



İMKB DERGİSİ
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 11 Sayı: 44



Yirmi Beşinci Yıl
Twenty Fifth Year

**Repo İşlemlerinde Finansal Raporlama ve
UMS 39 ve UFRS 7 Değişikliğinin Etkisi**
İhsan Uğur Delikanlı

**Kurumsal Yatırımcıların İMKB Şirketlerine
Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması**
Serkan Yılmaz Kandır

**Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların
Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği**
Gülözar Kurt Gümüş

İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

Tangül DURAKBAŞA
Baş Hukuk Müşaviri

Genel Yayın Yönetmeni

Dr. Ali KÜÇÜKÇOLAK

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Saadet ÖZTUNA

Ofset Hazırlık ve Baskı

UFUK REKLAMCILIK
Maltepe Mah. Gümüşsuyu
Cad. Çiftehavuzlar Yolu
1. Matb. Sitesi No:1/68
Topkapı / İSTANBUL
Tel: 0212 544 92 30
Fax: 0212 544 92 29
www.ufukmat.com
Basım Tarihi: Nisan 2010



Yayın Kurulu

Dr. Esin AKBULUT
Dr. Aydın SEYMAN
Hikmet TURLİN
Kudret VURGUN
Adalet POLAT
Dr. Murad KAYACAN
Selma URAS ODABAŞI
Tayfun DEMİRÇARK
Eralp POLAT
Dr. Necla KÜÇÜKÇOLAK
Remzi AKALIN
Şenol KAYA
Tuncay ERSÖZ
Hatice PİR
Ali İhsan DİLER
Alpay BURÇ
Bahadır GÜLMEZ
Güzhan GÜLAY
Hüda SEROVA
İlker KIZILKAYA
Korhan ERYILMAZ
Levent BİLGİN
Levent ÖZER
Mert SÜZGEN
Metin USTAĞLU
Ali MÜRÜTOĞLU
Dr. M. Kemal YILMAZ
Gürsel KONA
Dr. Recep BİLDİK
Alişan YILMAZ
Sedat UĞUR
Deniz İLKILIC

Bu Dergi'de yer alan fikir ve yorumlar yazarların kendisine aittir.

İMKB'yi bağlamaz.

Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.

Bu yayım İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Araştırma Müdürlüğü tarafından üç ayda bir yayınlanır.
İMKB, vergiden muaf tüzel kişiliğe haiz bir kamu kuruluşudur.
Yönetim Yeri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,
Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad. Emirgan 34467 İstanbul
Yazışma Adresi: İMKB, Strateji Geliştirme ve Araştırma Müdürlüğü
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,
Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad. Emirgan 34467 İstanbul
Telefon: (0212) 298 21 00 Fax: (0212) 298 25 00
Türkçe web sitesi: <http://www.imkb.gov.tr>
E-mail: saadet.oztuna@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi Hakem Heyeti

Akademisven

Prof. Dr. Alaattin TİLEYLİOĞLU, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Ali CEYLAN, Uludağ Üniversitesi
Prof. Dr. Asaf Savaş AKAT, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Bhaskaran SWAMINATHAN, Cornell University, ABD
Doç. Dr. B.J. CHRISTENSEN, Aarhus University, Danimarka
Prof. Dr. Birol YEŞİLADA, Portland State University, ABD
Prof. Dr. Burç ULENGİN, İstanbul Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Cengiz EROL, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Coşkun Can AKTAN, Dokuz Eylül Üniversitesi
Prof. Dr. Doğan ALTUNER, Yeditepe Üniversitesi
Prof. Dr. Erdoğan ALKİN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Erol KATIRCIOĞLU, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Gülnur MURADOĞLU, University of Warwick, İngiltere
Doç. Dr. Halil KIYMAZ, Houston University, ABD
Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI, Çukurova University
Prof. Dr. Hurşit GÜNEŞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. İhsan ERSAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN, Bilkent Üniversitesi
Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU, Çukurova Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet ORYAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mustafa GÜLTEKİN, University of North Carolina, ABD
Prof. Dr. Nejat SEYHUN, University of Michigan, ABD
Prof. Dr. Nicholas M. KIEFER, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Niyazi BERK, Bahçeşehir University
Doç. Dr. Numan Cömert DOYRANGÖL, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Oral ERDOĞAN, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Osman GÜRBÜZ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Reena AGGARWAL, Georgetown University, ABD
Prof. Dr. Reşat KAYALI, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Rıdvan KARLUK, Anadolu Üniversitesi
Prof. Dr. Robert JARROW, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Seha TINIÇ, Koç Üniversitesi
Prof. Dr. Robert ENGLE, NYU-Stern, ABD
Prof. Dr. Targan ÜNAL, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Taner BERKSOY, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Ümit EROL, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Ünal BOZKURT, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, İstanbul Üniversitesi
Dr. Veysi SEVİĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ, Ankara Üniversitesi

Profesyonel

Adnan CEZAILİ
Dr. Ahmet ERELÇİN
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN
Dr. Atilla KÖKSAL
Bedii ENSARİ
Berra KILIÇ
Cahit SÖNMEZ
Çağlar MANAVGAT
Emin ÇATANA
Erhan TOPAÇ
Dr. Erik SIRRI
Ferhat ÖZÇAM
Filiz KAYA
Doç. Dr. Hasan ERSEL
Kenan MORTAN
Mahfi EĞİLMEZ
Dr. Mreal VARIŞ KIEFER
Muharrem KARSLI
Doç. Dr. Ömer ESENER
Öğr. Gr. Reha TANÖR
Serdar ÇITAK
Sezai BEKGÖZ
Tolga SOMUNCUOĞLU
Çetin Ali DÖNMEZ
Vedat AKGİRAY

Elektronik Erişim:

İMKB Dergisi, 3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayınlanır.

İMKB Dergisi'nin 10. sayısından başlamak üzere bütün makalelere tam-metin olarak internette pdf. formatında erişim sağlanabilmektedir.

Makale Özetleri:

İMKB Dergisi'nde yayımlanan tüm makale özetleri İMKB web sitesinde verilmektedir. Bu veritabanı derginin yayın hayatına başladığı 1997 tarihinden itibaren yayımlanan tüm makale özetlerini içermektedir.

Erişim:

- (1) <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar-html>
- (2) Seçenek: İMKB Dergisi

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen aşağıdaki numara ve adresten bizi arayınız.

Tel: (90.212) 298 21 71

İMKB dergisi Fiyat ve Ödeme Bilgileri:

Basılı Yayın No: 44 Fiyatı 7.50 TL

İMKB Dergisi Ücreti T. İş Bankası Borsa Şubesi

1125000038 no'lu hesaba yatırılmalıdır.

Banka dekontu aşağıdaki adrese gönderilmelidir.

İMKB Strateji Geliştirme ve Araştırma Müdürlüğü

Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad.

Emirgan 34467 İstanbul

Tel : 0212 298 21 71

Fax : 0212 298 21 89

İÇİNDEKİLER

Repo İşlemlerinde Finansal Raporlama ve..... 1 UMS 39 ve UFRS 7 Değişikliğinin Etkisi <i>İhsan Uğur Delikanlı</i>	
Kurumsal Yatırımcıların İMKB Şirketlerine 31 Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması <i>Serkan Yılmaz Kandır</i>	
Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi:..... 61 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği <i>Gülizar Kurt Gümüş</i>	

Global Sermaye Piyasaları	97
--	-----------

İMKB Piyasa İstatistikleri.....	107
--	------------

İMKB Yayın Listesi	111
---------------------------------	------------

1997’den itibaren Institute of European Finance’in (IEF) yayınladığı “World Banking Abstracts” endeksi; Temmuz 2000 itibariyle, American Economic Association tarafından yayınlanan Econlit (Jel on CD) endeksi ve 2005’den itibaren TÜBİTAK-ULAKBİM Sosyal Bilimler veritabanı kapsamına alınması kabul edilmiştir.

REPO İŞLEMLERİNDE FİNANSAL RAPORLAMA VE UMS 39 VE UFRS 7 DEĞİŞİKLİĞİNİN ETKİSİ

İhsan Uğur DELİKANLI*

Özet

Bu çalışmada, repo ve ters repo işlemlerinin uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartlarına göre finansal raporlanmasına yönelik uygulamalar ele alınmıştır. Öncelikle, bahsekonu işlemlerin finansal raporlanmasına ilişkin UMS 32, UMS 39 ve UFRS 7’de öngörülen kurallar değerlendirilmiş, sonrasında da Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ile aracı kurumların finansal raporlama uygulamalarının bu kurallar ile uyumlu olup olmadığı araştırılmıştır. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu’nun finansal varlıkların ve borçların bilanço dışına çıkarılması esasları ile ilgili olarak UMS 39 ve UFRS 7’de yapmayı öngördüğü değişikliklerin repo ve ters repo işlemlerinin finansal raporlamasında neleri değiştireceği, bu değişikliklerin bankaların ve aracı kurumların uygulamalarına ve repo-ters repo pazarına muhtemel yansımalarının neler olabileceği sorularına cevap geliştirilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

Abstract

Financial reporting of the repo and reverse repo transactions is assessed in this study taking into account international accounting and financial reporting standards. Firstly, the related principles envisaged in IAS 32, IAS 39 and IFRS 7 are considered and then the question of whether financial reporting practices of the banks and the intermediary institutions operating in Turkey are compliant with these principles or not is searched. Lastly, proposed amendments regarding the derecognition of the financial assets in IAS 39 and IFRS 7 by IASB are assessed in order to develop answers for the questions of what they will change the financial reporting of repo and reverse repo transactions how they will effect the accounting practices of the banks and intermediary institutions and repo and reverse repo market. It looks that some grey areas in the proposed amendments need the reassessment.

* İhsan Uğur Delikanlı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Atatürk Bulvarı, No:191 B Blok, 06680, Kavaklıdere, Ankara.

Tel: 0312-455 65 28 E-Posta: idelikanli@bddk.org.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler yazarın kendisine ait olup, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın görüşlerini yansıtmaz.

