borsalar ise sadece işlem salonu veya temsilcilik şeklinde çalışmakta veya Almanya’da olduğu gibi Frankfurt ulusal borsa, diğer borsalar ise bölgesel borsalar niteliğinde faaliyet göstermektedir. Hollanda, Danimarka, Finlandiya, Lüksemburg, İsveç, İrlanda, Avusturya, Portekiz ve Yunanistan’da tek borsa faaliyet göstermektedir.

Başka bir özellik ise, borsalarda ve borsaların birinci ve ikinci pazarında faaliyet gösterme yetkisine sahip olacak finansal kurumlardır. Bu doğrultuda bankalar, aracı kurumlar, uzmanlar, brokerlar ve benzeri aracilar ülkelerde çeşitli uygulamalara tabi bulunurken, Birlik genelinde düzenlenen ortak normlar ile tüm piyasalar ve borsalar için tek bir düzen uygulamaya konmaktadır. Özellikle “Universal Bankacılık” yaklaşımı ile ticari bankaların sermaye piyasası işlemlerine tam serbesti tanınmaktadır. Sermaye

piyasalarında aracı olarak faaliyet gösterecek kurumlar için getirilen sermaye yeterliliği rasyosu ile piyasalarda daha büyük ve mali yapısı kuvvetli aracı kurumlar yaratılması hedeflenmektedir. Bu gelişme ile aracı kurumlar arası birleşme ve satın almaların arttığı görülmektedir. Sermaye yapısı daha güçlü bankalar ve Merchant bankaların etkinliğinin giderek arttığı gözlenmektedir. Dolayısıyla bu kurumlara karşı rekabette aracı kurumlar arası işbirliği zorunlu görülmektedir.

2.2.3. Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Özellikleri

Avrupa Birliği'nin sermaye piyasalarının entegrasyonu, finansal ve siyasi yapıları ve özellikleri incelenmektedir.

2.2.3.1. Ekonomik Entegrasyon

Ekonomik entegrasyon, iş bölümüne dayanan, malların, hizmetlerin ve üretim faktörlerinin serbestçe dolaşımının yapıldığı, ihtiyaç duyulan kaynak ve bu kaynakların gönderileceği bölgelerde eşit dağıtılması şeklinde tanımlanmaktadır. Ekonomik entegrasyon üç şekilde meydana gelebilmektedir.

- 1) “Ulusal bütünleşme” olarak, bir ülke sınırları içindeki farklı bölgelerin bütünleşmesini amaçlar,
- 2) “Uluslar arası ekonomik entegrasyon” olarak, farklı ülkelerin bir bölge içinde birleşmesini amaçlar,
- 3) “Dünya bütünleşmesi” adı altında ise, farklı bölgesel grupların birleşmesi ve tek bir ekonomik ve politik birim haline dönüşmesini amaçlar.

Ekonomik entegrasyon, 1950 yılında gümrük birlikleri tanımı J. Viner tarafından yapılmıştır. Ekonomik entegrasyonun yararlı olduğunu savunan A. Smith ve D. Ricardo liberal ekonominin ülkeler arasında rekabeti özendirici ve uzmanlaştırıcı olacağı,

kaynak dağılımını daha etkin yapılmasına fırsat olacağını savunmaktadırlar. Ekonomik entegrasyon teoremi, II. Dünya Savaşı sonrasında uygulama alanı bulmuş. IMF ve diğer uluslar arası kuruluşlar, GATT ve benzeri uluslar arası anlaşmalara ile dünya ticareti ve ödeme sistemlerinin eksik taraflarını tamamlanmıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra Avrupa'nın yeniden yapılanması için uluslar arası ekonomik kuruluşlar büyük rol oynamış ve uluslar arası ekonomik entegrasyonun temelini oluşturmuşlardır. Ekonomik entegrasyon B. Balassa tarafından zayıftan kuvvetliye doğru derecelendirilmiştir. B. Balassa'ya göre ticaretin entegrasyonu, faktör entegrasyonu, politika entegrasyonu ve bunların birleşiminden oluşan tam entegrasyon biçimi tanımlanmakta ve bağımsız devletler arasında oluşturulan ekonomik entegrasyon "Serbest Bölge, Gümrük Birliği, Ortak Pazar, Ekonomik Birlik, Tam Ekonomik Birlik" olmak üzere beş grupta toplanmıştır. Bu ayırım, her ülkede geçerli olan ekonomik entegrasyon şekillerini değil, entegrasyon sürecini ortaya koymaktadır. Entegrasyon, ülkelerin ekonomik ve siyasal açıdan ve ekonomi, para ve maliye politikalarını belirlemedeki bağımsızlıklarını azaltmaktadır (Kondak ve Yayla, 2002; 93).

2.2.3.2. Parasal Entegrasyon

Ekonomik entegrasyonun eşitliği sağlayabilmesi, ekonomik ve parasal gelişmelerle politikalar arasında karşılıklı etkileşim olmasından dolayı ekonomik ve parasal unsurlar üzerinde denge sağlanması ile gerçekleşebilir.

Parasal entegrasyon, üye ülkeler için zor ve zaman alıcı bir süreçtir. Parasal işlemlerin, ülkelerin ulusal egemenlikleri ile bağlantılı olması ülkelerin farklı ekonomik ve mali politikalar uygulamaları bu zorluğu bir kat daha arttırmaktadır. Üye ülkelerin geçirmek zorunda olduğu süreç farklı aşamaları kapsamaktadır. Bu aşamalar aşağıda sırayla yer almaktadır (Kondak ve Yayla, 2002; 100).

- 1) Üye ülkeler arasında döviz kurlarında birliğin sağlanması.

- 2) Birlik içinde sermayenin serbest dolaşımını engelleyen bütün sınırlamaların kaldırılması.
- 3) Üye ülkelerin ekonomik politikalarında koordinasyonun gerçekleştirilmesi.
- 4) Ortak bir rezerv fonunun kurulması.
- 5) Para yaratma ve yok etme yetkisine sahip, ortak bir Merkez Bankasının kurulması.
- 6) Ortak bir paranın kabulü ve kullanılması.
- 7) Tek para birimine geçiş ve birlik içinde kullanımının sağlanması.
- 8) Üye ülkeler arasında siyasal açıdan yakınlaşma ve gerekli adımların atılması.

2.2.3.3. Siyasal Entegrasyon

Siyasal entegrasyon, entegrasyon hareketlerinde temeli oluşturmasa da ekonomik entegrasyonun oluşumunda büyük rol oynar. Ekonomik şartların ekonomiler arasında bağımlılık oluşturmaktadır. Ekonomik şartların ve çıkarların meydana getirdiği engellerin kaldırılması, mal ve faktör hareketlerini serbest bırakmak, hem rekabetin avantajlarından yararlanmak, iç bağımlılığın yapamayacağı bir politika tedbiri olarak gerçekleştirmek önem taşır. Ekonomik entegrasyonu kusursuz yapmak için siyasal yakınlaşma ve dünya genelinde ortak çıkarlar üzerine oturtulması gerekir. Entegrasyon sürecinin doğru işleyebilmesi için bir karar ünitesi olmalı ve siyasal entegrasyonun gerçekleştirilmiş olması gerekir. Karar ünitesinin görevi, siyasal dengesizlikler ve anlaşmazlıkların ortadan kalkmasına yardım etmek, ekonomik alanda etkin bir entegrasyon sağlamak, siyasal entegrasyonun gerçekleşmesine de bağlıdır (Kondak ve Yayla, 2002;104).

Siyasal entegrasyon, ulusal konumdaki siyasal kurumların bağılıklarını, beklentilerini ve faaliyetlerini mevcut ulus devletlerin üzerinde hukuksal nitelikli bir merkezde toplamaları gerektiğini anlatmaktadır. Tam ekonomik bütünleşme ile birlikte, bir topluluk kimliğinin sağlandığı karşılıklı çıkarlar için ortak hareket edebilme

anlayışının hakim olduğu söylenebilmektedir. Ülkelerin iç ve dış politikalarını belirlemede sağlanan bu kolektif anlayışın boyutu ve kapsamı, aldıkları siyasi ve hukuki kararlarında sağladıkları eşgüdüm ile doğru orantılı olarak artmaktadır.

2.3. AB'YE ÜYELİK ASAMASINDA OLAN TÜRKİYE'NİN FİNANSAL PİYASALARA ENTEGRASYON SÜRECİ

1970'li yıllardan sonra küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla beraber, finansal piyasalarda Türkiye uyum sürecine girmiş bu uyum süreci birçok ülkede olduğu gibi finansal liberizasyon sürecini beraberinde getirmiştir. Finansal liberalleşme literatürünün temel öngörülerinden biri, finansal baskı altında bulunan ekonomilerde, ekonomik büyüme için gereksinme duyulan kaynakların, yurt içinden yeterince elde edilememesidir. Yüksek enflasyon, faiz oranları üzerine konulan sınırlamalar ve bunun sonucunda oluşan negatif faiz uygulamaları ve benzeri politikalar malî piyasaları baskı altına alarak, bu piyasaları kaynak sıkıntısı ile karşı karşıya bırakmaktadır. Malî piyasaları baskı altına alan bu ve benzeri iktisat politikalarından vazgeçilmesi ve kaynak dağılımında piyasa mekanizmasının daha belirleyici hale gelmesiyle, iktisadî kaynaklar da ihtiyaç duyulan alanlara doğru, daha etkin bir şekilde harekete geçirilebilir. Dahası kaynakların kullanımında etkinliğin sağlanması, rasyonel bir şekilde işleyen malî piyasaların varlığını gerekli kılar. Tüm bunların gerçekleşmesiyle, hem ekonomik faaliyetlerin önündeki malî engellerin kalkması ve böylece iktisadî faaliyetlerin artması, hem de kaynakların daha rasyonel işleyen malî piyasalar yoluyla verimli alanlara kanalize edilerek, pozitif ekonomik büyümenin gerçekleşmesi beklenir. Türkiye ekonomisinin 1970'lerin sonunda karşı karşıya kaldığı iç ve dış kaynak sorunlarına çözüm bulmak amacıyla, 1980'li yıllarda geniş kapsamlı bir yapısal dönüşüm programı uygulamaya konuldu. IMF ve Dünya Bankası gibi iki uluslar arası kurumun da desteğini alan bu programın en önemli iki ayağını, dış ticarete ve finansal piyasalardaki serbestleşme politikaları oluşturdu. Finansal serbestleşme çerçevesinde girişilen

reformların temel amacı, Türkiye ekonomisinin içine düştüğü kaynak-kullanım dengesizliğini giderebilmek için, hâlihazırda yurt içinde bulunan malî kaynakların ihtiyaç duyulan kullanım alanlarına doğru harekete geçirilmesi ve bu yolla ekonomik büyümeye hız verilmesidir. Türkiye özelinde bu beklentilerin kısmen gerçekleştiğini gösteren birtakım çalışmalara rastlamak mümkündür. Türkiye’de finansal reformlarda ilk adımı, faiz oranları üzerindeki her türlü kısıtlamanın kaldırılarak, faiz oranlarının piyasa koşullarına göre belirlenmesi oluşturmaktadır. Ayrıca bu yolla, ekonomide atıl olan veya informel finansal piyasalarda değerlendirilen malî kaynakların formel finansal piyasalara çekilmesi amaçlanmıştır. Bununla beraber finansal piyasalarda kurumsallaşmaya da önem verilmiş ve bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gibi kurumlar kurulmuştur (Özer, 2007;69-70).

Liberalizasyon süreci içinde Türkiye’de finansal piyasaların gelişimi 1980 öncesi Dönem ve 1980 sonrası dönem olarak iki başlık altında incelenebilir:

a) Türkiye’de 1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir (Binay ve Kunter, 1998: 45-47):

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatiftir.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmiştir. (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktur.
- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.
- Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz krediler sağlanmaktaydı.

- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi.
- Aracılık hizmetlerinin maliyetleri yüksekti.
- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti.
- Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş ancak büyük başarısızlıkla karşılaşılmıştı.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti.

b) Türkiye’de 1980 sonrası finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:

- Mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiştir,
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır,
- Kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkanı tanınmıştır,
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergiler azaltılmıştır,
- Aracılık hizmetlerinin maliyetleri düşmüştür,
- Mali sistem kurumsallaştırılmıştır,
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamalar azaltılmıştır,
- Menkul kıymet piyasaları oluşturularak, şirketlere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır,

- TL piyasasının oluşturulması ve benzeri gelişmeler olmuştur.

