



FİNANSAL BÜTÜNLEŞME

Hazırlayan
NURHAN ERKAN - Başuzman

1.GİRİŞ	3
2.FİNANSAL BÜTÜNLEŞME	3
3.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN KOŞULLARI	6
3.1.ULUSAL EKONOMİK VE FİNANSAL ORTAM.....	6
3.2.YÖNLENDİRME VE GÖZETİM.....	6
3.3.BEKLENMEYEN GELİŞMELERLE İLGİLİ HAZIRLIKLAR (FİNANSAL KRİZLERE CEVAP VERME).....	7
4.YABANCI BANKALARIN ULUSAL FİNANSAL SİSTEMLERE GİRMESİ	8
4.1.BANKALARIN YURT DIŞINDA FAALİYET GÖSTERMESİNİ SAĞLAYAN ETKENLER.....	8
4.2.YABANCI BANKALARIN ULUSAL PİYASALARA GİRMESİNİN ETKİSİ.....	9
4.3.YABANCI BANKALAR, ETKİNLİK VE DÜZENLEME STANDARTLARI	9
4.4.KREDİ VE MEVDUAT İSTİKRARI VE YABANCI BANKALAR	9
4.5.YABANCI BANKALAR VE PİYASA BÖLÜNTÜLENMESİ.....	10
4.6.YABANCI ÜLKEDE KOTE OLMA KARARINI ETKİLEYEN UNSURLAR.....	10
4.7.YABANCI PİYASALARDA KOTASYONUN ULUSAL PİYASAYA ETKİSİ.....	12
4.8.SERMAYE PİYASASINDA BÜTÜNLEŞMENİN BELLİ BAŞLI ENGELLERİ.....	12
5.FİNANSAL HİZMETLERDE BÜTÜNLEŞMENİN ÇEŞİTLİ ANLAMLARI VE BİÇİMLERİ	13
5.1.FİNANSAL HİZMETLERDE BÜTÜNLEŞMENİN ANLAMLARI	13
5.2.BÜTÜNLEŞMİŞ FİNANSAL HİZMET SUNUMUNDA YAPISAL BİÇİMLER.....	15
5.2.1.Tam Bütünleşme	15
5.2.2.Kısmi Bütünleşme.....	15
5.2.3.Banka Sahipliği Yoluyla Bütünleşme.....	15
5.2.4.Holding Şirketi Yoluyla Bütünleşme.....	16
5.2.5.Girişim Sermayesi Yoluyla Finansal Hizmetler Bütünleşmesi.....	16
5.2.6.Pazarlama Düzenlemeleri Yoluyla Bütünleşme.....	17
6.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN ETKİLERİ	17
6.1.TÜKETİCİ ÜZERİNDEKİ ETKİ.....	17
6.2.FİNANSAL KURULUŞLAR ÜZERİNDEKİ ETKİ.....	18
6.3.DÜZENLEYİCİLER ÜZERİNDEKİ ETKİ.....	18
7.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN YARARLARI VE MALİYETİ	19
7.1.POTANSİYEL YARARLAR.....	20
7.2.POTANSİYEL MALİYETLER	21
8.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN EKONOMİSİ	23
8.1.MALİYET ETKİSİ	23
8.2.GELİR ETKİSİ	24
9.YATIRIM ORTAMI VE ULUSLARARASI BÜTÜNLEŞME	24
10.FİNANSAL BÜTÜNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME	25
11.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN DERECESİ	26
12.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN ÖLÇÜLMESİ	27
13.BÜTÜNLEŞMEDE YÖNETİM KONULARI	29
13.1.TOPLULUK YAPISI.....	29
13.2.ŞİRKET KÜLTÜRLERİ	30
13.3.DENEYİMSİZLİK/UZMANLIK EKSİKLİĞİ	31
13.4.PAZARLAMA/DAĞITIM KONULARI	31
13.5.HEDEF PİYASANIN NETLİĞİ.....	31
13.6.FİNANSAL YÖNETİM KONUSU	32
13.7.ÇIKAR ÇATIŞMALARI	32
14.BÜTÜNLEŞMEDE KAMU POLİTİKASI İLE İLGİLİ HUSUSLAR	33
14.1.DÜZENLEME KATEGORİLERİ	34
14.2.ÇOKULUSLU KAMU POLİTİKASI GİRİŞİMLERİ.....	34

14.3.BÜTÜNLEŞMEDE KAMU POLİTİKASI KONULARI.....	35
15.ULUSLARARASI BOYUTTA FİNANSAL BÜTÜNLEŞME.....	38
15.1.FİNANSAL ŞİRKET TOPLULUKLARININ DURUMU.....	38
15.2.İZİN VERİLEN FAALİYETLER	38
15.3.DÜZENLEYİCİ OTORİTENİN YAPISI.....	38
15.4.ÜLKELER BAZINDA FİNANSAL BÜTÜNLEŞME	39
15.4.1.ASYA-PASİFİK BÖLGESİ.....	39
15.4.2.JAPONYA	40
15.4.3.AVRUPA.....	42
15.4.4.KUZEY AMERİKA.....	47
16.AVRUPA BİRLİĞİNDE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME	50
16.1.ECB, EUROSİSTEM VE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME SÜRECİ	52
16.2.EURO VE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME.....	52
16.3.EURO, EUROSİSTEM PARA POLİTİKASI VE İSTİKRAR	53
16.4.AVRUPA'DA EKONOMİK VE FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN GELECEĞİ	54
16.5.ABD'NİN AVRUPA'DAKİ FİNANSAL BÜTÜNLEŞMEDEN BEKLENTİSİ.....	55
17.DEĞERLENDİRME.....	56
17.1.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN TÜRKİYE'YE OLASI YANSIMALARI	60

1.GİRİŞ

Son yıllarda dünya üzerinde hemen hemen her alanda bütünleşme yaşanmaktadır. Bu çalışmada, iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler sonucunda ortaya çıkan ve ülkelerin finansal sistemlerinin birbirine yaklaşmasını ifade eden finansal bütünleşme sürecini, koşulları; biçimleri; etkileri; yararı ve maliyeti; ekonomisi; derecesi ve ölçülmesi gibi değişik açılardan ele alan çalışmaların sonuçlarına yer verilmiştir.

2.FİNANSAL BÜTÜNLEŞME

Finansal bütünleşme, bir ülkenin finansal piyasalarının diğer ülkelerdeki veya dünyadaki piyasalara daha fazla yakınlaşmasını sağlayan süreçtir. Ülkelerin bir kısmında veya tamamında yabancı finansal kuruluşların faaliyette bulunmalarını veya sınır ötesi finansal hizmet vermelerini zorlaştıran engellerin ortadan kaldırılması anlamına gelir. Bu da, bankacılık, hisse senedi piyasası ve diğer finansal piyasaların bağlantılı hale gelmesi sonucunu doğurur¹.

Hızlı finansal bütünleşme ilk kez günümüzde yaşanmamaktadır. Ekonomi tarihçileri finansal bütünleşmenin hızlı yaşandığı iki eski döneme işaret etmektedir. Birisi 1870'in ortalarından 1914'e kadar devam eden yaklaşık kırk yıllık klasik altın standardı dönemidir. Diğerisi daha da erkendir ve 1690'lı yıllarda başlayıp Fransız Devriminin başlamasıyla sona ermiştir².

James R. Lothian tarafından yapılan ve bütünleşme derecesini ölçmek için reel faiz oranlarının ülkeler arasındaki standart sapmasının kullanıldığı çalışmada ulaşılan iki sonuçtan birisi, finansal bütünleşmenin bu uzun tarihi dönemde gerçekten bir kural haline gelmiş olmasıdır. Büyük savaşlar ve 1930 yılındaki büyük buhran bu süreci kesintiye uğratmıştır, ama her olayda kesintiler sonrası geçiş sağlanmıştır³.

Söz konusu çalışmada bütünleşme dönemleri ve özellikleri ile ilgili olarak aşağıdaki bilgiler verilmektedir⁴:

Bütünleşme dönemleri: 1690–1789; 1875–1914; 1975–1998

1690–1789 (18. Yüzyıl): Londra ve Amsterdam finansal açıdan yakın bağlantılı hale gelmiştir.

1875–1914 (Klasik Altın Standardı Çağı): Altın standardının en iyi çağıdır. Ekonomik ve finansal istikrar vardır. Tüm göstergeleriyle önemli ölçüde ekonomik ve finansal bütünleşme dönemidir. Menkul kıymetler ve döviz piyasaları bu dönemde, dünyada daha önce görülmediği kadar bütünleşmiştir. Hisse senedi ve tahvil piyasaları güçlü uluslararası boyuta ulaşmıştır. Uluslararası arbitraj faaliyetleri

¹ Financial Integration, www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubB-2002E_7384.pdf

² James R. Lothian, Financial Integration Over the Past Three Centuries, Independent Institute Working Paper Number 26, April 2001

³ James R. Lothian, age

⁴ James R. Lothian, age

yaygınlaşmıştır. Ticaret ve yatırım bankacılığı sistemleri tüm önemli ülkelerde yakın bağlantılar kurmuştur.

1975–1998 (1980 ve 1990’lar): Finansal piyasalarda temel kurumsal değişiklikler yaşanmıştır ve önemli ölçüde artmış ve artmaya devam eden bir finansal bütünleşme söz konusudur. Sermayenin uluslararası hareketini sınırlayan düzenlemeler – sermaye kontrolleri, faiz oranı tavanları ve benzerleri- azaltılmış ve sonrasında kaldırılmıştır, çünkü bu ortamda çok maliyetli olmaya başlamıştır. Geliştirilen yeni araçlar ve pazarlar yatırımcılara döviz kuru belirsizliğinin etkilerini azaltma imkânı vermiştir.

Pierre-Richard Agénor’a⁵ göre, dünya çapında finansal piyasaların bütünleşme derecesinin 1980’lerin sonu ile 1990’larda çok artmasının altında yatan anahtar faktör, daha yüksek oranda getiri ve riski uluslararası düzeyde çeşitlendirme fırsatı arayan yatırımların artan oranda küreselleşmesidir.

Finansal bütünleşme değişik yollardan sağlanabilir. Bunlardan birisi, belirli, özellikle de bölgesel bütünleşme anlaşmalarına (Regional Integration Agreement-RIA) imza atmış olan taraflarla gösterilen resmî bütünleşme çabaları sonucunda elde edilmesidir. Bu yolla bütünleşme, aynı bölgesel bütünleşme anlaşması içinde yer alan ülkelerdeki şirketlerin finansal işlemlerine ilişkin sınır ötesi engellerin kaldırılmasının yanı sıra, taraf ülkelerdeki kurallar, vergiler ve düzenlemelerin uyumlaştırılmasını da gerektirebilir⁶.

Finansal bütünleşme bu tip açık anlaşmalar olmadan da sağlanabilir. Ulusal piyasalara yabancı bir bankanın girmesi; sigortacılık sektörü ve emeklilik fonlarına yabancıların katılımı; yurt dışında menkul kıymet alım satımı ve ulusal şirketlerin uluslararası piyasalardan doğrudan borçlanması gibi bütünleşme biçimleri büyük ölçüde, resmî bir anlaşmaya gerek olmaksızın, kendiliğinden gelişmiştir. Bu kendiliğinden bütünleşme, çoğunlukla, gelişmekte olan dünya ile gelişmiş dünya arasında olmuştur⁷.

Bütünleşmenin bu iki şekli bazı açılardan birbiriyle ilişkilidir. Örneğin resmî finansal bütünleşme anlaşması finansal piyasalarla ilgili bazı düzenlemelerin uyumlaştırılmasını gerektirebilir. Benzer şekilde, dünyadaki finansal piyasalarla *de facto* bütünleşmek isteyen bir ülke de, kendi düzenlemelerini yeniden gözden geçirir ve uluslararası standartlara yaklaşır, böylece açık bir anlaşmaya gerek duyulmasa bile yabancı finansal kuruluşlar açısından daha çekici hale gelir. Bu iki biçim birbirinin yerine geçmekten çok, birbirini tamamlayıcı niteliktedir⁸.

Dünya finansal piyasaları ile derinlemesine bütünleşme bir bölgesel bütünleşme anlaşmasına katılmış olan gelişen ülkeler grubu içindeki finansal bağlantıların daha

⁵ Pierre-Richard Agénor, Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts, The World Bank, September 7, 2001

⁶ Financial Integration, agk

⁷ Financial Integration, agk

⁸ Financial Integration, agk

da artmasına yol açabilir. Hemen hemen tüm Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi, değişik ülkelerde bağlı şirketi veya şubesi olan yabancı bankaların varlığı, ev sahibi ülkeler arasındaki finansal bağların güçlenmesine neden olabilir. Çünkü finansal hizmetler işlemlerle ilişkilidir ve yatırım akışı işlemin her iki ucunda yer alan aynı finansal kuruluşun kullanılması yoluyla gerçekleştirilir⁹.

Finansal sistemlerle, anlaşmalar yoluyla bütünleşmenin bazı avantajları vardır. En önemlisi –gayri resmî bütünleşme mekanizmalarının da sağladığı– finansal piyasalar için önemli olan ölçek ekonomilerinden yararlanılmasıdır ve daha derin finansal piyasalara girebilme fırsatı yakalayan küçük ve orta ölçekli firmalar için özellikle önemlidir. Bu, bir anlamda işyerlerinin karşılaştığı kredi kısıtlarının aşılmasının bir biçimidir. Dahası, finansal kuruluşlar açısından, işletmeler daha iyi müşteriler haline gelirler. Çünkü bireysel risklere daha az maruz kalırlar. Müşterilerin sayısı arttıkça, çok sayı yasası kredi risklerinin azalmasını garanti eder. Bu nedenle, hem firmalar hem de finansal kuruluşlar açısından, daha büyük piyasalarla bütünleşmek veya sadece daha büyük piyasaların oluşması bile yararlıdır¹⁰.

Özellikle resmî bütünleşme anlaşmalarından sağlanan avantajlar ise düzenleme alanında bağımsızlık kazanılması ve düzenleme arbitrajının ortadan kalkmasıdır. Bu alanlardaki problemler az gelişmiş ülkelerde daha belirgindir. Finansal sistem küçük olduğunda ve düzenleyiciler ile bankalar arasında doğrudan bağlantılar olduğunda, gözetim genellikle bağımsız politikalara oturtulmamıştır. Bütünleşme bu riski resmen azaltabilir, çünkü katılımcıların sayısını ve finansal sistemi yöneten kârları artırır. Bütünleşmiş bir sistemde düzenleme ilkeleri, ulusal çıkarlardan etkilenme olasılığı düşük olan uluslar üstü ilkelerden oluşur¹¹.

Bu çeşit bir bütünleşme için ihtiyaç duyulan en temel ilkeler düzenleme, muhasebe ve denetim standartlarının uyumlaştırılmasıdır. Bu, finansal sektörler arasında şeffaflığın ve karşılaştırılabilirliğin garantisinden çok önemlidir. Eşit önemdeki diğer bir konu banka aktiflerinin risklerini değerlendirme ölçütlerinin uyumlaştırılmasıdır. Farklı risk değerlemeleri, örneğin, düzenleme arbitrajlarının yanı sıra şoklara tampon görevi görecek asgari sermayenin tamamen farklı muhasebeleştirilmesine de yol açabilir. İdeal olanı, bir bütünleşme sözleşmesine taraf olan tüm ülkelerdeki finansal kuruluşların benzer finansal düzenlemelere sahip olmasıdır. Bu tür bir uyumlaştırma yalnızca aynı anlaşmaya imza atan ülkeler arasında sınır ötesi bütünleşmeyi sağlamakla kalmaz, ayrıca yabancı oyuncuları çekebilir ki, bunlar da finansal sistemin istikrarını artırıcı rol oynayabilir¹².

Öte yandan, ülkeler arasında bilginin paylaşılması halinde finansal piyasalar daha iyi bütünleşir. Aynı zamanda ülkeler arasında bilgi paylaşımını sağlayan kredi bilgileri ve teminat sicillerine ilişkin uyumlaştırma kuralları bölgesel finansal bütünleşmeyi de destekleyebilir. Ülkeler arasında bilgi paylaşımını kolaylaştıran veya etkinliğini ne

⁹ Financial Integration, agk

¹⁰ Financial Integration, agk

¹¹ Financial Integration, agk

¹² Financial Integration, agk

düzeyde olursa olsun artıran her politika, finansal hizmetlerin sınır ötesi ticaretinin de gelişmesine yardım edebilir¹³.

Son araştırmalar göstermiştir ki bir ülkenin finansal piyasalarının gelişmesi ve etkinliği, büyük ölçüde o ülkede ne tür kurumsal ve yasal çerçeve olduğuna bağlıdır (Laporta and others, 1998). Finansal piyasalar en iyi, kredi verenlerin haklarının korunduğu, yasalara uyulan, etkin ve yeterli yargı sisteminin, şirketler için sıkı kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin olduğu, uluslararası muhasebe standartlarına uyulan, politik sürecin girdilerinin çoklu ve yönetimde rüşvetin görece olarak az olduğu ortamlarda gelişir¹⁴.

3.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN KOŞULLARI¹⁵

3.1.Ulusal ekonomik ve finansal ortam

Finansal piyasalarda etkin bir bütünleşme için uygun makroekonomik koşulların ve uygun ulusal finansal sektörün varlığı şarttır. Bu koşullar yalnızca uluslararası finansal akımlara yardımcı olmakla kalmaz, aynı zamanda finansal kriz tehditlerini de azaltır.

Yabancı piyasalardaki yerel koşullar hakkında bilginin olmaması halinde, algılamadaki bir değişiklik finansal piyasalarda oransal olarak çok büyük ani tepkilere neden olabilir. Ulusal ekonomilerin koşulları ile finansal ve ticari kuruluşlara ilişkin bilgi ve verilerin kapsamlı, doğru ve zamanında geniş bir alana ulaşması, hem hükümetlerin etkin ekonomik kararlar vermesine hem de finansal piyasaların etkinliğine katkıda bulunur.

3.2.Yönlendirme ve gözetim

Ülkelerin birbirlerine bağımlı olması finansal istikrarın potansiyel tehditlerinden kaçınma yönünde ortak bir küresel çıkar oluşturur. Bu, uluslararası sermaye akımları ve diğer parasal ve finansal değişkenleri etkileyen tüm ulusal ekonomik politikaları yönlendiren çok taraflı mekanizmalar tarafından yerine getirilebilir. Ulusal bir finansal krizden en çok komşu ülkeler etkilendiğinden, bu tip düzenlemeler uluslararası boyutun yanı sıra bölgesel boyuta da sahip olmalıdır.

Bankalar ve benzeri kuruluşların yanlış uygulamaları ekonomiyi büyük ölçüde tehdit ettiğinden, gelişmiş ve pek çok gelişmekte olan ülkeler finansal sektör üzerindeki

¹³ Financial Integration, agk

¹⁴ Leonardo Hernández, Klaus Schmidt-Hebbel, Banking, Financial Integration and International Crises: An Overview, Central Bank of Chile Working Papers No:100, July 2001
<http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>

¹⁵ Global Financial Integration and Development and Recent Issues, Note by the Secretary General, United Nations Economic and Social Council, 20 March, 1998,
<http://www.un.org/documents/ecosoc/docs/1998/e1998-9.htm>

piyasa disiplinini ve rekabeti artırmak amacıyla, güvenilir gözetim ve düzenlemeye yönelik uygulamalara sahiptir. Ülkeler bu uygulamaların çoğunu, finansal piyasalardaki gelişmelere paralel olarak artırmış ve uyumlaştırmıştır.

3.3.Beklenmeyen gelişmelerle ilgili hazırlıklar (Finansal krizlere cevap verme)

Geleceğin belirsizliği, hükümetlerin zayıf politikalar uygulama ihtimalleri ve piyasaların taşkın davranışları finansal krizlerin bertaraf edilmesini güçleştirir. Bu tip krizlere mümkün olduğu kadar çabuk müdahale etmek gerekir, çünkü aksi takdirde daha da belirgin hale gelirler ve çözümleri de daha zor ve maliyetli olur. Dahası, finansal piyasaların sürekli genişlemesi nedeniyle, bu tip krizlerin çözülmesi, geçmişte olduğundan daha çok çaba gerektirmektedir.

Risklerin ve sorumlulukların paylaşılması

Finansal krizlerin kısa vadeli olumsuz etkilerini ve ekonomi genelinde yarattıkları tehditleri azaltmaya yönelik resmî önlemler bazı özel sektör risklerinin kamu sektörüne transferi ile sonuçlanabilir ve bu da, özel finans kuruluşlarını aksi durumda olacağından daha fazla risk üstlenmeye özendirir. Bir krizle karşılaşıldığında hükümetler ve uluslararası kuruluşların 2 seçeneği vardır: krizin daha da derinleşmesine izin verebilirler: bunun sonucunda aşırı risk alanlar kararlarının faturasını öder, fakat başka birçokları da olumsuz etkilenir. Veya krizin etkilerini hafifletmeye çalışırlar: bu durumda ödünç alanlar ve verenler kendi kararlarının faturasının tamamını ödemiş olmaz, ama diğerleri daha az olumsuz etkilenmiş olur.

Zayıf grupların korunması

Finansal krizler iflaslar, artan işsizlik ve diğer ekonomik zorluklarla sonuçlanır. Özellikle kırılgan gruplar için, krizin ani ortaya çıkması bu zorlukları daha da artırır ve bunların tamamen çözümlenmemesi, suç ve yükselen politik tansiyon gibi olumsuz etkilerin yayılmasına neden olur.

Uzun vadeli gelişmenin korunması

Bir finansal kriz yönetimi acil problemler üzerinde yoğunlaşmayı gerektirir ki bunun tehlikesi, uzun vadeli ve daha kapsamlı konuların görece olarak ihmal edilmesidir. Verimli olmayan harcamaların durdurulması gerekirken birlikte, kısa vadede dikkate değer bir getiri sağlamayı ancak uzun vadede sonucu alınabilen, insan kaynakları harcamaları gibi anlamlı yatırımların sürdürülmesi için çaba sarf edilmelidir. Ayrıca, gelişmenin baskı altında kalabilecek, insan hakları, kurumsal gelişme, katılım ve demokrasi gibi diğer boyutlarının korunmasına da dikkat edilmelidir.

Finansal bütünleşme -uluslararası piyasalarda da ulusal piyasalarda olduğu gibi, gelişmekte olan ülkeler için özellikle yoğun olabilecek ani değişiklikler yaşandığından- sermaye piyasasındaki dalgalanmalara bağlı yan riskler taşımaktadır. Leonardo Hernández ve Klaus Schmidt-Hebbel finansal krizlerin, esas olarak finansal bütünleşme ve dışsal şokların birlikte ortaya çıkmasından değil, zayıf ulusal finansal kuruluşlardan kaynaklandığını; bunun dış şokların ve bulaşma etkilerinin göz ardı edilebileceği anlamına gelmeyeceğini, çünkü gerçekte bunların görece daha çok

bütünleşmiş ülkelerde ortaya çıktıklarını; bununla birlikte, dış şokların ulusal ekonomiye iletilmesinin, ülkenin makroekonomik temelleri ile finansal kuruluşlarının gücüne ve esnekliğine/çabuk iyileşme yeteneğine bağlı olduğunu ileri sürmektedir¹⁶.

4.YABANCI BANKALARIN ULUSAL FİNANSAL SİSTEMLERE GİRMESİ¹⁷

4.1.Bankaların Yurt Dışında Faaliyet Göstermesini Sağlayan Etkenler

Bankaların yurt dışına yayılmasını etkileyen birçok faktör vardır. Bankalar yatırım kararlarını alırken yatırımın kârlılığı, finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, rakipleri ile benzer stratejileri izleme ve pazar paylarını koruma ihtiyacı gibi faktörleri göz önünde bulundurlar (bunlar dışında faktörler de vardır).

Galindo, Micco ve Serra 2002 yılında yaptıkları çalışmalarında¹⁸, yabancı banka katılımının, ticaret yoluyla bütünleşme, farklı sektörlerde doğrudan yabancı yatırım (FDI) ve ortak yasal özellikler yardımıyla sağlandığını göstermiştir. Fikrin teorik desteği ekonomik bütünleşmenin yabancı bankacılıkla ilgili olduğudur ve bu kapsamda, uluslararası bankalar finansal hizmet verebilmek ve uzun vadeli banka-müşteri ilişkilerinden kaynaklanan bilgi avantajlarını sonuna kadar kullanmak için müşterilerini (çok uluslu şirketler) dünya üzerinde takip ederler. Ticaret alanında ise, firmalar her tür iki taraflı ödemeleri aynı banka ile yapmak suretiyle uluslararası işlemlerin maliyetini minimuma indirme konusunda yalnızca uluslararası bankalara güvenebilirler. Aynı çalışma göstermiştir ki, bankaların yabancı ülkelere yayılmasında en önemli belirleyici ticari bütünleşmedir.

Ortak yasal özellikler de yabancı banka katılımını artırır. Ortak yasal rejimler yatırım sürecindeki öğrenme maliyetlerini en aza indirir, ayrıca uluslararası düzeyde ölçek ekonomilerinin sağlanabilmesi durumunda operasyonel maliyetleri de azaltabilir. Bankalar benzer yasal özellikleri olan yabancı ülkelere gitmeye daha çok isteklidirler. Bu durum doğal olarak çift yönlü işlemektedir. Yabancı katılım arttıkça yerel otoriteler de dış uygulamalara yaklaşma ihtiyacı duymaktadır. Ülkeler arasında düzenlemelerin uyumlaştırılması, yabancı ve ulusal oyuncuların aynı anda çeşitli piyasalara girişini artırmak suretiyle finansal piyasa bütünleşmesini bölgesel düzeyde bile artırabilmektedir.

¹⁶ Leonardo Hernández; Schmidt-Hebbel, How can emerging market economies best achieve financial integration while minimizing downside risks?, K./Banco Central de Chile/Central Bank of Chile, 2001, <http://www.eldis.org/static/DOC9479.htm>

¹⁷ Financial Integration, agk

¹⁸ Galindo, Arturo, Alejandro Micco, and César Serra. 2002. Determinants of Cross-Border Banking Activity: The Role of Economic and Legal Relationships, Inter-American Development Bank, Washington, DC. Mimeo.

4.2.Yabancı Bankaların Ulusal Piyasalara Girmesinin Etkisi

Finansal bütünleşme, sistemin etkinliğini artırmak ve belli koşullar altında fon imkânlarını artırmak suretiyle finansal sistemin daha iyi işlemlerini sağlar ve böylece büyüme de artar.

Ulusal piyasalardaki yabancı bankaların etkilerini gösteren deneye dayalı çalışma çok azdır. Ancak eldeki veriler bankacılık sisteminin uluslararası hale gelmesinin etkisinin olumlu olduğunu göstermektedir. Çünkü bankacılık sistemi, özellikle de daha gelişmiş bir ülkeden geldiği durumlarda rekabeti ve etkinliği artırır. Bununla birlikte, yabancı bankaların kredilerdeki dalgalanmayı düşürmesi konusundaki görüşler birbiriyle çelişmektedir. Bir tarafta, bazı yazarlar yabancı bankaların kredilere istikrar getirebileceğini, çünkü dış fonlara erişebildiklerini ve saygınlıklarına (isimlerine) bağlı olarak yerel mevduatlarda da istikrar sağlayabildiklerini savunmaktadır. Ayrıca, yabancı bankaların girişi rekabet baskısı yaratır ve bu da daha sıkı gözetim standartları ve daha yüksek sermaye yeterliliği yoluyla gelecekte de istikrarı sağlayacak önlemlerin alınmasını sağlar. Bazı ekonomistler ise yabancı bankaların, yerel varlıkları ülke dışındaki alternatif yatırım araçlarıyla değiştirebildikleri için ev sahibi ülkelerdeki şoklara karşı daha duyarlı olduklarını, yerel bankaların bunu yapmalarının zor olduğunu savunmaktadır.