Anahtar Kelimeler : Repo, Ters Repo, UMS 39, UFRS 7.

JEL Sınıflandırması : M41, M48, G21, G24.

I. Giriş

Kısaca repo olarak adlandırılan, menkul kıymetlerin belli bir tarihte belli bir fiyattan geri alım vaadi ile satım işlemi bankaların ve diğer finansal kuruluşların fon temininde yararlandıkları sermaye piyasası işlemlerindedir. Ters repo işleminde ise menkul kıymetin belli bir tarihte belli bir fiyattan geri satmak üzere satın alınması dolayısıyla bir yatırım ilişkisi söz konusu olmaktadır.

Repo ve ters repo işlemlerini yapmaya yetkili kuruluşlar olan bankaların ve aracı kurumların Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarını uygulamaları zorunlu tutulmaktadır.

Repo ve ters repo işlemlerinin finansal raporlaması, “Finansal Araçlar” başlığını taşıyan 32 No’lu Türkiye Muhasebe Standartı (TMS) ile “Finansal Araçlar : Muhasebeleştirme ve Ölçme” başlığını taşıyan 39 No’lu TMS ve “Finansal Araçlar : Açıklamalar” başlığını taşıyan 7 No’lu Türkiye Finansal Raporlama Standartı (TFRS)’nin konusunu oluşturmaktadır. Bu standartların dayanağını oluşturan aynı numaralı Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarında (IAS 39 ve IFRS 7) finansal varlıkların ve borçların bilanço dışına çıkarılması esasları ile ilgili olarak değişiklikler öngören Taslak Çalışma (Exposure Draft) Uluslar arası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB)’nce görüşe açılmıştır. Öngörülen değişikliklerin yapılması halinde repo ve ters repo işlemlerinin finansal raporlamasının yeniden gözden geçirilmesi gereği doğacaktır.

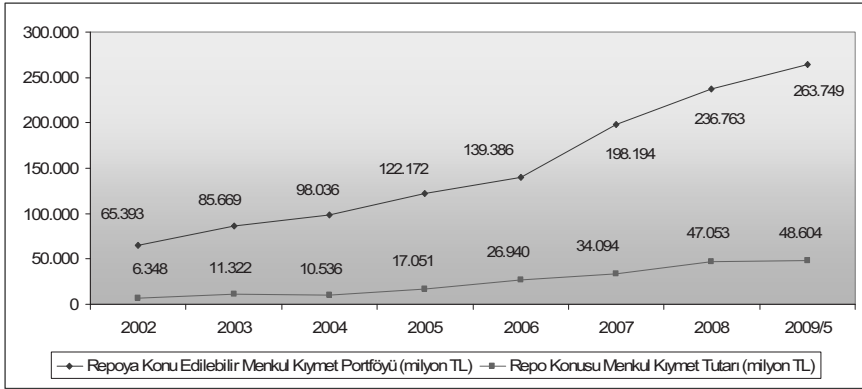
Bu çalışmada, IASB’nin Taslak Çalışma’sında öngörülen değişikliklerin repo ve ters repo işlemlerinin finansal raporlamasına etkisinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde ülkemizde repo ve ters repo işlemlerinin hukuki çerçevesini belirleyen düzenlemeler ele alınmıştır. İkinci bölümde, mevcut TMS 39 ve TFRS 7’de öngörülen uygulamalar ile bankalar ve aracı kurumların fiili uygulamalarının nasıl olduğu ve farklılıklar bulunup bulunmadığı sorusu cevaplandırılmış, üçüncü bölümde ise bu standartlarda IASB tarafından yapılması öngörülen değişiklikler açıklanarak bunların etkisinin neler olabileceği değerlendirilmiştir.

II. Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların menkul kıymet portföylerinde yeralan repoya konu edilebilir nitelikteki finansal varlıklar ile repo işlemlerinin gelişimine ilişkin Grafik:1’den görüleceği gibi 2002 yılı sonu itibarıyla bankalarca bahse konu nitelikteki finansal varlıkların % 9,7’si repo işlemine konu edilmekte iken bu oran 2009 yılı Mayıs ayı sonunda % 18,4’e yükselmiştir.

Repo işlemleri ile sağlanan fonların toplam tutarı ise 2009 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla bankacılık sektörünün toplam bilanço büyüklüğünün % 6,3'ünü oluşturan bir büyüklüğe ulaşmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Günlük Bülteni'nden de Temmuz 2009 itibarıyla tahvil ve bono piyasası repo ve ters repo pazarının günlük işlem hacminin 11 milyar TL'yi aşan bir büyüklüğe ulaştığı görülmektedir.

Grafik 1: Bankacılık Sektöründe Repo'ya Konu Edilebilir Menkul Kıymet Portföyünün ve Repo Konusu Menkul Kıymet Tutarının Gelişimi (2002-Mayıs 2009)



Kaynak : BDDK (2009); (Repo'ya Konu Edilebilir Menkul Kıymet Portföy tutarı Aylık Bülten 6.2.1'de görülen Menkul Değerler tutarından hisse senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri, Merkez Bankası'nca ihraç edilen likidite senetleri, krediye bağlı tahvil ve diğer menkul kıymetler tutarı düşülerek ulaşılan tutara repo konusu menkul kıymet tutarı ilave edilmek suretiyle tarafımızca hesaplanmıştır).

2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nin 30 uncu maddesinde sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı bir sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Aynı Kanununun 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (k) bendi ile de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'na, sermaye piyasası araçlarının geri alma veya satma taahhüdü ile alım ve satımını, ilgili sözleşmeleri ve bu sözleşmelere ilişkin piyasa işlem kurallarını düzenleme ve bu işlemlerle ilgili faaliyet ilke ve esaslarını belirleme görev ve yetkisi verilmiştir.

2.1.1. Kurallar

Repo ve ters repo işlemlerinin ilke ve esasları, SPK’ncaya yayımlanan Seri:V No:7 sayılı “Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ” ile belirlenmiştir.

Repo ve ters repo işlemleri, bankalar ile daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık etmeye yetkili ve SPK’nun sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli asgari özsermaye yükümlülüğünü sağlamış olan aracı kuruluşlar tarafından yapılabilmektedir.

Devlet tahvilleri, hazine bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonolar, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı ve Toplu Konut İdaresi Başkanlığı’ncaya ihraç edilen ya da mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların SPK’ncaya ihraç edilecek borçlanma senetleri ile varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetlerinin repo ya da ters repoya konu olabilmesi öngörülmektedir. Görüleceği gibi, bahse konu menkul kıymetlerin ortak özelliği faize dayalı finansal enstrümanlar olmalarıdır. Bu kıymetlerin itfa tarihini aşmamak kaydıyla repo ya da ters repo işleminin vadesi ve faizi serbestçe belirlenebilmektedir.

Ancak, söz konusu işlemlerin yapılabilmesi için taraflar arasında bir çerçeve sözleşme düzenlenmesi ve işleme konu olan menkul kıymetin repo ya da ters repo işlemini yapmaya yetkili bankalar ya da aracı kuruluşlarca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yapılacak düzenlemelere uygun olarak “Depo” edilmiş olması zorunlu tutulmaktadır. Fakat, ters repo ile alınarak kesin satışa konu edilecek DİBS’ler için bu zorunluluk aranmamaktadır.

Repo konusu olan menkul kıymetlerin alıcıya fiziki teslimi yapılmayıp, işlemler hesaben gerçekleştirilmektedir. Ters repo ile alınan menkul kıymetlerin işlem tarihi ile vade arasındaki süre içinde kalmak ve vadesi geri satma vadesini geçmemek koşuluyla repo işlemi ile yeniden satılmasına imkan tanınmaktadır. Hazine Müsteşarlığı tarafından piyasa yapıcı olarak yetkilendirilen kuruluşların ters repo ile aldıkları Devlet İç Borçlanma Senet (DİBS)’lerini İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlemlerine konu edebilmesine izin verilmektedir.

2.1.2. Hukuki İlişki

Repo ve ters repo işlemi Amerika’da hem teminatlı bir ödünç hem de menkul kıymet alışverişini içeren karma bir işlem olarak kabul edilmesine karşın Türkiye’de kesin satış ve alış ile geri alım ve geri satım taahhütlerini içeren karma işlem şeklinde nitelendirilmektedir (Yetim, 1997).

Repo işleminde menkul kıymetin mülkiyeti alıcıya geçmekte ve getirileri de çerçeve anlaşmasında aksine hüküm bulunmadıkça alıcıya ait olmaktadır (Tanör, 1999). Vade tarihinde menkul kıymetin mülkiyeti kararlaştırılan bedelin ödenmesi koşulu ile tekrar bankaya ya da aracı kuruluşa geçmektedir.

Ters repo işleminde ise, menkul kıymetin mülkiyetinin yetkili kuruluşa geçeceği, getirilerinin çerçeve anlaşmada aksine hüküm bulunmadıkça yetkili kuruluşa ait olacağı ve vade tarihinde, menkul kıymetin mülkiyetinin kararlaştırılan bedelin ödenmesi şartıyla tekrar karşı tarafa geçeceği bir hukuki ilişki oluşmaktadır.

Görülebileceği gibi gerek repo gerekse ters repo işleminde, işleme konu menkul kıymetin mülkiyetinin karşı tarafa geçmesi esastır. Diğer bir ifade ile söz konusu işlemler mülkiyet hakkının devri esasına dayanmaktadır.