Türkiye’de finansal piyasalar 1980 öncesi ve 1980 sonrası dönem olarak değerlendirilmek istenirse her iki dönemde de piyasalara hakim kuruluşun bankalar olduğu gözlenmektedir. Ekonomide yaşanan krizlerin etkisi öncelikle bankacılık sektörü üzerine yansımakta ve bu da faizleri yükselterek parasal göstergeleri etkilemektedir. Türkiye kalkınma ve büyüme sürecinde karşılaştığı iki önemli sorundan biri olan döviz sıkıntısını, 1980 sonrasında izlediği dışa açık ekonomik model ve kambiyo düzenlemelerindeki serbestleşme ile çözmeye çalışırken, bir diğer sorun olan yurt içi tasarrufların yetersizliği ve etkin kullanılmamasını da son on yıl içinde finansal piyasalarda gerçekleştirdiği reformlar ve yeni yatırım ve borçlanma araçlarını kapsayan mali araçların ihraç edilmesi ile çözmeyi hedeflemektedir. Finansal piyasalarda gerçekleştirilen reformlar ise, yeni mali kurumların yaratılması, yeni düzenli mali piyasaların kurulması ve yeni yatırım ve borçlanma araçlarını kapsayan mali araçların ihraç edilmesini amaçlamaktadır. Ayrıca, bu finansal reformlar ile birlikte yurtiçi tasarrufların artırılması, etkin kullanımı, yurt dışı tasarruflara da aracılık edilmesi hedeflenmiştir.

Finansal derinleşmenin göstergelerinden olan, finansal kurumların çeşitliliği açısından ülkemiz finans piyasası gelişmiş ülkelerin finans piyasaları ile karşılaştırıldığında; Türkiye’de finansal piyasanın kurumsal açıdan yeterince çeşitlilik arz etmediği görülmektedir. Bu da finansal fonların büyüme hacmini olumsuz etkilemekte ve bu fonların daha geniş bir kitleye yaygınlaştırılmasını zorlaştırmaktadır. Bu itibarla, ülkemiz finans piyasasında, gelişmiş ülke finans piyasalarında bulunan tasarruf ve kredi birlikleri, kredi birlikleri, yatırım şirketleri, özel emeklilik fonları, yapı toplulukları gibi kurumların da oluşturulmasına ilişkin çalışmalar yapılmakta ve bu alanda önemli gelişmeler elde edilmiştir. Finansal derinleşmenin göstergesi olan finansal kurumların çeşitliliği kadar, finansal araçların çeşitliliği de ülkemiz için büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında ilsem

gören finansal araçların sadece bir kısmının ülkemizde kullanıldığı görülmektedir. Bu itibarla, yukarıda da belirtildiği gibi, ülkemizde finansal kurumların çeşitliliğinin yeterli olmaması yanında, finansal araç çeşitliliğinin de az sayıda kurum tarafından (özellikle bankalar tarafından) sağlanması derinleşmesini tamamlamadığını gösteren önemli göstergelerden biridir. Ancak, ülkemizde araçların çeşitliliği açısından bir sorun olmamasına rağmen, mevcut araçların az sayıda finansal kurum tarafından (özellikle bankalar) ihraç ediliyor olması piyasalardaki tekeli yapıyı değiştirememektedir (www.econturk.org).

Sonuç olarak, Türk finans sisteminde liberalleşme hareketlerinin 24 Ocak 1980 Kararları ile başladığı ve günümüze kadar gelişimini tamamlama sürecinde bulunduğunu ifade edebiliriz. Bu süreçte, kurumsal ve yasal altyapıya yönelik çalışmaların yapıldığı ve bu konuda büyük gelişmelerin sağlandığı görülmektedir. Finansal piyasalarda yeni reformların yapılması, piyasalardaki aracı ve araç çeşitliliğinin artırılması yönünde gelişim ve değişimlerin olması, AB üyelik sürecinde olan Türkiye'nin finansal piyasalarda AB'ye entegrasyonunu arttırmakta yardımcı olmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AB VE TÜRK FİNANS PİYASALARININ ENTEGRASYON DÜZEYİNİN KOİNTEGRASYON (EŞBÜTÜNLEŞME) ANALİZİ YÖNTEMİYLE BELİRLENMESİ

3.1. ARAŞTIRMA KONUSU VE YÖNTEM

Son 15 yıllık süreçte Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne (AB) üyeliği açısından önemli gelişmeler yaşanmıştır. 1 Ocak 1996'da Gümrük Birliği Anlaşmasının yürürlüğe girmesiyle, Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki yakınlaşma önemli bir boyut kazanmıştır. Türkiye'nin Aralık 1999 Helsinki Zirvesinde tam üyeliğe aday ülke olarak kabul edilmesinden sonra, Aralık 2004 Brüksel Zirvesinde üyelik müzakerelerine başlaması kabul edilmiştir. Haziran 2005'de müzakere çerçeve belgesinin sunulmasından sonra Ekim 2005'de Avrupa Birliği ile müzakereler resmen başlamıştır (Saritaş, 2007;330).

Türkiye'nin AB üyeliği yolundaki yukarıda açıklanan kilometre taşları, Türkiye'yi AB'ye daha da yakınlaştırmıştır. Yaşanan bu gelişmelerle birlikte sermaye piyasaları arasında da yakınlaşma olması kaçınılmazdır.

Bu çalışmada, Avrupa Birliği'ne (AB) üye olmaya çalışan Türkiye'deki sermaye piyasası ile Avrupa Birliği ülkelerinin sermaye piyasaları arasındaki entegrasyonu incelenmiştir. Böylece, yaşanan gelişmelerden sonra AB ve Türkiye arası uluslararası portföy yatırımlarının geleceğinin nasıl olacağına ortaya konulması amaçlanmaktadır. Çalışma yaşanan gelişmelerin Türkiye piyasaları ile AB piyasaları arasındaki entegrasyon düzeyine etkisinin incelenmesiyle sınırlı tutulmuştur.

Yapılan ekonometrik çalışmada kullanılan veriler Ocak 1995 – Aralık 2010 arasında Türkiye, Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, İrlanda, Yunanistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya hisse senedi piyasaları endekslerinin aylık verileridir. Veriler, Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI)'in istatistiki veriler hizmetinden yararlanılarak oluşturulmuştur. Bu on iki ülkenin seçilmesinin sebebi bu ülkelerin Avrupa birliği hisse senedi piyasalarının piyasa ve kapitalizasyon değerleri olarak önemli bir kısmını temsil etmesidir.

İMKB ve Avrupa Birliği'ne üye on iki ülkenin borsaları arasındaki bütünleşme hisse senedi piyasaları bağlamında panel birim kök testleri ve panel eşbütünleşme analizi ekonometrik yöntemleri Eviews ekonometri programı kullanılarak test edilmiştir. Çalışmanın anlaşılabilirliği açısından ilk olarak panel birim kök testleri ve panel eşbütünleşme analizi yöntemlerine yer verilmiştir.

Panel Birim Kök Testleri.

Abuaf ve Jorion (1990) satınalma gücü paritesi önsavını sınamak amacıyla ilk kez panel birim kök sınavını kullanmışlardır. Bu çalışmadan bu yana geçen zaman

süresi içerisinde panel birim kök yazınında önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Im, Pesaran ve Shin (1997), Maddala ve Wu (1997), Taylor ve Sarno (1998), Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002), Hadri (2000), Choi (2001), Breuer ve diğerleri (2001,2002), Carrion-i-Silvestre (2005), Pesaran (2006), Beyaert ve Camacho (2008) panel birim kök yazınına değişik açılardan önemli katkılarda bulunmuşlardır. Bu çalışmalardan çıkarılan ortak sonuç, verinin hem zaman hem de yatay kesit boyutuna ilişkin bilgiyi dikkate alan panel birim kök sınamalarının sadece zaman boyutuyla ilgili bilgiyi göz önüne alan zaman serisi birim kök sınamalarından istatistiksel anlamda güçlü olduğudur (Güloğlu, İspir; 2008).

Panel birim kök sınamalarında paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olarak ele alınıp alınmaması bir sorun teşkil etmektedir. Birinci kuşak sınamalar adı verilen panel birim kök sınamaları yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olduğu varsayımı altında kurgulanmışlardır. Im, Pesaran ve Shin (1997), Maddala ve Wu (1997), Levin ve Lin (1992, 1993), Levin ve diğerleri (2002), Hadri (2000) ve Choi (2001) sınamaları bu tür sınamalara örnektir. Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan sınamalar ikinci kuşak testleri temsil etmektedir.

Birinci kuşak birim kök sınamaları yatay kesit bağımlılığını dikkate almamaktadır. Literatürde yaygın olarak bahsedilen ekonomik değişkenler arasında karşılıklı etkileşimin varlığına karşın, bunu dikkate almayarak paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin bağımsız olduklarını varsaymaktadırlar. Bunlardan ilki, *Levin ve diğerleri (2002)* nin homojen panel birim kök testidir (Kısaca LLC testi). Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002) bağımlı değişken Y'nin birinci gecikme katsayısının (β_1) bütün yatay kesit birimleri için aynı olduğu varsayımını yapmaktadır. Bu anlamda bu tür panel sınamalarına homojen panel birim kök sınamaları da denilmektedir (Güloğlu, İspir;2008). Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002) sınamalarında sıfır ve alternatif önsavları ve N yatay kesit biriminin T dönem için Dickey-Fuller (ADF) regresyonu şu şekildedir:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot Y_{i,t-1} + \delta_i \tau + \sum_{j=1}^{p_i} \phi_{ij} \cdot \Delta Y_{i,t-j} + u_{i,t} \quad (3.01)$$

$$t = 1, 2, \dots, T \quad i = 1, 2, \dots, N$$

Denklem (3.01)'de τ trendi, yani eğilimi, α_i bireysel etkileri göstermektedir ve $u_{i,t}$ hata terimi için otokorelasyona izin verilmemektedir. Ayrıca Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002), N ve T' nin sonsuza gittiğini fakat T' nin daha hızlı oranda arttığını dolayısıyla N/T' nin sıfıra yaklaştığını varsayarak denklemi Havuzlanmış En Küçük Kareler (POLS) ile tahmin etmektedirler.

$$H_0 : \beta_i = \beta = 0 \quad (i=1,2,\dots,N)$$

$$H_A : \beta_i = \beta \neq 0$$

H_0 hipotezi, ilgili serinin birim kök taşıdığını ifade ederken, Alternatif önsav ise serinin durağan olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda paneli oluşturan tüm serilerin durağan olup, aynı hızla ortalamaya döndükleri kabul edilmiş olmaktadır.

Panel Eşbütünleşme Analizi:

Genellikle zaman serilerinde testin gücü yüksek değildir. Testin gücü, yanlış olan sıfır hipotezinin reddedilme olasılığını ifade etmektedir. Dolayısıyla gerçekte seri durağan iken, yapılan testler sonucu durağanlığı reddetme durumu, testin zayıflığından kaynaklanmaktadır. Bu açıdan panel eşbütünleşme testleri, gücü yüksek testlerdir (Barbieri, Aktaran, Arıca, 2010;61).

Eğer iki değişkenli modelde, iki değişken de birim kök taşıyorsa yani durağan değillerse, bu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığını kontrol edilmelidir. Bu iki değişkenin doğrusal bileşimleri yani regresyonun hata terimi durağan ise, iki değişkeninin eşbütünleşik olduğu söylenmektedir (Barbieri, Aktaran, Arıca, 2010;61).

Panel eşbütünleşme testlerinde sıfır hipotezi, paneli oluşturan her bir serinin eşbütünleşik olmadığıdır. Alternatif hipotez ise, paneli oluşturan her bir seri için en az 1 tane eşbütünleşme vektörünün var olduğudur.

Panel eşbütünleşme testlerinin en önemli özelliği bu testler, sadece dinamik ve sabit etkilerin yatay kesit birimleri arasında değişmesine izin vermez, aynı zamanda alternatif hipotez altında paneli oluşturan her bir seri için farklı bir eşbütünleşme vektörüne izin verir. Yani heterojen paneli dikkate alır (Pedroni, Aktaran, Arıca, 2010;61).

Pedroni (1999) Panel Eşbütünleşme Testi:

Pedroni ilk olarak 1997 yılında basit iki değişkenli regresyonlar konusuna, 1999 yılında ise çok değişkenli regresyonlar konusuna yoğunlaşmaktadır. Pedroni (1999) panel eşbütünleşme testinin sıfır hipotezi, değişkenlerin eşbütünleşik olmadığını belirtirken alternatif hipotezi ise tek bir eşbütünleşik vektörün olduğunu belirtmektedir. Pedroni (1999), eşbütünleşme test sürecini şu şekilde açıklamaktadır:

1.Aşamada: M tane açıklayıcı değişken için aşağıdaki model tahmin edilip, $e_{i,t}$ hata terimleri elde edilir.

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \delta_i \cdot \tau + \beta_{1i} \cdot X_{1i,t} + \beta_{2i} \cdot X_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} \cdot X_{Mi,t} + e_{i,t} \quad (3.02)$$

$$t=1, \dots, T \quad i=1, \dots, N \quad m=1, \dots, M$$

Burada T zaman boyutunu, N paneldeki birimlerin sayısını, M açıklayıcı değişken sayısını, $\delta_i \cdot \tau$, panelin birimleri için spesifik olan deterministik zaman trendlerini, α_i ise birimler arasında değişime imkan veren sabit etki parametresini göstermektedir.