4.3.Yabancı Bankalar, Etkinlik ve Düzenleme Standartları

Yabancı bankalar geleneksel olarak daha iyi kaynak dağılımı ve daha yüksek etkinlikle ilişkili olmuştur. Özellikle, yüksek rekabet ve yeni teknolojilerin yayılması ile bağlantılıdır. Yabancı kuruluşlar yeni ve daha iyi imkânlar, yönetim teknikleri, eğitim prosedürleri ve teknoloji getirerek finansal hizmetlerin kalitesini artırır ve bunlara ulaşılmasını kolaylaştırır. Levine 1996 tarihli çalışmasında¹⁹ yabancı bankaların varlığının, daha iyi banka gözetimi ve daha uygun yasal çerçevenin yanı sıra, daha iyi derecelendirme kuruluşları, muhasebe standartları ve bilgiyi toplayan ve işleyen kredi bürolarının ortaya çıkmasını sağladığını ileri sürmektedir. Yabancı bankalar kendi orijin ülkelerinde kabul edilmiş olan daha güvenilir prensipleri uygularlar. Orijin ülkenin daha gelişmiş olduğu durumlarda bu uygulamalar daha sıklıdır. Bu durum, ulusal gözetimcilerin yanı sıra bankaların da, en güvenilir kuruluşları bulmaya çalışan mevduat sahiplerinden gelen rekabetçi baskıları karşılayabilmek için uluslararası standartları kabul etmelerine yol açar.

Yabancı kuruluşların varlığı rekabeti artırır ve ulusal piyasanın (yerel bankalar) işleyişini geliştirir, bu da kaynak dağılımında iyileşmeyi ve ekonomik büyümeyi hızlandırır. Ayrıca, uluslararası rekabet faiz oranı aralıklarını ve yerel bankaların kârlılığını azaltır.

4.4.Kredi ve Mevduat İstikrarı ve Yabancı Bankalar

Bazı yazarlara göre yabancı bankalar, yabancı likiditeye erişme olanakları nedeniyle, kararsız yerel mevduata pek bağımlı değildir ve bu nedenle ev sahibi ülkede kredi

¹⁹ Levine, Ross. 1996. Foreign Banks, Financial Development and Economic Growth. In C. Barfield (ed.), International Financial Markets. Washington, DC: AEI Press.

istikrarını sağlayabilir. Ayrıca yabancı bankalar, finansal kriz dönemlerinde, itibarları nedeniyle ulusal piyasada hem mevduat hem de kredileri istikrara kavuşturarak mevduat sahiplerinin kaliteye yönelmesini sağlarlar.

Diğer yazarlara göre ise, yabancı bankalar ulusal koşullar kötüleşirken kredi dalgalanmasını artırarak kendilerinin ülke koşullarından etkilenme derecelerini azaltırlar. Dahası, bu bankalar kendi ülkelerindeki şokları ev sahibi ülkeye taşıyabilirler. Yabancı bankanın orijin veya başka bir ülkedeki haklarındaki değişiklikler ev sahibi ülkeye taşınır.

Bu görüşlerin doğruluğunu test etmek için mevduat ve iş fırsatlarındaki değişiklikler karşısındaki bireysel banka kredi davranışları incelenmiştir. İş fırsatlarının ölçüsü, dışsal talepteki değişikliktir. Tüm banka kredileri mevduat değişikliğine tepki göstermektedir, ancak yabancı bankaların gösterdiği tepki daha küçüktür. Yabancı banka kredileri ulusal mevduattaki değişikliğe, ulusal banka kredilerinden %20 oranında daha az duyarlıdır. Bankaların iş fırsatlarına gösterdiği tepki açısından bakıldığında, dışsal talepte yoğunlaşma sonrasında, tüm bankalar kredilerini azaltmakla birlikte, ulusal bankaların kredilerindeki azalma %50 oranında daha az olmaktadır.

Sonuçlar, yabancı bankaların ev sahibi ülkedeki iş fırsatlarının değişmesinden kaynaklanan şoklarda kredi dalgalanmasını artırdıklarını, ama ulusal mevduat arzındaki değişiklikten kaynaklanan şoklarda azalttıklarını göstermektedir.

4.5.Yabancı Bankalar ve Piyasa Bölüntülenmesi

Bazı analistler, yabancı bankaların yukarıda belirtilen potansiyel yararlarına rağmen, gelişmekte olan bir ülkede yabancı banka hâkimiyetinin artmasının piyasanın bazı bölümleri, özellikle banka finansmanına çok bağımlı olan küçük ve orta ölçekli firmalar için krediye erişim imkânını azaltabileceğini ileri sürmektedir.

Genel olarak, yabancı bankalar büyük ve karmaşık organizasyona sahip finansal kuruluşlardır ve bilgi açısından çok şeffaf olmayan küçük ve orta ölçekli firmalara ödünç vermeye çok istekli değillerdir. Küçük işletmeler, asimetric bilgiyi azaltan gayri resmî bir ilişki kurdukları tek bir banka ile özel olarak çalışma eğilimindedirler. Büyük yabancı bankalar bu tür ilişkiler kurmakta zorlanırlar ve küçük yerli bankaların ödünç verme yöntemlerini kullanmazlar, ancak küçük ve orta ölçekli firmalara kredi vermeyi kolaylaştıran yeni teknolojik buluşlar getirebilirler (örn. yeni kredi notlandırma yöntemi-credit scoring methodologies).

4.6.Yabancı Ülkede Kote Olma Kararını Etkileyen Unsurlar

Hisse senedi yatırımcıları bilinen araçlara yatırım yaparlar. Bilgisel engellerin azalmasını ve dış varlıkların tanınma derecesini artıran pek çok faktör vardır. Deneye dayalı çalışmalar göstermiştir ki çeşitli yasal, kültürel ve coğrafik özelliklerin paylaşılması bu konudaki engelleri azaltmaktadır. Aynı dili konuşmak, söz konusu aracın orijin ülkesi ile işlem yapmak ve coğrafik olarak bu ülkeye yakın olmak da diğer faktörlerin yanı sıra, başka bir ülkenin araçları üzerinde işlem yapma ihtimalini artıran faktörlerdir. Bu özelliklerin avantajından yararlanabilen şirketler hisse senetlerini yabancı borsalarda kote ettirebilirler.

Şirketler için hisse senetlerinin yabancı borsalarda kote olmasının çeşitli avantajları vardır. Sermaye piyasaları tamamen bütünleşmediğinden, işletmeler yabancı sermaye piyasalarından fon toplayarak daha düşük sermaye maliyetlerinden yararlanabilirler. Bir yandan, sınırlı yabancı menkul kıymetlere erişebilme primi sermaye maliyetlerinin düşmesine katkıda bulunabilir; diğer yandan da, yerel düzeyde, uluslararası piyasalarda işlem görmeyen şirketin hisse senetlerinin değeri artar. Bu çerçevede, yabancı piyasalarda da kote olmak bir şirketin sermayenin daha ucuz biçimlerine ulaşma kapasitesini artırır.

Uluslararası hisse senedi piyasalarına girmek şirketlere daha yüksek bir ortak tabanı da sağlar. Daha yüksek ortak tabanı, yatırımcı haklarının daha da iyileşmesini, bilgi maliyetinin düşmesini ve şirketler için sermaye maliyetinin azalmasını sağlar. Yabancı bir ülkede kote olmak likidite açısından da yararlıdır, çünkü orijin ülke ekonomisinde kriz doğduğunda şirketlerin fon sıkıntısı çekmesini önler. Bu gibi durumlarda, eğer şoklar tamamen simetrik değilse, uluslararası piyasalara girmiş olan bir şirket kote olduğu yabancı piyasadaki fon sağlamaya devam edebilir.

Şirketlerin nerede kote olacakları kararında kuruluşların kalitesi çok önemlidir. La Porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer²⁰ göstermiştir ki, ortakların malvarlıklarının korunmasına yönelik kural ve düzenlemeler ülkelere göre büyük farklılık göstermektedir. Kamulaştırma riskini azaltmak isteyen yatırımcılar yasal düzenlemelerin kendi lehine olduğu ülkelerde yatırım yapmayı tercih ederler. Bu, hisse senedi piyasalarının büyümesine neden olur ve yabancı şirketlerin bu piyasalara kote olmasını ve daha yüksek likidite ve ortak tabanından yararlanmasını sağlar.

Şirketler gelişmiş piyasalardaki işlem kolaylığı ve daha düşük işlem maliyetlerinden yararlanmanın yanı sıra, ulusal piyasalardaki yüksek takas riskleri ve yüksek oranlı vergiler ile döviz kontrollerinden kaçınmak için de yabancı piyasalara kayarlar. Ayrıca, ulusal işlemleri engelleyen yüksek işlem vergisi gibi uygulamalar da şirketlerin yabancı borsaları seçme nedenidir. Bu durum ulusal piyasada işlemlerin genişlemesini de sınırlar.

Yabancı bir ülkede kote olmanın avantajları vardır, ancak böyle bir karar maliyetli de olabilir. Kamuyu aydınlatma ve uluslararası muhasebe standartlarını kabul etme gereğinden kaynaklanan maliyetler, en çok tartışılan iki temel maliyettir. Bununla birlikte, belli bir dereceye kadar, kısa vadede böyle bir maliyete katlanmak uzun vadede getiriye dönüşebilir. Bir kez, daha sıkı olan muhasebe standartları kabul edildikten sonra, ulusal piyasada dış fonlar, yabancı bir borsada kote olma etkisinin bir sonucu olarak daha ucuz hale gelebilir. Vergi rejimindeki farklılıklar da yabancı piyasalarda kote olma kararını etkiler.

Yatırımcılar için işlem maliyetlerini azaltan, sınır ötesi faaliyetleri artıran başka bütünleşme biçimleri de vardır. Buna bir örnek: yatırımcılara çekici gelen, düzenlemelerdeki benzerliktir. Bununla birlikte, düzenlemelerdeki benzerlik sermaye piyasalarının bütünleşmesi için koşulsuz bir şart değildir. Yalnızca pay sahiplerinin korunması açısından, yüksek kalitede olmaları halinde önemlidir. Yasal

²⁰ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance* 52; 1998. *Law and Finance. Journal of Political Economy* 106

düzenlemelerdeki benzerlik düzenlemelerin örf ve adet hukukuna dayalı olduğu durumlarda bütünleşmeyi kolaylaştırmaktadır. Şirketler, pay sahipleri için iyi koruma sağlayan ülkelerde kote olmayı istemektedir.

4.7.Yabancı piyasalarda kotasyonun ulusal piyasaya etkisi

Yabancı piyasalarda kotasyon, diğer piyasalarda hisse senedi ihraç edebilen şirketler için sermaye maliyetini düşürür. Şirketlerin yerel piyasalar yerine yabancı piyasalarda ihraçta bulunma kararı, yerel borsalar, aracı kuruluşlar ve düzenleyici otoriteler üzerinde, yerel piyasaları likidite, şeffaflık ve etkinlik açısından geliştirmek amacıyla işlemleri modernleştirme, kamuyu aydınlatma standartlarını geliştirme ve küçük pay sahiplerinin haklarını koruma yönünde baskı yaratır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerdeki politika belirleyiciler işlemlerin küreselleşmesinin, akışın yabancı piyasalara yönelmesi, ulusal piyasalarda likiditenin düşmesi ve gelişmenin sınırlanması yoluyla piyasaların bölünmesine neden olmasından endişe etmektedir.

Teorik ve deneye dayalı çalışmalarda yabancı piyasalarda kote olmanın ulusal piyasadaki likidite ve işlem hacmine yarar mı sağladığı yoksa zarar mı verdiği açık değildir. Teorik modeller ulusal piyasanın likiditesine ve hacmine etkinin, ortak tabanını genişletmesine, ulusal sınırlamaların (yabancı sahipliğe ilişkin sınırlamalar) derecesine, ulusal piyasanın kotasyondan önceki likiditesine ve piyasalar arası bilgi şeffaflığına bağlı olarak negatif veya pozitif olabildiğini göstermektedir. İlk planda yapılan ve Karolyi'de²¹ özetlenen deneye dayalı çalışmalar, genel olarak, ulusal piyasadaki likidite ve işlem hacminin tamamıyla (ulusal piyasadaki yabancı piyasalara kote olan ve olmayan tüm şirketler için) arttığını göstermektedir.

4.8.Sermaye Piyasasında Bütünleşmenin Belli Başlı Engelleri

Bütünleşmenin sağlayacağı kazançlardan yararlanılmasını sınırlayan bazı engeller vardır. Piyasanın büyüklüğü şirketler için önemlidir. Gelişmemiş ve dolayısıyla likiditesi düşük piyasalara giriş pek özendirici değildir. Ancak finansal bütünleşme ilerledikçe, bölgesel piyasanın uluslararası oyunculara daha cazip gelmeye başlayacağı da bir gerçektir.

Yabancı piyasalarda kote olmanın önemli bir belirleyicisi pay sahiplerini koruyan düzenlemelerin kalitesidir.

Sınır ötesi faaliyetler para biriminin konvertibl olmasına ve döviz kontrollerinin sınırlı olmasına bağlıdır. Bunlar, eşzamanlı olmayan fiyat ve işlemlerin sınırlanması ve uygun koruma (hedging) mekanizmalarının varlığı için gereklidir. İstikrarsız döviz kurları ve döviz kuru riskinden korunmaya yarayan mekanizmaların olmayışı da bölgesel sermaye piyasalarının gelişmesini önleyen faktörlerdir.

Etkin sermaye piyasası bütünleşmesi, düzenleme ve denetim çerçevesinin bütünleşmiş olduğu varsayımına dayanır. Eğer piyasa katılımcıları için çoklu bir

²¹ Karolyi, Andrew. 1998. Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications. Financial Markets, Institutions&Instruments 7(1). New York University Salomon Center

düzenleme söz konusu ise -ve özellikle bunlar birbiriyle uyumlu değilse- bu durumda direk olarak çoklu düzenleme rejimlerine uyma, dolaylı olarak da çoklu gözetim ve denetim sisteminin maliyetine katlanma zorunluluğu nedeniyle belirsizlik, karmaşıklık ve yüksek maliyetlerle karşı karşıya kalırlar. Ulusal düzenleyici otoriteler arasında işbirliği ve karşılıklı yardımlaşmanın iyi ayarlanmamış olması da bölgesel sermaye piyasalarının bütünleşmesini engeller.

Çeşitli yasal ve düzenlemesel engeller de bütünleşmeyi sınırlar. Örneğin iflas yasasındaki farklılıklar, yaptırımlar, yabancıların sahipliği ile ilgili sınırlamalar, ulusal sanayii korumak için uygulanan kurallar, yerel şirket kurma şartları, sınır ötesi hizmetler ile ilgili olarak ihraççılar, aracı kuruluşlar ve yatırımcılar üzerindeki çeşitli sınırlamalar, yerel veya bölgesel yasaların çok ayrıntılı ve dolayısıyla değişen koşullara uyum sağlayamayacak kadar katı olması gibi.

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri arasındaki farkların yanı sıra, muhasebe ve denetim alanındaki farklılıklar da piyasa katılımcılarının finansal tablo analizi için bir çekirdek temel oluşturma ve bölge içinde bir örnek değerlendirmeyi sağlama konusundaki yeteneklerini sınırlar. Uluslararası muhasebe ve denetim standartlarının getirilmesi bu olumsuz etkiyi bir dereceye kadar azaltacaktır. Bununla birlikte, uluslararası muhasebe standartlarını henüz gerçek anlamda uygulamaya geçirmemiş olan ülkelerde, muhasebe farklılıkları sermaye piyasalarının bütünleşmesi açısından ciddi bir tehdit ve engeldir.

Bir bölgede sermaye piyasalarının her alanı ile ilgili bilginin eksikliği bölgesel bütünleşmeyi sınırlar. Buna, düzenlemeden kaynaklanan yükümlülükler, döviz fiyatları ve kotalarına, şirket finansmanı ve stratejilerine, yatırımcılarla ilgili politikalara veya aracı kuruluşların ürünleri ve geçmişlerine ilişkin bilgiler dâhildir. Bilginin kalitesi, piyasa etkinliğinin ve finansal fırsatlara eşit erişim imkânının sağlanması açısından kritik öneme sahiptir.

5.FİNANSAL HİZMETLERDE BÜTÜNLEŞMENİN ÇEŞİTLİ ANLAMLARI VE BİÇİMLERİ²²

5.1.Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Anlamları

Finansal hizmetlerde bütünleşmenin belki de en yaygın tanımı, geleneksel olarak 3 ana finansal sektörden biriyle alakalı bir finansal hizmetin üretimi veya dağıtımını başka bir sektör tarafından yapıldığında ortaya çıkar. *Bancassurance*, *allfinanz*, *evrensel bankacılık* ve *finansal şirketler topluluğu (financial conglomerates)* gibi terimlerin hepsi bir biçimde bütünleşmeyi anlatmak için kullanılır. Ancak terminoloji tam oturmduğundan bu terimler farklı insanlar için farklı anlamlar taşıyabilir.

Yukarıdaki tanım finansal hizmetlerin üretimi ve dağıtımından herhangi birisini veya her ikisini birden ifade eder. Üretim, ürün ve yönetim olmak üzere iki yönlü

²² Harold D. Skipper, Jr.; Thomas P. Bowles (Chair of Actuarial Science); C. V. Starr (Chair of International Insurance), *Financial Services Integration Worldwide: Promises and Pitfalls*, Georgia State University, Atlanta, GA/USA

anlaşılmadığı sürece tanım tamamen doyurucu olmaz. Bu önemli hususu anlamak açısından önce, özellikle veya ağırlıklı olarak üç ana finansal sektörden en az ikisinde faaliyet gösteren, ortak yönetim/kontrol altındaki şirketler olarak tanımlanan *finansal şirketler topluluğunu* dikkate almak gerekir. Söz konusu üç sektör ticari bankacılık, yatırım bankacılığı ve sigortadır.

Fransızca bir terim olan *bancassurance* sıklıkla sigorta ürünleri satan bankalar için (ve tersi) kullanılır. Almanca bir terim olan *allfinanz* genelde, *bancassurance* ile eş anlamlı olmakla birlikte, bazen üç ana sektör arasında dağıtım yoluyla bütünleşmeyi de ifade eder.

Evrensel bankaların genellikle daha yüksek derecede bütünleşmeyi temsil ettiği düşünülür. Evrensel banka, teorik tanımı gereğince, tüm finansal hizmetleri tek bir şirket yapısı içinde üretip dağıtabilir. Uygulama açısından evrensel banka, ticari ve yatırım bankacılığı üretim ve dağıtımını tek bir şirket içinde sağlayan finansal kuruluşlardır. Bazı evrensel bankalar sigorta hizmeti de verirler, ancak ayrı bir şirket aracılığıyla.

Finansal şirketler topluluğu terimi, en yüksek bütünleşme derecesini ifade eder. Önceki tanıma göre bir şirket topluluğu, üretim düzeyinde (hem ürün hem yönetim) bütünleşme ihtimaline işaret eden, aynı yönetim altındaki şirketleri içermelidir. Yalnızca aynı yönetim üzerinde ısrar eden terim, şirketler topluluğunun yapısını belirtmez. İki şirketler topluluğunun ikisi de ticari banka, hayat ve hayat dışı sigorta şirketleri ve yatırım bankası içermekle birlikte, birisi küresel kontrol ve bütünleşmiş yönetime sahip iken diğerinin olmaması durumunda çok farklı bütünleşme derecelerini temsil ederler.

Finansal hizmetlerde bütünleşme, bir sektördeki şirketler geleneksel olarak başka bir sektörün ürünlerinin belirgin unsurlarını taşıyan ürünler geliştirip sattıkları zaman da ortaya çıkar. Değişken gelirler (variable annuities) ve hayat sigortası, sigorta ve menkul kıymetlerin karma unsurlarını taşır. Bankaların menkul kıymetleştirme ürünleri (mortgages, kredi kartı bakiyeleri ve diğer borç portföyleri) yatırım ve ticari bankacılığın önemli unsurlarının kombinasyonudur. Bu ürün benzeşmesi trendinin ticari bankalar, menkul kıymet şirketleri ve sigortacılar arasında operasyonel bütünleşme yönünde önemli bir itici güç olması beklenmektedir.

Son olarak, finansal hizmetlerde bütünleşme herhangi bir arz yönlü bütünleşme veya hatta iş birliği gerektirmeksizin, danışman düzeyinde ortaya çıkabilir. Bu şekilde, kişisel finansal planıcılar, muhasebeciler, avukatlar, risk yönetim danışmanları, acenteler, brokerlar ve diğer kişisel ve kurumsal danışmanlar sıklıkla finansal hizmetleri müşterileri için bütünleştirirler. Ürünleri kendileri satabilirler veya müşterinin satın alma davranışını bütünleşmiş bir finansal veya risk yönetim planına yönlendirebilirler. Bütünleşme, işverenler veya gruplar, çalışanlarına veya grup üyelerine finansal ürünler yelpazesi (örneğin bir işverenin çalışanlarına kendisi tarafından finanse edilen veya edilmeyen yararlar paketi sunması) sunduklarında da ortaya çıkar.

5.2.Bütünleşmiş Finansal Hizmet Sunumunda Yapısal Biçimler

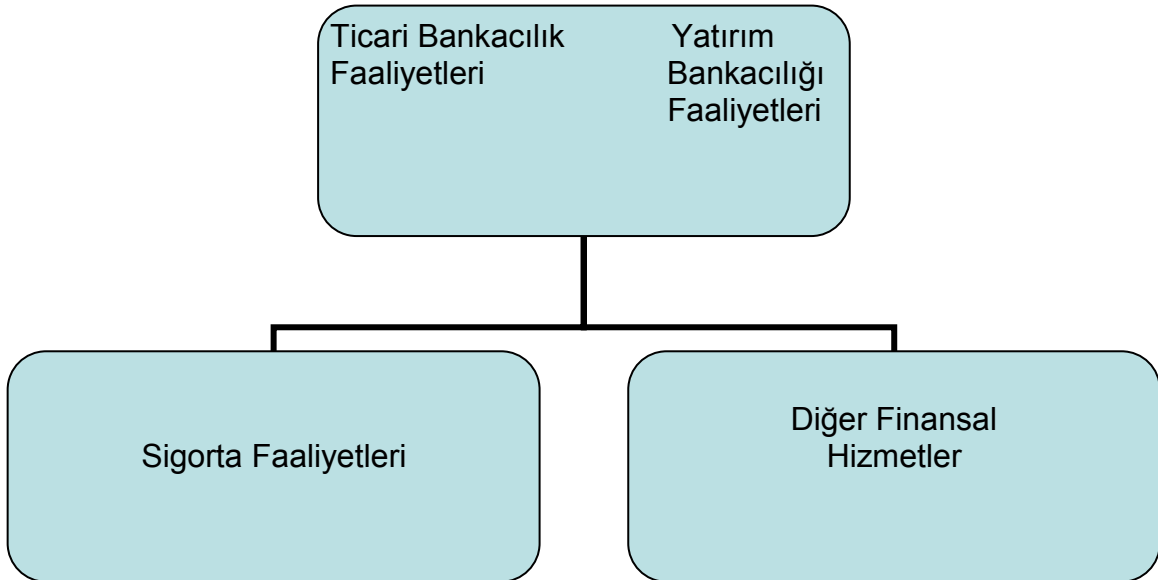
5.2.1.Tam Bütünleşme

Tamamen bütünleşmiş operasyonel biçimde, tüm finansal hizmetler, tüm faaliyetleri tek bir sermaye tabanından desteklenen tek bir şirkette üretilir (yüklenilir) ve onun tarafından dağıtılır. Bu biçim sadece teoriktir, çünkü hiçbir finansal kuruluş yasal olarak bu yapıda değildir. Bununla birlikte bu biçim, şirketlerin gelecekteki yapılarını gösterdiği için önemlidir.

Ticari Bankacılık Faaliyetleri	Yatırım Bankacılığı Faaliyetleri	Sigorta Faaliyetleri	Diğer Finansal Hizmetler
--------------------------------------	--	-------------------------	--------------------------------

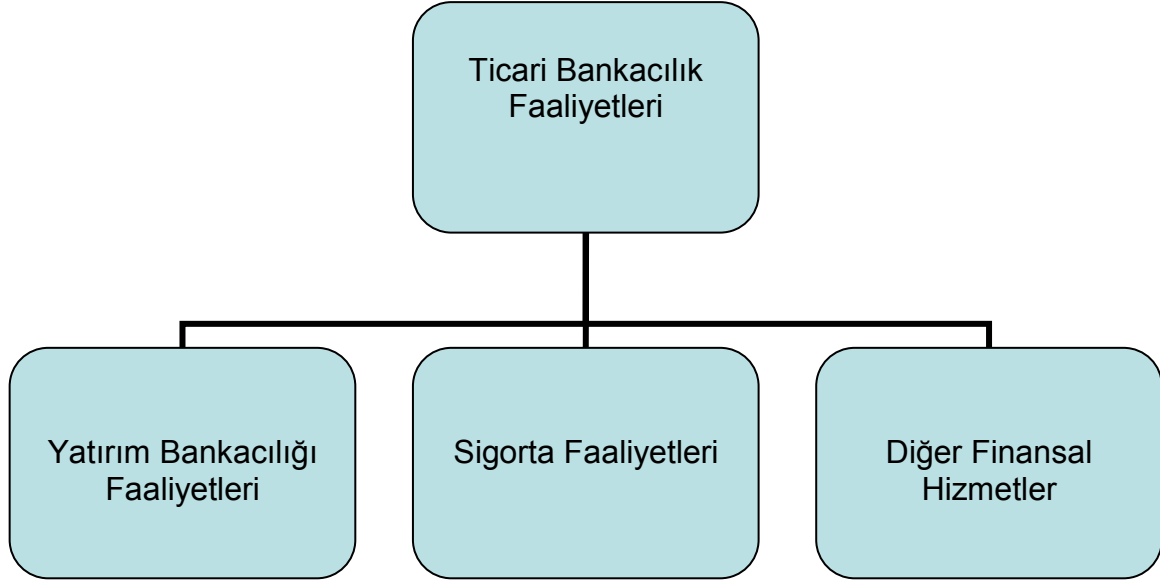
Evrensel Bankacılık – Alman Versiyonu: Alman evrensel bankaları yukarıda yer alan tamamen bütünleşmiş şirketlerden bir adım geride olup bütünleşmenin bir sonraki yapısal biçimini temsil eder. Bu şirketler ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini tek bir şirkette birleştirirler, fakat diğer finansal faaliyetleri evrensel bankanın sahip olduğu, sermayesi ayrı, bağlı şirketler aracılığıyla yerine getirirler. Birçok bölgesel bankanın yanı sıra büyük Alman bankaları da bu şekilde örgütlenmiştir.

5.2.2.Kısmi Bütünleşme



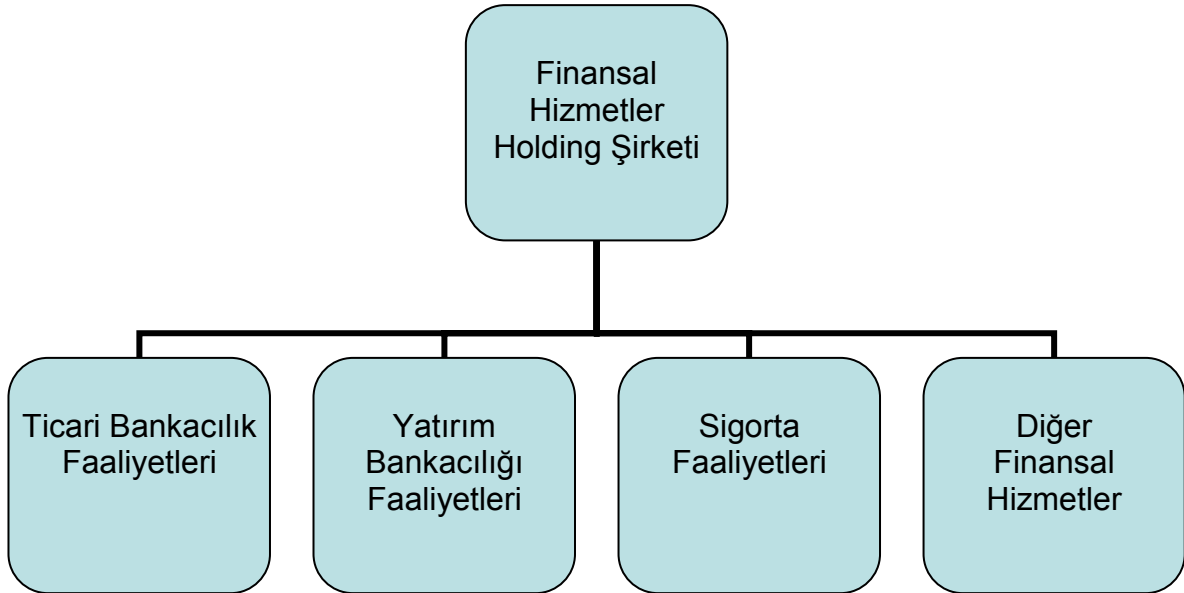
5.2.3.Banka Sahipliği Yoluyla Bütünleşme

Ebeveyn şirket banka veya sigortacıdır. Sermayeleri ayrı olan ve diğer finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren bir veya daha fazla bağlı şirkete sahiptir. Bu yapı İngiltere’de yaygındır.