Mülkiyet hakkı ise özel hukuktan doğan ve kişilerin birbirlerine karşı sahip oldukları hakları ifade eden özel hak türü olup özel haklardan parayla ölçülebilen hakları ifade eden maddi alacak hakları, fikri haklar gibi mal varlığı hakları grubu içinde sınıflandırılmaktadır (Öztaş, 2004). Mülkiyet hakkı, herhangi bir hakka bağlı olmayan bağımsız ve devredilebilir niteliktedir. Ayrıca, Türk Medeni Kanununun dördüncü kitabını teşkil eden Eşya Hukukunun birinci kısmında da mülkiyete ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Bu hükümlerde herhangi bir tanımlama yapılmamış olmakla birlikte, mülkiyet hakkının, bir eşya üzerinde kurulabilen, sahibine doğrudan doğruya hakimiyet sağlayan ve herkese karşı ileri sürülebilen bir aynı hak türü olduğu ve mülkiyet hakkına sahip olan kişinin, sahip olduğu eşya üzerinde, kullanma, semerelerinden yararlanma, tüketme yani malı başkasına temlik etme, mal üzerinde başka sınırlı aynı haklar tesis etme, tahrip etme yetkilerini haiz bulunduğu kabul edilmektedir (Öztaş, 2004). Nitekim, Anayasa Mahkemesi'nin vermiş olduğu 21.6.1989 tarihli, 1988/34 ve 1989/26 Esas No'lu Karar'da da, "*Anayasa'nın 35. Maddesinde herkesin mülkiyet hakkına sahip olduğu açıkça belirtilmekle beraber mülkiyet hakkının niteliği üzerinde herhangi bir açıklama yapılmadığından bunun öğretilen ve yasalardaki kurallardan yararlanılarak ortaya konulması gerekmektedir. Bu anlamda mülkiyet hakkı; bir kimsenin, başkasının hakkına zarar vermemek ve yasaların koyduğu sınırlamalara da uymak koşulu ile bir şey üzerinde dilediği biçimde kullanma, ürünlerinden yararlanma, tasarruf etme (başkasına devretme, biçimini değiştirme, harcama ve tüketme hatta yok etme) yetkilerini anlatır.*" denilmek suretiyle mülkiyet hakkının öğretilen niteliklerine vurgu yapılmıştır (Nazal ve Demirci, 2009).

Repo ve ters repo işlemlerinde de geri alım ya da geri satım için öngörülen süre içerisinde işleme konu olan menkul kıymetin mülkiyetine sahip olunması, ilgili tarafa mülkiyet hakkına ilişkin öğretilerde kabul edilen yetkileri kullanabilme hakkına sahip olunması sonucunu doğurmaktadır. Ancak, çerçeve anlaşmada hüküm bulunması koşuluyla menkul kıymetin mülkiyetine sahip olan tarafın ilgili kıymetin getirilerinden yararlanabilmesi hakkı sınırlandırılmamaktadır.

2.2. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Düzenlemeleri

Bankaların ve yetkili diğer kuruluşların gerçekleştirebilecekleri repo ve ters repo işlemlerinin azami tutarı ve bu işlemlere konu menkul kıymetlerin teminat olarak depo edilmesine ilişkin usul ve esaslar TCMB’ce belirlenmektedir.

2.2.1. İşlem Limitleri

Bankalar ve diğer yetkili kuruluşların repo tutarı bakiyesi ile ters repo tutarı bakiyesi arasındaki fark olan net repo tutarı bu kuruluşların özkaynağının 20 katı ile, aynı kişi veya kuruluşla yapılacak net repo tutarı bakiyesi ise ilgili banka ya da diğer yetkili kuruluşun özkaynağının 2 katı ile sınırlı tutulmaktadır. Fakat, İMKB bünyesinde gerçekleştirilen repo ve ters repo işlemlerinin yanısıra TCMB ile gerçekleştirilen bu kapsamdaki işlemlerde de bahse konu sınırlamalar uygulanmamaktadır.

2.2.2. İşlemlere Konu Menkul Kıymetlerin Depo Edilmesine İlişkin Kurallar

Bankaların İMKB dışında yani bireysel müşterileri ile gerçekleştirecekleri repo ve ters repo işlemlerine konu DİBS’lerin TCMB İstanbul Şubesi nezdinde, İMKB’nda gerçekleştirecekleri repo ve ters repo işlemlerine konu DİBS’ler ile İMKB ya da İMKB dışında gerçekleştirecekleri repo işlemine konu olan DİBS’lerin dışındaki menkul kıymetlerin Takasbank nezdinde her bir banka adına açılan hesaplarda (Repo Bloke Deposu-Ters Repo Bloke Deposu) depo edilmesi zorunlu tutulmaktadır.

Diğer yetkili kuruluşlar içinse İMKB veya İMKB dışı şeklinde bir ayırım yapılmaksızın repo ve ters repo işlemlerine konu olan tüm menkul kıymetlerin Takasbank nezdinde açılan hesaplarda (aynı adlı) depo edilmesi zorunluluğu aranmaktadır.

Takasbank nezdinde depo edilen repo ve ters repo işlemlerine konu DİBS’leri TCMB İstanbul Şubesi nezdinde Takasbank adına açılmış bulunan bir hesapta muhafaza edilmektedir.

Bankaların ve diğer yetkili kuruluşların, müşterileri ile yaptığı depo edilecek repo işlemine konu menkul kıymetlerin nominal tutarının belirlenmesinde, TCMB’ce Resmi Gazete’de fiyatları ilan edilen DİBS’ler ve Gelir Ortaklığı Senetleri için işlem günü için geçerli birim fiyatları, diğer menkul kıymetler içinse borsada belirlenen fiyatların % 50 eksiği esas alınmaktadır.

TCMB’ce Resmi Gazete’de ilan edilen DİBS’lerinin günlük fiyatları, ilgili DİBS’nin getirisi ile vadesi arasında bir regresyon ilişkisi oluşturulması ve bu yolla elde edilen getiri tahmininin bugünkü değer formülüne konulması ile hesaplanmakta olup bu yaklaşım ile ulaşılan piyasa fiyatları piyasada o gün yapılan işlemlerdeki fiyatlardan hatta bu fiyatların ortalamasından bir miktar farklılaşabilmektedir (Ersel, 1992;2). TCMB yetkilileri ile yapılan görüşmelerde de aynı yöntemin uygulanmakta olduğu bilgisi edinilmiştir. Örneğin, 19 Temmuz 2009 tarihli Resmi Gazete’de, 9.3.2009 tarihinde ihalesi yapılan ve ortalama yıllık bileşik faiz oranı % 13,1 olan (Hazine Müsteşarlığı, 2009;4) 9.9.2009 vadeli TRB090909T11 tanımlı 100 TL tutarlı Hazine Bonosu’nun fiyatı 98,834 olarak ilan edilmiştir. Söz konusu faiz oranı üzerinden Ana para / $\{1 + [(Faiz Oranı \times Vadeye Kalan Gün Sayısı) / 365]\}$ formülasyonu kullanılarak yapılan hesaplamaya göre ise aynı gün itibarıyla itfa edilmiş maliyet değerinin 98,168 TL olduğu görülmektedir. Görüleceği gibi, TCMB’ce her gün ilan edilen DİBS’lerin fiyatları ilgili DİBS için o gün itibarıyla vadeye kalan gün sayısından hareketle etkin faiz oranı yöntemiyle hesaplanabilecek itfa edilmiş maliyet değerini değil piyasa fiyatını ya da bu fiyata yakın bir değeri ifade etmektedir.

Repo vadesi süresince Resmi Gazete fiyatlarında olabilecek değişiklikler nedeniyle ek menkul kıymet bloke edilmesi gibi bir uygulamaya gidilmemektedir. Ancak, kuponlu menkul kıymetlerle yapılan repo işlemlerinde repo vadesi içinde banka veya diğer yetkili kuruluşça kupon tahsilatı yapılması halinde tahsilatın yapıldığı tarihteki Resmi Gazete fiyatı esas alınarak ek menkul kıymet bloke edilmesi istenilmektedir.

Repo işlemi karşılayacak miktarda menkul kıymetin ilgili hesaplarda banka ya da diğer yetkili kuruluşça bloke edilememesi halinde, bloke edilen menkul kıymet üzerindeki tutarlar mevduat olarak değerlendirilmektedir.

Bankaların ve diğer yetkili kuruluşların kendi aralarında yapacakları repo işlemlerinde ise bloke edilecek menkul kıymetin nominal tutarı bu kuruluşların kendi aralarındaki anlaşmaları esas alınarak belirlenmektedir.

III. Repo ve Ters Repo İşlemlerinin Finansal Raporlaması

Repo ve ters repo işlemlerine konu olan menkul kıymetler sözkonusu kıymeti elinde bulunduranlar yönünden finansal varlık, ihraç edenler yönünden ise

finansal borç olarak sınıflandırılmaktadır. Finansal varlık ve borçlar ise TMS 32’de finansal araç olarak tanımlanmaktadır. Finansal araçların muhasebeleştirme ve ölçümü ile ilgili usul ve esaslar TMS 39’da, bunlar ile ilgili finansal tablolarla kamuoyuna açıklanacak hususlar ise TFRS 7’de belirlenmiştir. Ancak, IASB tarafından her iki standartta da finansal araçların finansal durum tablosu (bilanço) dışına çıkarılmasına ilişkin kurallar ile ilgili değişiklikler yapılması sözkonusudur. Bu nedenle, söz konusu değişikliklerin etkisinin değerlendirilebilmesi için öncelikle mevcut uygulamanın nasıl olduğu sorusuna cevap geliştirilmesi gerekmektedir.

3.1. Muhasebeleştirme Uygulamaları – TMS 32, TMS 39

TMS 32’nin ekinde yer alan Uygulama Rehberi’nin UR7 no’lu paragrafında, finansal araçların alınmasına, verilmesine veya değiştirilmesine ilişkin sözleşmeden doğan hak ya da sözleşmeye dayalı yükümlülüğün kendisinin bir finansal araç olduğu ve sözleşmeden doğan haklar veya sözleşmeye dayalı yükümlülükler zincirinin bir nakit elde edilmesine veya ödemesine neden olması durumunda finansal araç tanımına uyacağı belirtilmektedir. Görüleceği gibi, repo ve ters repo işlemleri finansal araç tanımı kapsamındadır. Aynı standardın 19. paragrafında da nakit ya da başka bir finansal varlıkla ödemekten kaçınma gibi koşulsuz bir hak doğurmayan sözleşmeye dayalı finansal yükümlülükler finansal borç olarak tanımlanmakta ve örnek olarak, repo işleminde olduğu gibi, karşı tarafın geri satma hakkını kullanmasına bağlı olan sözleşmeye dayalı yükümlülükler verilmektedir. Dolayısıyla, repo yoluyla sağlanan fonlar için finansal borç sınıflandırması uygun düşmektedir.