2.Aşamada: Her bir birim için orijinal serinin farkını alıp, fark regresyonu için $\eta_{i,t}$ ile gösterilen kalıntılar hesaplanır. Farkı alınmış regresyon şu şekildedir:

$$\Delta Y_{i,t} = b_{1i} \cdot \Delta X_{1i,t} + b_{2i} \cdot \Delta X_{2i,t} + \dots + b_{Mi} \cdot \Delta X_{Mi,t} + \eta_{i,t} \quad (3.03)$$

Pedroni (1999) tarafından hesaplanan yedi tane değişik eşbütünleşme istatistiği vardır. Bu 7 tanesinin 4 tanesi grup içi istatistiği, 3 tanesi ise gruplar arası istatistik adını alır. Grup içi istatistik, her bir yatay kesit için kalıntılardan (1 dönem gecikmeli) elde edilen otoregresif katsayının üst üste yığılmasıyla elde edilirken, gruplar arası istatistik ise otoregresif katsayıların N üzerinden ortalamasının alınmasıyla elde edilir. Bu ayrımın bir sonucu, eşbütünleşimin alternatif hipotezi altında tahmin edilen kalıntılarının otoregresif katsayısı, γ_i açısından ortaya çıkar. Grup-içi istatistikleri için, $H_0: \gamma_i = 1$ tüm i için kalıntı-temelli olarak uygulanır. Alternatif hipotez ise $H_1: \gamma_i = \gamma < 1$ tüm i içindir. Böylece $\gamma_i = \gamma$ için ortak bir değer tahmin edilir. Buna karşın gruplar arası istatistiği için, $H_0: \gamma_i = 1$ tüm için kalıntı-temelli uygulanırken, $H_1: \gamma_i < 1$ tüm i içindir ve $\gamma_i = \gamma$ eşitliğini verecek tek bir değer elde edilemez (Camarero, Tamarit, Aktaran, Arıca, 2010;63). Normal dağılan yedi test istatistiği, uygun kritik değerlerle karşılaştırılır, eğer kritik değerler aşırsa, eşbütünleşme olmadığını söyleyen sıfır hipotezi reddedilir ve bu değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğu kabul edilir (Pedroni, Aktaran, Arıca, 2010;63).

Bu 7 tane istatistik şu şekildedir:

Test 1: Panel v- istatistiği:

$$T^2 \cdot N^{3/2} \cdot Z_{\hat{\beta}_{N,T}} \equiv T^2 \cdot N^{3/2} \cdot \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1}$$

Test 2: Panel ρ -istatistiği:

$$T \cdot \sqrt{N} \cdot Z_{\hat{\rho}_{N,T}^{-1}} \equiv T \cdot \sqrt{N} \cdot \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \cdot \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

Test 3: Panel t-istatistiği(parametrik olmayan):

$$Z_{t_{N,T}} \equiv \left(\tilde{\sigma}_{N,T}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \cdot \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

Test 4: Panel t-istatistiği(parametrik):

$$Z_{t_{N,T}}^* \equiv \left(\tilde{s}_{N,T}^{*2} \cdot \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2} \right)^{-1/2} \cdot \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^*$$

Test 5: Grup ρ -istatistiği:

$$TN^{-1/2} Z_{\hat{\rho}_{N,T}^{-1}} \equiv TN^{-1/2} \sum_{i=1}^N \left(\sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

Test 6: Grup t-istatistiği (parametrik olmayan):

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{t_{N,T}} \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\hat{\sigma}_i^2 \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

Test 7: Grup t-istatistiği (parametrik):

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{t_{N,T}}^* \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N \left(\sum_{t=1}^T \hat{s}_i^{*2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2} \right)^{-1/2} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^*$$

Burada,

$$\hat{\lambda}_i = \frac{1}{T} \sum_{s=1}^{k_i} X_i \left(1 - \frac{s}{k_i + 1} \right) \cdot \sum_{t=s+1}^T \hat{\eta}_{i,t} \hat{\eta}_{i,t-s}$$

$$\hat{s}_i^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\eta}_{i,t}^2, \quad \hat{\sigma}_i^2 = \hat{s}_i^2 + 2 \hat{\lambda}_i, \quad \hat{\sigma}_{N,T}^2 \equiv \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{L}_{11i}^2 \hat{\sigma}_i^2,$$

$$\hat{L}_{11i}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\eta}_{i,t}^2 + \frac{2}{T} \sum_{s=1}^{k_i} \left(1 - \frac{s}{k_i + 1} \right) \cdot \sum_{t=s+1}^T \hat{\eta}_{i,t} \hat{\eta}_{i,t-s} \text{ dir.}$$

3.2. Bulgular

Bu bölümde Avrupa Birliği'ne (AB) üye olmaya çalışan Türkiye'deki sermaye piyasası ile Avrupa Birliği ülkelerinin piyasaları arasındaki entegrasyonu incelemek amaçlı Ocak 1995 – Aralık 2010 arası dönem seçilerek uygulanan panel eşbütünleşme

testleri analizi ve bu analizi gerçekleştirebilmek için gerekli olan birim kök sınamaları sonuçlarına yer verilmektedir.

3.2.1. AB Üyesi Ülkelerin Hisse Senetleri Endeksleri Değişkenine Ait Panel Birim Kök Sınaması

Türkiye ve seçilen AB üyesi ülkeler arasında eşbütünleşme düzeyini incelemek için ilk önce seçilen ülkelerin hisse senetleri endeksleri değişkenine ait panel birim kök sınaması yapılmalıdır. Panel birim kök sınaması bize paneli oluşturan ülke verilerinin durağan olup olmadığı konusunda bilgi vermektedir. Bunu anlamak için ise eviews ekonometrik programı kullanılarak LLC, IPS, ADF-Fisher ve PP-Fisher testleri uygulanmıştır. Tablo 3.1.'de de görüldüğü üzere seçilen AB üyesi ülkelerin hisse senetleri endeksleri değişkenine ait panel birim kök sınaması sonuçları verilmektedir.

Tablo 3.1. AB Üyesi Ülkelerin Hisse Senetleri Endekslerine İlişkin Birim Kök Sınamaları

| 1.Kuşak Testler | Test ist. | Olasılık değeri | Yatay Kesit sayısı | Gözlem |
|-----------------------------|-----------|-----------------|--------------------|--------|
| Levin, Lin & Chu t* | 0.24941 | 0.5985 | 10 | 1901 |
| | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -0.12153 | 0.4516 | 10 | 1901 |
| ADF - Fisher Chi-square | 15.2412 | 0.7624 | 10 | 1901 |
| PP - Fisher Chi-square | 17.5664 | 0.6159 | 10 | 1907 |

Tablo 3.1.'den görüldüğü gibi tüm panel birim kök testlerine ait olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden büyüktür. Yani LLC, IPS, ADF-Fisher ve PP-Fisher test sonuçlarına göre ilgili değişken birim köke sahiptir. Hisse senetleri

endeksleri değişkeninin durağan olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilemediği için seri birim kök süreci izlemektedir.

3.2.2. Türkiye İçin Hisse Senedi Endekslerinin Birim Kök Sınaması

Tablo 3.2, Türkiye'ye ait hisse senedi endeksi değişkenine ait birim kök sınaması sonuçlarını göstermektedir. Tablo ya göre IPS ve PP-Fisher testleri haricindeki tüm panel birim kök testleri Türkiye için ilgili değişkenin birim kök süreci izlediğini yani durağan olmadığını göstermektedir. Çünkü testlerin olasılık değerleri 0.05 ten büyüktür ve bu durum, yine ilgili değişkenin durağan olmadığını belirten sıfır hipotezinin reddedilemediğini ifade etmektedir.

Tablo 3.2. Türkiye İçin Hisse Senedi Endeksleri Birim Kök Sınaması

| 1.Kuşak Testler | Test ist. | Olasılık değeri | Yatay Kesit sayısı | Gözlem |
|-----------------------------|------------------|------------------------|---------------------------|---------------|
| Levin, Lin & Chu t* | 0.98080 | 0.8367 | 10 | 1907 |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -1.87624 | 0.0303 | 10 | 1907 |
| ADF - Fisher Chi-square | 28.2758 | 0.1030 | 10 | 1907 |
| PP - Fisher Chi-square | 33.3699 | 0.0307 | 10 | 1907 |

3.2.3. AB Üyesi Ülkelere Ait Değişkenin 1.Farkı Alınmış Durumdaki Panel Birim Kök Sınaması

Tablo 3.3, Türkiye dışında örneklemimizi oluşturan 12 Avrupa Birliği ülkesinin hisse senedi endeksi değişkeninin 1. dereceden farklı alınmış hali için yapılan panel birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Tablo 3.3'ten görüldüğü gibi ilgili değişken, birinci farkı alındıktan sonra durağan hale gelmektedir. Çünkü bütün 1.kuşak panel birim kök test istatistiklerinin olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden küçüktür. Dolayısıyla değişken düzey yerine farkında durağan yani 1. dereceden eş-bütünleşik (I(1)) bir değişkendir.

Tablo 3.3. AB Üyesi Ülkelere Ait Değişkenin 1.Farkı Alınmış Durumdaki Panel Birim Kök Test Sonuçları

| 1.Kuşak Testler | Test ist. | Olasılık değeri | Yatay Kesit sayısı | Gözlem |
|-----------------------------|-----------|-----------------|--------------------|--------|
| Levin, Lin & Chu t* | -35.1509 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -36.6334 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| ADF - Fisher Chi-square | 834.517 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| PP - Fisher Chi-square | 842.195 | 0.0000 | 10 | 1897 |

3.2.4. Türkiye Değişkeninin Birinci Farkının Alınması Sonucunda Yapılan Panel Birim Kök Testi Sınaması

Tablo 3.4, Türkiye'ye ait hisse senedi endeksi değişkeninin 1. dereceden farklı alınmış hali için yapılan panel birim kök testi sonuçlarını göstermektedir. Test sonuçlarına göre bütün birinci kuşak panel birim kök testlerince ilgili değişkenin birinci dereceden farkı alındıktan sonra durağan bir değişken haline geldiğini görmekteyiz. Bütün birinci kuşak test istatistiklerinin olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden küçüktür ve birim kökün olduğunu belirten yokluk hipotezi reddedilmektedir. Sonuç olarak Tablo 3.3 ve Tablo 3.4'den çıkartılan ortak sonuç, ilgili değişkenlerin farkta durağan olduğudur. Bu sonuçlar, birim kök sürecini izleyen iki tane değişken arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığının araştırılmasını mümkün kılmaktadır.

Tablo 3.4. Türkiye Değişkeninin Birinci Farkının Alınması Sonucunda Yapılan Panel Birim Kök Testi Sonuçları

| 1.Kuşak Testler | Test ist. | Olasılık değeri | Yatay Kesit sayısı | Gözlem |
|-----------------------------|-----------|-----------------|--------------------|--------|
| Levin, Lin & Chu t* | -55.4546 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -52.5636 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| ADF - Fisher Chi-square | 1077.29 | 0.0000 | 10 | 1897 |
| PP - Fisher Chi-square | 1077.66 | 0.0000 | 10 | 1897 |

3.2.5. Panel Eşbütünleşme Testleri

Eğer iki değişkenli modelde, iki değişken de birim kök taşıyorsa yani durağan değillerse, bu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı kontrol edilmelidir. Buradan hareketle, Pedroni Eşbütünleşme Testi (1999) ile Johansen-Fisher Panel Eşbütünleşme testleri ile ilgili değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı araştırılmıştır.