5.2.4. Holding Şirketi Yoluyla Bütünleşme

Faaliyeti iştirak etmekten ibaret olan (non-operational) holding şirketi, sermayesi ve tüzel kişilikleri farklı olan bağlı şirketlerin sermayesinin büyük bölümüne sahiptir. Bu model ABD’de gelişmiştir.



5.2.5. Girişim Sermayesi Yoluyla Finansal Hizmetler Bütünleşmesi

Bu finansal bütünleşme biçimi, birbiriyle ilişkisi olmayan finansal hizmet şirketleri arasındaki girişim sermayesi ve diğer düzenlemelerdir. Bu yapıda, iki finansal aracı kuruluş –örneğin bir banka ve bir sigorta şirketi- girişim sermayesi şirketi, stratejik

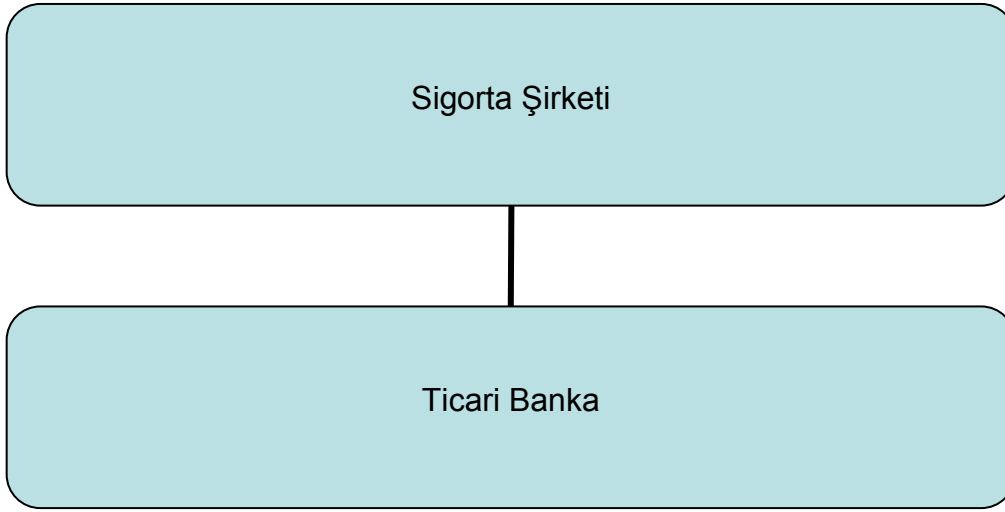
anlaşma (alliance) veya başka bir resmî yapı kurar ve bu yapı aracılığıyla bir veya her iki şirketin ürünleri satılır.

Ticari Banka

Sigorta Şirketi

Girişim Sermayesi
Pazarlama Şirketi

5.2.6.Pazarlama Düzenlemeleri Yoluyla Bütünleşme



Bütünleşmiş finansal hizmetlerin sunulmasında benimsenen yapı değişik faktörlerden etkilenir. Bir ülkenin finansal hizmetler piyasasının tarihi özelliğinin yanı sıra, düzenlemesi de çok önemlidir. Bunlardan başka piyasa gücü, ölçek ekonomileri, faaliyet etkinliği ve çıkar çatışmalarının ne ölçüde iyi ele alındığı da önemlidir.

6.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN ETKİLERİ²³

Teknolojik ilerlemeler ekonominin her alanında sınır-ötesi işlemlerin maliyetini düşürmüştür. Ulaşım, haberleşme ve hesaplama (computation) maliyetlerinin büyük ölçüde düşmesi, şirketlerin ulusal piyasaları ayıran zaman ve mesafe gibi doğal engelleri aşmalarını çok kolaylaştırmıştır. Teknolojinin finansal hizmetler sektöründeki en büyük etkisi sınır-ötesi işlemler üzerinde olmuştur.

6.1.Tüketici Üzerindeki Etki

Finansal kuruluşlar işlem maliyetini düşürecek ve ödünç alanlara ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda var olan seçenek yelpazesini genişletecek çeşitli yenilikler getirmiştir. Genelde bu yenilikler kuruluşların finansal ürünleri ayırıştırıp

²³ Richard Herring, International Financial Integration: The Continuing Process, The Wharton School, University of Pennsylvania, July 1994

yeniden paketlemesine olanak tanımıştır. Böylece hem ödünç alanlar hem de verenler istedikleri finansal araçları bulabilmiş ve riskler, onu en çok isteyen yatırımcılara yeniden dağıtılmıştır.

Büyük müşteriler, bütünleşmiş bilgisayar ağları aracılığıyla nakit akımlarının küresel yönetimi; dünya çapındaki emeklilik, tasarruf ve diğer işçi yararına planlar için küresel saklama, muhasebe ve yediemin hizmetleri; dünya çapında kuruluşlar için sermaye ve borç finansmanı ile ilgili acentelik ve güvene dayalı hizmetler gibi, uluslararası işlemleri kolaylaştıracak çeşitli kredi dışı hizmetler de talep etmişlerdir.

Fon sağlayanların da bakış açıları artan oranda uluslararası nitelik kazanmaya başlamıştır. Hemen hemen belli başlı her ülkede her gün daha fazla sayıda fon, daha az sayıda karar verici tarafından yönetilmektedir.

Kurumsal yatırımcılar genellikle bireysel yatırımcılardan farklı davranırlar. İşlem birim maliyetlerini işlemleri topluca gerçekleştirerek, komisyon pazarlığı yaparak ve nadir durumlarda doğrudan ihraççı ile işlem yaparak düşürebilirler. Yatırım imkânlarını analiz edebilmelerini ve kararları hemen yerine getirmelerini sağlayan, dünya çapında piyasalardaki gelişmeleri yakından takip edebilirler. Dahası, rekabetçi risk-ayarlı getiri elde etme konusunda yoğun baskı altındadırlar.

Kurumsal yatırımcılar getirilerini artırmak ve portföylerinin dalgalanmasını azaltmak için, zaman içinde artan oranda uluslararası düzeyde çeşitliliğe gitmektedir.

6.2.Finansal Kuruluşlar Üzerindeki Etki

Finansal kuruluşlar, uluslararası finansal hizmetlere olan talebi karşılayabilmek amacıyla, uluslararası finansal piyasalarda etkin bir şekilde rekabet edebilmek için büyük tutarlarda teknik alt yapı yatırımı yapmışlardır. Ayrıca yabancı finansal merkezlerde ofisler açmışlardır.

İmalat sektöründe doğrudan yatırımın teknoloji transferini sağlaması gibi, yabancı finansal kuruluşlar da genellikle yerel piyasalara finansal yenilikleri getirirler.

Finansal hizmet veren şirketler arasındaki artan rekabet, iş gücünün uluslararası uzmanlaşmasını sağlamıştır.

6.3.Düzenleyiciler Üzerindeki Etki

Teknolojik ilerlemeler her ülkedeki finansal düzenleyicilerin, finansal hizmetlerin diğer ülkelere göre maliyetini artıran yüklü düzenlemelerini devam ettirme yeteneklerini azaltmıştır. Bu iki biçimde gerçekleşmiştir. Birincisi, teknolojik gelişmeler finansal ürünlerin ayrılıp yeniden paketlenmesini kolaylaştırmıştır. Sonuçta, bir tür faaliyeti yasaklayan düzenlemeleri, ürünleri ona en yakın ikameyi sağlayacak şekilde yeniden tasarlayarak dolanmak mümkündür. Bu finansal yenilikler, ulusal piyasalarda ortaya çıkabileceği gibi uluslararası finansal işlemleri de içerebilir.

İkincisi, teknoloji jeo-politik sınırların önemini azaltmıştır. Kısacası, teknoloji finansal piyasalarda katılımcıların “düzenleme arbitrajı” yapmalarına imkân vermektedir.

Uzun süredir ulusal düzenleyiciler arasında uluslararası rekabet söz konusudur ve zaman ve mesafe maliyetlerinin düşmesiyle daha da yoğunlaşmaktadır. Birçok önemli finans merkezinde düzenleyici otoriteler rekabetçi baskılara hem finans piyasaları hem de mevduat kabul eden kuruluşlarla ilgili düzenlemeleri esnetmek suretiyle reaksiyon göstermişlerdir.

Düzenleme alanındaki rekabet son zamanlarda AB'nin topluluk içinde finansal düzenlemelerin etkinliğini sağlama konusundaki kararlı girişimi nedeniyle yoğunlaşmıştır. AB'nin, karşılıklı tanıma ve ev sahibi ülkenin kontrolü prensiplerine dayalı tek bankacılık lisansının kabulünü içeren, üye ülkeler arasında bankacılık düzenlemelerini uyumlaştırma yaklaşımı Avrupa düzenleme sisteminin esnek ve etkin kalmasını sağlayacak bir rekabet dinamiği yaratacaktır.

Avrupa finans kuruluşları üye ülkelerden birinin düzenleme rejimini seçme özgürlüğüne sahip olacaklardır. Bu da, her ulusal düzenleme otoritesinin, kendi düzenleme yapısının rekabetçi etkisini dikkatlice değerlendirmesini sağlayacaktır. Bu yaklaşım, bilinçli olarak ulusal otoriteleri temel güvenlik ve mantık çerçevesinde, en etkin düzenleme sistemini oluşturma konusunda rekabete yöneltmektedir.

Özetle, teknolojik gelişmenin uluslararası finansal bütünleşme üzerine çok güçlü etkisi olmuştur. Finansal hizmetlerin ve bunların kullanıcılarının ufkunu genişletmiş ve finansal kuruluşlara, finansal problemlere uluslararası çözümler bulma imkânı vermiştir. Düzenleyiciler zor bir seçimle karşı karşıya kalmıştır: ulusal finansal kuruluşları sıkı bir şekilde düzenleyebilirler, ama bunun en önemli sonucu faaliyetlerin sıkı düzenlenen şirketlerden daha esnek düzenlenen ulusal şirketlere ve yabancı kuruluşlara kayması olur. Bir başka seçenek de az sayıda kurumu düzenlemektense ulusal kuralları serbestleştirmek ve uluslararası sermaye kontrollerini esnetmektir. Birçok ülke ikinci seçeneği benimsemiştir.

Süreç içinde, hükümetlerin politikaları uluslararası finansal rekabeti artırmış ve uluslararası finansal bütünleşmeyi derinleştirmiştir.

7.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN YARARLARI VE MALİYETİ²⁴

Finansal açıklığın genellikle önemli potansiyel yararlar sağladığı ileri sürülmektedir. Dünya sermaye piyasalarına erişim, yatırımcının portföy çeşitlendirme olanaklarını artırır ve daha yüksek risk-ayarlı getiri elde etme potansiyeli sağlar. Elde eden (recipient) ülke açısından da potansiyel olarak büyük yararlar söz konusudur. Dünya sermaye piyasalarına erişimin, ülkelere kötü şoklarla karşılaşıldığında tüketimi karşılamak için ödünç bulabilme olanağı sağladığı ve bu tip uluslararası risk paylaşımından doğan potansiyel büyüme ve refah kazançlarının büyük olduğu iddia edilmektedir.

Bununla birlikte, aynı zamanda, açıklık durumunda dalgalanma ve sermaye akımlarındaki tersine dönüşlerin maliyeti yüksek olmaktadır. Gerçekte, hem ulusal hem de uluslararası finansal serbestleşme, maliyetli finansal krizlerle ilişkilidir. Bu

²⁴ Pierre- Richard Agénor, age

bağlamda en önemli konu, ülkelerin finansal açıklıkla ilişkili riskleri minimize ederken getirileri artırmalarını sağlayacak politikaların önkoşullarını belirlemektir.

Finansal bütünleşmenin yararları ve maliyeti bireysel yatırımcılar açısından ya da bütünleşme sürecini başlatan ülkeler açısından incelenebilir. Pierre-Richard Agénor'un çalışmasında ülkeler açısından incelenmiştir.

7.1.Potansiyel Yararlar

Finansal açıklığı savunan analitik tartışmalar dört temel konuyu ileri sürmektedirler: uluslararası risk paylaşımının tüketimin karşılanması konusundaki yararları; sermaye akımlarının ulusal yatırım ve büyümeye olumlu etkisi; makroekonomik disiplinin sağlanması; ulusal finansal sistemin, yabancı bankaların gelmesiyle ilişkili olarak, daha istikrarlı olmasının yanı sıra etkinliğinin de artması.

Tüketimin karşılanması

Dünya sermaye piyasalarına erişim bir ülkenin zor günlerinde ödünç almasına, iyi zamanlarında da ödünç vermesine olanak tanıyarak tüketimi karşılamasını kolaylaştırır. Sermaye akımları zaman içinde bireylerin tüketim ihtiyaçlarını karşılamalarını sağlar ve böylece refah artar.

Ulusal yatırım ve büyüme

Finansal açıklığın getirdiği uluslararası kaynak havuzuna erişim olanağı ulusal yatırım ve büyümeyi de etkiler. Birçok gelişmekte olan ülkede tasarruf kapasitesi, düşük gelir düzeyi nedeniyle sınırlıdır. Yatırımın marjinal getirisi sermaye maliyetine en azından eşit olduğu sürece, net yabancı kaynak akımı ulusal tasarrufu takviye eder, işçi başına fiziki sermaye düzeyini artırır ve yabancı yatırımı alan ülkenin ekonomik büyüme hızını artırmasına ve yaşam standartlarını iyileştirmesine yardım eder.

FDI'nın büyüme üzerindeki bu doğrudan etkisinden başka, önemli uzun vadeli dolaylı etkileri de vardır. FDI özellikle çeşitli sermaye girdileri formundaki yönetsel ve teknolojik know-how'ın transferini veya yayılmasını kolaylaştırır ve "yaparak öğrenme" etkisi, resmî eğitim yatırımları ve meslek-içi eğitimler sonucunda iş gücünün yetenek kompozisyonunu iyileştirir (MacDougall, 1960; Berthélemy ve Démurger, 2000; Borensztein, De Gregorio ve Lee, 1998; Grossman ve Helpman, 1991). Ayrıca FDI'dan kaynaklanan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet artışının yerel firmaların kârlarını azaltabilmesine rağmen, yayılma etkisi arz sektörüne bağlantılar aracılığıyla girdi maliyetlerini azaltıp kârları yükseltir ve ulusal yatırımı artırabilir (Markusen ve Venables, 1999).

Makroekonomik disiplinin sağlanması

Serbest sermaye akımlarının, iyi politikaları ödüllendirip kötü politikaları cezalandırarak ülkelerin daha disiplinli makroekonomik politikalar izlemesini sağladığı ve böylece politika hatalarının sıklığını azalttığı ileri sürülmektedir (Obstfeld, 1998). Politika disiplindeki artış ekonomik istikrardaki artışa dönüştürülebildiği ölçüde, ekonomik büyüme hızının artmasını da sağlayabilir.

Bankacılık sisteminin etkinliğinin ve finansal istikrarın artması

Finansal açıklık lehine olanlar, maliyetleri ve tekelci veya kartelleşmiş piyasalardaki aşırı kârları düşürmek ve böylece de yatırımın maliyetini azaltmak ve kaynak dağılımını iyileştirmek suretiyle ulusal finansal piyasaların derinliğini ve genişliğini artırdığını ve finansal aracılık sürecinin etkinlik derecesinin artmasını sağladığını ileri sürmektedirler.

Yabancı bankaların gelişinin yararları ise şöyle sıralanmaktadır (Levine, 1996, Caprio ve Honohan, 1999):

- Banka rekabetini artırmak ve daha karmaşık bankacılık tekniklerinin ve teknolojinin uygulanmasını sağlayarak ulusal piyasalardaki finansal hizmetlerin kalitesini ve elde edilebilirliğini artırır;
- Yerel yabancı bankaların ebeveyn banka ile konsolide bir şekilde denetlendiği durumlarda ulusal banka denetimi ve yasal çerçevesinin gelişiminin hızlanmasına hizmet eder;
- Bir ülkenin, ebeveyn bankalar aracılığıyla, doğrudan veya dolaylı olarak uluslararası sermayeye erişimini sağlar;
- Finansal istikrarsızlık dönemlerinde, mevduat sahiplerinin, fonlarını yurt dışına transfer etmek yerine, ulusal bankalardan daha düzgün çalıştığı düşüncesiyle yabancı kuruluşlara kaydırđı durumlarda, ulusal finansal sistemin istikrara kavuşmasına katkıda bulunur.

Bunlara ek olarak, yabancı bankalar ulusal bankaların kredi portföylerinin genel yapısını iyileştirebilir, çünkü “tercihli” kişilere kredi verme konusunda hükümet baskılarına daha az maruz kalırlar.

7.2.Potansiyel Maliyetler

Sermaye akımlarının yoğunlaşması ve erişme zorluğu

Kanıtlar dönemsel aşırı sermaye akımlarının az sayıda ülkede yoğunlaşma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, birçok ülke mutlak anlamda görece küçük olmasına rağmen oransal olarak önemli sermaye akımları sağlamıştır.

Dahası, bu piyasalara erişim asimetriktir. Birçok gelişmekte olan ülke (petrol üreten ülkeler dâhil), dünya sermaye piyasalarından yalnızca “iyi” zamanlarda borç alabilmekte, “kötü” zamanlarda kredi sınırlamaları ile karşılaşmaktadır. Yani erişim dönemselidir. Açıktır ki bu gibi durumlarda, iddia edilen dünya sermaye piyasalarına erişimden sağlanacak fayda, hayal ürünüdür. Dönemsel olma durumu olumsuz etki yaratabilir ve makroekonomik dengesizliği artırır: uygun/lehte şoklar büyük çapta sermaye akımlarını çeker ve tüketimi ve uzun vadede sürdürülemeyecek harcama düzeylerini teşvik eder, bu da ülkeleri ani sermaye kaçışlarından kaynaklanan olumsuz şoklara karşı aşırı ayarlama (over-adjust) yapmaya zorlar.

Sermaye akımlarının yurt içinde yanlış dağılımı

Makroekonomik istikrarın ortadan kalkması

Kısa vadeli akımların dönemsel olması

Gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının dönemsel olduğunu gösteren kanıtlar vardır. Ekonomik büyüme hızlı döneminde iken bu tür akımlar artma, yavaşladığı dönemlerde ise azalma eğilimindedir. Aksine, orta ve uzun vadeli borcun GSYİH şokları karşısındaki dönemseliği daha zayıftır. Dönemsel davranışın nedeninin gelişmekte olan ülkenin kendi talep değişiklikleri olması, üzerinde durmaya değer bir sebep değildir. Ancak, uygulamada genellikle borç verenlerin riskini artıran, ülkenin ticaret koşullarındaki ani değişim gibi dışsal, arza bağlı faktörlerden kaynaklanır ve bu nedenle şokun etkisini artırır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dönemsel davranışını açıklayan iki temel neden vardır. Birincisi, gelişmekte olan ülkelerin görece dar üretim temelini ve birincil malların ihracına daha büyük ölçüde bağımlılığının yansımaları olarak bu ülkelerde şoklar daha büyük ve daha sık olma eğilimindedir. İkincisi, asimetrik bilgi problemleri sürü davranışını tetikler, çünkü kısmi-bilgilenmiş yatırımcılar, ülkedeki ekonomik sonuçları tam olarak anlayamayan olumsuz bir şoka cevaben sermayelerini birlikte ve aynı zamanda geri çekerler.

Sürü davranışı, yayılma ve sermaye akımlarının dalgalanması

Yabancı bankaların girme riski

Yabancı bankaların girmesinin çeşitli yararları olmasına rağmen bazı sakıncaları da vardır. Birincisi, genelde ticaret dışı sektörlerde faaliyet gösteren yabancı bankalar küçük firmalara sınırlı kredi açarken, (genellikle ticari mal üreten) daha büyük ve güçlü olanlara yoğunlaşırlar. Yabancı bankaların gerçekten kredibilitesi en yüksek şirketlere (ve daha düşük bir dereceye kadar bireylere) kredi açma stratejisi izlemeleri halinde, bunların varlığının finansal sektörün etkinliğindeki genel artışa katkısı pek olmayacaktır. Daha da önemlisi, küçük firmalara açılan krediyi büyük ölçüde sınırlamakla, hâsıla, istihdam ve gelir dağılımı üzerinde olumsuz etki yaratırlar.

İkincisi, daha düşük işletme maliyetine sahip olan yabancı bankaların girişi yerel bankalar üzerinde, rekabet edebilmek için birleşme yönünde baskı yaratır. Bu yoğunlaşma (yabancı bankaların yerel bankaları alması şeklinde de gerçekleşebilir) süreci sonunda “batamayacak kadar büyük” bankalar oluşur ki, para otoriteleri tek bir büyük bankanın ödeme güçlüğüne düşmesinin finansal piyasaları ciddi biçimde etkilemesinden korkarlar. Bu tip problemler güvenilir bir gözetim sistemi ve sistemik riskleri büyük ölçüde artıracığı görülen birleşmelere sınırlama uygulanması gibi yöntemlerle bertaraf edilebilirse de bu, alanın gereksiz şekilde genişlemesini ve resmî güvenlik ağının maliyetini gündeme getirir. “Batamayacak kadar büyük” problemi, ahlaki problemleri artırabilir: bir güvenlik ağının var olduğunu bilen ulusal bankalar kredi kullandırma ve potansiyel kredi taliplerinin incelenmesi konusunda yeterince dikkatli davranmazlar. Yoğunlaşma ayrıca bankacılık sisteminin genel etkinliğini ve kredinin elde edilebilirliğini azaltıcı bir etki yapabilecek olan tekeli güç yaratabilir.

Üçüncüsü, yabancı bankaların girişi ulusal bankacılık sisteminin istikrarını sağlayamayabilir, çünkü tek başına onların varlığı sistemik bankacılık krizlerinin daha az ortaya çıkmasını sağlamaz.

8.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN EKONOMİSİ²⁵

8.1.Maliyet Etkisi

Finansal hizmet veren şirket toplulukları ölçek ekonomileri, üretim alanında ekonomi (economies of scope in production) ve operasyonel etkinlik yoluyla maliyet avantajı sağlayabilir.

Ölçek Ekonomisi: Üretim artışı ile birlikte üretimin ortalama maliyeti düştüğünde ölçek ekonomisi ortaya çıkar. Ölçek ekonomisi çok sektörlü finansal şirketlerin kurulmasını sağlamaz ama mevcut şirket topluluklarının organik büyüme ya da birleşme veya devir yoluyla daha da büyümesini sağlayabilir.

Üretim Alanında Ekonomi: Çeşitli ürünler bir arada, her birinin ayrı ayrı üretilmesi durumundaki toplam maliyetten daha düşük maliyetle üretilebildiğinde üretim alanında ekonomi ortaya çıkar. Üretim alanında ekonomi, finansal hizmetlerde, bir ürün yelpazesi için genel giderler, teknoloji ve diğer sabit giderleri paylaşırabilme/dağıtma açısından önemlidir. Böylece müşteri ilişkilerinin yönetiminden kaynaklanan sabit maliyet geniş bir finansal hizmet yelpazesine dağıtılabilir.

Üretim alanındaki ekonomi, yatırım işlemleri (tüm sektörler için tek bir yatırım birimi olması), bilişim teknolojisi (konsolide müşteri bilgisi oluşturmak ve bu bilgilerin çok amaçlı kullanımını sağlamak), dağıtım (bir sektör için kurulmuş dağıtım kanallarını diğer ürünlerin satışı için kullanmak), ve saygınlık (bir şirketin saygınlığına sahip olmak, örn. bir ticari banka diğer topluluk şirketlerinin ürünlerinin satışını sağlayabilir) gibi alanlardan doğabilir.

Üretim alanında negatif ekonomiler de görülebilmektedir. Finansal şirket toplulukları belli ölçüde bürokrasiye sahip büyük şirketlerdir. Hantallıktan ve değişen piyasalara ve müşteri taleplerine hızla cevap verememekten yakınırırlar. Yaratıcılıkları yetersiz olabilir, yetki çekişmeleri yaşayabilirler, sinerjiyi yok eden içsel mali çekişmeler görülebilir ve bölümler arasında, sinerji için gerekli olan iş birliği ve eşgüdümü sınırlayan ciddi içsel kültürel farklılıklar yaşayabilirler (Walter, 1997).

Ayrıca, müşterilerin hepsi tek bir şirketler topluluğundan finansal ürün satın almak istemeyebilir. Kendilerine kişisel olarak davranılmamasından, düşük işlem maliyetlerini küçük müşterilerine yansıtmayan büyük şirketten, finansal alımlarının tek bir toplulukta yoğunlaşmasından veya kişisel bilgilerin şirketler topluluğu içinde müşterinin zararına kullanılmasından rahatsız olabilirler.

Operasyonel Etkinlik: Finansal şirketler topluluğu değişen teknolojik veya piyasa koşullarına cevaben daha hızlı ürün, özellikle de çoklu sektörel nitelikler taşıyan ürünler geliştirme konusunda uzmanlaşmış şirketlere göre bilişimsel avantaja sahiptir.

²⁵ Harold D. Skipper, Jr.; Thomas P. Bowles (Chair of Actuarial Science); C. V. Starr (Chair of International Insurance), age

8.2. Gelir Etkisi

Finansal bütünleşme iki açıdan önemli gelir etkisi yaratabilir: tüketim alanında ekonomi ve piyasa gücü.

Tüketim Alanında Ekonomi: Bütünleşme, daha geniş bir yelpazedeki ürün dağıtımını yoluyla finansal şirket topluluğuna kazanç potansiyeli sağlayabilir. Bu tüketim alanındaki ekonomiler (talep yönlü ekonomi) yatırımın piyasalar arası geçişgenliği, tasarruflar, kredi ve sigorta ürünlerinden takip edilebilir. Birçok finansal ürün birbirini tamamlar niteliktedir: mortgage kredileri ve mortgage bağlantılı hayat sigortası poliçeleri (mortgage protection life insurance policies); otomobil kredisi ve otomobil sigortası. Müşteriler aynı ürün grubunu uzmanlaşmış bir şirketten almak yerine bir şirketler topluluğundan aldıklarında araştırma, bilgi, izleme ve işlem maliyetleri daha düşük olacaktır.

Bu tip ekonomiler ürün fiyatlarının ucuzlamasını gerektirmez. Gerçekte, tüketim ekonomilerinin var olduğu durumlarda, müşterilerin böyle güvenli bir şekilde sunulan ürünlere daha fazla ödemeye istekli oldukları varsayılır.

Piyasa Gücü: Büyük olmak, beraberinde piyasa gücünü yani fiyatı etkileme gücünü getirebilir. Bir ülkenin finansal hizmetler piyasası oligopolistik eğilimler gösterdiği ve giriş için engeller olduğu ölçüde, finansal şirketler topluluğu en azından bazı piyasa bölümlerinde, daha az yoğun ve daha az bütünleşmiş piyasalarda olacağından daha yüksek fiyatlar uygulayabilir.

Etkiler ve Operasyonel Yapı Arasındaki İlişki

Bütünleşme, ölçek veya alan ekonomileri ya da operasyonel etkinlikler yoluyla olumlu mikro ekonomik maliyet etkisi yarattığında, şirketler topluluğunun üretim ve operasyon alanında bütünleşmeye gitmesi beklenir. Yatırım, muhasebe, bilgi teknolojisi, risk yönetimi gibi ofis arkası işlemler ekonomik kazanımların sağlandığı temel alanlardır. Sinerjiler hem şirket hem de perakende piyasalarla ilişkilidir.

Bütünleşme, tüketim alanında ekonomi yoluyla mikro ekonomik gelir etkisi yarattığında, finansal bütünleşmenin dağıtım yönünde olması beklenir. Üretim ve operasyon alanında bütünleşmeden çok az veya hiç kazanım sağlanamayabilir.