Burada açıklığa kavuşturulması gereken husus repoya konu olan menkul kıymetlerin finansal durum tablosunda (bilançoda) varlık olarak gösterilmeye devam edilip edilmeyeceğidir. Yapılacak değerlendirme sonucu menkul kıymetin ters repoya konu olması durumunda ilgili kıymetin finansal varlıklar içerisinde alınıp alınmayacağı sorusuna da cevap oluşturacaktır.

Repoya konu olan ve gerek TMS 32’de gerekse TMS 39 ve TFRS 7’de finansal varlık olarak tanımlanan menkul kıymetler yönünden bir değerlendirme yapıldığında TMS 39’un 17 nci paragrafında söz konusu menkul kıymetlerin bilançoda kayıtlı finansal varlıklar arasından çıkarılmasını gerektirir duruma ilişkin belirlemelerin yapıldığı görülmektedir. Bu durumlar, ilgili menkul kıymete ait nakit akışlarına ilişkin sözleşmeden doğan hakkın süresinin dolması veya aynı standardın 18 ve 19 uncu paragraflarında belirtilen hallerin gerçekleşmesidir. Bahsekonu paragraflarda belirtilen haller ise ilgili menkul

kıymete ait nakit akışlarını elde etme hakkı sağlayan sözleşmeye bağlı hakların devredilmesi veya nakit akışlarını elde etme hakkı elde bulundurmakla birlikte, bir anlaşma gereğince nakit akışlarının bir veya birden fazla alıcıya ödenmesi konusunda sözleşmeden doğan bir yükümlülüğün bulunması durumunu ifade etmektedir.

Ancak, 20 nci paragrafta, menkul kıymetin belirtilen şekilde devredilmesi işleminde ilgili kıymetin mülkiyetinden kaynaklanan risk ve yararların ne ölçüde elde bulundurulmaya devam edildiğinin değerlendirilmesi de istenilmektedir. Menkul kıymetin mülkiyetinden kaynaklanan bütün risk ve yararların önemli ölçüde elde bulundurulmaya devam edilmesi durumunda, ilgili menkul kıymetin bilançoda gösterilmeye devam edilmesi, bütün risk ve yararların önemli ölçüde devredilmiş olması durumunda ise kıymetin bilanço dışına çıkarılması ve devir sırasında yaratılan veya elde tutulan her türlü hak ve yükümlülüğün varlık veya borç olarak ayrıca muhasebeleştirilmesi zorunlu tutulmaktadır. Mülkiyetten kaynaklanan bütün risk ve yararların önemli ölçüde devredildiğine ya da elde bulundurulduğuna ilişkin bir değerlendirme yapılamaması halinde ise menkul kıymet üzerinde kontrol sahibi olunmaya devam edilip edilmediğinin değerlendirilmesi önerilmektedir. Repo ya da ters repo işleminde menkul kıymetin mülkiyetinin devrinde olduğu gibi devredilen menkul kıymet üzerindeki kontrol imkanına sahip olunup olunmadığı değerlendirmesinin ilgili kıymeti devralan tarafın kıymeti satma imkanının bulunup bulunmadığı dikkate alınarak yapılması önerilmektedir. 23 üncü paragrafta, devralan tarafın, menkul kıymetin tamamını, ilişkisiz bir 3 üncü şahsa satma kabiliyetinin bulunması ve söz konusu satışı tek taraflı olarak ve herhangi ilave bir kısıtlama öngörmeksizin gerçekleştirebilmesinin mümkün olması halinde devreden tarafın artık kontrol sahibi olmayacağı, diğer bütün durumlarda kontrol sahibi olmaya devam edeceği kabul edilmektedir.

TMS 39'un 29 uncu paragrafında ise devredilen varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün risk ve yararların önemli ölçüde elde bulundurulmaya devam edilmesi nedeniyle, yapılan devir işleminin bilanço dışı bırakma sonucunu doğurmaması durumunda, devredilen varlığın tamamının bilançoaya yansıtılmaya devam edilmesi ve elde edilen tutarın finansal borç olarak muhasebeleştirilmesi, daha sonraki dönemlerde, devredilen varlıktan sağlanacak her türlü gelirin ve finansal borçtan kaynaklanacak her türlü giderin de muhasebeleştirilmeye devam edilmesi zorunlu tutulmaktadır.

TMS 39'un uygulamasına ilişkin rehberin UR40 no'lu paragrafında, mülkiyetten kaynaklanan bütün risk ve yararların büyük oranda elde tutulduğu durumlara örnek olarak geri alım fiyatının sabit olduğu veya satış fiyatı artı borç

verenin getirisini içerdiği bir satış ve geri alım işlemi verilmektedir. Buna paralel olarak, UR51 no'lu paragrafta verilen bilanço dışı bırakmaya ilişkin örnekler arasında geri alım sözleşmeleri ve menkul kıymet borçlanmaları ile geri alım sözleşmeleri ve menkul kıymet borçlanmaları büyük ölçüde aynı olan varlıklara dayalı işlemler de yer almaktadır. Bu örneklerle göre, bir finansal varlığın, aynı varlığı veya büyük ölçüde aynı olan başka bir varlığı sabit bir fiyattan veya satış fiyatı artırıncı borç verenin getiri payı ile birlikte devredene geri vermek üzere yapılan bir sözleşme çerçevesinde satılması veya aynı ya da büyük ölçüde aynı olan bir varlığın devredene geri verileceği konusunda anlaşarak ödünç alınması veya borçlanılması durumunda ilgili varlığın bilanço dışı bırakılmaması gerekmektedir. Zira, ilgili varlığı devreden tarafın mülkiyetten kaynaklanan bütün risk ve yararları büyük ölçüde elinde bulundurduğu kabul edilmektedir. Nitekim, bu yorum, Kavramsal Çerçeve'nin 35 inci paragrafında verilen, işletmenin bir aktifini belgelere göre başka bir işletmeye satmış ve yasal sahipliğini devretmiş ancak bu aktifin ekonomik getirilerinden faydalanmaya devam etmek için de diğer tarafla anlaşmış olması durumunda bu işlemin satış olarak raporlanmasının doğru olmayacağı yönündeki açıklama ile de örtüşmektedir. Fakat, devralan tarafın varlığı satma ya da rehneme hakkı elde ettiği durumlarda, devreden tarafın ilgili varlığı kendi bilançosunda, örneğin kredi veya geri alım sözleşmesinden doğan alacak şeklinde yeniden sınıflandırılması istenilmektedir.

Bu açıklamalara göre, repo yoluyla sağlanan fonların finansal borç şeklinde, repoya konu menkul kıymetlerin de bilanço dışına çıkarılmadan finansal tablolara yansıtılması gerektiği açıktır. Ancak, repoya konu menkul kıymetlerin geri alım sözleşmesinden kaynaklanan finansal varlık olarak ayrı bir şekilde sınıflandırılarak finansal tablolarda gösterilmesi ülkemiz düzenlemelerine uygun bir yaklaşım olacaktır. Zira, repo ve ters repo işlemine ilişkin hukuki ilişkide de ifade edildiği üzere, söz konusu işlemlere konu menkul kıymetlerin mülkiyetinin devir ilişkisi, devralan tarafa kıymeti öngörülen süre içerisinde repo işlemine konu edebilme, rehnedebilme gibi haklar sağlamaktadır. Nitekim, Ramirez (2007) tarafından da repoya konu varlığın devralan tarafça satılabilmesi ya da teminat verilebilmesi durumunun sözkonusu olması halinde ilgili kıymetin bilançoda teminata verilen varlıklar şeklinde yeniden sınıflandırılması önerilmektedir. Ters repo işleminde ise ters repo yoluyla menkul kıymetin mülkiyetine sahip olan tarafın herhangi bir finansal varlık kaydı yapmayıp geri satım sözleşmesinden kaynaklanan alacak şeklinde finansal varlık kaydı yapması gerekmektedir.

982	Emanet ve Rehinli Kıymetler	xxxx
984	Emanet ve Rehinli Kıymetler	xxxx

şeklindeki kayıtlar ile bilanço'ya yansıtılmaktadır (Yıldırım, 2008).

Repo işleminin vadesinde ise repo bedeli anapara ve faizin ödenmesi

332	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	xxxx
628	Repo İşlemlerine Verilen Faizler	xxxx
010	Kasa	xxxx

şeklinde muhasebeleştirilerek (vergi uygulamaları ihmal edilmiştir), repo işleminin başlangıcında oluşturulan menkul kıymetin repo edilmesine ve repoya konu menkul kıymetin depo edilmesine ilişkin yukarıda verilen kayıtların tersi kayıtlar tesis edilmektedir (Yıldırım, 2008).

Dönem sonlarında da vadesi gelmeyen repo işlemlerine ilişkin Repo'ya konu olan menkul kıymetin değerlendirme farkı

222	Diğer Faiz ve Gelir Reeskontları	xxxx
	Repo İşlemine Konu Menkul Değer.	xxxx
580	Menkul Değ. Alınan Faizler	xxxx

Repo işlemi ile sağlanan fona ilişkin gider reeskontu

628	Repo İşlemlerine Verilen Faizler	xxxx
360	Faiz ve Gider Reeskontları	xxxx
	Repo İşlemleri Faiz Reeskontları	

şeklinde kayıtlar düzenlenmektedir (Yıldırım, 2008). Değerleme farkı olarak 222 hesaba borç kaydedilen tutarın finansal tablolara ilgili menkul kıymetin sınıflandırıldığı hesaba ilave edilerek yansıtılması gerekmektedir.