3.2.5.1. Pedroni Eşbütünleşme Testi

Tablo 3.5, Pedroni Panel eşbütünleşme testi sonuçlarını göstermektedir. Panel eşbütünleşme testlerinden Pedroni Eşbütünleşme Testi sonuçlarına göre Pedroni'nin hesapladığı 7 tane test istatistiğinin olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu için Türkiye ile diğer AB ülkelerinin hisse senedi endeksi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı reddedilmemektedir. Benzer şekilde bu istatistiklerin hepsinin mutlak değerleri 1.96'dan büyüktür. Dolayısıyla eşbütünleşmenin olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilmektedir. Sonuç olarak iki ülke grubu arasında ilgili değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 3.5. Pedroni Eşbütünleşme Testi Sonuçları

| Alternatif Hipotez: Ortak AR katsayısı (Grup-İçi) | | | | |
|--|-------------------|-----------------|---------------------------|-----------------|
| | Hesap İstatistiği | Olasılık değeri | Tartılı Hesap İstatistiği | Olasılık Değeri |
| Panel v-stat | 9.475886 | 0.0000 | 8.509952 | 0.0000 |
| Panel-rho stat | -8.800118 | 0.0000 | -7.082785 | 0.0000 |
| Panel-PP stat | -5.375876 | 0.0000 | -4.324186 | 0.0000 |
| Panel ADF-stat | -4.207459 | 0.0000 | -3.381362 | 0.0004 |
| Alternatif Hipotez: Bireysel AR katsayısı (Gruplar-Arası) | | | | |
| | Hesap İstatistiği | Olasılık değeri | | |
| Grup-rho stat | -9.603350 | 0.0000 | | |
| Grup-PP stat | -5.705395 | 0.0000 | | |
| Grup ADF-stat | -4.726898 | 0.0000 | | |

3.2.5.2. Johansen Fisher Panel Eşbütünleşme Testi

Tablo 3.6, panel eşbütünleşme testlerinden Johansen Fisher Panel eşbütünleşme testine ait sonuçları göstermektedir. Hem iz istatistiklerinin hem de öz değerlerin olasılık değerleri 0.05 'den küçük olduğu için eşbütünleşmenin olmadığı yokluk hipotezi reddedilerek bir üst sayıdan eşbütünleşme vektörünün olduğu kabul edilmektedir. Yani Johansen eşbütünleşme testinde $r \leq 0$ ve $r \leq 1$ hipotezlerine ait test istatistiklerinin olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için en fazla iki tane eşbütünleşme vektörünün var olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 3.6: Johansen Fisher Panel Eşbütünleşme Sonuçları

| Eşbütünleşme vektörünün sayısı | Trace istatistiklerinden Fisher ist. | Olasılık Değeri | Max-özdeğer istatistiklerinden Fisher ist. | Olasılık Değeri |
|--------------------------------|--------------------------------------|-----------------|--|-----------------|
| $r \leq 0$ | 31.77 | 0.0458 | 26.71 | 0.1437 |
| $r \leq 1$ | 33.40 | 0.0305 | 33.40 | 0.0305 |

SONUÇ

AB'nin önemli hedeflerinden biri birlik içinde sermaye piyasalarının entegrasyonunun gerçekleştirilmesidir. Bu hedefe ulaşılması durumunda mal, hizmet, sermaye ve emeğin serbest dolaşımı tümüyle sağlanmış olacaktır. Sermaye piyasalarındaki entegrasyonun başta gelen amacı ekonomik büyüme ve sosyal refaha yol açabilecek bir finansal gelişmişlik düzeyine ulaşmak, daha güçlü ve istikrarlı bir Avrupa ekonomisi yaratmak ve Birlik dışındaki ülkelerle rekabette üstünlük sağlamaktır.

Türkiye'nin AB'ye adaylık durumunda olduğu dönemde, AB'de sermaye piyasalarının entegrasyonu sürecinin yakından izlenmesi ve entegrasyona uyum için yapılmakta olan çalışmaların hızlandırılarak hayata geçirilmesi, her iki piyasanın birbirine yaklaşması ve aralarında kuvvetli bir uyumun sağlanması açısından önem taşımaktadır.

Entegrasyon sonucunda finansal hizmetlerin serbestçe sunumu ile birlikte borsalar arasında önemli bir rekabet yaşanacak olması İMKB'yi rekabete açık bir hale getirecektir. İMKB, Türkiye ile Birlik arasında fon akımının yönünü belirlemede önemli bir merkez olma özelliğini kazanabilecektir. Bu bağlamda İMKB'nin hedeflerini şimdiden belirlemesi doğru olacaktır. Hedeflere ulaşmada Borsanın teknik özellikleri ve altyapısı önem kazanacaktır. İMKB pazar kapitalizasyonu, işlem hacmi ve işlem gören

hisse senedi sayısı açısından Birlik borsaları içinde orta ölçekli borsalar arasında yer almaktadır. Entegrasyon sonrası artacak işlem hacmi ve aracı kurum sayısına yönelik gelişme çalışmalarına başlanması, öncelikler arasına alınmalıdır.

Türk finansal piyasalarında yer alan düzenleyici kuruluşlara, bankalara, aracı kurumlara ve piyasadaki tüm finansal kurumlara önemli görevler düşmekte, söz konusu kurum ve kuruluşların kendilerini yoğun rekabete çok iyi hazırlamaları gerekmektedir. AB'de sermaye piyasalarının entegrasyonuna ilişkin değişikliklerin farkında olunması ve bunlar için hazırlık yapılması durumunda, çeşitli stratejiler geliştirilerek önemli fırsatlar yakalanabileceği ve piyasaların daha ileriye gidebileceği düşünülmektedir. AB sermaye piyasalarında entegrasyona gidilmesinin, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları üzerinde olumlu etkide bulunması ve gelişmelerine ivme kazandırması beklenmektedir. Bu açıklamalar çerçevesinde yapılan çalışma bir bütün olarak Türkiye açısından değerlendirilecek olunursa; küreselleşmeyle birlikte sermaye akımlarının, teknolojik ve ekonomik gelişmelerin takip edilmesiyle beraber ekonomik birliğe dahil ülke olmanın entegrasyonu artırdığı görülmektedir.

Çalışmamızda, Türkiye'nin AB üyeliği sürecinde, Türkiye sermaye piyasaları ile seçtiğimiz AB üyesi ülkelerin sermaye piyasaları arasındaki entegrasyon ekonometrik olarak incelenmiştir. Yapılan çalışmada, ilk olarak birim kök testlerine yer verilmiştir. Yapılan testler sonucu iki değişkenin de birim köke sahip olduğu görülmüştür. Daha sonra bu doğrultuda eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılmıştır ve Pedroni Panel Eşbütünleşme Testi ile Johansen Fisher Panel Eşbütünleşme Testi uygulanarak, bu testler sonucunda eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmiştir.

Dolayısıyla panel eşbütünleşme test sonuçlarına göre Türkiye ile seçili AB ülkelerinin hisse senedi fiyatı değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı yani eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. Uluslararası portföy çeşitlendirme fırsatlarının, dünya piyasalarından kopuk sermaye piyasalarında dünya

piyasalarıyla entegre olmuş piyasalara göre daha fazla olduğu düşünöldüğünde, çalışmada ortaya çıkan eşbütünleşme ilişkisi, AB-Türkiye arasındaki uluslararası portföy yatırımlarının yatırımcılar açısından çeşitlendirme potansiyelinin azaldığı (veya azalacağı) anlamına gelmektedir. Buna göre, AB-Türkiye arasındaki uluslararası yatırımların portföy riskleri de artacaktır.

KAYNAKÇA

- Afşar M. (2004); Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 1558, Eskişehir
- Afşar M, (2006); Finansal Sistem Ve İşleyişi; Gülen Ofset; Eskişehir.
- Agenor P. (2001); Benefit and Cost of International Financial Integration: Theory and Facts, The World Bank, Washington DC 20433. September
- Akgiray V., (1998); Finansal Yenilikler ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları, İMKB Dergisi, Cilt No 2, No 5 pp.47-52
- Alp A. (2002); Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler Ve Türkiye, Ankara
- Apak S., (1995); Sermaye Piyasaları Ve Borsa, Bilim Teknik Yayınevi
- Arıca F., 2010; Tasarruf Yatırım Eşbütünleşmesi Ve Uluslar Arası Sermaye Hareketliliği, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Ankara
- Aysal Ü., (2005); Türk Sermaye Piyasalarında Pazar Etkinliği, Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul
- Baştürk H., (1999); Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Cilt:75. Sayı.9 23

- Binay Ş., ve Küntar K. (1998); Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü, TCMB yayımları, c.17, 14, 38
- Bolak M., (2000); Sermaye Piyasası&Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi, Beta Yayınevi, İstanbul
- Boran A., (2001); Bankacılık Sektörü Nasıl Güçlenecek?, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, c.32 38, s47
- Brealey, R.A. vd. (2001); (Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı); İşletme Finansının Temelleri; Mcgraw-Hill, Inc.
- Budak A., (2004); AB Yolunda Türk Sermaye Piyasası, İstanbul
- Canbaş, ve Doğukanlı, H.,(1997), Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul
- Caprio G. ve Honohan P. (1999); “Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements”, Journal of Economic Perspectives, Volume13, s. 43-64.
- Chambers Nurgül, (2005); “Avrupa Birliğinde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türk Sermaye Piyasasının Uyumu”, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 71, s. 135.
- Çolak Faruk Ö.(2001); Finansal Serbestleşme Sürecinde Türk Bankacılık Sektörü ve 1980 Sonrasında Gelişmeler, Bankacılık Dergisi, c.7, ç30,s22
- Darrat A., (1999), Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another Look at The Evidence, International Economic Journal, V.13, N.3, pp.19-35

Demirkan U., (1981); Sermaye Piyasaları Ve Türkiye'deki Uygulamaları, Başbakanlık Basımevi, Ankara

De Grauwe, P. 2003, Economics Of Monetary Union, Fifth Edition, Oxford University Pres, Great Britain.

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

Domowitz I., Glen J. ve Madhavan A, (2000); "Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time", William Davidson Institute Working Paper, No:322, ABD, Mart, s. 6.

Erçel G., (22 Eylül 2000); Küreselleşme ve Uluslararası Finansal Gelişmeler, 17. Asya Bankalar Birliği Genel Kurulu, İstanbul

Erol Ü.,(2000); Finansal Sistem ve Para Politikası, Gazi Yayınevi, Ankara

Ertuna Ö., (1987); Türkiye'de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümler; İ.T.O. Yayın No: 1987-6, İstanbul

eco.ieu.edu.tr

Giannetti Mariassunta, (2002); "The Effects of Integration on Regional Disparities: Convergence, Divergence or Both?", European Economic Review, Volume.46, Say9 :3, Mart, s. 539-567.

Grigham F.E., Gapeński G.L. (1991); Financial Management Theory and Practise; The Dreyden Press

Güloğlu, B. ve İspir, S. (2008). Yeni Gelişmeler Işığında Türkiye'de Satınalma Gücü Paritesi Hipotezinin Panel Birim Kök Sınaması. Makro Ekonomik Zaman Serileri Analizi, Eşbütünleşme ve Modelleme Yöntemleri, İzmir: Edit Kitap, DEU Yayınları.

Günçavdı, Ö., (2001), “ Bankacılık ve Sigortacılık Kesiminin Üretim Hacmindeki Değişimlerin Kaynakları”, İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü Dergisi, c.17, s32, s4-30

Gündem F., (2010); Avrupa Birliği Ve Türkiye Finans Piyasalarının Bütünleşmesi, Journal Of Yasar University 2010 18(5) 3091-3096

Gürlesel F., Alkin K., Uzunoglu S., Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme Ve Türk Sermaye Piyasaları

Han E., (1996); Türkiye'nin Ekonomik Büyüme Sürecinde Finansal Gelişmenin Önemi, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir

Hellman, T.F., Murdock, K. C., Stiglitz, J. E., (2000); Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough, The American Economic Review, March, Vol. 90, No.1, pp.33-45

http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Melek%20ACAR%20BOYACI%20O%27%9ELU/523-538.pdf

<http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/439.pdf>

İnsel A., Sarıdoğan E., (2009); Krizin Türkiye'ye Etkileri, Vira Dergisi, İstanbul.