9. YATIRIM ORTAMI VE ULUSLARARASI BÜTÜNLEŞME²⁶

Son yıllarda gelişmekte olan ülkeler zengin ülkelere göre daha hızlı büyümüşlerdir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin bazıları çok hızlı büyürken bazıları büyümediği gibi küçülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin daha büyük dış ticaret, yatırım ve daha yüksek büyüme açısından istenen sonuçları elde edebilmeleri için ticareti serbestleştirme yönündeki hareketlerin uygun bir yatırım ortamı ile tamamlanması gerektiği düşünülmektedir.

²⁶ David Dollar, Mary Hallward-Driemeier ve Taye Mengistae, Development Economics, World Bank Policy Research Working Paper 3323, June 2004

Yatırım ortamı ile kastedilen, şirketlerin faaliyet gösterdiği kurumsal, politik ve düzenleme ortamıdır. Eğer yerel hükümet çok bürokratikse ve rüşvet yaygınsa; hükümetin kendi provizyonu veya düzenleme altyapısı ve finansal hizmetler yetersizse şirketler uygun hizmeti alamazlar – dolayısıyla potansiyel yatırımların getirisi düşük ve belirsiz olur. Yatırım ortamının iyi olmaması halinde, yabancı yatırımcıların böyle bir ülkede yerleşmesini veya ulusal girişimcilerin potansiyel ihracat fırsatlarını değerlendirmek üzere yatırım yapmalarını sağlamak zorlaşır.

Bu çalışmanın sonuçları, daha önce yapılan ve verim ve kârlılığın güçlükler ve darboğazların çokluğu ölçüsünde düştüğünü gösteren çalışmayı tamamlar niteliktedir. Buna göre, gümrük işlem süresinin kısalığı, sağlam altyapı, iyi finansal hizmetler biçiminde yansıyan uygun bir yatırım ortamı yabancı yatırımı çekmektedir. Bu yabancı şirketler genellikle ileri teknoloji ve yönetim getirmekte ve böylece gelişigüzel seçilmiş örnek şirketlerin ortalama verimini yükseltmektedir.

10.FİNANSAL BÜTÜNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında çok yüksek bir korelasyon vardır. Bununla birlikte bunlar arasındaki nedensellik bağı ancak son zamanlarda kurulmuştur. Gelişmiş bir finansal sektör fonları daha etkin yönlendirir, teknolojik yenilikleri teşvik eder, riskleri farklılaştırır, kurumsal yönetimi daha etkin uygular, sonuç olarak da daha kârlı ve daha az riskli yatırım projelerinde daha çok sermaye birikimi oluşmasını sağlar²⁷.

Finansal bütünleşmenin maliyetli krizler yaratma ihtimali olmakla birlikte – özellikle sermaye akımlarının FDI şekline dönüşmesini sağladığı zaman - ekonomik büyüme anlamında önemli yararları da vardır. Bu “dinamik kazançlar” beşeri sermayenin, teknoloji ve yetenekler arasındaki tamamlayıcılık etkisinden yararlanılacak kadar büyük olduğu ekonomilerde büyüktür. Bu nedenle hem ulusal hem de uluslararası politika belirleyiciler için temel konu açıklık ve ekonomik bağımsızlık (autarky: diğer ülkelerle ticaret yapmayarak onlardan ekonomik olarak bağımsız olma politikası) arasında karar vermekten çok, finansal açıklığın kısa vadeli risklerini en az, uzun vadeli kazançlarını en çoklaştıracak politikalar geliştirmektir. Bu anlamda, makroekonomik disiplin, kamuyu aydınlatma ve etkin bankacılık denetiminin önemi yeniden vurgulanmaktadır. Döviz kuru dengesizliklerinden kaçınmak; mali dengesizlikleri sınırlamak ve ulusal borcun aşırı artmasını önlemek; düşük enflasyonla uyumlu bir para politikasını sürdürmek, korunmamış (unhedged) kısa vadeli döviz cinsinden borçların resmî rezervlere oranını makul düzeyde tutmak; piyasa duyarlılığındaki ani değişikliklerin büyük sermaye çıkışlarına dönüşerek bir finansal krize neden olması riskini azaltacak önleyici tedbirlerdir. Bankalarda ve finans dışı firmalarda gözetim ve güvenilir denetimin güçlendirilmesi ve risk yönetiminin oluşturulması da önemlidir²⁸.

²⁷Leonardo Hernández, Klaus Schmidt-Hebbel, Banking, Financial Integration and International Crises: An Overview, Central Bank of Chile Working Papers No:100, July 2001
<http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>

²⁸ Pierre-Richard Agénor, age

Bir ülkede ekonomik temeller ne kadar güçlü ve makroekonomik disiplin geçmişi ne kadar uzunsa, o ülke potansiyel sermaye akımı dalgalanmalarına o kadar az maruz kalır ve böylece finansal kriz ihtimali düşer. Fakat ekonomik temeller sağlam görüldüğünde bile beklentilerde garanti edilemeyen değişiklikler olabilir. Ayrıca açıklık, finansal sistemin işleyişindeki kırılmalılığı da artırır²⁹.

11.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN DERECESESİ³⁰

Haberleşme ve bilgi teknolojisindeki gelişmeler sonrasında, endüstri dünyasında hemen hemen anında ve günde 24 saat finansal bilgi akışı olmaktadır. Bu, finansal hizmetleri kullananlar, verenler ve düzenleyenlerin davranışları üzerinde önemli bir etki yaratmıştır.

1970'lerden itibaren belli başlı sanayileşmiş ülkeler ulusal finansal düzenlemelerini serbestleştirmiş ve uluslararası sermaye akımı kontrollerini gevşetmişlerdir. Artan sınır-aşırı akımlar kısıtlayıcı ulusal düzenlemelere baskı yapmış ve ulusal düzenlemelerin serbestleştirilmesi sınır-aşırı akımları daha artırmıştır.

Uluslararası finansal bütünleşmeden geri dönmek mümkün olmasına rağmen, bütünleşmiş dünya finansal piyasasından geri çekilmenin maliyeti artmaktadır. Teknolojik gelişmeler, finansal hizmetlerin maliyetini artıran özerk düzenleyicilik alanını sınırlamaktadır. Kişisel bilgisayarlar, modemler ve uluslararası direk arama imkânı veren telefon sistemlerinin geliştirilmesi, bir hükümetin, finansal sektörünü bütünleşmiş uluslararası finansal sistemden izole etme seçeneğini büyük ölçüde sınırlamıştır. Bir hükümet sınır-aşırı bilgi akımı ve insanlar üzerinde canavarca önlemler almadığı sürece, bilgili işlemciler kolayca maliyetli ulusal finansal hizmetlerden, daha ucuz yabancı ikamelerine yönelebilirler. Ve insanlar ve bilginin hareketinin bu denli katı bir şekilde kontrol edilmesi, yalnızca finansal sektöre değil ekonominin bütününe çok ağır bir maliyet getirir.

Dünya ekonomisinin sonuçta gerçek faiz paritesine yaklaşarak bütünleşmenin daha üst seviyelerine geçebilmesi kısmen ülkelerin seçtiği para kur sisteminin türüne bağlıdır. Ülke primlerini azaltan ve sanayileşmiş ülkeleri bütünleşmenin üçüncü düzeyine taşıyan politika değişiklikleri yalnızca ulusal finansal düzenlemeleri serbestleştirmek ve sermaye kontrollerini azaltmak için özerk politika kararları gerektirmektedir. Önemli bir dereceye kadar, teknolojik gelişmeler bilgili işlemcilere maliyetli düzenlemelerden kaçınma imkânı veren yenilikleri kolaylaştırarak bu süreçte katkıda bulunur.

Bütünleşmenin bir sonraki aşaması için temel engel para kurunun belirsizliğidir. Para kurunun belirsizliğinin azaltılması çok yüksek derecede uluslararası iş birliğini gerektirir. Sadece bir ülkenin çabalarıyla elde edilemez. Ülke grupları ortak bir para birimini kabul edebilir, ama tüm büyük ülkelerin bu seçeneği tercih edeceği şüphelidir.

²⁹ Pierre-Richard Agénor, age

³⁰ Richard Herring, age

Uluslararası finansal bütünleşme bir sonraki aşamaya geçmese bile, bütünleşmenin şu andaki düzeyi politika belirleyiciler için önemli mücadeleler gerektirir.

Uluslararası finansal bütünleşme, hem finansal istikrar tehditlerini önleyici politikaları hem de bir çok söz konusu olduğunda reel ekonomiye ve finansal sisteme gelecek zararları sınırlandırmaya yönelik politikaları etkiler. Otoriteler uluslararası finansal işlemlere girdikçe, finansal kuruluşların güvenilirliği ve düzgünlüğünü sağlama konusunda artan güçlüklerle karşılaşır. Yabancı işlemlerle ilgili bilginin elde edilmesi ve yorumlanması çoğunlukla daha maliyetlidir. Dahası, uluslararası çeşitlemenin önemli potansiyel yararlarına rağmen, uluslararası işlemler yapan finansal kuruluşlar saf ulusal finansal işlemler için söz konusu olmayan üç çeşit riskle karşılaşabilirler.

Bunlardan birincisi döviz riskidir. Döviz pozisyonları, fiyatı dalgalanan varlıklardaki diğer spekülasyon pozisyonları gibi, bir kuruluşun likiditesini tehlikeye atabilir. İkincisi transfer riskidir. Belirli bir yabancı ülkede yerleşik kişiler ödemeleri gereken tutarı ödeyemeyebilirler, çünkü döviz alacakları merkez bankasının, yerel para biriminin sözleşmenin yapıldığı para birimine dönüştürülmesine izin vermeme veya dönüştürememe ihtimali söz konusudur. Üçüncüsü uluslararası takas riskidir. Bu risk zaman farkından doğmaktadır.

12.FİNANSAL BÜTÜNLEŞMENİN ÖLÇÜLMESİ³¹

Finansal bütünleşmenin ölçülmesinde en etkili yöntemlerden birisi ulusal tasarruflar ile yatırım arasındaki korelasyonun ölçülmesidir. Finansal piyasaların tamamen bütünleştiği bir dünyada ulusal yatırımlar ulusal tasarruflara eşit olmak zorunda değildir, çünkü ülkeler başka ülkelere borç alabilirler.

Bir başka ölçme yöntemi sermaye kontrollerinin ulusal düzeyde kullanımına odaklanmaktadır. Deneye dayalı çalışmalarda genelde bu yöntem tercih edilir, çünkü IMF'nin Döviz Kurları ve Parasal Düzenlemeler Yıllık Raporu'ndan verileri hazırca bulmak mümkündür. Bu ölçme şekli birçok ülkede finansal açıklık yönünde bir eğilimi de gösterir. Bununla birlikte zayıf yönleri de vardır. IMF verileri hamdır ve daha önemli olan döviz kontrollerini önemsiz olanlarından ayırmaz. Piyasa bütünleşmesinin önündeki ulusal vergi rejimleri gibi diğer engelleri de dikkate almaz. Son olarak bu ölçü, küresel bütünleşmeden çok ulusal politikaları tanımlar.

Birçok yazara göre küresel finans temelde, ulusal piyasaları birbirinden ayıran engellerin etkisini ortadan kaldıran teknolojik gelişmenin bir ürünüdür. Spesifik olarak, haberleşme ve bilgi teknolojisindeki devrim sürükleyici faktör olarak görülmektedir. Son 30 yıldaki haberleşme ve bilgisayar maliyetlerindeki dramatik düşüş, çeşitli türev araçları biçimindeki devamlı teknolojik yenilikler, kablosuz internetin ortaya çıkışı, hepsi birlikte sermaye kontrollerini etkisiz hale getirmiştir.

Ulusal ve küresel finansal piyasalar arasındaki engellerin korunmaya çalışılması sadece bu piyasaların kıyı ötesine (offshore) itilmesine hizmet eder. Hükümetler bir kez sermaye kontrollerinin işe yaramadığını gördüğü zaman bunları kaldırma yoluna

³¹ Andrew Walter, Understanding Financial Globalization, 22 May 2002

gitmektedir. Rekabetçi finansal deregülasyon süreci 1970'li yılların başından itibaren yaygınlaşmaya başlamıştır, çünkü tek taraflı serbestlik yanlıları uluslararası finansal işlemleri çekmenin semerelerini görmüşlerdir.

Sonuç olarak, teknolojik kararlılık 1970'lerden beri görülen yaygın finansal serbestleşme eğilimini açıklamaya yardımcı olabilir. Bununla birlikte, politika değişikliğini açıklamak için dışsal teknolojik faktörler kullanıldığında, bu bakış açısı ülkeler arasında finansal serbestleşmenin farklı zamanlarda gerçekleşmesini açıklamakta yetersiz kalır. Ayrıca, birçok ülkenin neden değişik biçimlerde sermaye kontrolü yapmaya devam ettiğini de açıklayamaz. Açıklamalar ya hükümetlerin teknolojik devrim uygulamalarını anlayamamasına veya dikkati teknolojik faktörlerden uzaklaştıran politik ekonomi açıklamalarına bağlı olmalıdır.

Finansal bütünleşmeyi ölçme amaçlı bazı çalışmalar yapılmıştır. Örneğin Quinn 1997 yılında yaptığı bir çalışmada³², IMF'nin 1950 yılından bu yana yayımlamakta olduğu finansal işlemler üzerindeki sınırlamalarla ilgili bilgileri kodlayarak bir açıklık indeksi oluşturmuştur³³. İndekste tamamen açık ülkeye 12, tamamen kapalı ülkeye 0 puan verilmiştir. Quinn'in indeksi ABD'nin, kısa bir dönem hariç, tamamen açık bir ülke olduğunu göstermektedir.

İngiltere için indeks 1950 yılında 3,5 iken 1979 yılında 12'ye yükselmiştir. İndeksin çok sayıda ülke için hazırlandığı son yıl olan 1997 yılında, gelişmiş ülkeler arasında yer almayan ülkeler arasından yalnızca bir avuç kadarı tamamen açıktır.

Gelişmiş ülkeler sabit örnekleminde ortalama indeks 1950 yılında 4,16'dan 1999 yılında 11,6'ya yükselmiştir. Gelişmekte olan 68 ülkeden oluşan sabit örnekleminde indeks 1973 yılında 5,6 iken 1997 yılında 8,34'e ulaşmıştır. Ortalama olarak, bugün gelişmekte olan ülkeler, 1970'li yılların sonunda gelişmiş ülkelerin sahip oldukları açıklık oranına sahiptir. Ancak 1997 yılında gelişmekte olan ülkelerin açıklık oranları, gelişmiş ülkelerin 1970'li yılların sonundaki açıklık oranlarından daha çeşitlidir.

Kaminsky ve Schmuckler,³⁴ hisse senedi yatırımı, finans sektörü ve sermaye hesabının liberalizasyonunu ölçen başka bir indeks geliştirmişlerdir. Her sektör için tam liberal, kısmen liberal ve baskılı (repressed) olmak üzere üç rejim belirlemişlerdir. İndekste 1 değeri sektörün baskılı olduğunu, üç ise tam liberal olduğunu göstermekte, açıklık indeksi üç sektörün ortalamasından oluşmaktadır.

Kaminsky ve Schmuckler 28 ülke için indeks hesaplamışlar ve hem çok gelişmiş hem de az gelişmiş ülkeleri dâhil etmişlerdir. İndeksin ilk kez hesaplandığı 1973 yılında ülkeler arası ortalama 1,43'tür. İndeksin başlangıcında hiçbir ülke tam liberal değildir. Ekim 2002 itibarıyla, ortalama 2,82'dir. 28 ülkeden sadece Arjantin, Malezya ve Filipinler tam liberal değildir.

³² D. Quinn, The Correlates of Change in International Financial Regulation, American Political Science Review 91, 531-551, 1997

³³ René M. Stulz, The Limits of Financial Globalization, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11070, January 2005, <http://papers.nber.org/papers/w11070>

³⁴ G Kaminsky and S. Schmuckler, Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, Mimeo, International Monetary Fund, Washington D.C., 2002

Edison ve Warnock³⁵ tarafından oluşturulan üçüncü indeks, bir ülkenin, yabancı yatırımcıların almasına izin verilmeyen hisseler tarafından temsil edilen özsermaye kapitalizasyonu (equity capitalization) kısmını göstermektedir. Bu ölçü sadece az gelişmiş ülkeler için söz konusudur. İndeks 1989 yılında başlamaktadır ve veri yayımlanan 14 ülkede piyasa kapitalizasyonunun yalnızca %33'ü yabancı yatırımcılara açıktır. 2000 yılı itibarıyla, 28 ülke için hesaplanan bu oran %76'ya yükselmiştir.

Stulz³⁶, finansal bütünleşmeyi ölçerken finansal varlıklar üzerinde uluslararası işlem yapmaya ilişkin engelleri ölçmek yerine, gerçekleşen işlemlerin derecesini değerlendirmeyi tercih etmektedir. Bunu iki farklı şekilde yapmaktadır. Birincisi, Obstfeld ve Taylor'ın³⁷ verilerini güncelleyerek, sürekli veri sağlanabilen ülkelerde yatırımcıların tuttuğu yabancı varlıkların GSYİH'ya oranını hesaplamaktadır. Yabancı varlıkların GSYİH'ya oranı 1945 yılından bu yana büyük ölçüde artış göstermiştir.

İkincisi, ABD'deki yabancı yatırımcıların brüt sınır ötesi işlemlerine bakmaktadır. ABD'de uzun vadeli menkul kıymetler (hisse senedi ve tahvil) üzerine, yabancı yatırımcılar ve yerleşikler arasında, 1977–2003 döneminde yapılan işlemlerin toplamı alınmıştır. Söz konusu dönemde, bu işlemlerin GSYİH'ya oranı %5,76'dan %344,18'e yükselmiş, başka bir deyişle 60 katına ulaşmıştır. Aksine, NYSE'de dolar hacminin GSYİH'ya oranı %7,4'ten %88,2'ye yükselmiş veya 12 katına ulaşmıştır. Sınır ötesi brüt akımdaki artış, ülkeler arasında menkul kıymet işlemleri ile ilgili engellerin kaldırılması ile uyumludur.

13.BÜTÜNLEŞMEDE YÖNETİM KONULARI³⁸

Bütünleşme süreci, kendi içinde birtakım yönetim sorunlarını barındırmaktadır. Bu sorunlar aşağıda ele alınmaktadır.

13.1.Topluluk Yapısı

Yönetim, topluluğun görev ve stratejisini belirledikten sonra en uygun çalışma yapısına karar vermelidir. Resmî yapının yasaya uygun olması zorunluluğu, çalışma yapısının da aynı olmasını gerektirmez. Aslında, yasal yapının çalışma yapısı olarak seçilmesi, beklenen ekonomilerin sağlanamamasına bile neden olabilir.

Topluluğun yapısına ilişkin karar, finansal hizmetler için gerekli üretim platformunun hazır olarak mı sağlanacağı yoksa yeniden mi oluşturulacağı ile de ilişkilidir. Bu kararlar piyasadan piyasaya veya zaman içinde değişebilir.

³⁵ H. Edison and F. Warnock, A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls, Journal of Empirical Finance 10, pp. 81–103, 2003

³⁶ René M. Stulz, René M. Stulz, The Limits of Financial Globalization, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11070, January 2005, <http://papers.nber.org/papers/w11070>

³⁷ M. Obstfeld and A. M. Taylor, Globalization and Capital Markets in Historical Perspective, M. D. Bordo, A. M. Taylor and J. G. Williamson, editors, NBER, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, 2003

³⁸ Harold D. Skipper, Jr.; Thomas P. Bowles (Chair of Actuarial Science); C. V. Starr (Chair of International Insurance), age

Genellikle, organik büyümede daha az kültürel zorluklar yaşanır ve işlemlerin topluluğun amacı doğrultusunda daha hızlı ve etkin gerçekleşmesine olanak sağlar. Genelde organik büyümenin devralma yoluyla büyümeye göre daha başarılı olduğuna inanılmaktadır.

Diğer taraftan, organik büyüme topluluğun kısa dönemde ülkenin finansal hizmetler piyasasının önemli bir oyuncusu konumuna gelmeyeceği anlamını da taşır. Şirket topluluklarının çoğunun inandığı gibi, piyasadaki en büyük beş şirket arasında olmak operasyonel etkinlik ve kârlılık açısından önemli ise, organik büyüme en iyi seçim değildir. Bu özellikle, konsolidasyonun sağlanmaya çalışıldığı ve devralma olanaklarının sınırlı olduğu, olgunlaşmış (mature) piyasalar için geçerlidir. Organik büyüme olgun piyasalardan çok gelişmekte olan piyasalarda daha yaygındır.

Finansal hizmet veren şirketlerin bütünleşmesi karmaşıktır. Özellikle birleşme veya devralma yoluyla bütünleşme daha karmaşıktır.

Bu karmaşıklık yalnızca konsolidasyonla ilişkili değildir. Örneğin, yıllar önce kurulmuş olan Avrupa evrensel bankalarının sürekli, kârlılığı olmayan faaliyetlere kaynak ayırdığı, temel nitelikte olmayan faaliyetler için bünye dışı birimleri kullanma konusunda isteksiz olduğu ve herhangi bir sektöre nadiren yenilik getirdikleri gözlenmektedir. Bu gözlemler, neden Amerikan bankalarından daha düşük sermaye getirisi elde ettiklerini de açıklamaktadır.

Karmaşıklık (veya belki de sadece kötü yönetim), dünyanın önde gelen finansal kuruluşlarının yaşadığı problemler arasında açıkça görülmektedir.

13.2.Şirket Kültürleri

Şirketlerin kültürleri şirketten şirkete ve sektörler arasında farklılık gösterir ve potansiyel olarak bozucu yönetim problemlerine yol açabilir. Yatırım bankasının şirket kültürü girişimcilik, risk alma ve özendirici ücrettir. Ticari banka kültürü ilişki geliştirme, az risk, istikrar ve performansla daha az ilişkili ücretlendirmedir. Sigorta kültürü iki kutupludur. Hayat sigortasında ataklık, pazarlama yenilikleri, danışmalı satış (consultative selling) ve özendirici ücret geçerlidir. Hayat-dışı sigorta kültürü, hayat sigortası ile ticari bankacılık kültürü arasında bir yeredir. Hayat-dışı sigorta ürünleri, talep yaratmaya çalışılan (demand push) hayat sigortası ürünlerinin aksine, büyük ölçüde, talep edilen (demand pull) ürünlerdir.

Bu kültürel farklılıklar, özellikle birleşme veya devralma sonucunda ortaya çıkan finansal şirket topluluklarının yönetimi için sorun kaynağıdır. Gerçekte, tüm birleşme ve devirlerin yarısı başarısızdır ve sıklıkla bunun nedeninin kültürel farklılık olduğu belirtilmektedir. Bütünleşme organik olduğunda kültürel farklılıklar daha az engel teşkil etmektedir.

Bancassurance konusunda sıkça belirtilen problem, banka çalışanlarının sigortaya kayıtsız kalmasıdır. Çalışanlar bu tür ürünleri yan ürün olarak veya geleneksel bankacılık ilişkileri içinde satmak için çok karmaşık olarak görmektedir.

Şirket kültüründe bir başka boyut yönetimin hissedarlara verdiği değerle ilgilidir. Bu konuya değinen bir çalışmada Lafferty Business Research, Avrupa bankalarının iki

farklı yaklaşım içinde olduğunu tespit etmiştir: odaklanmış (focused) bankalar ve evrensel bankalar.

Lafferty'nin sonuçlarına göre, odaklanmış bankalar pay sahibi değeri/kültürü içinde çalışmış, uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarını uygulamış, çok büyük ölçüde perakende bankacılık işlemlerine yoğunlaşmış ve sürekli olarak Avrupa ortalamasından daha çok kâr elde etmiştir. Buna karşılık evrensel bankalar yönetsel kültür içinde çalışmış, pay sahiplerinin işletmenin net resmini görmesini engelleyen düşük muhasebe uygulamalarını izlemiş, fikir olarak evrensel bankacılığa inanmış ve sürekli olarak, odaklanmış bankalardan daha az kârlı olmuşlardır.

13.3.Deneyimsizlik/Uzmanlık Eksikliği

Bütünleşmiş bir finansal hizmetler topluluğunun yönetimi konusundaki deneyim eksikliği, uzun vadeli değil ama kısa vadeli can sıkıcı problemlere neden olabilir. Bu konu özellikle, finansal bütünleşmenin uygulama veya yasal engeller nedeniyle daha önce var olmadığı piyasalar için söz konusudur.

13.4.Pazarlama/Dağıtım Konuları

Bütünleşmiş finansal kuruluşların yönetimleri için en uğraştırıcı konular arasında dağıtım gelir. Birleşme veya devir yoluyla oluşan finansal şirket toplulukları için en zor konu dağıtım kanalları arasındaki çatışmalar ile nasıl baş edileceğidir. Pazarlama alanındaki araçlar, özellikle acenteler ve brokerlar, birleşme veya devir öncesindeki bağımsız kuruluş için birincil dağıtım merkezi iken banka şubeleri, doğrudan hizmet (direct response), veya internet gibi yeni dağıtım kanalları karşısında fonksiyonlarını kaybetme tehlikesiyle karşılaşır.

Dağıtım kanalları arasındaki çatışmalar (1) *bancassurance* işlemlerinde, (2) acente veya broker içermeyen bütünleşmelerde, (3) daha az olgunlaşmış piyasalara sahip ülkelerde daha az problem oluşturur.

13.5.Hedef Piyasanın Netliği

Yönetim, topluluğun hedef piyasası konusunda net olmalıdır. Bugüne dek en çok başarı perakende piyasasında olmuştur. Perakende sektörü içindeki en büyük başarı ise orta ve düşük gelir düzeyindedir.

Yönetim hedef piyasayı seçerken, aynı zamanda sunulacak ürün gruplarını da belirlemelidir. Ağırlık perakende piyasada, şirketler piyasasında veya her ikisinde de olabilir. Farklı demografik, ekonomik ve coğrafik ağırlıklı geniş piyasa bölümleri söz konusu olabilir.

Yönetim, geliştirilecek varlık birikimi, borç yönetimi ve varlık koruma ürünlerine ve bunların dağıtım kanalına karar vermelidir. Bu bağlamda tüm finansal şirket topluluklarının karşılaştığı husus, istenen ürünün geliştirilmesi veya diğer kuruluşların ürünlerinin kendi dağıtım kanalları aracılığıyla pazarlanması seçeneklerinden hangisinin daha iyi olduğuna karar vermektir.

13.6.Finansal Yönetim Konusu

Kendi ürünlerini geliştirmek isteyen finansal kuruluşlar ve şirket toplulukları için finansal yönetim, temel uzmanlık alanı olmalıdır. Finansal yönetimin iki alanı özellikle önemlidir: risk yönetimi ve performans ölçümü.

Yönetimin görevi ilk olarak topluluğun belirli parçalarının değil, bütününün risk profilini anlamaktır. İkinci olarak topluluğun tamamı için risk yönetim politikaları ve teknikleri geliştirmelidir. Eğer bütünleşme sinerji yaratıyorsa, risk ölçümü ve yönetimi konusundaki yaklaşımların da bu sinerjiyi artırması beklenir.

Risk yönetimi ile ilişkili bir konu, tüm topluluğun finansal performansının en iyi nasıl ölçüleceğidir. Bankalar, sigortacılar ve menkul kıymet şirketleri farklı teknikler kullanırlar. Bu farklı tekniklerin, yönetim ve nihai olarak pay sahiplerinin yararı için uzlaştırılması önemlidir.

13.7.Çıkar Çatışmaları

Potansiyel iç çıkar çatışmaları finansal hizmetler bütünleşmesine özgüdür. Çıkar çatışmaları, topluluk içi özendiriciler müşterinin yararları ile uyumadığı zaman ortaya çıkar. Belli başlı çıkar çatışması alanları şunlardır:

Satış elemanlarının payı: bir topluluğa dâhil olan bir finansal kuruluş bağlı kuruluşların ürünlerini satma gücüne sahip olduğunda, satış elemanları ve yöneticiler müşteriye objektif ürün danışmanlığı yapmak yerine, muhtemelen müşterinin zararına, topluluk ürünlerini satmaya çalışacaktır.

Müşteri hesaplarının doldurulması: menkul kıymet yükleniminde, finansal şirket topluluğu potansiyel kayıplarını en aza indirmek amacıyla müşterilerin hesaplarını istenmeyen menkul kıymetlerle doldurabilir.