Ters repo işleminde,

Verilen fon

050	Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar	xxxx
010	Kasa	xxxx

Taahhüt edilen geri satım işlemi (taahhüt edilen tutar üzerinden)

986	Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Al.	xxxx
01	Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar	
988	Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Borç.	xxxx
01	Ters Repo İşlemlerinden Borçlar	

Mülkiyeti devralınan menkul kıymet (nominal tutarı üzerinden)

996	Diğer Bilanço Dışı Hesaplar	xxxx
	Ters Repo Konusu Menkul Kıymetler	
998	Diğer Bilanço Dışı Hesaplar	xxxx

şeklindeki kayıtlar ile muhasebeleştirilmektedir (Yıldırım, 2008). Ters repo işleminin vadesinin sonunda alacağın tahsil edilmesi işleminde

010	Kasa	xxxx
050	Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar	xxxx
576	Ters Repo İşlemlerinden Alınan Faizler	xxxx

muhasebe kaydı (vergi uygulamaları ihmal edilmiştir) oluşturulmakta ve taahhüt edilen geri satın alım işlemi ile mülkiyeti devralınan menkul kıymete ilişkin yukarıda belirtilen muhasebe kayıtlarının tersi kayıtlar tesis edilmektedir.

Repo işleminde olduğu gibi ters repo işleminde de dönem sonlarında vadesi gelmeyen ters repo işlemlerine ilişkin hesaplanacak gelir reeskontu tutarı

222	Diğer Faiz ve Gelir Reeeskontları Ters Repo İşlemlerinden	xxxx
576	Ters Repo İşlemlerinden Alınan Faizler	xxxx

şeklinde finansal tablolara yansıtılmaktadır.

Bu uygulamalar TMS 32 ve 39’da öngörülen uygulamalar ile uyumludur. Ancak, repoya konu edilen menkul kıymetlerin, sınıflandırıldıkları alım-satım amaçlı menkul kıymetler, satılmaya hazır finansal varlıklar gibi hesap grupları altında açılan hesaplarda değil repo işlemlerinden doğan alacaklar gibi ayrı bir hesapta izlenmesi gereğine uygun kayıtlar tesis edilmediği düşünülmektedir.

3.1.2. Aracı Kuruluşlarca Repo ve Ters Repo İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi

Repo ya da ters repo niteliğindeki işlemlerin finansal raporlamasına ilişkin olarak SPK’ın Seri:V No:7 sayılı “Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ”in 13 üncü maddesinde özel bir hüküm bulunmaktadır. Bu hükme göre, repo ve ters repo işlemlerinden doğan taahhüt ve sorumlulukların bilançoda aktif ve pasif hesapların altında ayrı birer kalem olarak gösterilerek izlenmesi ve ayrıca, bu taahhüt ve sorumlulukların dipnotlarda vadeleri itibarıyla ayrıntılı bir şekilde açıklanması zorunludur. Dolayısıyla, SPK’ca, repo ve ters repo işlemleri kesin alış – satış gibi değerlendirilmektedir. Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB)’nin 140 no’lu açıklamasında ise, repo işleminde teminatı temsil eden menkul kıymetin değerlendirilmesi nedeniyle ilgili menkul kıymetin geri iade edilmemesi halinde kıymeti devreden tarafı koruyacak bir hukuki ilişkinin olmaması durumunda işlemin satış gibi değerlendirilmesi öngörülmektedir (Stewart and Gren, 2007).

Aracı kuruluşların muhasebe uygulamalarına esas oluşturan hesap planı ve kullanım esasları SPK’nun Seri:XI, No:7 sayılı “Aracı Kurum Hesap Planı ve Planın Kullanım Esasları Hakkında Tebliğ” ile düzenlenmiştir.

Aracı kurumların kendi nam ve hesabına yaptıkları repo işleminde

İlgili Müşteri	xxxx
5000 Yurtiçi Satışlar İlgili Menkul Kıymet	xxxx

Repo yapılan menkul kıymetlerin hareketli ağırlıklı ortalama maliyet yöntemine göre belirlenen maliyet tutarı

5200	Yurtiçi Satışların Maliyeti İlgili Menkul Kıymet	xxxx
1100	Menkul Kıymetler İlgili Menkul Kıymet	xxxx

Repo işleminin vadesinde ödenmesi taahhüt edilen tutar

9310	Repo Taahhütlerinden Borçlular İşlem Vadesi	xxxx
9810	Repo Taahhütlerinden Alacaklılar İşlem Vadesi Müşteri Adı / Aracı Kuruluş	xxxx

Depo edilme işlemi ilgili menkul kıymetin niteliğine göre (nominal tutar üzerinden)

	Emanet Menkul Kıym. Alacaklılar Şirket Portöyü	xxxx
	Emanet Menkul Kıym. Alacaklılar Müşteri Adı Menkul Kıymet Adı	xxxx

şeklindeki kayıtlar ile finansal tablolara yansıtılmaktadır (TSPAKB, 2008; TSPAKB, 2009).

Repo işleminin vadesinde de

1100	Menkul Kıymetler İlgili Menkul Kıymet	xxxx
	Müşteri Hesapları	xxxx

şeklinde bir kayıt ile ilgili menkul kıymet bilançoaya alınmakta ve repo işleminin vadesinde ödenmesi taahhüt edilen tutara ve ilgili menkul kıymetin niteliğine göre depo edilme işlemine ilişkin yukarıda verilen kayıtların tersi kayıtlar tesis edilmektedir.

Ters repo işleminde ise

----- /-----	
1100 Menkul Kıymetler	xxxx
İlgili Menkul Kıymet	
Müşteri Hesapları	xxxxx
----- /-----	

Ters repo işleminin vadesinde ödenmesi taahhüt edilen tutar

----- /-----	
9320 Ters Repo Taahhütlerinden Borçlular	xxxx
İşlem Vadesi	
Müşteri Adı / Aracı Kuruluş	
9820 Ters Repo Taahhütlerinden Alacaklılar	xxxx
İşlem Vadesi	
----- /-----	

Mülkiyeti devralınan ilgili menkul kıymetin niteliğine göre (nominal tutar üzerinden)

----- /-----	
Emanet Menkul Kıym. Alacaklar	xxxx
Müşteri Adı / Aracı Kuruluş	
Emanet Menkul Kıym. Alacaklılar	xxxxx
Şirket Portföyü	
----- /-----	

şeklinde kayıtlar yapılarak finansal tablolara yansıtılmaktadır (TSPAKB, 2008: TSPAKB, 2009). Özün önceliği ilkesi gereği ters repo işlemindeki menkul kıymet kaydının ilgili taraftan alacak kaydı şeklinde yapılması önerilmektedir (Akın, 2005). Tarafımızca da bankalarca yapılan uygulamada olduğu gibi ters repo yoluyla ödünç alan taraftan alacak kaydının yapılmasının TMS 39'a uygun olacağı düşünülmektedir.

Ters repo işleminin vadesinde repo işleminin başlangıcındakine benzer şekilde “Yurtiçi Satışlar – İlgili Menkul Kıymet” hesabına alacak, ilgili müşteri hesabına borç kaydedilmekte, ters repo yapılan menkul kıymetlerin hareketli ağırlıklı ortalama maliyetine hesaplanan tutar üzerinden “Yurtiçi Satışların Maliyeti – İlgili Menkul Kıymet” hesabına borç, “Menkul Kıymetler– İlgili Menkul Kıymet” hesabına da alacak kaydı yapılmaktadır (TSPAKB, 2008; TSPAKB, 2009). Ayrıca, ters repo işleminin başlangıcında oluşturulan ve yukarıda verilen işlemin vadesinde ödenmesi taahhüt edilen tutara ve mülkiyeti devralınan menkul kıymete ilişkin kayıtların tersi kayıtlar tesis edilmektedir.

TMS 39’da yeralan repo işlemine konu edilen menkul kıymetlerin bilanço dışına çıkarılmaması gerektiği yönündeki açıklamalardan hareketle bir değerlendirme yapıldığında aracı kurumlarca TMS’ye uygun olmayan bir muhasebeleştirme yöntemi uygulanmakta olduğu sonucuna varılmaktadır. TMS 32’de öngörüldüğü şekilde repo yoluyla sağlanan fonlar için finansal borç kaydı oluşturulması gereği bakımından bir değerlendirme yapıldığında da aracı kurumlarca herhangi bir borç kaydı tesis edilmediği ve dolayısıyla, sağlanan fonların finansal tablolara yansıtılmadığı görülmektedir. Ayrıca, TMS 39’da öngörülen ölçüm yöntemleri nedeniyle, repoya konu edilen menkul kıymetin satışı işleminde maliyet hesaplaması için ayrıca ağırlıklı ortalama maliyet gibi bir kriter kullanılması da yine TMS’ye uygun düşmemektedir.

Bununla birlikte, aracı kurumların bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında repoya konu edilen menkul kıymetlerin bilançoda ilgili menkul kıymetin sınıflandırıldığı hesap grubu içerisinde gösterildiği, karşı tarafa olan yükümlülüklerin de müşterilere borçlar olarak finansal tablolara yansıtıldığı görülmektedir. Dolayısıyla, aracı kurumların TMS/TFRS’ye uygun finansal tabloları düzenlenirken düzeltmeler yapılması gereği ortaya çıkmaktadır.

Ters repo işlemleri yönünden yapılan değerlendirmede ise aracı kurumlarca ters repo işlemleri ile mülkiyeti devralınan menkul kıymetin kesin alışı yapılmış finansal varlık gibi finansal tablolara yansıtılması TMS 39’a aykırılık oluşturmaktadır. Fakat, repo işleminde olduğu gibi, aracı kurumların bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında da düzeltme yapılarak, ters repo işlemleri nakit ve nakit benzerleri başlığı altında ters repo işlemlerinden alacaklar adlandırılmasıyla raporlanmaktadır. Repo işleminde olduğu gibi, aracı kurumlarca ters repo yoluyla devralınan menkul kıymetin vade sonunda geri satılması işleminde de maliyet hesaplaması için ağırlıklı ortalama maliyet gibi bir kriter kullanılması TMS 39’a uygun düşmemektedir.