- Kaminsky G.L., Schmukler S.L., (2003); Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects Of Financial Liberalization, Working Paper 9787, <http://www.nber.org/papers/w9787> (29.03.2011)
- Kargı N., (1997); Ekonomik Kalkınma, Tasarruf, Sermaye Piyasası İlişkileri, Türkiye Örneği, Sermaye Piyasası Kurulu, Cilt:30. Sayı.115 23
- Kondak N., Yayla H.E., (2002); Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkmen Kitabevi, İstanbul
- Konuralp G., (2005); Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar Ve Portföy Yönetimi; Alfa Yayınları
- Köfteoğlu F. (1997); 6.Ayında 5 Nisan Kararları: Rakamlarla Oynayarak Sağlanan Başarı, İktisat Dergisi, c.17, 12, s353-354
- Küçükahmetoğlu O., Çeştepe H., Tüylüoğlu Ş., (2005); Ekonomik Entegrasyon Küresel Ve Bölgesel Yaklaşım, Ekin Kitabevi,
- Levine Ross, (1996); "Foreign Banks, Financial Developments and Growth", International Financial Markets: Harmonization versus Competition, ed.Claude E. Barfield, Washington:The AEI Pres, s. 224, 250
- Levine R., (1997); Financial Development and Economic Growth Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol.35, No:3, pp.600-695
- Levine R., (2001); International Financial Liberalization and Economic Growth. Review of International Economics. 9 (4): 688-702

- Levine, R., (2004), Finance And Growth: Theory and Evidence, National Bureau of Economic Research NBER Working Paper Series, Working Paper 10766
- London Economics, (2002); Quantification of the Macro Economic Impact of Integration of EU Financial Markets,
- Markusen James R. ve Venables Antony J., (1999); "Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development", European Economic Review, Volume 43, Şubat, s. 335-356.
- Merton Robert C., (1987); "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with in Complete Information", Sloan Working Paper Series, No:1869, s. 33.
- Mihçı S., (1999), Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri,Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Müslümov A., (2003); The Financial Analysis Of Mergers, Capital Markets Board, Ankara
- Obstfeld Maurice, (1989); "How Integrated are World Capital Markets? Some New Tests", NBER Working Paper Series, No:2075, s. 23.
- Oksay, (2000), "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, c.75.10 s9-10

- Oksay S.; AB'nin Entegrasyon Sürecinde, Avrupa Tek Finansal Hizmetler Piyasası'nın Değerlendirilmesi, Bilim Ve Danışma Kurulu Onaylı Eserler, Türkiye Sigorta Ve Reasürans Şirketleri Birliği
- Öçal T., Çolak Ö.F., (1999); Finansal Sistem Ve Bankalar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara
- Özer N., (2007); Finansal Piyasaların Entegrasyonu Ve AB Uyum Süreci, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Denizli
- Pagano M., (2002); Measuring Financial Entegration. http://www.eu-financial-system.org/fileadmin/content/Dokumente_Events/launching_workshop/Pagano.pdf (29.03.2011)
- Parasız İ., (2001); Para Banka ve Finansal Piyasalar, 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa
- Parasız İ., Başoğlu U., Ceylan A., (2001); Finans Teori, Kurum Ve Araçlar, Ekin Kitabevi, Bursa
- Parasız İ.M., Yıldırım K., (1998); Uluslar Arası Finansman Teori Ve Uygulama; Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa
- Sarıkamış C., (1998); Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 3. Basım, İstanbul

- Sarıtaş H., (2003); Sermaye Piyasası & Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Yayınlanmamış Ders Notları, Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Ana Bilim Dalı; Muhasebe-Finansman Bilim Dalı
- Sarıtaş H., (2007); Türkiye Ve Avrupa Birliği Piyasaları Arasındaki Korelasyon Düzeyinin İncelenmesi, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt:22, Sayı:2, ss:325-337.
- Selçuk F., (1997); Türkiye İktisadi 1994-1996, İmge Kitapevi, Ankara
- Soydemir S., (1998); Türkiye’de Finansal Fon Akımları, SPK Yayınları, No: 122
Ankara
- Şakar S.Ü. (1997); Sermaye Piyasası, Eskişehir
- Taşkıran G., (1996), Finansal Derinliğin Ekonomik Gelişmeye Etkisi ve Avrupa Birliği Ülkeleri ile Türkiye’de Finansal Derinliğin İstatiksel Analizi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Tekebaş Odyakmaz G., (2005); Türkiye’de Finansal Entegrasyon Süreci Ve Bankacılıkta Yabancı Sermaye, Türkiye Stratejik Araştırmalar Merkezi, Stratejik Rapor No:12
- Tunay B.,Uzuner M. ve Yiğit A., (1997); Türkiye’de Kamu Bankacılığı ve Sektör Üzerine Etkileri, Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, c10,s12, s56
- Tunay B., (2005); Finansal Sistem- İşleyişi Ve Ekonomisi, Birsen Yayınevi, İstanbul

- Uludağ İ., Arıcan, E., (1999); Finansal Hizmetler Ekonomisi, Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul
- Uysal Ö., (2009); Finansal Entegrasyon Sürecinde Avrupa Birliği Ülkeleri ile Türkiye Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Ölçülmesi, Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Williamson J., Mahar M. (2002); Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir inceleme, Liberte Yayınları, Ankara
- Yeldan E., (1996); Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Türk Finansal Piyasalarına Olan Etkisi Üzerine Gözlemler ve Ekonomideki Durum, Kitap Yayınevi, İstanbul
- Yetiz F. (2008); Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Yılmaz E., (2004); Türkiye’de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler, Ege Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, c.18, 11, s22-44
- Yıldırım ve Altun O., (1999); Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-1993, SPK Yayınları, c.17, 21, s134
- Yıldırım T., (2007); Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Entegrasyonu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara
- Yiğit M., (2003); Ekonomik Entegrasyon, Beta Yayın, İstanbul

Yücel Ç., (2002); Türk Finans Piyasasının Uluslar Arası Piyasalara Entegrasyonu,
A.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

EK 1. Seçili AB Üyelerin ve Türkiye'nin 1995-2010 Dönemlerine ait Hisse Senedi Aylık Kapanış Verileri