İflas riskinin transferi: topluluk, ticari kredi veya ticari sigorta müşterileri ile ilişkileri nedeniyle, bir müşterinin iflas riskinin arttığı yönündeki özel bilgiyi gizli tutabilir. Şirketi tahvil veya hisse senedi ihraç etmeye ikna ederek, bu menkul kıymetlerin durumdan habersiz halka satışını yüklenir. Satış hâsılatı banka kredilerinin ödenmesinde kullanılır, böylece bankanın kredi riski topluluk dışına transfer edildiği gibi, banka yüklenim hizmeti karşılığında da ücret alır.

Üçüncü-taraf kredileri: şirketler topluluğu, menkul kıymet işlemleri yapan müşterilerine, satış hâsılatının diğer birimler tarafından satılan menkul kıymetler veya hayat sigortası gibi ürünlerin alımında kullanılması şartıyla, piyasadan düşük oranlarla kredi verme eğiliminde olabilir.

Zorlayıcı satışlar (tie-in sales): bir banka, kredi açma veya krediyi devam ettirme hususunu bir tehdit unsuru olarak kullanmak suretiyle bir müşteriyi topluluk ürünlerini satın almaya zorlayabilir.

İçsel bilgi transferi: şirketler topluluğunun bir birimi, bir müşteriyle ilgili olan ve diğer birimlerin, aksi durumda daha yüksek ücretler almalarını gerektirecek maddi ve özel bir bilgiyi gizli tutabilir.

Genel olarak şirket toplulukları satış elemanlarına ve çalışanlarına profesyonelliği ve etik kuralları yavaş yavaş aşılıyarak potansiyel çıkar çatışmalarıyla baş ederler. Eğitim, yakın gözetim ve iç izleme esastır. Ayrıca, topluluğun saygınlığı ve deneyimi de disiplin mekanizması işlevi görür.

İçsel çıkar çatışmalarının önlenmesi ve azaltılmasının maliyeti yüksektir.

14.BÜTÜNLEŞMEDE KAMU POLİTİKASI İLE İLGİLİ HUSUSLAR³⁹

Birçok kişi ve politikacı finansal hizmetlerde bütünleşme eğiliminin belirli yönleri ile ilgili endişeler taşımaktadır. Piyasadaki aksaklıklar üç sınıfa ayrılabilir: bilgi problemleri, piyasa gücü ve olumsuz dışsallıklar.

Bilgi problemi, alıcı veya satıcıların sahip olduğu bilgi bir şekilde yetersiz olduğunda, örneğin tam ve açık olmadığı ortaya çıkar. Sigorta müşterileri tipik olarak satın aldıkları poliçe ve sigortacının finansal gücü konusunda eksik bilgiye sahiptir. Bu bilgi asimetrisi müşterilerin karşılardaki sigortacı ve acenteleri ile bilgi dengesizliği içinde oldukları anlamına gelir ki, bu durum da bilmeden düşük değerli sigorta almalarına veya güçlü olmayan sigortacılardan almalarına yol açar. Bu nedenle hükümetin müdahalesi, tüketicilerin sigortacıların ödeme güçlüğü ya da eksik veya yanıltıcı bilgi yüzünden zarar görmesini önleyecek şekilde ayarlanmıştır.

Piyasa gücü, satıcı (veya alıcı) fiyatları anlamlı derecede kontrol edebildiğinde ortaya çıkar. Piyasada makul bir rekabet olması halinde tüm satıcılar aşağı yukarı aynı fiyatı uygulamaya zorlanır. Şirketler piyasa gücü oluşturarak pazar paylaşımı ve ürün farklılaştırma politikası yoluyla kârlılık sağlamaya çalışırlar.

Piyasa gücü, ölçeğe göre artan getirilerden ve rakipler arasındaki pazar paylaşım anlaşmaları, fiyatlama konusundaki danışıklılık ve özel anlaşmalar gibi rekabeti önleyici uygulamalardan kaynaklanabilir. Hükümet yeni rakiplerin pazara girmesini makul olmayan ölçülerde zorlaştırdığı veya fiyat kontrolleri uyguladığı zamanlarda olduğu gibi bazı durumlarda, düzenleme, şirketler açısından piyasa gücünün kaynağını oluşturur.

Olumsuz dışsallıklar bir şirketin faaliyetleri diğerleri üzerinde telafi edilemeyen maliyetler yarattığı zaman söz konusu olur. Normalde, ürünün maliyeti girdi fiyatlarını yansıtır. Böyle olmadığına, bir şirket bir şekilde bunu bertaraf ettiğinde, ürün maliyeti düşer ve dolayısıyla mal veya hizmetin fiyatı olmasının gerekenin altındadır. Bunun karşılığında, tüketiciler normalde alacaklarından daha fazla mal veya hizmet satın alırlar.

Finansal hizmetlerde en önemli olumsuz dışsallık, sistemik risklerden kaynaklanır. Sistemik riskler, finansal araçların zorlukları ekonomi içinde bir başka yere zarar verdiğinde ortaya çıkar. İki çeşit sistemik risk vardır. Zincirleme başarısızlıklar

³⁹ Harold D. Skipper, Jr.; Thomas P. Bowles (Chair of Actuarial Science); C. V. Starr (Chair of International Insurance), age

(cascading failures), bir finans kuruluşunun ödeme güçlüğü diğerlerinin de ödeme güçlüğüne düşmesine neden olduğunda ortaya çıkar ve sonuçta reel ekonomiye zarar verir.

İkinci tip sistemik risk, birçok mevduat sahibinin (veya kreditorün) bir anda paralarını geri istemesi durumudur. Bu durum, genellikle gerçek veya hayali iflas korkusu nedeniyle finans kuruluşuna duyulan güvenin yitilmesinden kaynaklanır. Bir veya birkaç bankanın ödeme güçlüğü, durumu iyi olan bankalardan fon çekilişine ve böylece onların da ödeme güçlüğüne düşmesine neden olur. Menkul kıymetler piyasasındaki benzer durumlar çöktürlere yol açar.

14.1.Düzenleme Kategorileri

Finansal araçlarla ilgili hükümet düzenlemeleri, piyasadaki aksaklıklar tüketiciye veya ekonomiye zarar verdiği zaman ve daha da önemlisi hükümetin müdahalesi zararı ortadan kaldıracak ise değiştirilir. Hükümetler her zaman zararları ortadan kaldıramayabilirler (piyasa aksaklıkları olduğu gibi hükümet aksaklıkları da vardır). Genel olarak düzenlemeye müdahaleler 3 kategoriye ayrılır: güvenilirlik, piyasanın işleyişi ve rekabet politikası.

Güvenilirlik düzenlemesi finansal aracının finansal durumu ile ilgilendir. Piyasa işleyişi düzenlemesi aracı ve onun acentelerinin pazarlama davranışlarını düzenler. Rekabet politikası (antitrust) düzenlemesi aracının rekabeti önemli ölçüde azaltıcı etki yaratan davranışlarıyla ilgilendir. Güvenilirlik düzenlemesine temelde bilgi problemleri ve olumsuz dışsallıklar; piyasa işleyişi düzenlemesine bilgi problemleri; rekabet politikası düzenlemelerine ise piyasa gücü ile ilgili konular nedeniyle ihtiyaç doğmuştur.

14.2.Çokuluslu Kamu Politikası Girişimleri

Finansal hizmetlerde bütünleşme, ilave veya daha karmaşık piyasa aksaklıklarına yol açıp açmadığı ve bu nedenle de farklı veya ilave düzenleme gerekip gerekmediği sorusuna neden olur. Finansal hizmetlerin uluslararası nitelik kazanmaya devam etmesi karşısında bu sorular ulusal sınırlar içinde kalmaz. Genelde uluslararası bir yaklaşımın gerekli olduğu kabul edilmektedir.

Banka Denetimi konulu Basle Komitesinin girişimiyle, 1993 yılında finansal şirket topluluklarının denetimi ile ilgili konuları incelemek üzere oluşturulan ve bankacılık, menkul kıymetler ve sigorta düzenleyicilerinden oluşan gayri resmî grubun raporu (Üçlü Grup, 1995), uluslararası düzeyde bütünleşme ile ilgili sektörler arası konulara değinen ilk çalışmadır.

1996 yılında Üçlü Grubun çalışmalarını ileriye götürmekle yükümlü olan Finansal Şirket Toplulukları Üzerine Ortak Forum'un kurulmasıyla daha resmî bir yaklaşım ortaya çıkmıştır. Basle Komite, IOSCO ve Sigorta Denetçileri Uluslararası Birliği (IAIS)'ni temsil eden eşit sayıda; kıdemli; banka, menkul kıymetler ve sigorta denetçilerinden oluşan Ortak Forum'un 1999 raporu aşağıda yer alan konulara değinen çalışmalardan oluşmaktadır:

- Sermaye yeterliliği – topluluk düzeyinde sermaye yeterliliğinin ölçülmesini kolaylaştıracak ölçme tekniklerini ve prensiplerini belirler.

- Uygun ve düzgün yükümlülükler – finansal şirket topluluğu içindeki tüzel kişilerin gözetimcilerinin bu tüzel kişilerin iyi ve doğru yönetilip yönetilmediğini değerlendirme sorumluluklarını yerine getirmeleri konusunda bir rehber niteliğindedir.
- Gözetimciler arasında bilgi paylaşımı – sektör denetçileri arasında bilgi paylaşımını kolaylaştıracak çerçeve ve genel ilkeleri oluşturur.
- Faaliyetlerin gözetimciler tarafından koordinasyonu – gözetimcilere acil olan ve olmayan durumlarda koordinasyon ve koordinatör düzenleyici belirleme konusunda rehberlik yapar.

Çekirdek düzenleme ilkelerinin uygulanmasını özendirme amacıyla finansal bütünleşme konusunda ayrı fakat sınırlı bir çalışma G-7 Stability Forum tarafından yapılmıştır. 1999 ortalarında kurulan Genişletilmiş Kamuyu Aydınlatma Konusunda Çok Disiplinli Çalışma Grubu ise, finans kuruluşları tarafından, genişletilmiş kamuyu aydınlatma ve finansal risk yönetiminde piyasa disiplininin nasıl artırılacağı konusunda çalışmaktadır.

14.3.Bütünleşmede Kamu Politikası Konuları

Finansal bütünleşmeden kaynaklanan en az altı güvenilirlik konusundan söz edilebilir.

Şeffaflık: finansal bütünleşme ile ilgili konular arasında, diğer konuları etkilediği için, en önemli olanı topluluk şeffaflığıdır. Şeffaflık, finansal topluluk hakkındaki açık, tam ve gerekli bilginin zamanında düzenleyicilere iletilmesidir. Şeffaflık bazen bu bilgilerin müşteriler (özellikle şirket/tüzel kişi müşteriler), vatandaşlar, derecelendirme kuruluşları ve aracı kuruluşlar gibi diğer ilgili partilere ulaştırılması olarak da dikkate alınır. Şeffaflığın bu biçimi genellikle kamuyu aydınlatma olarak sınıflandırılır.

Dar anlamında, düzenleyiciler olası şeffaf olmayan (opak) yönetim, sahiplik ve yasal yapılar üzerinde dururlar. Bu yapıları tam olarak anlayamazlarsa hem topluluğun karşı karşıya olduğu toplam riski, hem de düzenleme kapsamı dışında kalan topluluk üyelerinin düzenleme kapsamına giren topluluk üyeleri üzerinde yarattığı riskleri ölçemezler.

Finansal toplulukların yapıları vergi, yasa, kültür, düzenleme ve tarihi nedenlerle büyük değişiklik gösterir. Özellikle büyük uluslararası finansal şirket toplulukları karmaşık olabilir ve bu da çok uluslu ve uluslararası sektörel düzenleyiciler için düzenleme yapmayı daha zor hale getirir. Bazı toplulukların, faaliyetlerini şeffaflıktan uzak tutmak veya etkin düzenlemeyi önlemek ya da bundan kaçınmak için karmaşık yapıları tercih ettikleri yönünde endişeler vardır. Düzenleyiciler bu problemleri aşmak için gerekli bilgiyi topluluğun kendisinden veya diğer düzenleyicilerden sağlayacak güce sahip olmalıdır.

Yayıma: bir finansal topluluk içinde bir birimin yaşadığı finansal güçlüklerin tüm topluluğun finansal istikrarı üzerinde veya muhtemelen tüm piyasada olumsuz etkiler yaratmasıdır (olumsuz dışsallıklar). Topluluk içindeki tüzel kişiler arasındaki ilişkilerin yakından izlenmesi ve gerekli şeffaflığın sağlanması yayılma riskini en aza indirir.

Üçlü Grup iki tür yayılma tespit etmiştir. Psikolojik olanında, piyasa bir topluluğun bir bölümündeki problemleri etkin bir şekilde topluluğun diğer bölümlerine iletir.

İkinci tür yayılma topluluk içi risklerdir. Topluluğun başka birimlerine ait doğrudan veya dolaylı yükümlülüklerdir. Bu tip riskler şunlardır:

- Bağlı ortaklıklara açılan krediler veya bunların artırılması,
- Karşılıklı iştirakler,
- Topluluk içi menkul kıymet işlemleri,
- Bir birimin bir başka birime verdiği sigorta veya diğer risk yönetimi hizmetleri,
- Topluluk içi garantiler ve taahhütler.

Topluluk içi riskler hem topluluğun likiditesi hem de borç ödeme yeteneği ile ilgilidir. Her bir sektörel düzenleyici, kendi sorumluluğu altındaki tüzel kişilerle diğer topluluk şirketleri arasındaki faaliyet yapısının, diğer şirketlerin yaşayacağı sorunun, düzenlenen kuruluşu zayıflatacak şekilde olmamasını sağlamalıdır. Özellikle belirsizliklerin arttığı durumlarda düzenleyiciler arasında yakın iş birliği çok önemlidir. Üçlü Grup düzenleyicilere, diğer şirketlerin düzenlenen şirketlere yansıyan riskleri kabul edilebilir sınırları aştığında sermayenin artırılmasını veya faaliyetlerin sınırlandırılmasını önermektedir.

İkili ve çoklu kaldıraç: ikili kaldıraç, bir şirket aynı topluluk içindeki bir başka şirketin sermayesine sahip olduğunda ve ihraççı şirket bu yasal sermaye payını kendi bilançosunda gösterebildiğinde söz konusudur. Çoklu kaldıraç durumunda ise önceki durumdaki bağlı ortaklık yasal sermayeyi üçüncü kuşak bağlı ortaklığa kullanır. İkili ve çoklu kaldıraç topluluk içi risklerin özel biçimleridir ve bağlı ortaklıklarına sermaye aktaran ana şirketlerle ilgilidir. Akış geri döndürülebilir veya topluluğa bağlı başka bir ortaklık (sister affiliate) yoluyla olabilir.

Bu şekildeki ortaklık yapısı ne kadar az olursa finansal şirketler topluluğunun konsolide sermayesi o kadar doğru hesaplanır.

Düzenleme dışında kalan topluluk şirketleri: bir başka bilgi problemi yaratan durum, topluluk içinde herhangi bir sektörel düzenleyicinin denetimi kapsamına girmeyen bir şirketin olmasıdır. Bu aşırı kaldıraç durumudur ve düzenleme dışındaki ana şirket bağlı şirkette yasal sermaye olarak kabul edilmeyen nitelikte borçlanma veya diğer araçlar ihraç ettiğinde, sağladığı geliri hisse senedi veya yasal sermaye formunda bağlı ortaklıklarından birisine aktardığında ortaya çıkar. Bağlı ortaklığın fiili kaldıraç tek şirket olarak sahip olacağı kaldıraçtan daha büyüktür. Bu kaldıraç bu haliyle riskli değildir, ama düzenleme kapsamındaki bağlı ortaklığın üzerine, ana şirketin borç ödeme yükümlülüğü nedeniyle makul olmayan bir yük bindirildiğinde riskli hale gelir.

İkili ve çoklu kaldıraç yanı sıra aşırı kaldıraç, düzenleme kapsamı dışında kalan tüzel kişilik bir ara (intermediate) holding şirketi olduğunda ortaya çıkabilir. Topluluk çapında sermaye değerlemesi, bu tip holding şirketlerinin etkisini bertaraf etmelidir. Bu tip ara holdingler ticari faaliyetleri olmayan ve aktifleri yalnızca iştiraklerinden ibaret olan veya diğer şirketlere hizmet satan şirketlerdir.

Bazı düzenleme kapsamı dışında kalan tüzel kişiler, düzenleme kapsamındaki şirketlere benzer faaliyetlerde (finansal kiralama, factoring ve reasürans gibi) bulunurlar. Böyle durumlarda düzenleme dışı tüzel kişi için sermaye koşulları, en yakın düzenlenmiş sektöre göre tahmin edilir.

Uygunluk koşulları (Fit and Proper Requirements): bankaların, menkul kıymet şirketlerinin ve sigortacıların tepe yöneticilerinin dürüstlüğü ve işin ehli olmaları düzenleme amaçlarına, özellikle de güvenilirlikle ilgili olanlarına ulaşmada çok önemlidir. Etkin ve tam bir denetim rejimi uygunluk ve düzgünlüğün devamlı olmasını özendirerek nitelikteki kontrolleri veya denetçilerin diğer nitelik testlerini içermeli ve gerektiğinde yoruma izin vermelidir.

Finansal şirket topluluklarının organizasyonel ve yönetsel yapısı, düzenlenen kuruluşların tepe yöneticilerinin uygunluk ve doğruluğu ile diğer niteliklerini sağlamaya çalışan gözetici kurumlar için ek karmaşıklığa neden olur. Düzenlenmemiş kurumların yöneticileri, düzenlenmiş kurumun faaliyetleri üzerinde pek çok açılarından önemli etkilerde bulunabilir ve topluluğun çeşitli varlıkları üzerinde risk kontrolü anlamında kilit rol oynayabilir.

Bunların yanı sıra, çok uluslu finansal şirket toplulukları için bir de yetki alanı sorunu vardır. Gözetici otoritenin yetkisi ülke sınırlarının ötesine geçemeyebilir. Bu durumda gözeticiler arasında bilgi paylaşımı sorunu gündeme gelir.

Ortak Forum, topluluk içindeki diğer tüzel kişilerin yöneticilerine, düzenlenmiş kuruluş üzerinde önemli etkileri olması durumunda, uygunluk, doğruluk veya diğer nitelik testlerinin uygulanmasını tavsiye etmektedir. Testler, önemli paya sahip ortaklara veya düzenlenmiş kuruma önemli etkide bulunabilecek kişilere de uygulanmalıdır.

Düzenleme arbitrajı: finansal şirketler topluluğunun faaliyetlerini, düzenleme ve vergi yüklerini en aza indirecek şekilde yürütmeleri beklenir. Vergi uygulamaları, muhasebe standartları, yatırım kısıtlamaları, sermaye yeterliliği yükümlülüğü ve diğer düzenleme konuları finansal aracı türleri itibarıyla ve ülkeler arasında farklılık gösterir. Farklılıklar ölçüsünde de arbitraj olanakları doğar.

Arbitraj olanakları topluluğun yapısı ile ilgili kararları etkiler. Ana şirket düzenlenmiş bir finans kuruluşu ise, İngiltere’de bankalar için olduğu gibi, topluluğun kendisi de bu kuruluşun tabi olduğu düzenlemelere tabi olacaktır. Ana şirket düzenlenmemiş bir tüzel kişilik ise, ABD’de olduğu gibi, faaliyetlerinin birçoğu düzenleme kapsamı dışında gerçekleşir.

Finansal hizmetlerde süregelen uluslararasılaşma ve yaklaşma nedeniyle, hükümetler bireysel olarak ve gruplar halinde daha yaygın olan yaklaşımları benimsedikçe, sektörler ve ülkeler arası düzenlemelerdeki önemli farklar zaman içinde azalmaktadır. Bununla birlikte, dönem içinde, arbitraj mümkündür. Bu, bazı durumlarda düzenlemede zayıflamaya neden olmazken, bazı durumlarda olabilir. Üçlü Grup, birçok yetki bölgesinde çekirdek faaliyetler ile ilgili olarak arbitrajın nadiren yapılmış olduğu sonucuna ulaşmıştır. Arbitraj olanağı olması halinde önerilen çözüm ise bu tip farkların elimine edildiği konsolide finansal düzenlemeye geçiş veya sektörel düzenleyicilerin böyle durumları tespit edebilmesi ve gerektiğinde ortak hareket edebilmesi için birbirleriyle tamamen iş birliği içinde olmalarıdır.

15.ULUSLARARASI BOYUTTA FİNANSAL BÜTÜNLEŞME⁴⁰

15.1.Finansal Şirket Topluluklarının Durumu

Finansal kuruluşlarla ilgili düzenlemeler ayrıntıda ülkeden ülkeye büyük farklılık göstermektedir. Bununla birlikte, ülkelerin izin verdikleri faaliyetler ve düzenlemenin yönü konusunda bazı genellemeler yapılabilir.

15.2.İzin Verilen Faaliyetler

Uluslararası Bankacılık Enstitüsünün, dünyanın belli başlı 52 finans merkezini kapsayan çalışmasına (1999) göre merkezlerin çoğunluğu, özellikle en büyük merkezler, finansal şirket topluluklarının bankacılık, menkul kıymetler ve sigortacılık faaliyetlerinde bulunmalarına izin vermektedir.

Çalışmaya göre ülkelerin çoğunluğu bankacılık ve menkul kıymet işlemlerinin bir arada yapılmasına, çoğu da bankaların menkul kıymet faaliyetlerini banka çatısı altında yapmasına izin vermektedir. Bazıları menkul kıymet faaliyetlerinin tamamının veya bir kısmının şube veya bağlı ortaklık kanalıyla yapılmasına izin vermektedir. Kapsam dâhilindeki ülkelere yalnızca Çin bu faaliyetlerin bir arada yapılmasını yasaklamaktadır.

Sigorta alanında durum biraz farklıdır. Bilgi kaynağı çok net olmamakla birlikte, genelde az sayıda ülke banka bünyesinde sigortacılık yapılmasına izin vermektedir. Çoğunluk, iki faaliyetin bir arada yapılmasına, şube veya bağlı ortaklık kanalıyla olması şartıyla izin vermektedir. Birkaç ülke sigorta ve bankacılık arasındaki herhangi bir bağlantıyı yasaklarken, az sayıda ülke bankaların sigorta şirketi sahibi olmasını yasaklamakta, ancak sigortacıların bağımsız acentesi veya brokeri olmalarına izin vermektedir.

15.3.Düzenleyici Otoritenin Yapısı

Ülkelerin çoğu finansal şirket topluluklarını fonksiyon esasına göre düzenlemiştir, yani bankacılık ve sigortacılık (ve çoğunlukla menkul kıymetler de) gözetimi her sektöre özgü düzenleyici tarafından yapılmaktadır. Bununla birlikte, fonksiyonel düzenleme yapan birkaç ülke şirket toplulukları için birincil faaliyetlerine göre bir lider otorite kurmuşlardır. Örneğin, ana faaliyet alanı ticari bankacılık olan bir şirket topluluğu için lider otorite, bankacılık düzenleyici otoritesidir. Bu otorite, tüm topluluğun faaliyetlerini gözetmekten ve fonksiyonel gözetim kurumları arasındaki eşgüdümü sağlamaktan sorumludur. Ancak bu, lider düzenleyicinin diğer düzenleyicilerin yetkisini gasp ettiği anlamına gelmez.

Son yıllarda gözlenen bir eğilim, birkaç ülkede, konsolide finansal hizmetler düzenlemesinin uygulanmasıdır. Örneğin, Avustralya, Kore, Japonya, Singapur ve İngiltere’de bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için konsolide gözetim yapmakla sorumlu düzenleyici kurum oluşturulmuştur. Kanada, Danimarka, Norveç ve İsveç bir

⁴⁰ Financial Services Integration Worldwide: Promises and Pitfalls, agk

süredir konsolide düzenlemeye sahiptir. Başka bazı ülkeler de böyle bir otorite kurmaya karar vermiştir. Buna rağmen, uluslararası alanda, konsolide veya fonksiyonel düzenleme varyasyonu konusunda görüş birliği yoktur.

15.4.Ülkeler Bazında Finansal Bütünleşme

Ülkelerin uygulamaları, özellikle finansal hizmetlerin bütünleşmesini hedeflemese bile, bütünleşme üzerinde önemli etkilere sahiptir veya etki etme ihtimali yüksektir.

15.4.1.ASYA-PASİFİK BÖLGESİ

Asya-Pasifik bölgesinde finansal hizmetlerin bütünleşmesi, Avustralya hariç, başlangıç aşamasındadır. Birçoğu Asya ekonomik krizi ile hız kazanan, düzenlemelerin azaltılması (deregulation) ve serbestleşme çabalarının sonucunda çeşitli piyasalarda, özellikle Japonya, Kore ve Singapur'da, bütünleşmenin artması beklenebilir.

Avustralya finansal hizmetler piyasası, bir şekilde, diğer piyasalara finansal hizmetlerde bütünleşmenin geleceği açısından bir ayna görevi görebilir. Avustralya piyasası görece küçük, ama inceliklidir. Finansal şirket toplulukları belirleyicidir.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Hükûmet finansal şirket topluluklarının oluşumunu hiçbir zaman yasaklamamıştır. Bununla birlikte, düzenleme konusundaki yaklaşımları çok büyük değişiklikler göstermiştir.

1998 yılına dek finansal kuruluşlar fonksiyon esasına göre düzenlenmiştir: bankacılık denetimi The Reserve Bank of Australia (RBA); sigorta ve emeklilik şirketlerinin denetimi Insurance and Superannuation Commission (ISC); banka-dışı mevduat kuruluşlarının denetimi Australian Financial Institutions Commission (AFIC); menkul kıymet şirketleri, yatırım fonları ve finans şirketlerinin denetimi Australian Securities Commission (ASC) tarafından yapılmıştır.

1992 yılında, finansal şirket topluluklarının uygun gözetimini sağlamak üzere, 4 ana düzenleyiciden oluşan Finans Otoriteleri Konseyi (the Council of Financial Supervisors) kurulmuştur. Konseyin amacı fonksiyonel düzenleyiciler arasında bilgi konusunda iş birliğini kolaylaştırmaktır, ancak düzenleyicilerden hiç birisinin lider rolü yoktur.

Piyasada sürekli yeni ürünler gelişir ve bütünleşme olurken, şirketler düzenleme arbitrajından yararlandıkça fonksiyonel düzenlemenin eksikleri ortaya çıkmıştır. Bu durum karşısında, 1998 yılında fonksiyonel düzenleme sistemi terk edilerek Avustralya Güvenilir Düzenleme Otoritesi (Australian Prudential Regulation Authority-APRA) kurulmuştur. APRA hem bireysel finansal kuruluşları hem de finansal şirket topluluklarını düzenlemektedir.

APRA'dan ayrı olarak, Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonu, şirket ve menkul kıymetler, tüketicinin korunması ve piyasa bütünlüğü konusundaki düzenlemelerden sorumludur.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Avustralya 1980'li yıllarda yoğun bir şekilde finansal hizmetler piyasasındaki düzenlemelerini azaltmaya (deregulation) başlamış ve 1990'larda bunu sürdürmüştür.

Bugün Avustralya finansal hizmetler piyasası dünyanın en ayrıntılı/karmaşık piyasalarından biridir. Finansal sistemdeki toplam varlıkların büyük bölümü finansal şirket topluluklarına aittir. Bunlardan en büyük 10 tanesi bu varlıkların yarısına sahiptir. Finansal şirket toplulukları tipik olarak her çeşit finansal hizmet ve ürünleri sunarlar.

Finansal bütünleşme, piyasa paylarının gösterdiğinden daha derindir. Dağıtım yoluyla bütünleşmede, dünyada en ileri olanlar arasındadır.

Operasyonel ve üretim düzeyindeki bütünleşme daha az fark edilir niteliktedir. Yönetimsel uyum ve kontrol fonksiyonları artan oranda, sektörden çok topluluk düzeyindedir. Özel sektör işlemleri ve faaliyetleri gittikçe yasal yapıdan sapma göstermektedir.