Bu bağlamda, SPK'nun Seri:V No:7 sayılı Tebliğin 13 üncü maddesinde yeralan repo ve ters repo işlemlerinden doğan taahhüt ve sorumlulukların bilançoda aktif ve pasif hesapların altında ayrı birer kalem olarak gösterilerek izlenmesi şeklindeki TMS'ye uygun olmayan düzenlemenin sonlandırılması ve buna paralel olarak aracı kurumların bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları ile bu kurumlarca uygulanması öngörülen Aracı Kurum Hesap Planı ve Planın Kullanım Esasları Hakkında Tebliğ'de değişikliğe gidilmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Ancak, bu konuda nihai bir görüşe ulaşılabilmesi için UMS 39 ve UFRS 7'de yapılması öngörülen değişiklik de dikkate alınarak bir değerlendirme yapılmalıdır.

3.2. Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Açıklama ve Dipnotlar–TFRS 7

TMS 39'un 15 ila 37 nci paragrafaları kapsamındaki muhasebeleştirme uygulamaları için verilmesi gerekli görülen açıklamalar TFRS 7'nin 13 ve 14 üncü paragraflarında belirlenmiştir.

Bu paragraflar birlikte değerlendirildiğinde, repo işlemi ile ilgili olarak finansal tablolarda, repoya konu olan menkul kıymetlerin tutarı, niteliği, risk ve yararları ile repo işleminden kaynaklanan borçların defter değeri hakkında açıklamalar yapılması gereği ortaya çıkmaktadır. Ters repo işleminde ise ters repoya konu olan menkul kıymetin gerçeğe uygun değeri (piyasa fiyatı), bu kıymetin yeniden herhangi bir işleme konu edilip edilmediği ve kullanılabilme kural ve koşulları hakkında bilgi verilmesi gerekmektedir.

Ayrıca, 39 uncu paragrafta, finansal borçların sözleşmeye dayalı vadelerinin kalan kısmını gösteren bir vade analizi ve ortaya çıkabilecek likidite riskini yönetme şekli hakkında da bilgi verilmesi öngörülmektedir. Dolayısıyla, repo işleminden kaynaklanan geri ödemelerin vadeleri ve bu ödemelerin gerçekleştirilmesinde yaşanabilecek sorunların nasıl çözümleneceği hususunda da açıklama yapılması zorunluluğu söz konusudur. TRFS 7 standardının ekinde yeralan Uygulama Rehberi'nin B11 no'lu paragrafında, vade analizinin 1 aydan az, 1 ay - 3 ay arası, 3 ay - 1 yıl arası ve 1 yıl - 5 yıl arası şeklinde yapılabileceği, B14 no'lu paragrafında ise vade analizlerinde açıklanacak sözleşmeye dayalı tutarların, sözleşmeye dayalı indirgenmemiş (iskonto edilmemiş) nakit akışları olacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, repo işlemlerinde de geri ödeme taahhüt tutarları iskonto edilmeksizin aynı vade aralıkları itibarıyla gruplandırılarak açıklama yapılmalıdır.

TFRS 7'de finansal varlıklardan kaynaklanabilecek piyasa riski hakkında da bilgi verilmesine ilişkin kurallar öngörülmektedir. Piyasa riski unsurlarından

olan faiz riskinin ve repoya konu olan menkul kıymetin döviz cinsinden ya da dövize endeksli olması halinde yabancı para riskinin bu kapsamda verilecek bilgilere ve söz konusu riskler ile ilgili yapılacak duyarlılık analizlerine repoya konu edilen menkul kıymetlerin de dahil edilmesi gerekmektedir.

3.2.1. Bankalarca Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Yapılan

Açıklamalar

Bankalar TMS ve TFRS'yi uygulama yükümlülükleri kapsamında finansal tablolarında standartlarda öngörülen açıklama ve dipnotları da vermekle yükümlü bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nca Bankalarca Kamuya Açıklanacak Finansal Tablolar ile Bunlara İlişkin Açıklama ve Dipnotlar Hakkında Tebliğ ile de ayrı bir düzenleme yapılarak açıklama yapılması istenilen hususlar belirlenmiştir.

Söz konusu Tebliğ'de bankaların faiz ve kur riski oluşturan varlık ve yükümlülükler ile aktif – pasif kalemlerin kalan vadelerine göre de ayrıştırılarak bilgi verilmesini sağlayacak tablolar düzenlemeleri zorunlu tutulmaktadır. Dolayısıyla, repo ve ters repo niteliğindeki işlemler bu tablolara dahil edilerek açıklanmaktadır. Ancak, repo ya da ters repo gibi herhangi bir adlandırma yapılmamaktadır.

Ayrıca, bahse konu Tebliğin bankaların aktif kalemlerine ilişkin olarak açıklanması gereken hususlar arasında her bir finansal varlık grubu içerisinde sınıflandırılan (gerçeğe uygun değer farkı kar/zarara yansıtılan finansal varlıklar, satılmaya hazır finansal varlıklar ya da vadeye kadar elde tutulacak yatırımlar) menkul kıymetlerden repo işlemlerine konu olanlara ilişkin bilgilerin de karşılaştırmalı olarak net değerleriyle açıklanması da yer almaktadır.

Aynı Tebliğ'de açıklama yapılması öngörülen bir diğer husus da sermaye yeterliliği standart oranına ilişkin bilgiler kapsamında risk unsurlarının verilmesidir. Bu bilgiler arasında yer alan kredi riskine esas tutarın altında ters repo işlemlerinden alacaklar da yer almaktadır.

Bununla birlikte, Tebliğ'de belirlenen hususlara ilave olarak TMS ve TFRS'de öngörülen açıklamaların da verilmesi zorunlu tutulmasına karşın TFRS 7'de öngörüldüğü şekilde faiz ve döviz kuru riskini de içeren piyasa riskine duyarlılık analizi kapsamında bilgilere yer verilmediği gözlenmektedir.

3.2.2. Aracı Kurumlarca Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Yapılan

Açıklamalar

Bankalarda olduğu gibi aracı kurumlar için finansal tablolarda açıklama yapılmasını ve yapılacak açıklamaların niteliğini belirleyen bir düzenleme

bulunmamaktadır. Ancak, aracı kurumlar için de TMS ve TFRS kapsamında açıklama ve dipnot verilme zorunluluğu söz konusudur.

Aracı kurumların bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında repo ve ters repo işlemleri ile ilgili olarak TFRS 7’de öngörülen açıklamalardan verilenlerin repo konusu menkul değer tutarı ve ters repo alacaklarının tutarı ile sınırlı kaldığı görülmektedir.

IV. IASB Tarafından UMS 39 ve UFRS 7’de Yapılması Öngörülen Değişiklikler ve Etkileri

IASB’nin UMS 39’un bilanço dışı brakma ile ilgili kurallarında ve bu kapsamda UFRS 7’de değişiklikler yapılmasını öngören Taslak Çalışma kamuoyunun görüşlerine açılmış ve 31 Temmuz 2009’a kadar görüş ve yorumların gönderilmesi istenilmiştir (IASB, 2009b). Dolayısıyla, değişikliklerin muhasebeleştirme uygulamaları ve açıklama yapılması yükümlülükleri bakımından ayrıştırılarak değerlendirilmesi konunun daha anlaşılır olmasını sağlayacaktır.

4.1. Muhasebeleştirme Uygulamalarında Değişiklik–UMS 39

Taslak Çalışma’da UMS 39’un 9 uncu paragrafında yer alan finansal durum tablosu (bilanço) dışına çıkarma tanımının, bir finansal varlık ya da yükümlülüğün işletmenin finansal durum tablosuna yansımalarının kesintiye uğraması işlemi şeklinde değiştirilmesi ve bu paragrafa devretme (transfer) işlemine ilişkin bir tanımın eklenmesi öngörülmektedir. Eklenmesi düşünülen tanıma göre taraflardan birinin diğer tarafa bir ya da daha fazla sayıdaki varlığa bağlı ekonomik faydaların tamamını ya da bir kısmını devretmesi ya da devretmeyi kabul etmesi halinde devretme (transfer) işleminin gerçekleşeceği kabul edilmektedir (IASB, 2009). Bu terim en geniş anlamda satış, devir, temlik, teminat verme, haklardan feragat etme, bölüşme ve diğer takasın tüm şekillerini kapsayacak şekilde kullanılmakla birlikte bir devretme işleminin finansal durum tablosu (bilanço) dışına çıkma ile sonuçlanmasının zorunlu olmadığı da belirtilmektedir.

UMS 39’un 15-24 üncü paragraflarının 15A-24A şeklinde yeniden numaralandırılan paragraflar ile değiştirilmesi öngörülmekte ve 17A paragrafı ile,

- Bir finansal varlığın nakit akışlarının elde edilmesini sağlayan sözleşme hakkının sona ermesi ya da

- Bir finansal varlığın devredilmesi ve bu varlık üzerinde devam eden bir ilginin bulunmaması veya
- Bir finansal varlığı devredilmesi ve bu varlık üzerinde devam eden ilginin bulunmasına karşın devredilen tarafın kendi yararına ilgili varlığı devretme imkanına fiilen sahip olması

durumlarında ilgili finansal varlığın bilanço dışına çıkarılması sağlanmaktadır (IASB, 2009b). Buna paralel olarak 18A şeklinde numaralandırılması öngörülen paragrafta, devredilen varlığı gerçeğe uygun değerinden geri almaya yönelik forward, opsiyon ya da diğer bir şekildeki sözleşmelerin devam eden ilgi olarak değerlendirilmeyeceği kuralı korunmaktadır.