| TARİH | ALMANYA | FRANSA | İTALYA | İSPANYA | AVUSTURYA | BELÇİKA | DANİMARKA | İRLANDA | YUNANİSTAN | ÇEK CUMHURİYETİ | MACARİSTAN | POLONYA | TÜRKİYE |
|--------------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|---------|------------|-----------------|------------|---------|---------|
| Oca 31, 1995 | 698,267 | 584,317 | 223,020 | 127,371 | 909,059 | 730,740 | 989,975 | 182,044 | 204,544 | 89,894 | 77,263 | 311,383 | 96,473 |
| Şub 28, 1995 | 756,635 | 593,219 | 202,762 | 130,182 | 953,610 | 750,714 | 997,523 | 188,154 | 210,813 | 90,497 | 78,957 | 328,044 | 102,581 |
| Mar 31, 1995 | 738,362 | 670,404 | 190,990 | 127,158 | 958,898 | 794,612 | 990,977 | 190,405 | 223,834 | 79,202 | 79,046 | 318,903 | 139,604 |
| Nis 28, 1995 | 768,712 | 676,212 | 210,380 | 137,332 | 952,820 | 843,854 | 1.037,685 | 194,383 | 224,784 | 79,024 | 91,605 | 447,728 | 168,870 |
| May 31, 1995 | 774,182 | 682,803 | 210,909 | 143,450 | 1.004,555 | 839,235 | 1.080,953 | 195,949 | 240,380 | 78,460 | 92,208 | 405,763 | 167,961 |
| Haz 30, 1995 | 795,122 | 670,346 | 204,483 | 145,208 | 1.016,822 | 838,316 | 1.062,584 | 204,370 | 245,539 | 75,154 | 89,136 | 433,941 | 158,135 |
| Tem 31, 1995 | 841,247 | 699,931 | 220,287 | 155,474 | 1.021,993 | 863,513 | 1.136,120 | 210,493 | 261,539 | 78,180 | 90,439 | 411,119 | 168,172 |
| Ağu 31, 1995 | 794,877 | 654,425 | 214,833 | 149,917 | 943,715 | 812,851 | 1.075,419 | 210,030 | 247,844 | 78,674 | 90,477 | 394,900 | 135,377 |
| Eyl 29, 1995 | 804,901 | 641,113 | 212,502 | 149,812 | 947,305 | 839,932 | 1.091,775 | 214,985 | 254,393 | 84,224 | 89,965 | 422,768 | 124,302 |
| Eki 31, 1995 | 794,144 | 649,986 | 202,126 | 144,759 | 901,983 | 839,701 | 1.093,254 | 210,481 | 243,851 | 83,641 | 79,212 | 379,658 | 135,926 |
| Kas 30, 1995 | 794,759 | 645,840 | 190,614 | 155,437 | 869,161 | 851,572 | 1.097,606 | 211,226 | 226,976 | 77,000 | 77,752 | 371,476 | 106,830 |
| Ara 29, 1995 | 818,115 | 672,149 | 208,623 | 162,300 | 890,359 | 896,954 | 1.123,574 | 215,684 | 238,225 | 78,786 | 80,789 | 362,654 | 103,134 |
| Oca 31, 1996 | 852,495 | 698,528 | 217,844 | 163,287 | 941,144 | 914,494 | 1.159,549 | 218,967 | 252,490 | 80,825 | 118,084 | 481,488 | 121,462 |
| Şub 29, 1996 | 859,098 | 705,743 | 215,472 | 173,790 | 936,506 | 902,290 | 1.174,150 | 221,561 | 263,043 | 86,230 | 118,489 | 485,397 | 135,659 |
| Mar 29, 1996 | 854,787 | 725,832 | 206,724 | 170,894 | 927,846 | 878,429 | 1.143,723 | 229,731 | 263,223 | 93,047 | 117,542 | 480,380 | 138,612 |
| Nis 30, 1996 | 822,666 | 738,034 | 234,666 | 177,103 | 932,955 | 898,777 | 1.134,745 | 236,608 | 242,914 | 98,347 | 119,566 | 503,111 | 131,665 |
| May 31, 1996 | 833,492 | 728,919 | 233,036 | 175,347 | 982,900 | 910,911 | 1.137,014 | 245,424 | 247,135 | 101,877 | 132,321 | 478,402 | 122,353 |
| Haz 28, 1996 | 849,525 | 741,087 | 233,607 | 182,328 | 921,947 | 912,796 | 1.165,676 | 248,162 | 243,032 | 100,919 | 141,216 | 545,959 | 135,789 |
| Tem 31, 1996 | 850,947 | 719,458 | 215,995 | 173,595 | 900,753 | 920,666 | 1.182,612 | 239,823 | 243,290 | 105,580 | 122,132 | 520,695 | 115,729 |
| Ağu 30, 1996 | 869,569 | 703,643 | 213,977 | 176,910 | 908,311 | 926,937 | 1.224,766 | 249,611 | 258,206 | 113,025 | 146,718 | 565,610 | 113,743 |
| Eyl 30, 1996 | 874,279 | 741,488 | 227,360 | 180,872 | 881,028 | 936,419 | 1.219,911 | 259,982 | 255,002 | 105,400 | 139,397 | 588,880 | 124,564 |
| Eki 31, 1996 | 881,303 | 756,224 | 214,468 | 186,134 | 886,215 | 947,885 | 1.259,014 | 267,418 | 249,847 | 94,327 | 144,967 | 533,785 | 130,152 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kas 29, 1996 | 915,282 | 795,383 | 231,088 | 201,436 | 906,193 | 973,812 | 1.288,728 | 274,909 | 239,065 | 95,589 | 150,834 | 552,373 | 137,500 |
| Ara 31, 1996 | 917,178 | 802,271 | 231,253 | 221,466 | 919,198 | 975,531 | 1.348,650 | 277,795 | 241,594 | 101,303 | 164,991 | 570,151 | 136,004 |
| Oca 31, 1997 | 912,325 | 819,417 | 255,470 | 217,376 | 881,174 | 996,897 | 1.402,760 | 274,077 | 290,161 | 105,122 | 215,871 | 621,989 | 207,542 |
| Şub 28, 1997 | 949,131 | 822,718 | 228,099 | 209,310 | 882,675 | 1.010,107 | 1.392,819 | 281,177 | 308,478 | 108,231 | 209,446 | 663,038 | 207,730 |
| Mar 31, 1997 | 1.017,866 | 847,203 | 233,472 | 217,990 | 891,507 | 1.022,638 | 1.434,785 | 277,049 | 320,116 | 99,573 | 204,868 | 611,744 | 200,465 |
| Nis 30, 1997 | 980,292 | 811,818 | 236,442 | 229,673 | 853,859 | 1.030,800 | 1.390,174 | 267,596 | 327,255 | 88,437 | 220,508 | 574,829 | 168,434 |
| May 30, 1997 | 1.020,774 | 804,203 | 233,468 | 247,010 | 899,036 | 1.053,686 | 1.493,686 | 279,347 | 369,801 | 77,432 | 229,884 | 555,322 | 182,572 |
| Haz 30, 1997 | 1.064,779 | 870,184 | 255,263 | 264,680 | 888,848 | 1.073,447 | 1.523,250 | 287,314 | 340,763 | 79,254 | 258,100 | 516,774 | 199,216 |
| Tem 31, 1997 | 1.167,917 | 884,388 | 269,676 | 249,538 | 943,127 | 1.086,749 | 1.620,203 | 303,321 | 343,201 | 78,905 | 283,770 | 483,996 | 193,049 |
| Ağu 29, 1997 | 1.051,336 | 816,451 | 262,296 | 244,045 | 884,331 | 1.003,671 | 1.538,653 | 303,423 | 330,828 | 87,759 | 265,576 | 535,028 | 187,806 |
| Eyl 30, 1997 | 1.131,246 | 901,997 | 299,970 | 278,685 | 948,728 | 1.059,894 | 1.714,672 | 312,422 | 388,549 | 89,836 | 283,428 | 561,402 | 231,012 |
| Eki 31, 1997 | 1.051,135 | 840,756 | 281,496 | 251,531 | 925,966 | 1.051,013 | 1.637,943 | 305,836 | 333,106 | 82,435 | 266,838 | 474,201 | 244,289 |
| Kas 28, 1997 | 1.086,534 | 857,696 | 288,148 | 266,160 | 862,506 | 1.059,424 | 1.654,977 | 302,867 | 324,608 | 74,512 | 258,468 | 423,705 | 239,801 |
| Ara 31, 1997 | 1.130,582 | 887,078 | 308,985 | 272,582 | 922,154 | 1.081,156 | 1.794,115 | 314,773 | 320,463 | 76,838 | 319,144 | 435,854 | 287,503 |
| Oca 30, 1998 | 1.163,626 | 917,847 | 336,854 | 294,047 | 952,461 | 1.119,611 | 1.798,691 | 335,532 | 296,535 | 68,917 | 289,857 | 429,264 | 274,087 |
| Şub 27, 1998 | 1.236,710 | 994,088 | 350,746 | 331,360 | 1.019,336 | 1.171,258 | 1.840,752 | 372,506 | 305,956 | 76,896 | 321,178 | 548,636 | 246,740 |
| Mar 31, 1998 | 1.318,826 | 1.103,879 | 419,337 | 375,070 | 1.069,685 | 1.267,757 | 2.056,977 | 387,233 | 394,132 | 81,687 | 357,965 | 517,156 | 224,646 |
| Nis 30, 1998 | 1.366,502 | 1.138,769 | 410,434 | 385,914 | 1.160,118 | 1.352,362 | 1.968,573 | 417,698 | 497,506 | 85,255 | 347,068 | 567,552 | 275,926 |
| May 29, 1998 | 1.475,094 | 1.196,896 | 431,331 | 388,488 | 1.225,173 | 1.432,128 | 2.021,911 | 399,105 | 501,736 | 77,153 | 299,833 | 498,304 | 229,907 |
| Haz 30, 1998 | 1.535,809 | 1.223,863 | 409,550 | 389,592 | 1.135,878 | 1.534,760 | 1.975,750 | 397,163 | 459,474 | 81,678 | 318,717 | 497,235 | 241,213 |
| Tem 31, 1998 | 1.571,326 | 1.235,261 | 450,219 | 411,357 | 1.152,782 | 1.608,764 | 2.033,081 | 388,060 | 547,802 | 89,193 | 348,793 | 537,833 | 247,655 |
| Ağu 31, 1998 | 1.312,086 | 1.092,671 | 386,081 | 321,900 | 948,141 | 1.487,357 | 1.803,084 | 333,138 | 423,969 | 64,509 | 213,478 | 349,931 | 150,692 |
| Eyl 30, 1998 | 1.293,779 | 1.019,962 | 368,000 | 315,061 | 846,963 | 1.455,641 | 1.721,081 | 341,455 | 437,398 | 66,660 | 210,186 | 363,882 | 126,843 |
| Eki 30, 1998 | 1.346,637 | 1.124,189 | 391,517 | 365,526 | 950,177 | 1.555,124 | 1.850,341 | 360,147 | 445,568 | 74,051 | 246,725 | 397,172 | 121,464 |
| Kas 30, 1998 | 1.415,128 | 1.193,715 | 431,525 | 390,797 | 900,541 | 1.603,324 | 1.759,824 | 379,037 | 510,725 | 72,224 | 268,152 | 371,754 | 135,626 |
| Ara 31, 1998 | 1.449,010 | 1.241,949 | 466,527 | 403,068 | 913,808 | 1.782,172 | 1.934,404 | 418,624 | 560,854 | 76,330 | 291,380 | 400,699 | 133,589 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Oca 29, 1999 | 1.471.828 | 1.276.939 | 441.743 | 395.852 | 858.045 | 1.723.448 | 1.864.339 | 425.101 | 642.695 | 69.443 | 307.237 | 469.524 | 125.812 |
| Şub 26, 1999 | 1.348.995 | 1.192.220 | 434.868 | 387.920 | 904.549 | 1.643.503 | 1.702.041 | 423.598 | 634.338 | 55.010 | 261.635 | 375.925 | 178.392 |
| Mar 31, 1999 | 1.311.052 | 1.213.218 | 451.253 | 373.192 | 900.811 | 1.547.713 | 1.671.148 | 415.845 | 612.402 | 62.550 | 247.219 | 409.662 | 200.851 |
| Nis 30, 1999 | 1.394.822 | 1.243.938 | 437.260 | 374.551 | 938.087 | 1.495.455 | 1.790.737 | 426.745 | 645.604 | 65.459 | 260.570 | 461.573 | 225.047 |
| May 31, 1999 | 1.308.676 | 1.213.930 | 413.343 | 372.822 | 819.690 | 1.410.143 | 1.739.125 | 377.176 | 670.412 | 80.699 | 275.695 | 466.155 | 199.956 |
| Haz 30, 1999 | 1.380.079 | 1.249.414 | 403.424 | 374.268 | 855.241 | 1.424.571 | 1.756.844 | 368.012 | 661.718 | 79.433 | 263.815 | 522.132 | 189.611 |
| Tem 30, 1999 | 1.356.625 | 1.255.013 | 389.980 | 357.469 | 859.085 | 1.437.573 | 1.878.246 | 382.729 | 715.085 | 88.414 | 301.314 | 534.217 | 213.810 |
| Ağu 31, 1999 | 1.378.783 | 1.299.545 | 398.148 | 365.951 | 859.262 | 1.507.999 | 1.882.317 | 376.301 | 826.825 | 84.588 | 295.701 | 521.987 | 177.473 |
| Eyl 30, 1999 | 1.358.859 | 1.311.846 | 405.798 | 360.303 | 812.861 | 1.460.082 | 1.937.835 | 360.008 | 881.397 | 85.117 | 262.184 | 410.087 | 204.508 |
| Eki 29, 1999 | 1.431.064 | 1.383.087 | 392.846 | 364.066 | 801.869 | 1.451.450 | 1.961.294 | 350.271 | 835.306 | 82.462 | 271.826 | 423.262 | 217.323 |
| Kas 30, 1999 | 1.469.504 | 1.427.719 | 401.759 | 395.016 | 764.939 | 1.406.678 | 2.026.890 | 354.119 | 845.478 | 77.641 | 280.529 | 439.500 | 266.986 |
| Ara 31, 1999 | 1.719.939 | 1.589.672 | 459.617 | 417.281 | 818.117 | 1.501.102 | 2.144.324 | 359.928 | 827.702 | 79.360 | 322.887 | 522.997 | 460.027 |
| Oca 31, 2000 | 1.658.923 | 1.483.540 | 435.602 | 384.478 | 745.368 | 1.218.663 | 2.027.449 | 339.577 | 739.344 | 89.624 | 345.829 | 542.910 | 482.365 |
| Şub 29, 2000 | 1.830.852 | 1.615.592 | 488.467 | 422.502 | 709.631 | 1.164.289 | 2.100.035 | 330.331 | 757.791 | 102.030 | 378.621 | 624.787 | 459.344 |
| Mar 31, 2000 | 1.800.050 | 1.632.288 | 457.234 | 421.338 | 726.477 | 1.164.507 | 2.292.249 | 351.925 | 712.127 | 103.056 | 365.606 | 622.279 | 431.047 |
| Nis 28, 2000 | 1.642.923 | 1.577.623 | 426.813 | 390.554 | 687.507 | 1.129.699 | 2.081.764 | 319.574 | 597.034 | 91.123 | 298.379 | 525.800 | 537.552 |
| May 31, 2000 | 1.590.476 | 1.619.082 | 444.928 | 378.543 | 710.813 | 1.170.068 | 2.221.223 | 301.974 | 659.842 | 89.188 | 304.098 | 524.167 | 464.313 |