15.4.2.JAPONYA

Japonya, az sayıda çok büyük finansal şirket oluşturma yönündeki geçmiş hükûmet politikalarının kaçınılmaz sonucu olarak, dünyanın en büyük finansal kuruluşlarına ev sahipliği yapmaktadır. Ancak, ne yazık ki bu şirketler dünyanın en az kârlı ve en kötü sermaye yapısına sahip şirketleridir.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Japon hükûmetinin finans piyasasının yapısı ve düzenlemesi konusundaki pozisyonu son yıllarda büyük değişiklik göstermiştir. Daha önce hâkim olan, piyasaya girişin ve rekabetin sınırlanması ve sektörün kamu görevlileri tarafından yönlendirilmesi gerektiği ve karşılıklı ortaklık sistemi (*keiretsu*) ile diğer şirket içi bağlantıların istikrarı sağlayıcı ve ulusal ekonomi için yararlı olduğu yönündeki görüş ve uygulamaların, hisse ve emlakın aşırı fiyatlanmasına neden olduğu anlaşılmıştır.

Hükûmet 1997 yılında, Finansal Sistem Araştırma Konseyi ve diğerlerinin önerilerine uyarak düzenlemelerde azaltma girişiminde bulunmuştur. Ancak en büyük değişiklikler 1998 yılında konsolide düzenlemeye geçilmesi ile olmuştur. Finansal kuruluşlar fonksiyon esasına göre ve Maliye Bakanlığı (MOF) tarafından düzenleniyorken Haziran 1998'den itibaren Bakanlığın banka ve menkul kıymetlerin denetimine ilişkin fonksiyonları, yeni kurulan Finansal Denetim Otoritesine (FSA) devredilmiştir.

Mart 1998'de holding şirketlerinin kuruluşu konusundaki engelleri kaldıran yasa yürürlüğe girmiştir. Bu yasaya göre iki tip finansal şirketler topluluğu söz konusudur: (1) bankalar, menkul kıymet şirketleri ve sigorta şirketleri: bunlar diğer finansal hizmetleri veren şube veya bağlı ortaklıklara sahip olabilir, (2) finansal holding şirketleri: banka holding şirketlerinin ticari varlıkları almalarına izin verilmez, ancak diğer holding şirketleri finansal olmayan şirketlere sahip olabilir.

1998 yılında, yapılmakta olan reformları daha da ileriye taşıyacak olan, kapsamlı Finansal Sistem Reform Yasası dâhil diğer finansal reform yasaları yürürlüğe girmiştir.

Bu yasanın önemli özellikleri şunlardır:

- Yatırım fonları ve özel amaçlı (privately-placed) yatırım ortaklıklarını (investment trusts) ilk kez düzenlemiştir,
- Yatırım ortaklıklarının doğrudan bankalar tarafından satılmasına izin vermiştir,
- Menkul kıymet şirketlerinin diğer faaliyetlerde bulunmasına izin vermiştir,
- Bankalara bağlı menkul kıymet şirketlerinin yapabilecekleri faaliyetler konusundaki sınırlamaları kaldırmıştır,
- Bankacılık, menkul kıymetler ve sigortacılık arasında yakın ilişkilere izin vermiştir,
- Konsolide kamuyu aydınlatma için çerçeve oluşturmuştur,
- Adil işlem kurallarını oluşturmuş ve genişletmiştir,
- Menkul kıymet şirketleri ve diğer kuruluşların davranış kuralları ile ilgili düzenlemeyi genişletmiştir,
- Finansal kuruluşların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini genişletmiştir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Son reformlardan önce, finansal şirket toplulukları Japonya'da yasal değildi. Sonuç olarak Japonya, gelişmiş ülkeler arasında en az bütünleşmiş finans sektörüne sahip olan ülkedir. Konsolidasyon deneyimine de yeni başlamıştır.

Bu gecikme çeşitli faktörlere bağlanabilir. *Kieretsu* ilişkilerindeki karşılıklı bağlantılarla uğraşırken ortaya çıkan karmaşa ve yapısal çıkar çatışmaları büyüktür. Gerçekte büyük banka ve sigortacıların hemen hepsi böyle bir ilişki içindedir. Ayrıca, konsolidasyon yükümlülükleri, çalışanların işine son verme dâhil doğrudan çatışmalardan kaçınma eğilimindeki Japon kültürüne ters düşmektedir.

Konsolidasyon 1999 yılına damgasını vurmuştur. 1999–2000 yıllarında büyük şirketler birleşmiştir. Diğer konsolidasyon daha küçük tröst şirketleri ve bankalar arasında, genellikle FSA'nın ısrarıyla olmuştur.

Konsolidasyon, girişim sermayesi yoluyla da gerçekleşmektedir.

Japon finans piyasası finansal yenilik veya ürün yeniliği, müşteriye istisnai hizmet, düşük fiyatlar veya çok ürün seçeneği gibi konularda iyi değildir. Bu nedenle piyasa gelişmeye çok açıktır ve özellikle rekabetçi piyasalara alışkın yabancı şirketler için çok fırsatlar sunmaktadır.

Aynı zamanda Japon finans kuruluşları anlamlı bir değişim ve bütünleşmenin çok başındadırlar. Japonya finans sektöründe reformlar, kültürel ve tarihi alışkanlıklar nedeniyle biraz sancılı ve belki de yavaş olacak gibi görünmektedir. Başarı, büyük ölçüde FSA'nın bağımsız bir düzenleyici olarak kurumları yeterince yakından izlerken, aynı zamanda rekabetçi bir ortam yaratabilmesine bağlı olacaktır.

15.4.3.AVRUPA

Avrupa finans piyasası ile ilgili gözlemler 15 AB üyesi ülke ve AB içinde de seçilmiş ülkelerle sınırlıdır. Temel konularda minimum düzenleme uyumu, orijin ülke kontrolü ve karşılıklılık prensiplerine dayalı tek AB finans piyasası gelişmeye devam edecektir. Bu tek pazarın yaratılmasını sağlayan mekanizma Avrupa Komisyonu tarafından yayımlanan direktiflerdir. Bu direktifler uyumlu ulusal yasalar aracılığıyla uygulamaya konmaktadır.

Avrupa Komisyonu'nun bankacılık, sigortacılık, yatırım hizmetleri, bilgi paylaşımı ve sınır-ötesi yatırım fonları ile ilgili direktifleri hep birlikte bütünleşmenin çerçevesini oluşturmaktadır. İkinci Bankacılık Direktifi bir AB bankasının AB içinde herhangi bir yerde menkul kıymet faaliyetlerinde bulunmasına, kuruluşun orijin ülkesinin izin verdiği ölçüde, izin vermektedir. Tüm AB üyesi ülkeler bankacılık ve menkul kıymet faaliyetlerine aynı grup içinde ve çoğu tek tüzel kişilik altında izin vermektedir. Hayat ve hayat-dışı sigortacılık genelde aynı grup içinde olabilmesine rağmen farklı şirketler tarafından yerine getirilmektedir.

Sonuç olarak, bütünleşmeyle birlikte dikkate değer bir konsolidasyon gözlenmektedir. Bütünleşme Avrupa'da ileri düzeydedir. Avrupa Para Birliği'nin kurulması bu durumu daha da hızlandırmıştır.

15.4.3.1.FRANSA

Birkaç Fransız finans kuruluşu, dünyanın en çok bütünleşmiş kuruluşları arasındadır. Fransa diğer olgunlaşmış Avrupa finans piyasaları gibi, konsolidasyonu önemli ölçüde sürdürmektedir.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Tek Pazar programının uygulanması Fransız Finansal hizmetler düzenlemelerinde çok derin etkiler yapmıştır. Önceden Fransız düzenlemesi babadan kalma bir şekilde korunan hafif bir rekabetle karakterize idi. Finans piyasasında devletin sahip olduğu kurumlar ağırlıklı idi. Şu anda hepsi özelleştirilmiştir, fiyat ve ürün rekabeti özendirilmektedir.

Fransa, menkul kıymet faaliyetlerinin ticari bankaların bünyesinde gerçekleştirilmesine izin vermekte, ancak sigorta faaliyetinin ayrı bir tüzel kişilik tarafından yerine getirilmesi şartını aramaktadır. Düzenleme fonksiyon esasına dayalıdır. Finansal şirket topluluklarının denetimine ilişkin özel bir düzenleme yoktur, ancak denetleyici kuruluşlar arasındaki iş birliğini güçlendirecek nitelikte taslaklar hazırlanmaktadır. Bir şirket topluluğunun ana şirketi bir banka veya sigorta şirketi değilse, topluluğu holding şirket esasına göre denetleyecek özel bir otorite yoktur.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Fransa'da menkul kıymetler sektörü büyümektedir ama birkaç başka olgunlaşmış ekonomiye göre küçük kalmaktadır. Bazı Fransız bankaları ticari bankacılıkta uzmanlaşmış yabancı bankaların şubeleri ile rekabet etmektedir. Bazı ticari bankalar yatırım bankacılığı hizmetlerini bünyelerinde veya şubeleri kanalıyla vermektedir.

Bankaların hayat sigortası pazarındaki payı 1980'lerden itibaren çok büyük artış göstermiş ve bazı bankalar son zamanlarda hayat-dışı sigorta ürünleri satmaya başlamıştır. Fransız bankalarının çoğu ya ortaklık ilişkileri bulunmayan hayat sigortası şirketleriyle pazarlama anlaşmaları yapmıştır ya da karşılıklı ortaklıkları vardır.

Fransız *Bancassurance* konusundaki en çarpıcı husus, bankaların görece kısa sürede elde ettikleri önemli pazar payıdır. Bu başarıdaki temel faktör, geleneksel dağıtım kanallarını kullanan sigortacılarla karşılaştırıldığında, dağıtım giderlerinde sağlanan büyük tasarruflardır. Bu başarının sigorta sektörünün zayıflığından kaynaklandığı da ileri sürülmektedir. Fransız sigorta sektörü büyük ölçüde zorunlu sigortaya dayalıdır ve rekabet yoktur.

Tasarrufa dayalı hayat sigortası ürünlerinin vergi avantajı olması hem ürünü müşteriye çekici hale getirmiş hem de bunların basitliği, banka çalışanları için daha az eğitimin yeterli olmasını sağlamıştır.

Fransız *bancassurance* konusundaki gelişmenin bir diğer nedeni yetkililerin bu yöndeki dolaylı özendirmeleri olmuştur.

Fransa'da finansal bütünleşmeyi rekabet şekillendirmiştir. Fransız sigorta sektöründe geçmişteki rekabet eksikliği bankaların bu korumasız pazar paylarını yakalamalarını sağlayarak bütünleşmenin ilerlemesinde önemli rol oynamıştır. Tam tersi, bankalar daha rekabetçi bir ortamda faaliyet göstermektedir. Bu da, daha çok bankanın sigorta sektörüne girmesi durumunda bankaların başarılı bir rekabet açısından daha geniş bir finansal ürün yelpazesi sunmak zorunda oldukları anlamına gelmektedir.

15.4.3.2.ALMANYA

Alman finans piyasaları finansal sağlamlığı ve gelişmiş olmasıyla tanınmaktadır.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Almanya uzun süreden beri ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin tek bir tüzel kişilik altında yürütülmesine izin vermektedir. Bankalar, ancak ayrı sermayeye sahip sigorta şubeleri kanalıyla sigorta faaliyetlerinde bulunabilirler.

Bankalar, Merkez Bankası ile iş birliği halinde Federal Banka Denetim Ofisinin (FBSO) denetimine tabidir. Avrupa Merkez Bankası kurulmadan önce Merkez Bankası ulusal para politikasından sorumluydu. Bugün esas olarak daha çok sistemik risklere odaklanmıştır. FBSO ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin düzenlenmesinden sorumludur. Sigorta, Federal Özel Sigorta Denetim Otoritesinin (BAV) denetimine tabidir.

Finansal olmayan holding şirketler bünyesinde finansal şirket topluluklarına izin verilmektedir. Almanya'da konsolide düzenleme yoktur ve hiçbir sektörel denetim kurumunun lider rolü yoktur. Bununla birlikte, bir banka veya yatırım şirketine sahip banka-dışı bir kurumun (holding şirketi) FBSO'ya bildirimde bulunması gerekmektedir. FBSO düzenlemelere uyulmadığını tespit ettiğinde ana şirketin oy hakkını kullanmasına engel olabilir.

Alman finans piyasasının 3 önemli karakteristiği vardır. Birincisi, *Hausbank* sistemi altında iş dünyasında bir ana banka her tür finansmanı sağlar. Banka böyle bir müşterinin iş ilişkilerine derinden girmiştir, ilişkinin uzun yıllar sürmesi beklenir. Düzenlemelerin azaltılması ve serbestleşme sürecinde bu tip karşılıklı sadakat sistemi yok olmaktadır.

İkincisi, Alman bankaları ve sigortacıları genellikle banka-dışı alanlarda önemli paylara sahiptir. Bunun sonucu olarak da bu şirketlerin denetim kurullarında temsil edilirler. Bu da yok olmaktadır.

Üçüncüsü, Alman bankaları fonlar aracılığıyla tuttıkları büyük çaplı hisse senedi portföyleri nedeniyle vekâlet yetkisine sahiptirler. Bu, Alman bankalarına sanayi şirketleri üzerinde, kendi paylarının birkaç katı oranında kontrol olanağı vermektedir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Alman finans piyasası değişim içine girmiştir. Almanya'da yatırım ve ticari bankacılık yıllardır bütünleşmiş durumdadır. Alman finans piyasası diğer Avrupa ülkelerindeki bütünleşme derecesine, ticari ve yatırım bankacılığı hariç, ulaşamamıştır. Bu alanda bile işlemlerin tamamen bütünleştiği söylenemez. Bankaların çoğu sigortacılarla pazarlama anlaşması yapmış olduğu halde, Alman sigorta pazarının tutucu yapısı ve düzenlemenin tam bütünleşmeyi engellediği ileri sürülmektedir. Bu tutuculuk Alman bankaları için sigorta ürünlerini kârlı bir şekilde dağıtmayı zorlaştırmaktadır. Dahası, finans sektöründe yaygın karşılıklı ortaklık geleneği, bankaların kendi iç uzmanlıklarını geliştirmek yerine sigorta şirketleriyle iş birliği yapmayı seçtikleri anlamına gelmektedir.

15.4.3.3.HOLLANDA

Hollandalıların uluslararası ticareti geliştirme geleneğine paralel olarak Hollanda dünyada en çok uluslararası nitelik taşıyan ve en çok bütünleşmiş finans şirketlerine ev sahipliği yapmaktadır.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Hollanda tarihi boyunca finans piyasaları ve kuruluşlarının gelişip başarılı olabilecekleri bir politik ve düzenleme ortamı sunmuştur. 1989 yılında yapılan yasa değişikliği finans sektöründe tam karşılıklı ortaklığa izin vermektedir.

Bankaların denetim sorumluluğu Merkez Bankasına aittir. Sigortacılık, Sigorta Denetim Otoritesi; menkul kıymetler sektörü (türev borsalar dâhil), Menkul Kıymetler Kurulu tarafından denetlenmektedir. Bu durumda Hollanda'da fonksiyonel düzenleme söz konusudur, ancak yakında kurulmuş olan Finansal Denetimciler Konseyi, finansal denetimin çakışan alanlarında eşgüdümü sağlamaktadır.

Konsey, bankacılık, sigorta ve menkul kıymetler sektöründen denetçilerden oluşur. Esas olarak sektörler arası denetim konularıyla ilgilenir.

Hollanda bankaları tek bir tüzel kişilik altında ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini yerine getirebilir. Sigorta faaliyeti ise ayrı sermayeye sahip sigorta şubesi kanalıyla yerine getirilebilir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Hollanda dünyanın en çok uluslararası nitelik taşıyan ve en çok bütünleşmiş finans şirketlerinin çoğuna ev sahipliği yaptığı gibi, aynı zamanda ulusal finans piyasası kısmen görece küçük olduğundan, çok da yoğundur. Yoğunluk, büyük ölçüde, son yıllarda gerçekleşen sektörel ve sektörler arası konsolidasyon sonucunda oluşmuştur.

Bugün bir avuç finansal şirketler topluluğu tüm ulusal piyasayı kontrol etmektedir. Buna rağmen görünüşe göre piyasa iyi çalışmaktadır. Örneğin, Avrupa'da yatırım fonu ve hisse senedi satışlarının en yüksek, ücretlerin (komisyonların) en düşük olduğu ülkedir.

15.4.3.4. İSPANYA

İspanya finans piyasası hızla gelişmektedir. Diğer AB piyasaları kadar gelişmiş olmamakla birlikte, en ilgi çekici ve en çok gelişme vaat eden piyasaları arasında görülmektedir.

Politik ve Düzenleme Ortamı

İspanya fonksiyonel düzenlemeye sahiptir, ancak finansal şirketler topluluğu söz konusu olduğunda lider bir düzenleyici otorite vardır. Bankaları Merkez Bankası (Bank of Spain); menkul kıymet alım satımı faaliyetinde bulunanları (dealerları) İspanya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu; sigorta faaliyetlerini Sigorta Genel Müdürlüğü denetler. İspanya'da bir finansal topluluğun 3 ana sektöre ait şirketlerden oluşmasını engelleyen herhangi bir yasa hükmü yoktur. Bankalar ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini aynı veya ayrı tüzel kişilik altında yerine getirebilirler. Sigorta faaliyetleri ayrı sermayeye sahip bir şube bünyesinde yerine getirilmelidir.

Yasaya göre topluluğun lider denetim otoritesinin hangisi olacağı, topluluğun ağırlıklı faaliyetine göre belirlenir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Yatırım bankacılığı faaliyetleri büyümektedir, ama daha gelişmiş Avrupa ekonomilerindeki görece önemi ile karşılaştırıldığında küçük kalmaktadır. Hayat-dışı sigorta geçmişte belirleyici olmuştur, ama özellikle bankaların yoğun olarak hayat sigortası pazarlamasına yönelmesiyle değişmeye başlamıştır.

İspanya finans piyasası, temelde görece az gelişmiş olması nedeniyle, kayda değer bir büyüme ve gelişme yaşamıştır. Bu az gelişmişlik uygun zamanda düzenlemelerin esnetilmesi ve serbestleşme süreci ve İspanya'nın AB üyeliği ile birlikte, finans kuruluşlarının büyümesi ve bütünleşmesi açısından bulunmaz fırsatlar yaratmıştır. Böylece sigorta şirketleriyle zaten uzun süreden beri bağları olan bankalar karşılıklı ürünler satmanın (cross-selling) kolaylığını yaşamışlardır.

Bankalar son zamanlarda değişken ürünleri piyasaya süren ana unsurlar olmuş ve böylece sigorta ve menkul kıymetlerin kaynaşmasını sağlamıştır. Piyasanın diğer bir özelliği yabancı şirketlerin piyasaya girmesidir. Bu gelişmelerin sonucu, İspanya finans piyasasının çok rekabetçi bir hale gelmesidir.

15.4.3.5.İNGİLTERE

İngiltere dünyanın en gelişmiş, rekabetçi finans piyasalarından birisidir. Geçmişindeki serbest ekonomi ve politik ortamdan beslenen finansal yenilikleriyle tanınır.

Politik ve Düzenleme Ortamı

İngiltere, düzenleme ortamı dünyanın en iyi yapılanmış, dikkatlice düşünülmüş, ulusal çıkarlar açısından güvenlik ve doğruluğu statik ve dinamik etkinlik ile dengelemek amacıyla politize olmaktan uzak tutulmuş borsaları arasındadır. İngiltere’de düzenleme her zaman sağgörü esasına göre oluşturulmuştur. Birçok gözlemci İngiliz banka ve sigortacılarının uluslararası çapta başarılarını devletin yenilik ve girişimciliği ortaya çıkaran düzenleme yaklaşımına bağlamaktadır.

İngiltere uzun süredir, fonksiyonel düzenleme ve pay sahipliği ile ilgili bazı sınırlamalara rağmen finansal şirket topluluklarına izin vermektedir. Menkul kıymetler ve sigortacılık faaliyetleri ayrı sermayeye sahip şubeler tarafından yerine getirilmelidir.

İngiltere finans kuruluşlarının konsolidasyonu ile ilgili düzenlemeyi Mayıs 1997’de başlatmıştır. Finans sektörünün düzenleyicisi olan Menkul Kıymetler ve Yatırım Kurulu’nun ismi Finansal Hizmetler Otoritesi (FSA) olarak değiştirilmiştir. Bankacılık düzenlemelerinin sorumluluğu 1998 yılında Merkez Bankasından FSA’ya geçmiş, finansal kuruluşların sigortacılık dâhil diğer faaliyetleri de 1999 yılında devredilmiştir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

İngiltere’nin 4 büyük takas bankası (Barclays, National Westminster, Midland, Lloyds TSB), büyük ölçüde şubeler aracılığıyla yerine getirilen yatırım bankacılığı faaliyetinde bulunan finansal şirketler topluluğudur. Dördü de sigortacılık alanında faaliyet gösterir. İngiliz yatırım bankaları dünyada en tanınmış olanlar arasındadır.

Bankaların sigorta alanına girişi esas olarak, bu amaçla kurulmuş şubeler veya sigorta şirketleriyle iş ortaklığı şeklinde olmaktadır. Son zamanlarda piyasada devralmalar yaşanmıştır, ancak bunlar tamamıyla bankacılık ve sigortacılık faaliyetlerini bütünleştirmeyi amaçlayan devralmalar değildir.

Bankaların hayat sigortası şubeleri çeşitli dağıtım kanallarını kullanmaktadır. Temel amaç sigorta ürünlerinin banka müşterilerine satılmasıdır. Barclays Hayat, değişik kanallar kullanan şube için iyi bir örnektir. Üç değişik dağıtım stratejisi vardır: doğrudan satışlar, komisyoncu ve temsilcilerden oluşan bölgesel güç ve banka şubeleri. Sonuncusu satışların %90’ını gerçekleştirmektedir ve dayandığı iki güç, şube çalışanları ve şubelerde görevlendirilen Barclays Hayat temsilcileridir.

İngiltere’de *bancassurance* alanında genellikle, bankaların karşılaştığı temel zorluk şubeleri sigorta satma konusunda motive etmektir. Yöneticilerin bu zorluğu aşma konusundaki ilk girişimleri sigorta uzmanlarını şube ağları ile bütünleştirmek olmuştur.

İkinci girişim, bazı bankaların sigorta satışlarını şube performans değerlendirmesinde dikkate almaya başlamalarıdır.

Sigorta uzmanları ile şube personeli arasındaki çatışmaları önlemeye yönelik üçüncü girişim, uzmanların ücretlerini geleneksel sigorta acenteleri ile değil de banka çalışanları ile aynı düzeye getirmektir.

İngiltere’de banka/sigorta ilişkilerinin gelişmesini sağlayan en önemli faktör, geleneksel sigorta dağıtımının yüksek maliyetli olmasıydı. İngiltere yüksek rekabet içindeki sigorta şirketlerine ev sahipliği yapmasına rağmen, onların uzun yıllardır pahalı bağımsız finansal araçlarla çalışması, bankalara daha az pahalı alternatif dağıtım kanalları oluşturma fırsatı vermiştir.

Bir başka faktör de İngiltere’deki bankacılık ilişkilerinin yapısından kaynaklanmaktadır. ABD’dekinin aksine, İngiliz vatandaşları bir bankanın müşterisi olmak için belli şartları sağlamalıdır. Bir vatandaş seçtiği banka tarafından kabul edildiğinde, bu kuruluşa sadık kalma eğilimi gösterir ve hizmet yelpazesinden çok fazla ürün satın alır. Bu nedenle ilişkiler, rekabet nedeniyle değişiyor olmakla birlikte, genelde uzun sürelidir.

15.4.4.KUZEY AMERİKA

Kuzey Amerika finans piyasası dünyanın en büyük piyasasıdır. Kanada piyasası çok gelişmiştir ve on yıldan uzun süredir konsolide düzenlemeye sahiptir. Meksika gelişmeye devam etmektedir ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması, finans piyasasında çok derin etkiler yapmaktadır. Amerika, sektörel finansal ürünler ve yenilik, dağıtım uzmanlığı ve risk yönetimi açısından dünyanın en gelişmiş piyasasıdır, ama bütünleşme Avrupa ve Avustralya’daki kadar ileri düzeyde değildir.

15.4.4.1.KANADA

Kanada finans piyasası hem derinlik hem de genişlik anlamında gelişmiştir. Avustralya gibi, son yirmi yıl içinde önemli yapısal değişikliklere uğramış ve daha pek çok değişiklik vadeden, görece küçük bir piyasadır.

Politik ve Düzenleme Ortamı

Kanada, 1987 yılında Finansal Kuruluşlar Yönetim Ofisi (the Office of the Superintendent of Financial Institutions-OSFI)’nin kurulmasıyla konsolide sistemi ilk kabul eden ülkeler arasındadır. Bununla birlikte, görece yakın zamanlara kadar bankacılık ve sigortacılık OSFI bünyesinde farklı birimler tarafından izlenmiştir.

Finansal şirket topluluklarına 1992 yılına kadar izin verilmezdi. Bu tarihteki değişiklikler federal olarak yetki almış olan her finansal kuruluşun, çoğunlukla şubeler aracılığıyla geniş finansal hizmet yelpazesi sunmasına olanak tanımıştır.

Ancak bu değişiklikler finansal hizmetlerin bütünüleşmesine kısmen hizmet etmiştir, çünkü diğerlerinin yanı sıra, bilgi paylaşımı, holding şirketler ve sahiplik gibi önemli konulardaki sınırlamalar kaldırılmamıştır. Birçok gözlemci bu sınırlamaların Kanada finans piyasasının zamanında gelişmesini önlediğine inanmaktadır. Örneğin, mevduat kabul eden kuruluşlar geniş şube ağlarını veya müşteri veri tabanlarını sigorta pazarlamasını desteklemek amacıyla kullanamamaktadır.

Finansal Hizmetlerde Bütünüleşmenin Derecesi ve Yapısı

Kanada, yapılan değişikliklerle sigorta şirketine ortak olabilen bankalar ve tersini mümkün hale getirerek, finansal hizmetlerde bütünüleşme yönünde büyük ilerleme kaydetmiştir. Ancak o zamandan bu yana ticari ve yatırım bankacılığı hariç, devam eden bir bütünüleşmeden söz etmek zordur. Hayat sigortasının büyük bir bölümü bağımsız hayat sigortacıları tarafından pazarlanmaktadır ve bağımsız yatırım fonu işlemleri bu sektörde ağırlıklıdır. Kanada'nın en büyük yatırım işlemcilerinin çoğu son on yılda ticari bankalar tarafından ele geçirilmişlerdir ve altı büyük banka yatırım pazarının %70'ini kontrol etmektedir. Faaliyetine devam eden az sayıda bağımsız menkul kıymet şirketinin hiç birisi finansal şirket toplulukları arasında lider konumda değildir.

Kanada finans piyasası yoğun haldedir ve rekabetin yönlendirmesiyle, konsolidasyon ve düzenlemelerin azaltılmasının etkisiyle daha da yoğunlaşmaktadır.

Satın alınan hizmetler ve bunların dağıtım şekli, piyasadaki şirketlerin yeni pazarlama yöntemleri ve ürünler geliştirmesiyle büyük değişim göstermiştir.

15.4.4.2.AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ

ABD dünyanın en büyük ve en kârlı finans kuruluşlarının çoğuna ev sahipliği yapmaktadır. Olgunlaşmış bir piyasa olarak önemli ölçüde konsolide olmuştur, bunun daha da artması beklenmektedir.

Politik ve Düzenleme Ortamı

1999 yılında Finansal Hizmetler Modernizasyon Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle Amerikan finans piyasasında altmış yıldan uzun bir süredir en radikal reformlar yapılmaya başlanmıştır. Ancak, bu reformlara rağmen Amerikan finans piyasası hâlâ büyük ölçüde bölünmüş olma özelliğini sürdürmektedir.

Sigorta şirketleri esas olarak eyalet düzeyinde yetkilendirilmekte ve düzenlenmektedir. Elli eyaletin her birinde sigortacılık faaliyetinde bulunmak isteyen bir sigortacı, her eyaletten ayrı ayrı izin almak zorundadır. AB'nin aksine, karşılıklı tanıma ve tek pasaport uygulaması yoktur. Değişken hayat ve yıllık ürünler satan sigortacılar SEC'nin düzenlemelerine de tabidir.