19A paragrafında, bir finansal varlığın bilanço dışına çıkarılmasına ilişkin koşulları belirleyen 17A paragrafında ifade edilen ikinci ve üçüncü durumların gerçekleşmesi halinde devreden tarafın devredilen varlık karşılığında aldığı yeni varlığı veya üstlendiği yükümlülükleri finansal tablolarına yansıtacağı ve bunları gerçeğe uygun değerinden ölçeceği; 20A paragrafında da, bilanço dışına çıkarma koşullarını taşıyan bahsekonu durumlarda, ilgili finansal varlığın bilanço dışına çıkarma tarihi itibarıyla kayıtlı olan değeri ile karşılığında aldığı yeni varlığın değeri (bir yükümlülük üstlenilmiş ise aradaki fark) ve varsa bilanço dışına çıkarılacak varlığa ilişkin diğer kapsamlı gelir içerisinde sınıflandırılmış kümülatif kar ya da zarar tutarının toplamı arasındaki farkı gelir-gider hesaplarına alacağı belirtilmektedir.

Taslak Çalışma'da, UMS 39'da yapılacak değişikliklere paralel olarak standardın ekinde yer alan Uygulama Rehberi'nde de açıklayıcı değişikliklere yer verilmektedir. Bu açıklamalara göre finansal varlığın devredildiği tarafın kendi yararına ilgili varlığı devretme imkanına fiilen sahip olması, devir işleminin hemen ardından kendisinin de ilişkisi bulunmayan üçüncü bir kişiye tek taraflı olarak devreden her hangi bir rızasını ya da görüşünü almaksızın ve herhangi bir ilave sınırlamaya gitmeksizin ilgili varlığı devredebilme hakkının bulunması durumunu ifade etmektedir. Ancak, finansal varlığı devreden tarafın finansal varlığın kullanımı ile ilgili olarak devir işleminde birtakım yükümlülükler öngörmesi ve devralan tarafın da ilgili finansal varlığı üçüncü tarafa aynı aynı yükümlülükler ile devredebilmesi durumunda finansal varlığı devralan tarafın kendi yararına ilgili varlığı devretme imkanına fiilen sahip olmadığı kabul edilmektedir. Buradaki kendi yararına ifadesi, finansal varlığı devralan tarafın ilgili varlığı devredeceği üçüncü kişiden devir bedelini doğrudan kendisinin alabilmesini anlatmaktadır.

Söz konusu açıklamalarda verilen ilk örnek aktif bir piyasada alınıp satılabilen ve dolayısıyla kolayca elde edilebilir nitelikte bulunan finansal varlıkların repoya konu edilmesi durumudur. Bu durumda repoya konu olan finansal varlığın satıldığı yorumu yapılmaktadır. Repo işleminin ise repoya konu finansal varlığı devreden tarafın ilgili varlığın gelecekteki performansını üzerinde devam eden ilgisinin bulunduğunu göstermesi nedeniyle yeni bir türev finansal varlık ya da yükümlülük olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bu nitelikteki bir finansal varlığı devralan tarafın bir repo işlemi yapmaksızın ilgili varlığı devredebilme imkanına sahip olduğu kabul edilmektedir. Zira, repo vadesi geldiğinde repoya konu finansal varlığı piyasadan satın alıp geri verme imkanının bulunduğu ve bu nedenle repoya konu finansal varlığı devreden tarafın varlık üzerindeki kontrolünü de devrettiği yorumunda bulunmaktadır. Kontrol, finansal varlıkla bağlantılı gelecekteki nakit akışlarını elde edebilme ya da diğer tarafların bu nakit akışlarına erişimini kısıtlama imkanı olarak tanımlanmaktadır (IASB, 2009b).

İkinci örnek ise aktif bir piyasada alınıp satılmayan ve dolayısıyla kolayca elde edilebilir nitelikte bulunmayan finansal varlıkların repoya konu olması durumudur. Bu örnekte de repo işlemi, finansal varlığı devreden tarafın ilgili varlığın gelecekteki performansını üzerinde devam eden ilgisinin bulunduğunu göstermesi nedeniyle yeni bir türev varlık ya da yükümlülük olarak kabul edilmektedir. Ancak, devralan tarafın repo vadesinde fiziki teslimi gerçekleştirme zorunluluğunun olması halinde ilk örnekte olduğu gibi repoya konu varlığı devralan tarafın repo vadesinde ilgili piyasadan satın alıp geri verme imkanının bulunmaması nedeniyle devralan tarafın ilgili varlığın kontrolünü elinde bulunduramayacağı yorumu yapılmaktadır. Bu nitelikteki finansal varlıkların konu olduğu repo işlemlerinde finansal varlığı devreden tarafın ilgili varlığı finansal tablolara yansıtmaya devam etmesi, repo yoluyla sağladığı fonlar için borçlanma kaydı yapması, devralan tarafın ise işlemi devreden taraftan alacak şeklinde finansal tablolara yansıtması gerektiği belirtilmektedir.

Görüleceği gibi, UMS 39'da yapılacak değişiklik ile repo işlemlerinin muhasebeleştirilmesinde aktif piyasada alım satımı yapılabilen ve yapılamayan menkul kıymetlerin konu olduğu repo işlemleri şeklinde bir ayırım yapılması durumu ortaya çıkacaktır. İlk durumda yani aktif piyasada alım satımı yapılabilen menkul kıymetlerin konu olduğu repo işlemlerinde işlem satış gibi değerlendirilerek ilgili varlık bilanço dışına çıkarılacaktır. İkinci durumda yani aktif piyasada alım satımı yapılmayan menkul kıymetlerin konu olacağı repo işlemlerinde ise ilgili varlık finansal tablolara yansıtılmaya devam edilecek ve

sağlanacak fon finansal borç olarak dikkate alınacaktır. Ayrıca, her iki durumda da repo işlemi türev işlem gibi kabul edilerek ilave kayıtlar da tesis edilecektir. Dolayısıyla, değişiklik ile birlikte, bankaların veya aracı kurumların bireysel bazda müşterileri ya da kendi aralarında yapacakları repo işlemlerinde repoya konu olan menkul kıymetin aktif piyasada alım satımı yapılabilen bir menkul kıymet olup olmadığına göre işlemin muhasebeleştirilme yönteminin belirlenmesi durumu ortaya çıkacaktır. Belirlemenin ilgili menkul kıymetin İMKB tahvil ve bono piyasası repo ve ters repo pazarında alım satım konusu olup olmamasına göre yapılabileceği düşünülmektedir. Söz konusu pazarda alım satımı yapılan bir menkul kıymetin repoya konu olması durumunda ilgili kıymetin bilanço dışına çıkarılması durumu ortaya çıkacaktır. Diğer bir ifade ile, bu nitelikteki menkul kıymetler için SPK’r’nce öngörülen muhasebeleştirme yöntemi (ağırlıklı ortalama maliyet hesaplanmaksızın) uygulanacaktır. Repoya konu menkul kıymetin belirtilen nitelikte olmaması durumunda ise repo işlemi TMS 39’un mevcut uygulamasına benzer şekilde yani bankalarca halen uygulanmakta olan muhasebeleştirme yöntemi uygulanarak finansal tablolara yansıtılacaktır. Ayrıca, her iki durumda da repo işlemlerinden kaynaklanan taahhütler için bilanço dışı kayıtlar oluşturulacaktır.

Ancak, mevcut UMS 39’un ekinde yer alan Uygulama Rehberi’nin UR51 no’lu paragrafında öngörüldüğü gibi, devralan tarafın aktif piyasada alım satım imkanı olmayan repoya konu menkul kıymeti repo süresi ile sınırlı olarak satma ya da rehin etme hakkı elde ettiği durumlarda, ilgili varlığın devreden bilançosunda geri alım sözleşmesinden doğan alacak şeklinde yeniden sınıflandırılıp sınıflandırılmayacağı konusunda bir açıklama bulunmamaktadır. Kanımızca, bu gibi durumlarda yeniden sınıflandırmanın daha doğru bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir.

Ters repo yapılması durumu ile ilgili olarak UMS 39’da herhangi bir açıklama öngörülmemektedir. Ancak, yapılması düşünülen değişiklikten hareketle çıkarımlarda bulunulabilmesi mümkündür. Repoya konu olan menkul kıymetin aktif piyasada alınıp satılması kriterinde olduğu gibi ters repoya konu olan menkul kıymetin muhasebeleştirilmesinde de aynı kriter bağlamında bir değerlendirme yapılması gerekeceği düşünülmektedir. Zira, İMKB tahvil ve bono piyasası repo ve ters repo pazarında alım satımı yapılan bir menkul kıymetin ters repoya konu olması halinde ilgili kıymeti devralan tarafın kontrol imkanı kazanacağı değerlendirmesinde bulunulabilecektir. Bu bağlamda, söz konusu menkul kıymeti devralan tarafın bilançosuna ilgili menkul kıymet cinsinden varlık olarak kaydı söz konusu olacaktır. Diğer bir ifade ile, SPK’r’nce

öngörülen şekilde bir muhasebeleştirme uygulamasına gidilecektir. İlgili kıymetin bu nitelikte olmaması halinde ise işlem ters repo alacağı şeklinde yani bankalarca mevcut TMS 39'a göre yapılmakta olan muhasebeleştirme uygulamasıyla finansal tablolara yansıtılacaktır. Ayrıca, her iki durumda da ters repo işlemlerinden kaynaklanan alacak tutarları için bilanço dışı kayıtlar oluşturulacaktır.

4.2. Finansal Raporlama Uygulamalarında Değişiklik–UFRS 7

UFRS 7'de yapılması öngörülen değişiklikler ile de devredilen ve finansal tablolara yansıtılmaya devam edilmeyen ve devam edilen finansal varlıklar olmak üzere ikili bir ayırım yapılarak bunlar için ayrı ayrı açıklamalar verilmesi sağlanmaktadır.