| Haz 30, 2000 | 1.584.314 | 1.679.325 | 474.546 | 388.632 | 733.834 | 1.246.632 | 2.216.831 | 293.296 | 606.376 | 83.493 | 294.245 | 529.243 | 409.225 |
| Tem 31, 2000 | 1.576.875 | 1.651.064 | 454.056 | 378.069 | 732.597 | 1.258.950 | 2.261.926 | 274.812 | 579.937 | 90.175 | 278.922 | 504.536 | 381.296 |
| Ağu 31, 2000 | 1.502.949 | 1.609.819 | 447.569 | 370.293 | 711.236 | 1.235.643 | 2.391.873 | 276.004 | 487.451 | 81.069 | 255.263 | 479.181 | 347.431 |
| Eyl 29, 2000 | 1.422.997 | 1.506.325 | 420.992 | 373.656 | 713.809 | 1.183.426 | 2.345.000 | 296.305 | 556.234 | 74.522 | 240.550 | 423.096 | 290.967 |
| Eki 31, 2000 | 1.431.973 | 1.469.419 | 430.448 | 346.871 | 674.026 | 1.164.244 | 2.236.378 | 296.744 | 490.611 | 74.863 | 227.775 | 376.987 | 340.753 |
| Kas 30, 2000 | 1.325.327 | 1.400.215 | 438.263 | 320.431 | 647.421 | 1.122.526 | 2.124.418 | 288.577 | 425.930 | 61.442 | 187.274 | 413.516 | 225.650 |
| Ara 29, 2000 | 1.436.415 | 1.509.449 | 447.217 | 347.071 | 708.281 | 1.221.933 | 2.201.304 | 308.373 | 475.768 | 79.924 | 233.587 | 498.983 | 247.658 |
| Oca 31, 2001 | 1.490.011 | 1.512.388 | 455.026 | 378.550 | 729.216 | 1.190.017 | 2.459.558 | 313.153 | 455.878 | 85.204 | 246.455 | 492.906 | 285.692 |
| Şub 28, 2001 | 1.367.066 | 1.342.933 | 409.325 | 357.104 | 776.595 | 1.191.418 | 2.237.126 | 309.228 | 432.734 | 76.662 | 202.120 | 434.376 | 167.862 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Mar 30, 2001 | 1.223,456 | 1.249,438 | 383,546 | 337,201 | 738,331 | 1.084,094 | 2.012,120 | 285,034 | 408,260 | 69,177 | 178,788 | 401,491 | 137,422 |
| Nis 30, 2001 | 1.303,007 | 1.361,752 | 402,683 | 353,047 | 755,585 | 1.069,842 | 2.049,817 | 296,526 | 442,833 | 68,623 | 188,703 | 421,411 | 198,736 |
| May 31, 2001 | 1.212,661 | 1.265,636 | 365,836 | 329,193 | 696,621 | 1.004,977 | 2.046,028 | 306,020 | 390,437 | 71,480 | 193,268 | 428,905 | 172,569 |
| Haz 29, 2001 | 1.203,107 | 1.213,466 | 347,554 | 305,612 | 680,017 | 1.029,227 | 2.010,603 | 314,718 | 341,111 | 68,673 | 185,909 | 370,318 | 162,405 |
| Tem 31, 2001 | 1.207,589 | 1.218,918 | 354,988 | 302,341 | 729,276 | 1.096,929 | 2.079,602 | 307,580 | 341,596 | 63,831 | 182,197 | 326,567 | 137,509 |
| Ağu 31, 2001 | 1.121,527 | 1.177,243 | 351,347 | 307,567 | 732,821 | 1.118,792 | 1.965,769 | 300,474 | 361,301 | 62,417 | 175,994 | 311,346 | 132,034 |
| Eyl 28, 2001 | 939,331 | 1.039,639 | 302,942 | 272,533 | 663,761 | 1.011,880 | 1.792,395 | 263,515 | 290,642 | 56,964 | 172,943 | 280,292 | 90,742 |
| Eki 31, 2001 | 980,639 | 1.091,763 | 312,605 | 284,184 | 618,195 | 977,842 | 1.828,332 | 268,416 | 320,143 | 66,651 | 193,626 | 351,217 | 109,787 |
| Kas 30, 2001 | 1.066,718 | 1.123,946 | 318,320 | 303,148 | 648,705 | 1.009,452 | 1.848,425 | 281,258 | 339,182 | 70,334 | 205,080 | 399,129 | 135,629 |
| Ara 31, 2001 | 1.099,299 | 1.159,603 | 322,441 | 302,699 | 655,603 | 1.062,763 | 1.850,357 | 295,640 | 326,586 | 76,611 | 209,144 | 355,810 | 164,121 |
| Oca 31, 2002 | 1.047,983 | 1.085,810 | 310,996 | 278,344 | 657,919 | 1.005,353 | 1.751,925 | 254,964 | 314,189 | 79,197 | 232,841 | 401,752 | 175,506 |
| Şub 28, 2002 | 1.034,158 | 1.095,054 | 310,279 | 282,296 | 677,127 | 994,532 | 1.793,961 | 231,552 | 282,338 | 77,194 | 224,404 | 372,184 | 140,350 |
| Mar 29, 2002 | 1.116,153 | 1.153,030 | 330,014 | 288,111 | 723,323 | 1.018,058 | 1.847,739 | 246,357 | 276,522 | 83,513 | 232,610 | 367,814 | 154,234 |
| Nis 30, 2002 | 1.079,795 | 1.133,797 | 330,965 | 295,289 | 775,128 | 1.061,055 | 1.773,165 | 250,359 | 272,494 | 91,859 | 257,502 | 378,590 | 150,036 |
| May 31, 2002 | 1.061,474 | 1.129,309 | 320,512 | 296,601 | 769,799 | 1.069,790 | 1.813,304 | 262,706 | 295,559 | 96,045 | 246,882 | 389,332 | 126,918 |
| Haz 28, 2002 | 1.028,173 | 1.093,488 | 318,843 | 269,278 | 778,671 | 1.044,249 | 1.835,274 | 247,228 | 300,108 | 94,123 | 225,655 | 334,574 | 99,999 |
| Tem 31, 2002 | 858,086 | 945,478 | 286,554 | 239,591 | 703,896 | 901,920 | 1.601,185 | 217,052 | 275,563 | 100,524 | 219,770 | 290,948 | 103,049 |
| Ağu 30, 2002 | 861,807 | 930,474 | 290,561 | 249,635 | 703,133 | 907,937 | 1.652,653 | 226,631 | 276,676 | 99,944 | 241,701 | 314,240 | 97,099 |
| Eyl 30, 2002 | 651,945 | 787,776 | 250,510 | 209,397 | 661,353 | 757,212 | 1.429,887 | 195,119 | 238,872 | 101,021 | 226,833 | 292,040 | 88,725 |
| Eki 31, 2002 | 743,092 | 890,135 | 271,285 | 239,918 | 671,122 | 822,042 | 1.469,083 | 219,229 | 229,181 | 98,406 | 235,253 | 344,937 | 102,945 |
| Kas 29, 2002 | 785,197 | 927,747 | 296,533 | 263,775 | 669,492 | 856,223 | 1.528,731 | 227,995 | 235,274 | 109,604 | 260,342 | 353,632 | 145,078 |
| Ara 31, 2002 | 724,932 | 902,081 | 290,187 | 251,605 | 749,760 | 880,451 | 1.535,183 | 212,650 | 234,557 | 107,915 | 269,545 | 353,995 | 104,229 |
| Oca 31, 2003 | 705,340 | 871,914 | 285,791 | 253,167 | 764,740 | 831,627 | 1.467,815 | 218,719 | 232,589 | 111,175 | 259,386 | 336,865 | 112,025 |
| Şub 28, 2003 | 656,194 | 829,185 | 294,672 | 256,214 | 775,888 | 736,428 | 1.401,495 | 210,630 | 221,276 | 113,239 | 254,649 | 324,435 | 121,647 |
| Mar 31, 2003 | 631,364 | 798,361 | 271,429 | 254,117 | 788,262 | 728,314 | 1.509,993 | 220,818 | 199,168 | 117,219 | 261,831 | 306,125 | 91,431 |
| Nis 30, 2003 | 772,719 | 920,522 | 308,010 | 289,492 | 846,586 | 856,056 | 1.693,521 | 245,082 | 240,055 | 125,330 | 296,149 | 339,127 | 121,157 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| May 30, 2003 | 816,713 | 976,241 | 340,239 | 302,854 | 880,283 | 918,600 | 1,810,024 | 253,181 | 254,051 | 142,121 | 311,433 | 369,428 | 131,235 |
| Haz 30, 2003 | 855,324 | 985,842 | 329,318 | 312,398 | 908,141 | 911,116 | 1,802,289 | 248,657 | 278,320 | 128,680 | 262,711 | 369,159 | 128,736 |
| Tem 31, 2003 | 905,974 | 1,003,094 | 328,474 | 315,159 | 900,397 | 932,107 | 1,765,827 | 248,726 | 312,288 | 132,749 | 273,802 | 412,245 | 125,668 |
| Agu 29, 2003 | 890,829 | 1,010,438 | 317,834 | 309,928 | 896,087 | 916,613 | 1,921,599 | 251,845 | 313,454 | 141,933 | 302,935 | 468,287 | 142,149 |
| Eyl 30, 2003 | 884,312 | 1,014,757 | 330,016 | 308,735 | 948,026 | 972,551 | 1,993,965 | 257,512 | 305,604 | 145,065 | 319,783 | 420,776 | 164,728 |
| Eki 31, 2003 | 989,597 | 1,084,125 | 346,156 | 328,488 | 1,000,072 | 1,019,085 | 2,120,779 | 265,072 | 319,736 | 150,787 | 334,610 | 438,666 | 188,678 |
| Kas 28, 2003 | 1,042,223 | 1,140,099 | 373,787 | 344,301 | 1,073,276 | 1,054,974 | 2,110,855 | 269,144 | 339,430 | 148,540 | 324,852 | 417,664 | 176,228 |
| Ara 31, 2003 | 1,160,927 | 1,243,048 | 391,238 | 388,118 | 1,158,491 | 1,150,626 | 2,252,293 | 296,488 | 382,840 | 166,384 | 352,920 | 471,070 | 231,801 |
| Oca 30, 2004 | 1,171,389 | 1,252,325 | 399,223 | 390,376 | 1,260,194 | 1,202,271 | 2,354,956 | 307,720 | 403,838 | 165,194 | 371,881 | 476,862 | 224,238 |
| Sub 27, 2004 | 1,161,667 | 1,284,188 | 403,600 | 405,296 | 1,291,461 | 1,253,624 | 2,491,798 | 305,114 | 406,375 | 192,186 | 393,812 | 496,613 | 245,453 |
| Mar 31, 2004 | 1,106,623 | 1,238,465 | 389,781 | 388,142 | 1,349,410 | 1,185,802 | 2,363,912 | 311,168 | 393,013 | 199,669 | 437,440 | 510,772 | 260,964 |
| Nis 30, 2004 | 1,102,587 | 1,222,996 | 394,960 | 383,251 | 1,355,949 | 1,188,897 | 2,323,584 | 313,438 | 413,037 | 193,234 | 427,344 | 489,745 | 215,055 |
| May 31, 2004 | 1,102,618 | 1,243,890 | 391,592 | 382,930 | 1,350,946 | 1,196,387 | 2,333,756 | 316,079 | 407,370 | 191,224 | 443,102 | 494,230 | 192,239 |
| Haz 30, 2004 | 1,132,473 | 1,261,143 | 401,425 | 387,415 | 1,426,858 | 1,224,190 | 2,469,548 | 331,270 | 397,792 | 190,519 | 446,262 | 519,544 | 208,122 |
| Tem 30, 2004 | 1,076,834 | 1,221,999 | 391,627 | 376,115 | 1,449,900 | 1,208,451 | 2,422,806 | 321,404 | 385,763 | 186,782 | 451,836 | 509,253 | 228,760 |
| Agu 31, 2004 | 1,056,634 | 1,219,932 | 387,793 | 376,137 | 1,447,686 | 1,285,070 | 2,465,443 | 331,461 | 391,147 | 195,309 | 474,106 | 519,767 | 232,057 |
| Eyl 30, 2004 | 1,112,419 | 1,261,285 | 409,873 | 390,974 | 1,516,572 | 1,360,207 | 2,618,936 | 347,088 | 407,596 | 216,747 | 505,687 | 567,353 | 249,921 |
| Eki 29, 2004 | 1,157,610 | 1,313,757 | 433,617 | 423,694 | 1,602,314 | 1,440,330 | 2,595,491 | 358,874 | 450,287 | 230,370 | 552,078 | 604,373 | 266,374 |
| Kas 30, 2004 | 1,259,721 | 1,389,233 | 466,464 | 456,244 | 1,814,887 | 1,533,476 | 2,793,742 | 387,821 | 499,780 | 273,314 | 623,789 | 657,803 | 269,967 |
| Ara 31, 2004 | 1,327,547 | 1,445,594 | 503,024 | 486,814 | 1,960,232 | 1,606,010 | 2,899,848 | 412,601 | 540,712 | 293,822 | 661,772 | 747,075 | 320,958 |
| Oca 31, 2005 | 1,272,986 | 1,421,443 | 491,391 | 472,569 | 1,914,415 | 1,573,369 | 2,821,405 | 402,504 | 540,648 | 307,368 | 670,544 | 699,180 | 349,610 |
| Sub 28, 2005 | 1,324,646 | 1,491,739 | 506,949 | 488,750 | 2,087,950 | 1,658,607 | 3,039,565 | 393,068 | 601,189 | 347,970 | 829,527 | 833,537 | 378,575 |
| Mar 31, 2005 | 1,294,553 | 1,471,904 | 505,573 | 472,048 | 1,989,107 | 1,639,228 | 3,031,844 | 362,529 | 533,748 | 326,408 | 736,304 | 745,981 | 321,632 |
| Nis 29, 2005 | 1,220,113 | 1,404,986 | 480,532 | 456,110 | 1,899,815 | 1,583,196 | 2,926,260 | 352,217 | 526,681 | 312,488 | 689,429 | 658,537 | 288,950 |
| May 31, 2005 | 1,236,770 | 1,417,854 | 469,878 | 455,692 | 1,958,237 | 1,526,063 | 3,007,579 | 360,424 | 524,752 | 306,920 | 665,978 | 673,237 | 313,312 |
| Haz 30, 2005 | 1,247,631 | 1,427,595 | 468,800 | 463,344 | 2,084,112 | 1,528,806 | 3,058,727 | 371,003 | 532,279 | 322,182 | 733,556 | 721,649 | 336,348 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|
| Tem 29, 2005 | 1.334,580 | 1.508,738 | 488,618 | 481,885 | 2.164,594 | 1.594,625 | 3.153,779 | 382,900 | 568,412 | 340,894 | 826,774 | 767,369 | 373,991 |
| Ağu 31, 2005 | 1.338,791 | 1.512,911 | 491,310 | 481,095 | 2.307,485 | 1.607,406 | 3.310,565 | 376,796 | 568,778 | 387,599 | 878,915 | 805,345 | 385,189 |
| Eyl 30, 2005 | 1.368,995 | 1.551,063 | 500,673 | 510,668 | 2.339,060 | 1.628,627 | 3.334,438 | 376,185 | 578,954 | 423,913 | 893,965 | 905,496 | 416,932 |
| Eki 31, 2005 | 1.326,709 | 1.484,402 | 465,346 | 491,526 | 2.244,857 | 1.587,844 | 3.260,809 | 358,340 | 561,883 | 392,323 | 787,906 | 812,511 | 394,324 |
| Kas 30, 2005 | 1.373,364 | 1.506,468 | 474,934 | 486,320 | 2.323,532 | 1.625,060 | 3.332,794 | 369,410 | 575,767 | 401,023 | 779,343 | 858,068 | 471,381 |