Ticari Bankalar çoklu gözetime tabidir. İlk olarak, eyaletteki yetkili bankalar eyalet bankacılık otoritelerinin düzenlemesine tabidir. Amerika'da ikili bankacılık sistemi vardır, bankalar ya federal (ulusal bankalar) veya eyalet tarafından yetkilendirilir. Büyük bankaların çoğu ulusal bankadır.

İkinci olarak, Federal Mevduat Sigorta Şirketi (FDIC), üye bankaların mevduatını sigortalar ve onları denetler. İflas eden bankaların tasfiyesinden de sorumludur. Ulusal bankaların FDIC üyesi olması zorunlu, eyalet bankalarının isteğe bağlıdır.

Üçüncü olarak, Amerikan Hazinesinin Para Kontrol Birimi (OCC), ulusal bankaları yetkilendirir. Onları inceleme, kapatma ve birleşme uygulamalarını izleme yetkisi de vardır.

Dördüncü olarak, Amerikan Merkez Bankası Federal Reserve (Fed), yalnızca para politikasından sorumlu olmayıp eyalet ve ulusal bankalar için rezerv yükümlülüğü de getirir. Federal Reserve Sistemine (FRS) üyelik ulusal bankalar için zorunlu, eyalet bankaları için isteğe bağlıdır. FRS üyeliğinin en önemli avantajı ulusal çapta rezerv borçlanma ve ödünç verme amacıyla federal fonlara doğrudan erişim ve iskonto penceresinden yararlanabilmektir. Fed, öncelikle yeni faaliyet izni alan finans holding şirketlerinden ve şirketler ile ilgili düzenlemeden sorumludur.

Menkul Kıymetlerin düzenlemesini yapan üç yasa vardır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ilk ihraçları düzenlemekte ve her tür menkul kıymetin muhtemel alıcısının bilgilendirilmesini zorunlu tutmaktadır. Yanıltma ve yanlış bilgilendirme durumlarında ağır yaptırımlar söz konusudur.

1934 tarihli Menkul Kıymet Borsaları Kanunu, benzer yükümlülükleri ikincil piyasalar için getirmektedir. Ayrıca ulusal borsalar, brokerlar ve dealerların kaydını zorunlu tutmaktadır.

Her iki yasayı da 1934 yılında kurulan SEC yürütür. Amerikan menkul kıymet düzenlemelerinde hareket noktası, kamuyu aydınlatma yoluyla yatırımcının korunmasıdır.

Üçüncü önemli yasa, Glass-Steagall Yasasıdır (1933 Bankacılık Yasasının 16, 20, 21 ve 22. bölümleri topluca Glass-Steagall Yasası olarak anılır).

Finansal Şirketler topluluğunun oluşumu, iki federal yasa olan 1933 Bankacılık Yasası ve 1956 Banka Holding Şirketi (bankalara ve banka dışı şubelere sahip olan şirketler) Yasası tarafından engellenmekte idi.

Federal sınırlamaların banka düzenleyicileri tarafından liberal bir şekilde yorumlanması, eyaletlerin bankalara sigorta satma hakkı tanınması ve bankalar lehine verilen yargı kararları sonucunda, Glass-Steagall ve Banka Holding Şirketi yasalarındaki finansal bütünleşmeyi engelleyen sınırlar azaltılmıştır.

Finansal Hizmetlerin Modernizasyonu Kanunu ise finansal hizmetlerin bütünleşmesi yolundaki engelleri etkin bir şekilde ortadan kaldırmıştır. Kanunun ana yenilikleri şunlardır:

Bankalar, menkul kıymet şirketleri ve sigortacılar arasındaki bağlı ortaklıklara ilişkin sınırlamalar kaldırılmıştır. Finansal holding şirketlerinin (Banka Holding Şirketi Kanunu'na uygun olarak) kurulmasına ve sigorta yüklenimi ve dağıtımı, menkul kıymetler yüklenimi, alım satımı, ticari bankacılık dâhil bir dizi finansal faaliyette bulunmasına izin verilmiştir. Fed, bir finansal holding şirketinin kuruluşuna, mevduat

kabul eden kuruluşlarının şubelerinden herhangi birisinin sermayesi yeterli olmadığında, iyi yönetilmediğinde veya yeniden yatırım konusundaki derecesi düşük olduğunda izin vermez.

Bankaların menkul kıymet faaliyetleri fonksiyonel olarak düzenlenmiştir.

Sigortacılar ve bankacılar arasındaki bağlı ortaklık ilişkileri ile Fed ve eyalet sigorta düzenleyicileri arasındaki görüş alışverişi ve gizli bilgilerin paylaşımı düzenlenmiştir. Kanun, eyaletleri bir örnek veya karşılıklılık esasına dayalı acente lisanslaması konusunda özendirilmektedir.

Finansal kuruluşların hem başlangıçta hem de düzenli olarak kamuyu aydınlatması öngörülmektedir.

Finansal Hizmetlerde Bütünleşmenin Derecesi ve Yapısı

Nüfusu yaşlanan olgun bir piyasa, güçlü ve istikrarlı bir ekonomi ve hızla büyüyen hisse senedi piyasasıyla Amerikan finans piyasası rekabetçidir ve rekabet daha da artmaktadır. Tüketiciler gittikçe artan oranda hisse senedi yatırımı yapmaktadır. Hane halkının hemen hemen yarısının hisse senedi veya katılma belgesi yatırımı vardır.

Tüketiciler finansal kuruluşlarla ilişkilerinde kurumların dikte ettirdiği şekilde değil, kendileri için güvenli olan şekilde hareket etmek isterler. Daha bilinçlendikçe ve yatırım yapabilecekleri tasarrufları arttıkça finans kuruluşlarının etkinliğinin artmasını ve daha iyi ürün performansı göstermelerini beklerler. Böylece, tipik sigorta dağıtımının maliyetlerinin yüksek olması, sigortayı bankalar ve diğer mevduat kuruluşları için çok çekici hale getirir. Avrupa ülkelerindeki deneyim, bankaların sigortayı geleneksel sigorta dağıtım kanallarından daha düşük maliyetle dağıtabildiklerini göstermiştir.

1986–1996 yılları arasında Amerikan bankalarının problemlerinin çoğu, düzenlemelerdeki kısıtlamalardan ve görece küçük olmalarından, sınırlı coğrafik koşullardan ve kötü yönetimden kaynaklanmıştır.

Artık durum değişmiştir. Önemli ölçüde konsolidasyon sağlanmıştır ve Amerikan bankaları yine dünyanın en büyük ve en kârlı finansal kuruluşları arasında üst sıralardaki yerlerini almışlardır. Sigorta kesiminde de benzer konsolidasyon yaşanmaktadır. Sektör içinde ve sektörler arasında daha fazla konsolidasyon beklenmektedir.

Bütünleşme trendi, finans-dışı kuruluşların faaliyetleri sayesinde büyümektedir. Microsoft, Quicken, AOL ve diğer internet odaklı faaliyetler, finansal hizmetlerin dağıtımında köklü değişiklik yapabilecek potansiyele sahiptir.

16.AVRUPA BİRLİĞİNDE FİNANSAL BÜTÜNLEŞME

Avrupa Birliğinde ekonomik bütünleşme sürecinin, reel (iç pazar) ve parasal (Avrupa Para Birliği, Euro) bütünleşme şeklinde iki ayak üzerine oturduğunu söylemek mümkündür. Ancak, özellikle Euro'ya geçiş sonrasında bu ayakların yere sağlam

basabilmesi için, finansal bütünleşmenin üçüncü bir ayak olarak alınması gereksinimi ön plana çıkmıştır⁴¹.

Avrupa topluluğunda finansal bütünleşme, üye ülkeler arasında zamana yayılmış, koordineli bir düzenleme süreci şeklinde uygulanmıştır. Bundaki amaç, her üye ülkenin güvenli kurallar, piyasa istikrarı ve tüketiciyi koruma ile ilgili kamu politikası çıkarlarından vazgeçmesini gerektirmeksizin, daha büyük bir bütünleşmeyi sağlayacak olan yasal çerçevenin oluşturulmasıdır. Bu bağlamda, Avrupa ekonomik sistemini oluşturacak olan Tek Pazar Programı (Single Market Program), orijin ülke (home country) kontrolü, düzenleme alanında rekabet ve minimum standartlarda uyum esasına dayanmaktadır⁴².

Orijin ülke kontrol ilkesine göre, birincil gözetim ulusal otoritelerin doğrudan kontrolüne bırakılmıştır. Üye devletler arasında karşılıklılık esası (mutual recognition) ve düzenleme alanında rekabet tanınmıştır. Bununla birlikte, katılımcının ulusal yasalarının tamamen uyumlu olması gerekmeyip, ev sahibi (host) ülkelerdeki şubelerin sınır ötesi hizmet ve faaliyetlerinin orijin ülke kurallarına göre düzenlenmesi kabul edilmiştir. Bütünleşme, bölgesel pazarlara ve büyük ölçüde uluslararası rekabete açılma, finansal aracılıkta etkinliğin artması, sermayenin daha etkin kullanımı, finans sektörünün gelişmesi ve daha iyi mali disiplin gibi çeşitli yararlar sağlamıştır⁴³.

Finansal hizmetlerin serbestleşmesi, bu hizmetlerin, gerek işlem yapmak gerekse yatırımda bulunmak anlamında, ev sahibi ülkede, orijin ülkenin yetkilendirmesi dışında bir yetkilendirme aranmaksızın yerine getirilmesini sağlayan "Tek Pasaport" ile elde edilmiştir. Bununla birlikte, program hem sektörler hem de ülkeler arasında heterojen bir bütünleşme sağlamıştır. Toptan bankacılık sektörü bütünleşme sürecini derinleştirirken, perakende bankacılık bölünmüş olarak kalmış ve daha da yerel hale gelmiştir. Menkul kıymet piyasaları bütünleşmeyi daha da derinleştirirken sigorta alt sektörleri yasal engeller nedeniyle sınırlı kalmıştır⁴⁴.

Avrupa deneyimi, finansal bütünleşme için aşağıda belirtilen hususların varlığının gerekli olduğunu göstermiştir⁴⁵:

- Sektörel etkinliğin ötesinde, ekonomik kalkınma ve küresel rekabetçilik dâhil, açıkça tanımlanmış uzun vadeli hedefler,
- Yasal çerçevelerin ve sınır ötesi finansal faaliyetlerin minimum uyumlaştırılmasının, kamu yönetiminde, özellikle de vergi uygulamaları, banka ve sigorta düzenlemeleri ve menkul kıymetler piyasalarının birlikte

⁴¹ Dr. Mehmet Akif İçke, Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinin, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Odaklı Finans Sistemi Ayrımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Cilt I, sh. 53, Sermeye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 178, Mayıs 2005

⁴² Financial Integration, agk

⁴³ Financial Integration, agk

⁴⁴ Financial Integration, agk

⁴⁵ Financial Integration, agk

denetiminde uygulanabilir ve güvenilir bir Tek Pasaport sistemi için reform gerektirdiğinin kabul edilmesi ve

- Etkin bir finansal bütünleşmeyi engelleyen finansal krizlerden kaçınmak için, önemli ölçüde finansal uyumlaşma ve ekonomik iş birliği konusunda kararlılık.

16.1.ECB, Eurosystem ve Finansal Bütünleşme Süreci⁴⁶

Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) ve Eurosystem*, finansal sistem para politikalarının uygulanmasında temel rolü oynadığından, Avrupa'da finansal bütünleşme sürecine özel bir önem vermektedir. Etkin ve geniş çapta bütünleşmiş bir sermaye piyasası, para politikasının devamlı ve etkin bir biçimde uygulanmasını sağlar.

ECB'nin, ödeme sistemlerinin düzgün işlemlerini veya finansal istikrarın devamlılığını sağlamak gibi diğer temel görevleri açısından da yüksek derecede finansal bütünleşme gereklidir.

Bütünleşme sürecinin desteklenmesinde en önemli neden, Avrupa ekonomisinin büyüme potansiyelini, enflasyona yol açmaksızın artıracak olmasıdır. Bütünleşme arttıkça tasarruflar en kârlı yatırım planlarına daha etkin bir şekilde dağılırken uyumsuzluk ve işlem maliyetleri de en aza iner.

Bütünleşme konusunda bugüne kadar kat edilen yoldan çıkarılacak iki ders vardır. Birincisi, bütünleşme ancak sınır ötesi finansal faaliyetlerin önündeki engellerin etkin bir şekilde kaldırılmasıyla elde edilebilir.

İkincisi, yasal çerçevenin kendisi piyasanın etkin bir şekilde bütünleşmesi için yeterli değildir. Bu, ancak bir potansiyel oluşturur. Bu potansiyeli değerlendirmek, kamu veya özel, farklı oyunculara bağlıdır.

Mali Hizmetler Eylem Planı (Financial Services Action Plan-FSAP) ile Lamfalussy Yaklaşımı Avrupa finansal sisteminin bütünleşmesinde önemli birer aşamadır. FSAP'de yer alan önlemlerin kabul edilmesi kamu otoritelerinin finansal bütünleşme sürecindeki rollerinin sona erdiği anlamına gelmez. Yetkili otoriteler için Avrupa düzeyinde kabul edilen önlemlerin uyumlu bir şekilde, ulusal düzeyde etkin olarak uygulanmasını sağlamak çok önemlidir.

Lamfalussy Yaklaşımı'nın uygulanması, yürürlükteki çerçeve düzenlemelerin uygulanmasını *standartlaştırırken* düzenlemeleri de *basitleştirme* fırsatı yaratacaktır.

16.2.Euro ve Finansal Bütünleşme

Dünya çapında finansal piyasalarda önemli yapısal değişiklikler yaşanmaktadır. Bu değişiklik, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, geniş çaplı finansal

⁴⁶ Financial Integration: Where Do We Stand? Speech by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, Paris, 3 December, 2003, <http://www.ecb.int/key/03/sp031203en.htm>

* Avrupa Merkez Bankası ile para birimi olarak Euro'yu kabul eden ülkelerin Merkez Bankaları, birlikte Eurosystem'i oluşturmaktadır.

düzenlemelerin azaltılması ile bilgi ve haberleşme teknolojilerindeki ilerlemeden beslenen küreselleşme süreci tarafından belirlenmektedir. Böyle çok farklı güçlerin varlığı durumunda Euro'nun etkisini ayrıştırmak kolay olmamakla birlikte, Euro'nun, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde daha etkin bir aracılık yapılmasına yardımcı olduğuna inanılmaktadır⁴⁷.

Euro, AB finansal sisteminde daha fazla fiyat şeffaflığı sağlayarak rekabeti önemli ölçüde artırmıştır. Rekabet, işlem maliyetlerini düşürür ve yatırımcılara en yüksek muhtemel getiriyi, ödünç alanlara ise en düşük muhtemel sermaye maliyetini sağlar⁴⁸.

Euro'nun kullanılmaya başlanması Euro alanında bütünleşmenin artması konusunda katalizör işlevi görmüştür. Bütünleşmenin Euro alanındaki finansal piyasalara getirdiği etkinlik artışı, yalnızca bu bölgede yaşayanlar için değil, aynı zamanda bu bölgede yaşamadığı halde Euro bölgesi finansal piyasalarına erişerek onların genişlik, derinlik ve likidite avantajlarından yararlanabilen ödünç alanlar ve yatırımcılar için de yararlıdır⁴⁹.

Hisse senedi piyasalarının Euro düzeyinde bütünleşmesi, Euro alanındaki ihraççıların geniş ve açık bir piyasadaki çok sayıda yatırımcıya öncelikle ulaşabilmesi anlamına gelir. Bu, yeni ve görece küçük şirketlerin genç ve yenilikçi şirketlere, fon yaratma konusunda uzmanlaşmış hisse senedi piyasalarından finansman sağlaması için bir yol oluşturur⁵⁰.

16.3.Euro, Eurosistem Para Politikası ve İstikrar⁵¹

Euro'nun kullanımının yarattığı, rekabet ve büyüme potansiyelini artıran 4 çeşit istikrar etkisi söz konusudur: döviz kuru istikrarı, fiyat istikrarı, finansal istikrar ve mali istikrar.

Döviz kuru istikrarı Avrupa Birliğinde finansal piyasaların gelişmesinin yanı sıra, doğrudan tek mal ve hizmetler piyasası ile ilişkilidir. Tek para birimi, Euro bölgesindeki ülkelerdeki tüm ithalatçılar ve ihracatçılar ile borçlananlar ve kredi verenler için döviz kuru riskini tamamen ortadan kaldırmış ve böylece diğer Euro bölgesi ülkeleri karşısında döviz riskinden korunma maliyetlerini bertaraf etmiştir. Sınır ötesi ticaret, yatırım ve finansal işlemler teşvik edilmiş ve özellikle küçük ve orta ölçekli şirketler, Euro alanındaki piyasalara girmeye özendirilmişlerdir. Bu gelişmeler

⁴⁷ Financial Integration in Europe: Actions and Prospects, <http://europa.eu.int/comm/internalmarket/en/smn/smn24/s24mn16.htm>

⁴⁸ Financial Integration in Europe: Actions and Prospects, agk

⁴⁹ European Financial Integration and the International Role of the Euro, Prof. Eugenio Domingo Solans, Member of the Executive Board of the European Central Bank, speech delivered at the Global Economic Summit IV, organised by NAMM, Estepona (Spain), 9 March 2002, <http://www.ecb.int/key/02/sp020309.htm>

⁵⁰ European Financial Integration and the International Role of the Euro, agk

⁵¹ European Financial Integration and the International Role of the Euro, agk

rekabeti, kaynak dağılımını ve yatırım ortamını geliştirerek Euro alanında daha yüksek, uzun vadeli potansiyel büyümeye katkıda bulunur.

Fiyat istikrarı sağlamak için nominal faiz oranları düşük tutulurken, düşük enflasyon ve düşük enflasyon beklentisine ulaşılmıştır.

Euro alanının finansal istikrarı tek para birimi ile sağlanmıştır. ABD'deki terörist saldırılar küresel finansal piyasaların kısa vadeli fonksiyonunu tehdit ettiğinde, tek para biriminin varlığı ve bunun sonucunda ortaya çıkan Avrupa finansal piyasalarının bütünleşmesi ve derinleşmesi, Avrupa'da finansal istikrara katkıda bulunmuştur.

Euro alanındaki istikrarla ilgili dördüncü konu mali politikaların disiplini. Euro alanında halen uygulanan makroekonomik politikalar, bütün olarak, fiyat istikrarı, mali güvenilirlik ve yapısal değişikliklere, 1970'lerde, 1980'lerde veya 1990'ların başında olduğundan çok daha fazla yardımcı olmaktadır. Ekonomik ve Parasal Birliğin üçüncü aşamasını sağlayacak olan yaklaşma (convergence) ölçütü, istikrarlı bir ortam yaratmak açısından önemini korumaktadır.

Dünyanın ekonomik ve politik düzeni açısından büyük önem taşıyan ve son on yılda ortaya çıkan iki olay, Avrupa'nın bütünleşmesi ve ekonomik küreselleşmedir. Bu iki olay farklı köklere dayanmakla birlikte, etkileri karmaşık bir şekilde bağlantılıdır. Çünkü hem Avrupa'nın bütünleşmesi hem de ekonomik küreselleşme, belli bir dereceye kadar, geleneksel ulusal sınırlar ve ulusal egemenlik fikri ile mücadele etmektedir. Ancak Avrupa'nın bütünleşmesi daha ileri düzeydedir. Tek para biriminin kabulü, özellikle bunu kabul eden ülkelerin ekonomik bütünleşmesini hızlandırmıştır. Euro'nun Avrupa'nın ekonomisi ve özellikle finansal piyasaları üzerindeki etkileri küreselleşmenin potansiyel etkileri konusunda da fikir vermekte olup söz konusu etkiler şunlardır:

- Euro'yu benimseyen ulusal piyasaların tek bir piyasa halinde bütünleşmesi ile elde edilen kritik büyüklük, sermayenin en üretken yatırım imkânlarına etkin bir şekilde yönlendirilmesi ve dolayısıyla daha yüksek sürdürülebilir büyüme beklentilerini etkin bir şekilde artırmıştır,
- Ulusal sınırların oluşturduğu rekabet engellerinin kaldırılması süreci, etkileri beklenenin ötesine ulaşacak şekilde hızlandırmıştır,
- Euro'nun kullanılmaya başlanması, piyasanın serbestliğini ve etkinliğini sağlamak için ortak kurallar setine olan ihtiyacı belirginleştirmiştir.

16.4. Avrupa'da Ekonomik ve Finansal Bütünleşmenin Geleceği⁵²

Avrupa'da ekonomik ve finansal bütünleşme sağlam bir zemine oturmaktadır. İş gücü, mallar ve hizmetler Birlik sınırları içinde serbestçe hareket etmektedir. Euro'nun kabulü ekonomik olarak ülkelerin birbirine yaklaşması ile sağlanmıştır ve işlem maliyetlerinin ve döviz riskinin azalmasına katkıda bulunmaktadır.

⁵² European Economic&Financial Integration: What is the Outlook? Remarks by Jean-Claude Trichet, Govenor of the Banque de France, October 1, 2002, Paris Europlace-Financial Forum, New York

Tek Pazar, Şu andaki büyüklüğüyle önemli boyutta ölçek ekonomisi sağlamakta ve çok geniş iş ve yatırım imkânları sunmaktadır. Tüketicilerin yararına olarak rekabeti artırmakta ve bu da sermayenin daha iyi dağılımı sonucunu vermektedir.

Euro bölgesi, kuvvetli bir bütünleşme içinde olmasına rağmen aynı zamanda dünyanın geri kalan kısmına, dünyanın diğer iki büyük ekonomisinden (ABD ve AB) daha açıktır.

Bütünleşme, doğal olarak en çok para piyasasında tamamlanmıştır. Kısa vadeli sermaye piyasasında gelişim aynı çizgide gitmemektedir ve daha az dinamiktir.

Euro bölgesindeki hisse senedi piyasalarının bütünleşmesi de önemli boyuttadır. Lokal orijinli yatırım fonlarının yerini Avrupa orijinli fonlar almıştır. Türev piyasalar da katılımcılarının, ülke perspektifinden Euro bölgesi perspektifine geçmesini sağlamaktadır. Bütünleşme genç ve yeni firmalara fon sağlayan yatırımcıların sayısını artırdıkça, yeni kotasyonların sayısı artmaktadır. Elektronik işlem sistemleri şeffaflığı sağlamak ve işlem maliyetlerini düşürmek suretiyle Avrupa'da piyasaların standartlaşmasına katkıda bulunmuştur.

Tek para birimi, yalnızca Tek Avrupa Pazarında rekabet ve etkin fonksiyonu sağlamakla kalmaz, aynı zamanda belirsizliği azaltır ve Euro alanı içindeki yatırım ve üretim kararlarını kolaylaştırır.

Bütünleşme devamlılık arz eden bir süreç olup AB'nin geleceği açısından bütünleşmenin genişlemesi ve daha da derinleşmesi önemlidir.

Finansal bütünleşmenin sağlanması için politik kararlılığa ihtiyaç vardır. Çözülmesi gereken iki temel konu, tüm topluluk düzeyinde genel kural ve prensiplerin uyumlaştırılması ve piyasa düzenleyicileri, gözetimciler ve merkez bankaları arasında teknik ve uygulamaya ilişkin konularda yakın iş birliğinin sağlanmasıdır.

Finansal sektörün kararlılığı da önemlidir. Piyasa katılımcıları ne kadar tamamen bütünleşmiş bir ortamda imişler gibi (veya onu sağlama amacıyla) davranırlarsa, o ölçüde yasal uyumlaştırmaya olan ihtiyacı kanıtlamış ve bütünleşme sürecini hızlandırmış olurlar.

16.5.ABD'nin Avrupa'daki Finansal Bütünleşmeden Beklentisi⁵³

ABD hükümetinin, Avrupa finansal piyasalarını bütünleştirme planını, yeni düzenlemeler Amerikan şirketleri için ayrımcılık içermediği sürece destekleyeceği tahmin edilmektedir.

FSAP, AB çapında tek bir finansal piyasa oluşturmayı; yeni düzenleme konularına cevap verebilecek kapasitede bir AB örgütü kurmayı; sermaye piyasasındaki bölüntülenmeyi ortadan kaldırmayı; düzenleyici otoriteler arasındaki koordinasyonu

⁵³ U.S. Anticipates Benefits From EU Financial Integration, Randal Quarles, Assistant Secretary of the Treasury for International Affairs, speech, May 22, 2002

<http://useu.be/Categories/Tax%20and%20Finances/May2202QuarlesEUFinanci...>

artırmayı; toptan ve perakende finansal işlemler için bütünleşmiş bir AB alt yapısı geliştirmeyi amaçlamaktadır.

ABD'ye göre FSAP iyi yönetildiği takdirde, Avrupa, ABD, dünya ekonomisi ve Amerikan finansal kuruluşları için bir kazan-kazan fırsatı sunacaktır.

Bugün ABD ve AB, dünyadaki en büyük iki ekonomidir ve küresel ekonominin iyi yönetilmesini sağlamak konusundaki sorumluluğu paylaşmaktadır. Bu nedenle ABD ve Avrupa'da uygulanan politikalar sadece bu bölgelerde yaşayan insanlar için değil, bütün dünya için kritik öneme sahiptir.

ABD'nin, FSAP sürecini yakından izlerken aşağıdaki temel noktaları dikkate alacağı tahmin edilmektedir:

- Kurallar ve yasalar, şirketler ulusal sınırlar içinde faaliyet gösteriyormuş gibi düzenlenmemelidir. Başka bir ifadeyle FSAP sadece bütünleşmiş bir Avrupa finansal piyasası değil, küresel pazarda var olabilecek bir Avrupa finansal piyasası oluşturmalıdır.
- Küresel finans şirketleri dünyadaki en rekabetçi ve yenilikçi sektörlerin bir parçasıdır. Rekabetçilik ve yenilikler ödüllendirilmelidir. FSAP, Avrupa piyasasında faaliyet gösteren en etkin şirketi, ülke orijinine bakmaksızın ödüllendirmelidir.
- Bütünleşmiş bir Avrupa sermaye piyasası, küresel sektörün ön saflarında faaliyet gösteren kuruluşlarıyla, düzenleyici kurullar açısından, risklere karşı koruma önlemleri almayı gerektiren yeni alanlar/mücadeleler demektir. Bu nedenle, düzenlemeye yönelik bilgi paylaşımı ve iş birliği yalnızca Atlantik'te değil, uluslararası kuralları belirleyen, örneğin Bankacılık Denetimi konusunda Basle Komitesi ve IOSCO gibi kurumlar arasında da güçlendirilmelidir.
- Finans sektörünün dinamizmi ve yeni ürünler geliştirmek amacıyla teknolojiyi kullanma hızı dikkate alındığında, daima düzenleyicilerin bir adım önünde gideceği açıktır. Bundan dolayı, düzenleyici kurumlar direktif hazırlarken ve düzenlemeleri sıkılaştırırken finansal kuruluşlara danışmalı, şirketlerin nasıl çalıştığını öğrenmeli ve onların görüşlerini dikkate almalıdır. Dahası, düzenleyicilerin herkesin görüşlerinden yararlanabilmesi ve dış katılımcıların etkin bir şekilde önerilerini iletebilmesi için bu süreç şeffaf ve kamuya açık olmalıdır.

17.DEĞERLENDİRME

Finansal bütünleşme aslında çok eski tarihlerden itibaren yaşanmakta olup dönem dönem hızlanmaktadır. Geçmişte 1690–1789 ve 1875–1914 dönemlerinde hızlı yaşanmış olan finansal bütünleşme, 1975'lerden günümüze kadar da hızla devam etmektedir.

Finansal bütünleşme belirli bütünleşme anlaşmalarının imzalanması yoluyla sağlanabileceği gibi, resmî bir anlaşmaya gerek olmaksızın, kendiliğinden de gelişebilir.

Finansal piyasalarda bütünleşmenin etkin olabilmesi, ulusal ekonomik ve finansal ortamın uygunluğuna; yönlendirme ve gözetime yönelik uygulamalara; beklenmeyen gelişmelere karşı hazırlıklı olunmasına bağlıdır.

Finansal bütünleşme tüketimin karşılanması; ulusal yatırım ve büyüme; makroekonomik disiplinin sağlanması; bankacılık sisteminin etkinliğinin ve finansal istikrarın artması açısından yararlıdır. Ancak sermayeye erişim zorluğu; sermaye akımlarının yurt içinde yanlış dağılımı; makroekonomik istikrarın ortadan kalkması; kısa vadeli akımların dönemsel olması; sermaye akımlarının dalgalanması; yabancı bankaların girme riski gibi potansiyel maliyet unsurlarını da taşımaktadır.

Finansal bütünleşme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir korelasyon vardır. Gelişmiş bir finansal sektör, kârı yüksek riski düşük yatırım projelerinde daha çok sermaye birikimi oluşmasını sağlar.

Diğer taraftan, bütünleşmeden sağlanacak kazançları sınırlayan bazı engeller söz konusudur. Bunlar piyasanın yeterince büyük (gelişmiş) olmaması, pay sahiplerini koruyan düzenlemelerin yetersizliği, döviz kurlarının istikrarsızlığı ve döviz kuru riskinden korunmaya yarayan mekanizmaların olmayışı, birbiriyle uyumlu olmayan çoklu düzenlemelerin varlığı, ulusal düzenleyici otoriteler arasında iş birliği ve yardımlaşmanın olmaması, yasalar ve düzenlemeler arasındaki farklılıklar ve sermaye piyasalarının her alanına ilişkin bilgi eksikliğidir.

Uluslararası piyasalarda bütünleşme sürecinin önündeki engeller ise ülkeler arasındaki teknolojik farklılıklar ile piyasa yapılarındaki eşitsizlikler; finansal sistemi koordine edecek uluslararası bir kurumun olmayışı ve bölgesel bütünleşmeler içindeki farklılıklar ile faiz farklılıklarıdır⁵⁴.

Son 60–70 yıl içinde uluslararası yatırım faaliyetlerindeki engeller büyük ölçüde kaldırılmış olmasına rağmen finansal bütünleşmenin etkisi çok sınırlı kalmıştır. Sınır ötesi menkul kıymet işlemlerindeki çok büyük artış ve uluslararası yatırımlarla ilgili birçok engelin kalkması karşısında, finans alanında ülkelerin öneminin azalması beklenir. Ancak deneysel kanıtlar ülkelerin, portföy seçimi, tasarruflar ve yatırım, tüketim, hisse senedi getirisi, hisse senedi piyasasının büyüklüğü, şirket sahipliği, şirket büyüklüğü, sermaye yapısı ve yönetim açılarından hâlâ önemli olduğunu göstermektedir⁵⁵.

Stulz'a göre, "ikiz acente problemleri" (twin agency problems) olarak adlandırdığı sorunlar finansal bütünleşmenin etkilerinin neden sınırlı kaldığını ve neden finansal bütünleşmenin sermaye kaçışına ve finansal krizlere yol açabildiğini açıklamaya yardımcı olmaktadır. İkiz acente problemleri, ülke düzenleyicileri ve şirket çalışanlarının (insiders-şirketi kontrol edenler: bazen yöneticiler, bazen kontrol eden ortaklar) İkiz acente problemleri, şirketi kontrol edenlerin güçlerini kendi çıkarları için kullanabilmeleri ve Devleti yönetenlerin güçlerini kendi refahlarını artırmak için

⁵⁴ Sadi Uzunoğlu, Uluslararası Piyasalarda Entegrasyon Sürecinin Önündeki Engeller, Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Cilt II, sh. 959 vd. Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 178, Mayıs 2005

⁵⁵ René M. Stulz, The Limits of Financial Globalization, National Bureau of Economic Research, Working Paper No: 11070, January 2005, <http://papers.nber.org/papers/w11070>

kullanabilmeleri ihtimalinden kaynaklanır. Bunlar iki ayrı problem olmaktan çok ikiz problemlerdir. İkisi birlikte gelişir, çünkü birbirlerini beslerler. Bu problemler belirgin olduğunda menkul kıymet sahipliği yaygınlaşamaz ve şirket çalışanları sermayenin büyük bölümüne sahip olan diğer yatırımcılarla birlikte yatırım yaparlar. Sonuçta ortaya çıkan, sahipliğin belli ellerde yoğunlaşması, ekonomik büyümeyi, finansal gelişmeyi ve ülkenin finansal bütünleşmenin avantajlarından yararlanma yeteneğini sınırlar⁵⁶.

Yapılan çalışmalar, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için uluslararası finansal bütünleşmeye karşı çıkmanın gittikçe zor ve maliyetli bir hale geldiğini göstermektedir⁵⁷.

Diğer taraftan, finansal bütünleşmenin uluslararası finansal sistemi yeniden şekillendirmeyi gerektirdiği de kabul edilmelidir. Dünyada hâlâ finansal krizlerle mücadele ile ilgili açık bir şekilde belirlenmiş kurallar yoktur. Sınır ötesi sermaye akımlarını istikrara kavuşturmak için, uluslararası organizasyonların, ahlaki tehlikeleri daha da kötüleştirmeksizin, uluslararası kredi verenlerin güvenini sağlayacak yollar bulmaları gerekmektedir⁵⁸.

Bugüne kadar yaşanan gelişmeler sonrasında, finansal bütünleşme ile ilgili ortaya çıkan bazı politika dersleri şunlardır⁵⁹:

- Finansal serbestleşme dikkatle yürütülmelidir, fakat tüm bankacılık düzenleme ve gözetim kurallarının güncelleştirilmesi ve iyileştirilmesi ile şirketler yasasının gözden geçirilmesini içermelidir. Bu husus, finansal serbestleşme finansal sektördeki ve karşılıklı etkileşim içinde olduğu şirketler sektöründeki etik tehlikeleri (moral hazard) ve tercih hatalarını kolayca daha kötü bir hale getirdiği için önemlidir.
- Finansal serbestleşmenin başarılı bir şekilde uygulanması zor ve uzun bir süreç olduğu için gelişmekte olan ülkeler –geçici ve ikinci en iyi araç olarak- kısa vadeli iç ve dış borçlara gereğinden fazla bağımlılığı azaltmaya yönelik araçları dikkate almalıdır. Bununla birlikte bu politikalar geçici olmalı ve doğru bir şekilde tasarlanıp uygulanmalıdır. Orta vadede, finansal piyasalar belli bir olgunluk ve derinliğe ulaştığında da terk edilmelidir.
- Daha büyük ölçüde finansal bütünleşme isteyen ülkeler, birbiriyle tutarlı makroekonomik politikalar seti içinde para politikasını yönlendirecek güvenilir bir çapalarının olduğu varsayımıyla, esnek döviz kuru rejimini kabul etmelidir.
- Gelişmekte olan ülkeler bankacılık sistemlerini geliştirirken kısa vadeye odaklanmalıdır. Bu, bankaların sermaye yükümlülüklerini artırarak daha esnek hale getirmek, kredi portföylerini kaliteye göre sınıflandırmak, kredi kayıplarını önleyecek hükümler koymak ve vade ve döviz kuru uyumsuzluklarını değerlendirmek gibi önlemleri içerir.

⁵⁶ René M. Stulz, age

⁵⁷ Leonardo Hernández; Schmidt-Hebbel, How can emerging market economies best achieve financial integration while minimizing downside risks?, K./Banco Central de Chile/Central Bank of Chile, 2001, <http://www.eldis.org/static/DOC9479.htm>

⁵⁸ Pierre-Richard Agénor, age

⁵⁹ Leonardo Hernández; Schmidt-Hebbel, Banking, Financial Integration and International Crises: An Overview, Central Bank of Chile Working Papers No:100, July 2001, <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>

- Dünya ekonomisi ile tamamen bütünleşmiş olan ülkeler bile iç ve dış şoklardan etkilenebilir ve geçici bile olsa piyasaya ani güven kaybı ve sermaye akımlarında önemli bozulmalar yaşayabilir. Ancak bu, ülkelerin kendilerini bu şoklardan korumak için ekonomilerini kapatmaları gerektiği anlamına gelmez. Tersine, gelişmekte olan ve endüstriyel ülkelerin benzer şekilde (bulaşma uluslararası ticaret ve finansal bağlantılardan kaynaklandığı ölçüde), hem ihracatın hem de fon kaynaklarının çok çeşitlenmesini amaçlayan politikalar uygulamaları gerekir. Gelişen piyasalara sahip ülkeler ayrıca piyasaları, ekonominin temelleri, politikaları ve en son gelişmeler konusunda tam bilgilendirmeyi hedefleyen kapsamlı bir iletişim stratejisi oluşturmak ve sürdürmek zorundadır.
- Ortaya çıkan krizleri derhal çözmeyi sağlayacak mekanizmalar da oluşturulmalıdır. Erken aşamada ise daha çok durumu teşhis etmeyi sağlayacak iyi araçlara ihtiyaç vardır.

Finansal bütünleşme olgusuna özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, Dr. Yılmaz AKYÜZ'ün finansal bütünleşme ile ilgili görüşleri ve gelişmekte olan ülkeler için yapılabilecekler konusundaki önerileri şöyle özetlenebilir⁶⁰:

Dr. Yılmaz Akyüz'e göre küreselleşme ile bütünleşme birbirinden farklıdır. Gerçekte, I. Dünya Savaşı öncesindeki yıllarda ticaret bugün olduğundan daha serbest iken bugün farklı olan şey miktar ve kat edilen mesafedir. Savaş sonrasındaki bütünleşme süreci gönüllü bir süreçtir. Ülkeler kendi hızlarına göre katılmışlar ve dış politikaları uygun gördükleri ölçüde kabul etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler için söz konusu olan günümüzdeki küreselleşme süreci nitelik olarak farklıdır. Bütünleşmenin ne olduğu güçlülerin çıkarlarına göre şekillenen küresel sistem tarafından belirlenmektedir. Neyin bütünleştiği ve serbestleştiği bu çıkarlardan etkilenmektedir.

Güçlü ülkelerin politik güçleri (sanayileşmiş ülkelerin hükümetleri) ve çok uluslu şirketler iki güçtür ve genellikle birbirlerini karşılıklı olarak etkilerler. Bu süreç serbestleşme ile eş anlamlı değildir. Seçicidir ve güçlünün çıkarlarına hizmet eder. Finansal serbestleşme ticari bütünleşmeden çok ilerdedir. Sermaye hareketlerinde hemen hemen tam serbestleşme söz konusudur, ancak asimetri vardır. Sermaye serbest ve mobildir ama iş gücünün hareketi hâlâ sınırlıdır. Ticaretin kendi içinde de asimetrisi vardır. AB içinde bazı alanlarda tam serbestleşme varken diğer alanlarda sınırlamalar vardır. Bu nedenle, küreselleşme tam serbestleşme değil, seçici serbestleşmedir ve güçlüler tarafından seçilmektedir.

Tüm gelişmekte olan ülkeler kaybeden olmadığı gibi tüm sanayileşmiş ülkeler de kazanan değildir. Bununla birlikte, süreç seçici olduğu için, maliyetler ve getiriler önceden tasarlanmış bir şekilde ortaya çıkar. Ve sonra çok zengin ve çok fakirin kutuplaşması doğar, orta sınıf dışlanır.

Finansal sektörün serbestleşmesiyle eş zamanlı olarak sistem çok istikrarsız hale gelmiştir. Sadece finans değil, para birimleri değiştiği için ticaret de çok istikrarsız hale gelmiştir. Bu, gelişmekte olan ülkelerin kontrol edemediği ve de eşitsizlik ve istikrarsızlık yaratan bir süreçtir. Gelişmekte olan ülkeler için sorun, küresel sistemle

⁶⁰ Dr. Yılmaz Akyüz, Managing Financial Integration: Some Policy Options, Malezya Dışişleri Bakanlığı tarafından, Malezya Menkul Kıymetler Komisyonunda düzenlenen bir konferansta yapılan konuşma, 9 Ağustos 2000, <http://www.twinside.org.sg/title/twr122e.htm>

nasıl bütünleşileceğidir. Bununla kastedilen, kendi kendine yeterli olmak veya bağlantıları koparmak değil, daha çok izlenecek bütünleşme yolu, bir şeyler elde etmek için bu bütünleşmenin nasıl yönetilmesi gerektiğidir.

Sermayenin hareketli olduğu bir dünyada hiçbir ülkenin döviz krizlerine karşı bağımsızlığı yoktur. Döviz kurlarındaki %30–40 oranındaki büyük dalgalanmalar gelişmekte olan ülkelerde de görülür, ancak aradaki fark finansal iflasa, ödeme güçlüğüne ve durgunluğa yol açıp açmamasındadır. Sanayileşmiş ülkelerdeki döviz krizleri bu yönde gelişmez. Fakat gelişmekte olan ülkelerde, bir döviz karışıklığı genelde finansal kriz ve durgunluğa yol açar. Bunun temel nedenleri gelişmekte olan ülkelerin:

1. Borçlu ülkeler olmaları ve yabancı varlıklarının kırmızı işaretli olması,
2. Küçük olmaları (ülkeye giren ve dışarıya çıkan sermaye hasara neden olur),
3. Sanayileşmiş ülkelere göre daha çok dolarize olmaları,
4. Sermaye piyasasında tipik yabancı payının (sanayileşmiş ülkelerde %10'dan az iken) %40-50'ye ulaşması ve bunun da bu ülkeleri daha kırılgan hale getirmesi,
5. Ticaret şoklarının da -ödemeler dengesi problemleri ve yabancı paraların GSYİH'nin büyük bölümünü oluşturması nedeniyle- finansal karışıklığa neden olması,
6. Meydana gelen her büyük finansal krizin sanayileşmiş ülkelerin para birimleri (yen, Euro ve dolar), likidite pozisyonları ve faiz oranlarında derin dalgalanmalara yol açmasıdır.

Kırılgan ve çok borçlu olan gelişmekte olan ülkeler ticaret yapmak için finansmana ihtiyaç duyduklarından finansal sistemle bağlarını koparamazlar. Bütünleşmek zorundadırlar ama sorunla karşılaşmamak için bunu iyi bir şekilde yapmaları gerekir. Bu çerçevede, ortak, bölgesel ve bireysel olmak üzere üç farklı düzeyde hareket etme seçenekleri vardır.

Bir ülke bireysel olarak çok fazla bir şey yapamaz. Sadece güvenilir düzenlemeler ve yönetim, krizleri önleyemez. Bu ülkelerin ortak hareket edebilmeleri için IMF'de daha güçlü olmaları gerekmektedir. Ortak bölgesel mekanizmalar geliştirmelerine gerek vardır ve bunları başlatmanın zamanı gelmiştir.

17.1.Finansal Bütünleşmenin Türkiye'ye Olası Yansımaları⁶¹

Avrupa Birliği ile bütünleşme sonrasında, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımı ve hizmetlerin serbest sunumu ile birlikte Türk mali piyasaları, Avrupa tek mali piyasasına dâhil olacak ve Birliğin ortak normları ile düzenlenerek doğrudan rekabete açık hale gelecektir.

Kıta Avrupası sisteminin uygulandığı; bankacılık-sanayi sektörü ilişkilerinin yoğun olduğu; 1980 sonrasında yapılan önemli reformlara, yeni mali pazarlar ve araçlara, İMKB'nin kurulmasına rağmen mali piyasalarda bankacılık sektörünün ağırlığının yoğun olarak hissedildiği; klasik tasarruf araçlarının egemen olduğu; devletin yoğun

⁶¹ Emre Kavaklı, Avrupa Menkul Kıymet Piyasalarının Bütünleşmesi-II, <http://www.spk-mpd.org/ekavakli08>

borçlanma gereksinimi nedeniyle “dışlama” etkisinin var olduğu; yurtiçi mali kaynakların istenilen ölçüde harekete geçirilemediği; kambiyo mevzuatındaki serbestleşme ile uluslararası sermaye hareketlerinin yaşandığı; ekonomik büyüme hızı ve makro ekonomik istikrarsızlığın mali piyasalardaki gelişmelere olumsuz etkiler yaptığı; yabancılar için yüksek getiri ve risk taşıyan gelişmekte olan bir piyasa özelliğine sahip mali piyasa içinde yer alan Türk sermaye piyasasının Birlik piyasaları ile bütünleşmesinde ilk ayağı, mevzuatın Birlik ortak düzenlemeleriyle uyumlaştırılması oluşturmaktadır.

Sermaye hareketleri ile ilgili kısıtlamalar açısından Türk Kambiyo Mevzuatı Birlik normlarından daha liberal bir yapıya sahip olduğundan, bütünleşmede bu konuda sorun yaşanmayacaktır.

Sermaye Piyasası Mevzuatı, özellikle Kuruluş Anlaşması’nda belirtilen temel ilkelere büyük ölçüde sahip bulunmakla birlikte, piyasalarda şeffaflık ve güvenin sağlanmasına daha fazla önem verilmesi gerekmektedir.

Vergileme konusunda, Birlik genelinde ortak bir norm yaratmaya yönelik çalışmalar devam etmektedir. Ancak Türk vergi düzenlemelerinde Birlik ülkelerine oranla çok sayıda vergi istisnası ve avantajı olduğu görülmektedir. Bu açıdan Birlik normlarına uyum sağlanması gerekmektedir.

Serbest hizmet sunumu ile birlikte borsalar arasında önemli bir rekabet yaşanacak olması İMKB ve diğer örgütlü piyasaları rekabete açık hale getirecektir. İMKB, Birlik ve Türkiye arasındaki fon akım yönünü belirleyecektir. İMKB’nin kendine has özelliklerinin yanı sıra Türkiye’nin makro ekonomik istikrarı, büyüme ve gelişme potansiyeli ve uluslararası ilişkileri, rekabetin belirleyici unsurları olacaktır. Türkiye, makro ekonomik açıdan büyümesi için gerekli yurtiçi tasarrufu harekete geçiremediğinden, bütünleşme sonrasında Türkiye’nin Birlik piyasalarından fon çekme işlevi önem kazanacaktır. Sermaye piyasası fonlarının çok büyük bir kısmına kamunun hâkim olması, piyasalarda fiyat ve getiri dengelerini bozarak istikrarsızlığa neden olmakla birlikte özelleştirme potansiyelinin varlığı ve halka açılmanın henüz yeterli düzeyde sağlanamamış olması önemli bir rekabet avantajıdır.

Bütünleşme ve rekabetin yaşanacağı bir diğer alan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bütünleşme ile birlikte Birlik üyesi aracı kurumlar Türkiye’de serbestçe faaliyet gösterip ürün ve hizmet sunacaktır. Bu durumda aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve yatırım fonları önemli bir rekabet ile karşılaşacaktır. Rekabet alanları Türk sermaye piyasasında, yabancı ve yerli yatırımcılara yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve alım satım aracılığı ile özelleştirme konusuna danışmanlık; yurtdışı piyasalarda ise Türk şirketlerinin menkul kıymet ihracına aracılık, aracılık yüklenimi, Türk yatırımcıların yurtdışı piyasalardaki yatırımlarına aracılık ve portföy yönetimi alanları olacaktır. Bu alanlar içinde özellikle yabancı yatırımcılara yönelik portföy yönetimi hizmeti başı çekecektir. Yabancı yatırımcılar, büyük ölçüde kurumsal yatırımcı olarak gelmektedir. Bu konuda yurtdışında uzmanlaşan yatırım bankacılığı, Türkiye’de henüz istenilen düzeyde gelişmemiştir. Yabancı yatırım fonlarının da Türkiye’de pazarlanacak olması bu mali üründe rekabete yol açacaktır.

Bütünleşmenin yatırımcılara etkisi ise bireysel-kurumsal yerli ve yabancı yatırımcılar üzerinde olacaktır. Türk sermaye piyasası ve borsası yabancı yatırımcılar için

gelişmekte olan piyasa niteliğinde olup, yüksek risk ve getiri potansiyeline sahiptir. İMKB yüksek getiri potansiyeline rağmen istikrarsız bir getiri eğrisine sahiptir. Piyasada kısa vadeli hareketler olmakta ve kurumsal yatırımcıların eksikliği hissedilmektedir. Bu yapı yabancı kurumların gelişi ile bir ölçüde değişebilecektir. Türkiye'deki sabit getirili menkul kıymetlerin reel getirilerinin yüksek olması Türk piyasasını cazip kılmaktadır. Birlik içinde fiyat hareketleri ise oldukça durağan ve önceden tahmin edilebilir niteliktedir.

Bütünleşme ile birlikte Türk yatırımcıları da Birlik üyesi ülkelerin sermaye piyasalarında ve borsalarında serbestçe yatırım yapabilecektir. Bu konuda iki önemli gelişme yaşanacaktır. Bunlar:

1. Türkiye'ye gelecek yabancı aracı kurumlar, kendi piyasalarında sundukları ürün ve hizmetlere doğrudan yatırım imkânı tanıyacaktır.
2. Yabancı borsalarda doğrudan yatırım yapılacak veya Türk yatırımcıların fonları, yurtdışı pazarlarda portföy yönetimine alınabilecektir.

Bütünleşmenin Türk sermaye piyasası üzerindeki önemli bir etkisi de, menkul kıymet ihraçları üzerinde olacaktır. Türk sermaye piyasasında yeterli derinlik ve likiditenin oluşmaması, menkul kıymet ihraçlarının çok büyük bir kısmının kamu tarafından yapılması nedeniyle, yabancı menkul kıymetlerin Türk piyasalarında ihracı zor görünmektedir. Bu konudaki beklenti, Türk şirketlerinin yurtdışı piyasalarda menkul kıymet ihracına yöneleceği şeklindedir.

Piyasalarda şeffaflık, denetim-gözetim ve yatırımcının korunması, bütünleşmenin etkilerinin görüleceği diğer alanlardır. Birlik'te temel hedef, her yatırımcının tüm pazarlarda aynı anda, yeterli ve anlaşılabilir bilgiyi alması ve eşit yatırım haklarına sahip olmasıdır. Bu açıdan piyasalarda açıklık, şeffaflık ve bilgiye erişim konularına azami önem verilmelidir. Birliğin bilgi akım sistemine ve yatırımcı zararlarının tazmini ile ilgili Birlik normlarına uyum sağlanmalıdır.

Türk sermaye piyasası ve en önemli düzenli pazarı olan İMKB, büyük bölümü makro ekonomik gelişmelerden ve mali pazarların gelişme süreci içinde oluşan geleneksel yapıdan kaynaklanan olumsuzluklara karşın, Birlik tek pazarı ile bütünleşilmesinde yeni, dinamik, yüksek getirili bir piyasa olarak Birlik ile rekabette önemli avantajlara sahip olacaktır. Bunun için özellikle Birlik normları ile uyumlaştırma, piyasalarda açıklık ve güvenin sağlanması ile kurumsal bir yapıya ulaşılması gerekmektedir. Yine bütünleşme ile birlikte Türk yatırımcılarına ve menkul kıymet ihraççularına alternatif Pazar imkânı yaratılmış olacak, böylece ekonominin ihtiyaç duyduğu fonların Birlik pazarlarından sağlanması olanağına kavuşulacaktır. Aynı zamanda İstanbul'un bir bölgesel mali merkez konumuna getirilmesi çalışmaları ile birlikte Birlik piyasaları ile bütünleşme birbirini tamamlayıcı ve destekleyici hedefler olacaktır.

KAYNAKÇA

1. Andrew Walter, **Understanding Financial Globalization**, 22 May 2002
2. **Financial Integration**, www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubB-2002E_7384.pdf
3. James R. Lothian, **Financial Integration Over the Past Three Centuries**, Independent Institute Working Paper Number 26, April 2001
4. Leonardo Hernández, Klaus Schmidt-Hebbel, **Banking, Financial Integration and International Crises: An Overview**, Central Bank of Chile Working Papers No:100, July 2001 <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>
5. **Global Financial Integration and Development and Recent Issues**, Note by the Secretary General, United Nations Economic and Social Council, 20 March, 1998, <http://www.un.org/documents/ecosoc/docs/1998/e1998-9.htm>
6. Leonardo Hernández, Klaus Schmidt-Hebbel, **How can emerging market economies best achieve financial integration while minimizing downside risks?**, K./Banco Central de Chile/Central Bank of Chile, 2001, <http://www.eldis.org/static/DOC9479.htm>
7. Sergio Lehmann (Head of International Analysis and Financial Operations, The Central Bank of Chile), **Financial and Monetary Cooperation: A Perspective from the Chilean Integration Progress**, Country Perspective Paper: Chile, PECC Finance Forum Conference, **Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development**, Honolulu, August 11–13, 2002
8. Harold D. Skipper, Jr., Thomas P. Bowles (Chair of Actuarial Science); C. V. Star (Chair of International Insurance), **Financial Services Integration Worldwide: Promises and Pitfalls**, Georgia State University, Atlanta, GA/USA
9. Richard J. Herring, **International Financial Integration: The Continuing Process**, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania
10. David Dollar, Mary Hallward-Driemier, and Taye Mengistae, **Investment Climate and International Integration**, Development Economics, World Bank
11. Dr. Yilmaz Akyüz, **Managing Financial Integration: Some Policy Options**, Third World Network, <http://www.twinside.org.sg/title/twr122e.htm>
12. Jonathan Heathcote, Fabrizio Perri, **Financial Globalization and Real Regionalization**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9292, October 2002, <http://www.nber.org/papers/w9292>
13. Pierre-Richard Agénor, **Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts**, The World Bank, September 7, 2001

14. Hali J. Edison, Ross Levine, Luca Ricci, Torsten Sløk, **International Financial Integration and Economic Growth**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9164, September 2002,
15. Ingo Walter, **Financial Integration across borders and across sectors: implications for regulatory structures**, Leonard N. Stern School of Business, June, 2002
16. Etem Karakaya and Andrew Cooke, **Economic Integration: an Overview of the Theoretical and Empirical Literature**,
17. **Financial Integration Monitor 2004**, Commission Staff Working Document, SEC(2004) 559
18. Philip Arestis, Asena Caner, **Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence**, The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper No. 411, July 2004
19. **Financial integration: Where do we stand?**, Speech by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, Paris, 3 December 2003, <http://www.ecb.int/key/03/sp031203en.htm>
20. **European Economic & Financial Integration: What is the Outlook?** Remarks by Mr Jean Claude Trichet, Governor of the Banque de France, October 1, 2002
21. **Financial Integration in Europe Actions and Prospects**, Single Market News, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn24/s24mn16.htm
22. Prof. Eugenio Domingo Solans, **European Financial Integration and the International Role of the Euro**, Member of the Governing Council and of the Executive Board of the European Central Bank, speech delivered at the Global Economic Summit IV, organised by NAMM, Estepona (Spain), 9 March 2002, <http://www.ecb.int/key/02/sp020309.htm>
23. Selahattin Bekmez, P. Lynn Kennedy, **Macroeconomic Implications of the European Integration on the Turkish Economy**, Middle East Technical University, Studies in Development, March 20, 2002
24. Selahattin Bekmez, **Is Integration with Europe Good Enough for the Turkish Producers?**, July 5, 2002
25. Etem Karakaya, Ferhat Başkan Özgen, **Economic feasibility of Turkey's Economic Integration with the EU: Perspectives from Trade Creation and Trade Diversion**, Adnan Menderes University
26. Bilin Neyaptı, Fatma Taşkın and Murat Üngör, **Has European Customs Union Agreement really Affected Turkey's Trade?**

27. **Turning the Corner, Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration**, European Commission Financial Services, Tenth report, Brussels, 2 June, 2004
28. **Financial Integration within the European Union: Towards a Single Market for Insurance**, Rainer Beckmann, Carsten Eppendorfer and Markus Neimke
29. René M. Stulz, **The Limits of Financial Globalization**, National Bureau of Economic Research, Working Paper No: 11070, January 2005, <http://papers.nber.org/papers/W11070>
30. **Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon**, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Cilt I, II, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın No: 178, Mayıs 2005
31. Frits Bolkestein, **The EU's Policy on Financial Integration After Enron**, EU Internal Market and Taxation Commissioner, American Enterprise Institute, 29 May, 2002
32. Philip Arestis and Asena Caner, **Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence**, The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No: 411, Geniş Kapsamlı Türkçe Özet Mustafa Özçam, Temmuz 2004
33. Emre Kavaklı, Avrupa Menkul Kıymet Piyasalarının Bütünleşmesi-II, <http://www.spk-mpd.org/ekavakli08>
34. **Progress on the Financial Services Action Plan**, Annex, 2 June, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/progress10-%20annex_en.pdf
35. EUROPA – Rapid – Press Releases, Brussels, 6 May, 2004, <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/601&format=HTM>
36. EUROPA – Rapid – Press Releases, Brussels, 1 June, 2004, <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/696&format=HTM>