| Ara 30, 2005 | 1.429,845 | 1.558,062 | 496,627 | 494,353 | 2.411,008 | 1.696,405 | 3.551,211 | 393,060 | 609,232 | 421,524 | 765,004 | 903,870 | 486,567 |
| Oca 31, 2006 | 1.547,810 | 1.684,294 | 522,507 | 524,464 | 2.687,674 | 1.815,960 | 3.637,430 | 418,644 | 675,289 | 472,026 | 836,193 | 971,295 | 556,229 |
| Şub 28, 2006 | 1.555,607 | 1.665,810 | 527,210 | 543,410 | 2.644,730 | 1.838,729 | 3.650,608 | 431,462 | 712,243 | 465,495 | 858,633 | 973,588 | 591,378 |
| Mar 31, 2006 | 1.624,105 | 1.763,980 | 539,968 | 554,064 | 2.733,684 | 1.874,027 | 3.844,805 | 449,335 | 699,757 | 467,606 | 823,149 | 960,502 | 516,889 |
| Nis 28, 2006 | 1.697,227 | 1.823,894 | 558,239 | 578,104 | 2.857,754 | 1.970,737 | 4.075,052 | 462,996 | 724,481 | 468,977 | 915,672 | 1.111,414 | 541,817 |
| May 31, 2006 | 1.605,480 | 1.765,005 | 550,319 | 560,730 | 2.661,892 | 1.886,800 | 3.895,114 | 454,569 | 669,410 | 426,839 | 801,107 | 969,334 | 385,792 |
| Haz 30, 2006 | 1.586,719 | 1.775,867 | 546,987 | 567,842 | 2.647,363 | 1.853,641 | 3.853,343 | 446,072 | 666,366 | 447,910 | 740,975 | 966,309 | 357,949 |
| Tem 31, 2006 | 1.580,942 | 1.785,922 | 549,483 | 579,843 | 2.651,389 | 1.904,526 | 3.838,421 | 443,499 | 673,479 | 468,234 | 801,900 | 1.109,951 | 386,745 |
| Ağu 31, 2006 | 1.638,361 | 1.844,734 | 572,203 | 598,201 | 2.677,779 | 1.987,067 | 4.086,710 | 479,135 | 695,753 | 474,082 | 765,114 | 1.022,850 | 410,491 |
| Eyl 29, 2006 | 1.663,040 | 1.860,638 | 571,370 | 630,134 | 2.733,628 | 2.053,979 | 4.185,857 | 483,148 | 700,126 | 462,509 | 759,666 | 995,142 | 391,525 |
| Eki 31, 2006 | 1.746,344 | 1.910,637 | 592,258 | 675,763 | 2.882,025 | 2.113,087 | 4.369,575 | 502,990 | 745,345 | 501,757 | 832,576 | 1.086,382 | 450,350 |
| Kas 30, 2006 | 1.826,607 | 1.982,062 | 623,310 | 704,395 | 3.018,117 | 2.154,985 | 4.654,854 | 522,685 | 788,284 | 537,704 | 904,011 | 1.200,069 | 418,951 |
| Ara 29, 2006 | 1.902,102 | 2.051,593 | 635,999 | 715,989 | 3.248,920 | 2.260,711 | 4.859,398 | 565,439 | 801,734 | 546,483 | 1.003,031 | 1.223,357 | 441,716 |
| Oca 31, 2007 | 1.925,289 | 2.045,205 | 635,608 | 727,084 | 3.264,915 | 2.265,439 | 4.992,180 | 538,125 | 851,314 | 542,401 | 932,422 | 1.269,656 | 474,157 |
| Şub 28, 2007 | 1.942,786 | 2.045,787 | 628,749 | 722,125 | 3.206,898 | 2.252,456 | 5.001,168 | 557,212 | 819,908 | 531,722 | 923,135 | 1.193,660 | 475,546 |
| Mar 30, 2007 | 2.027,862 | 2.108,763 | 641,659 | 743,688 | 3.434,527 | 2.349,032 | 5.205,137 | 556,414 | 846,843 | 579,409 | 971,125 | 1.332,964 | 503,983 |
| Nis 30, 2007 | 2.203,620 | 2.277,723 | 686,832 | 751,458 | 3.587,813 | 2.445,729 | 5.562,635 | 572,334 | 878,770 | 629,007 | 1.077,492 | 1.416,496 | 529,599 |
| May 31, 2007 | 2.271,477 | 2.296,970 | 667,731 | 789,894 | 3.623,775 | 2.421,053 | 5.678,294 | 598,496 | 915,173 | 634,169 | 1.096,126 | 1.406,843 | 566,707 |
| Haz 29, 2007 | 2.313,728 | 2.275,981 | 651,318 | 770,409 | 3.570,644 | 2.407,040 | 5.534,937 | 572,760 | 881,894 | 643,627 | 1.222,391 | 1.468,814 | 570,657 |
| Tem 31, 2007 | 2.229,013 | 2.193,958 | 632,644 | 780,143 | 3.387,552 | 2.310,159 | 5.743,392 | 527,015 | 902,745 | 650,387 | 1.222,784 | 1.469,651 | 656,467 |
| Ağu 31, 2007 | 2.232,706 | 2.152,990 | 629,871 | 762,932 | 3.250,869 | 2.225,318 | 5.715,554 | 514,751 | 904,081 | 660,999 | 1.110,263 | 1.391,710 | 609,290 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| Eyl 28, 2007 | 2.398.664 | 2.263.936 | 653.455 | 803.159 | 3.264.692 | 2.279.600 | 6.030.202 | 500.270 | 979.292 | 721.441 | 1.212.090 | 1.475.684 | 709.973 |
| Eki 31, 2007 | 2.510.302 | 2.350.367 | 675.273 | 894.649 | 3.505.222 | 2.381.829 | 6.275.170 | 511.395 | 1.040.194 | 813.361 | 1.190.823 | 1.658.850 | 789.820 |
| Kas 30, 2007 | 2.479.117 | 2.308.095 | 662.639 | 893.306 | 3.275.766 | 2.182.106 | 6.030.326 | 466.535 | 1.008.403 | 809.950 | 1.124.289 | 1.531.238 | 729.928 |
| Ara 31, 2007 | 2.520.744 | 2.275.125 | 652.964 | 863.953 | 3.273.183 | 2.141.624 | 6.036.589 | 441.791 | 1.036.082 | 828.875 | 1.137.407 | 1.501.169 | 751.112 |
| Oca 31, 2008 | 2.167.343 | 2.000.230 | 589.516 | 757.283 | 2.834.922 | 1.927.420 | 5.344.097 | 435.873 | 890.538 | 739.264 | 998.408 | 1.292.087 | 574.013 |
| Şub 29, 2008 | 2.195.871 | 2.033.343 | 588.296 | 770.392 | 2.930.790 | 1.973.635 | 5.819.584 | 427.295 | 851.048 | 818.521 | 997.547 | 1.337.784 | 579.729 |
| Mar 31, 2008 | 2.219.303 | 2.084.270 | 576.444 | 810.510 | 2.947.293 | 2.074.411 | 5.991.154 | 431.849 | 872.120 | 825.669 | 981.670 | 1.442.915 | 461.189 |
| Nis 30, 2008 | 2.294.743 | 2.168.101 | 608.679 | 833.152 | 3.285.322 | 2.164.305 | 5.936.760 | 436.574 | 906.322 | 817.512 | 1.037.278 | 1.419.261 | 534.296 |
| May 30, 2008 | 2.300.740 | 2.179.369 | 593.549 | 817.719 | 3.365.495 | 2.007.282 | 6.305.408 | 414.788 | 902.790 | 886.980 | 1.080.431 | 1.439.512 | 505.823 |
| Haz 30, 2008 | 2.116.050 | 1.958.828 | 527.708 | 732.976 | 3.057.294 | 1.625.886 | 5.915.894 | 352.232 | 743.843 | 905.647 | 1.004.704 | 1.303.110 | 442.818 |
| Tem 31, 2008 | 2.093.872 | 1.919.301 | 503.785 | 721.200 | 2.758.504 | 1.489.318 | 5.755.147 | 283.335 | 745.485 | 874.399 | 1.091.938 | 1.448.208 | 568.068 |
| Ağu 29, 2008 | 1.965.967 | 1.852.271 | 481.983 | 668.528 | 2.595.803 | 1.485.266 | 5.495.897 | 273.844 | 683.784 | 795.860 | 973.364 | 1.248.260 | 513.862 |
| Eyl 30, 2008 | 1.680.991 | 1.585.462 | 408.610 | 601.591 | 1.790.500 | 1.107.664 | 4.356.306 | 201.929 | 582.338 | 662.421 | 800.890 | 1.079.459 | 439.932 |
| Eki 31, 2008 | 1.294.887 | 1.229.799 | 312.078 | 448.086 | 1.122.001 | 702.753 | 3.237.941 | 153.709 | 368.435 | 467.373 | 453.711 | 714.066 | 288.917 |
| Kas 28, 2008 | 1.178.983 | 1.155.596 | 292.876 | 435.902 | 962.419 | 629.839 | 3.017.159 | 125.010 | 332.199 | 435.631 | 414.347 | 629.524 | 258.796 |
| Ara 31, 2008 | 1.329.960 | 1.253.195 | 312.777 | 492.742 | 1.015.876 | 696.543 | 3.129.823 | 120.439 | 341.179 | 455.466 | 427.099 | 657.496 | 275.046 |
| Oca 30, 2009 | 1.103.009 | 1.074.027 | 269.236 | 415.482 | 906.866 | 685.937 | 3.060.104 | 112.883 | 315.365 | 373.415 | 318.360 | 493.671 | 248.596 |
| Şub 27, 2009 | 964.201 | 971.516 | 232.218 | 369.873 | 748.787 | 622.974 | 2.746.387 | 98.739 | 255.517 | 320.357 | 267.739 | 393.110 | 221.323 |
| Mar 31, 2009 | 1.066.414 | 1.052.112 | 248.416 | 397.297 | 933.357 | 655.345 | 2.755.875 | 107.836 | 298.321 | 384.049 | 304.010 | 450.745 | 239.381 |
| Nis 30, 2009 | 1.230.525 | 1.183.633 | 294.324 | 461.986 | 1.021.923 | 738.902 | 3.259.783 | 122.696 | 371.878 | 453.659 | 380.238 | 569.354 | 307.039 |
| May 29, 2009 | 1.326.945 | 1.305.786 | 328.434 | 513.131 | 1.245.695 | 840.932 | 3.683.336 | 120.152 | 442.104 | 474.557 | 483.899 | 589.783 | 348.127 |
| Haz 30, 2009 | 1.281.351 | 1.246.220 | 312.590 | 533.708 | 1.216.056 | 823.494 | 3.689.816 | 114.852 | 408.350 | 486.010 | 505.032 | 608.730 | 366.625 |
| Tem 31, 2009 | 1.432.203 | 1.375.888 | 338.662 | 604.771 | 1.308.258 | 894.726 | 3.954.164 | 120.844 | 447.834 | 580.223 | 592.036 | 769.576 | 442.769 |
| Ağu 31, 2009 | 1.491.925 | 1.482.714 | 370.277 | 639.990 | 1.471.243 | 986.601 | 4.267.742 | 127.300 | 485.653 | 589.526 | 668.592 | 817.631 | 469.883 |
| Eyl 30, 2009 | 1.579.011 | 1.573.445 | 395.251 | 672.669 | 1.560.852 | 1.058.490 | 4.355.521 | 136.067 | 541.795 | 584.891 | 717.362 | 799.568 | 484.529 |
| Eki 30, 2009 | 1.516.165 | 1.510.563 | 375.650 | 664.643 | 1.471.015 | 1.038.236 | 4.231.986 | 121.244 | 551.654 | 560.153 | 726.421 | 852.598 | 472.559 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| Kas 30, 2009 | 1.594,080 | 1.564,635 | 379,463 | 689,704 | 1.489,370 | 1.077,154 | 4.368,715 | 125,907 | 462,289 | 574,083 | 751,946 | 925,123 | 441,371 |
| Ara 31, 2009 | 1.613,370 | 1.599,628 | 383,540 | 672,394 | 1.405,989 | 1.074,460 | 4.232,743 | 132,376 | 418,289 | 544,563 | 742,661 | 902,420 | 528,098 |
| Oca 29, 2010 | 1.470,325 | 1.481,398 | 351,085 | 592,950 | 1.339,067 | 1.045,824 | 4.365,098 | 126,519 | 374,699 | 555,612 | 747,963 | 892,321 | 540,014 |
| Şub 26, 2010 | 1.437,604 | 1.446,982 | 331,466 | 548,283 | 1.290,440 | 1.031,895 | 4.309,104 | 121,552 | 338,090 | 530,963 | 710,087 | 847,269 | 473,113 |
| Mar 31, 2010 | 1.567,653 | 1.536,924 | 355,603 | 567,443 | 1.388,781 | 1.062,660 | 4.620,319 | 130,049 | 363,229 | 543,451 | 836,361 | 940,683 | 548,191 |
| Nis 30, 2010 | 1.526,305 | 1.457,637 | 330,805 | 539,257 | 1.388,426 | 1.014,924 | 4.878,966 | 140,463 | 321,583 | 544,963 | 831,942 | 934,804 | 583,635 |
| May 31, 2010 | 1.343,171 | 1.244,419 | 276,347 | 443,330 | 1.148,388 | 928,629 | 4.323,646 | 112,597 | 238,557 | 478,934 | 644,668 | 794,682 | 510,928 |
| Haz 30, 2010 | 1.339,227 | 1.221,230 | 272,470 | 441,155 | 1.056,740 | 913,272 | 4.362,929 | 104,182 | 213,099 | 452,941 | 576,162 | 726,660 | 514,501 |
| Tem 30, 2010 | 1.466,317 | 1.371,462 | 315,596 | 535,656 | 1.243,245 | 1.008,345 | 4.812,049 | 111,380 | 276,359 | 515,088 | 653,501 | 868,303 | 596,731 |
| Ağu 31, 2010 | 1.379,389 | 1.286,249 | 292,093 | 504,613 | 1.187,066 | 969,805 | 4.582,482 | 94,203 | 250,560 | 490,649 | 628,748 | 835,758 | 588,215 |
| Eyl 30, 2010 | 1.562,192 | 1.472,553 | 324,908 | 557,919 | 1.350,984 | 1.090,967 | 5.133,908 | 99,917 | 251,387 | 522,335 | 731,917 | 979,641 | 678,478 |
| Eki 29, 2010 | 1.684,169 | 1.547,451 | 345,565 | 581,569 | 1.444,405 | 1.136,615 | 5.308,732 | 101,907 | 271,336 | 523,294 | 767,981 | 1.018,773 | 716,199 |
| Kas 30, 2010 | 1.598,611 | 1.372,642 | 290,409 | 458,941 | 1.297,060 | 996,272 | 4.971,397 | 93,575 | 229,306 | 466,278 | 614,228 | 921,094 | 644,640 |
| Ara 31, 2010 | 1.710,504 | 1.491,831 | 315,943 | 501,721 | 1.509,299 | 1.050,520 | 5.494,405 | 106,293 | 224,356 | 504,261 | 663,169 | 1.016,391 | 625,073 |

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : İlkay ERKOL
Doğum Yeri ve Tarihi : Denizli / 02.01.1983

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Pamukkale Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü
Yüksek Lisans Öğrenimi : Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme ABD / Muhasebe ve Finansman BD
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : Pamukkale Üniversitesi Bekilli Meslek Yüksek Okulu- Kısmi Zamanlı Öğretim Görevlisi. (Eylül 2008- Haziran 2010)

İletişim

E-Posta Adresi : ilkayerkol@hotmail.com

Tarih : 06.06.2011