İşletmelerin bilanço dışına çıkardıkları ancak devam eden ilgileri bulunan finansal varlıklardan kaynaklanabilecek risklerin niteliğini analiz edebilmeleri için finansal tablo kullanıcılarına birtakım açıklamalar yapılması öngörülmektedir. Bu kapsamda, aktif piyasada alım satımı yapılan menkul kıymetlerin konu olduğu repo işlemleri ile ilgili olarak, bunların gerçeğe uygun değerleri, gerçeğe uygun değerlerinin nasıl belirlendiği, bu menkul kıymetleri geri almak için gerçekleştirilecek nakit çıkışlarının tutarı (iskonto edilmemiş değerleri üzerinden) ve bunların vadeleri, gerçeğe uygun değerlerdeki değişime ilişkin duyarlılık analizi ve bu analize temel oluşturan varsayımlar ile tüm bunlar ile ilgili niteliksel diğer bilgilerin açıklanması zorunluluğu getirilmektedir. Bu kapsamda geliştirilecek uygulama için açıklayıcı olmasını teminen örnek olarak Tablo:1 ve 2 verilmektedir (IASB, 2009b).

Tablo 1: Devir Nedeniyle Bilanço Dışına Çıkarılan Ancak Devam Eden İlgili Bulunan Finansal Varlıklara İlişkin Açıklanacak Bilgiler ile İlgili Tablo

Devam eden ilginin şekli	Gerçeğe uygun değerleri	Geri almak için gerçekleştirilecek nakit çıkışları	Bilançoda devam eden ilginin kayıtlı değeri		Devam eden ilginin gerçeğe uygun değeri	Maksimum zarar tutarı
			Varlıklar	Yükümlülükler		
Repo sözleşmeleri						

Ayrıca, finansal varlıkların devir tarihi itibarıyla finansal tablolara yansıtılan kar ya da zarar tutarı, repo işleminin değerindeki değişimler ile tüm devir işlemlerinin büyük bir kısmı raporlama tarihinin kapanış günü gerçekleşmiş ise bu işlemlerin toplam tutarı ve oluşan kar ya da zarara ilişkin bilgiler ile raporlama dönemi içinde en çok miktarda devir işleminin gerçekleştiği tarih ya da tarihlerin de açıklanması istenilmektedir.

Tablo 2: Devir Nedeniyle Bilanço Dışına Çıkarılan Ancak Devam Eden İlgili Bulunan Finansal Varlıkları Geri Alım Taahhütleri Nedeniyle Gerçekleşecek Nakit Çıkışlarına İlişkin Açıklanacak Bilgiler ile İlgili Tablo

Devam eden ilginin şekli	Devam eden ilginin vadesi						
	Toplam	1 aydan az	3 aydan az	6 aydan az	1 yıldan az	1-2 yıl arası	2 yıldan uzun
Repo sözleşmeleri							

Devredilen ancak finansal tablolara yansıtılmaya devam edilen finansal varlıklar için finansal tablo kullanıcılarının bu nitelikteki varlıklar ile bunlarla bağlantılı yükümlülükler arasındaki ilişkiyi anlayabilmelerini sağlayacak bilgilerin açıklanması yükümlülüğü de getirilmektedir. Bu kapsamda, belirtilen nitelikteki varlıklar, bunlardan kaynaklanabilecek riskler, bilançoda kayıtlı değerleri, bunlarla bağlantılı yükümlülüklerin bilançoda kayıtlı değeri, varlığın devredildiği tarafın alacağını söz konusu varlığı kullanarak tahsil etmeye çalışması durumunda ilgili varlığın ve varlıkla bağlantılı yükümlülüğün gerçeğe uygun değerini belirleyen süreç ile net pozisyon tutarı hakkında bilgi verilmesi öngörülmektedir (IASB, 2009b). Bahse konu bilgilere ilişkin açıklayıcı olmasını teminen örnek olarak Tablo:3 verilmektedir (IASB, 2009b).

Tablo 3: Devredilen Ancak Finansal Tablolara Yansıtılmaya Devam Edilen Finansal Varlıklara İlişkin Açıklanacak Bilgiler ile İlgili Tablo

	Finansal varlık grubu				
	Gerçeğe uygun değeri kar zarara yansıtılan finansal varlıklar		Kredi ve alacaklar		Satılmaya hazır finansal varlıklar
	Alım satım amaçlı menkul değerler	Alım satım amaçlı türevler	İpoteğe dayalı konut kredileri	Tüketici kredileri	Hisse senedi yatırımları
Varlıkların kayıtlı değeri					
Bağlantılı yükümlülüklerin kayıtlı değeri					
Devredilen varlığa başvurma hakkı veren yükümlülükler					
Varlıkların gerçeğe uygun değeri					
Bağlantılı yükümlülüklerin gerçeğe uygun değeri					
Net pozisyon					

UFRS 7’de öngörülen değişikliklerin yürürlüğe girmesi ile birlikte, aktif bir piyasası bulunan menkul kıymetlerin konu olacağı repo işlemleri için Tablo:1 ve 2’de, diğer menkul kıymetlerin konu olacağı repo işlemleri içinse Tablo: 3’de verilen bilgilerin açıklanması zorunluluğu ortaya çıkacaktır.

4.3. IASB Tarafından UMS 39 ve UFRS 7’de Yapılması Öngörülen Değişikliklerin Etkileri

IASB tarafından öngörülen değişikliklerin yürürlüğe konulması halinde İMKB tahvil ve bono piyasası repo pazarının olumsuz etkileneceği düşünülmektedir. Zira, başta bankalar olmak üzere finansal kuruluşlar için bilanço büyüklüğünün gelişimi hem bir itibar hem de bir performans göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Repoya konu menkul kıymetlerin aktif piyasasının olması durumunda bilanço dışına çıkarılmalarına yönelik uygulama bankaların ve aracı kurumların dönem sonları itibarıyla açıklayacakları bilanço büyüklüğü

rakamlarına olumlu bir etki yaratmayacağı için bu nitelikteki menkul kıymetler üzerinden repo veya ters repo işlemi yapılması cazip olmayabilecektir. Dolayısıyla, repo pazarının işlem hacminde bir azalma yaşanması muhtemeldir. Nihai olarak, bu durum bankaların ve aracı kurumların DİBS portföyü oluşturma tercihlerini de olumsuz yönde etkileyebilecek ve hatta, borçlanma faizleri üzerinde ters etki yaratabilecektir.

Bunun yanı sıra, repo ya da ters repo işlemlerine ilişkin hukuki ilişkinin tanımlandığı düzenlemelerde mülkiyet devri yerine ülke otoritelerince işlemin vadesi boyunca sadece menkul kıymetin getirisinin değil diğer haklarının da satıcısı tarafından kontrol edileceği bir ilişkinin tesisi yoluna gidilmesi de mümkündür. Böyle bir gelişme bugün itibarıyla işlemin ekonomik özünü yansıtmakta olan muhasebe kurallarının hukuki özü esas alan bir anlayışa dönüşmesi sonucunu doğuracaktır. Ancak, bu dönüşüm, değişik muhasebe ve finansal raporlama standartlarında yinelenen muhasebeleştirme uygulamalarında işlemin yasal şeklinden ziyade özünün belirleyici olmasına yönelik genel kuraldan yine IASB'nin bir kuralı ile sapılması gibi bir sonucu doğuracaktır.

Öte yandan, repoya ya da ters repoya konu menkul kıymetin kontrolüne ilişkin kriterin aktif piyasada alım satımının yapılması ile ilişkilendirilmesine karşın bazı belirsizlikler de söz konusudur. Örneğin, işlemin yapıldığı tarih itibarıyla aktif piyasası bulunmayan yani alım satımı yapılmayan bir menkul kıymetin repoya ya da ters repoya konu olması ve işlemin vadesi içerisinde de alım satımının yapılmaya başlanması durumunda ilgili kıymeti bilanço dışına çıkarmak veya tersi bir durumda bilanço içerisine almak gibi uygulamalara gidilip gidilmeyeceği, bunların nasıl yapılacağı hususları da belirsizdir.

Konunun muhasebe uygulaması yönünden gözden kaçırılmaması gereken bir boyutu da UMS 39'da öngörülen değişiklikte olduğu gibi repoya konu olan ve aktif piyasada alım satımı yapılan bir menkul kıymetin bilanço dışına çıkarılması durumunda repo vadesi süresince ilgili kıymet ile ilgili gelir ya da değerlendirme kayıtlarının hangi tarafça yapılacağıdır. Bu açık olmayan hususa karşın, repo yoluyla sağlanan fona ilişkin yeni bir türev yükümlülük değerlendirmesi yapılarak bilanço dışı kayıtların oluşturulması öngörülmektedir. Dolayısıyla, repo vadesi süresince söz konusu yükümlülüklerin döneme isabet eden kısmı için türev yükümlülüğe ait bir gider kaydı oluşturulması gerekmektedir. Kanımızca, bu nitelikteki bir menkul kıymetin konu olduğu repo işleminde de kıymetle ilgili nakit akışlarının kimin tarafından elde edileceğine göre bir değerlendirme yapılarak gelir ya da değerlendirme kaydı yapacak tarafın belirlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Nakit akışlarının ilgili kıymeti devreden tarafça kazanılmaya devam edilmesi durumunun söz konusu olması halinde repo vadesi süresindeki gelir ya da değerlendirme kayıtlarının da devreden tarafça yapılması gerekecektir. Bu nedenle, belirtilen nitelikleri haiz bulunan

repo işlemlerinde, repo taahhütlerinden borçlar şeklinde yapılacak türev yükümlülük kaydının yanısıra geri satın alınacak menkul kıymet alacakları şeklinde de bir türev varlık kaydı oluşturulması ve bu hesapla bağlantılı olarak repoya konu olan menkul kıymetin gelir ya da değerlendirme farklarının türev varlıklara ait gelirler hesabına kaydedilmesinin doğru bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir.

IV. Sonuç

Türkiye’de repo ve ters repo işlemlerinin muhasebeleştirilmesi bakımından bir değerlendirme yapıldığında aracı kurumlar için SPK’ınca öngörülen uygulamaların TMS 32 ve 39’a uygun olmadığı görülmektedir. Aracı kurumların UMS ve UFRS’nin Türkçe çevirileri niteliğinde olan TMS ve TFRS’ni uygulamaları zorunlu tutulduğu için finansal raporlamalarda bahse konu uygulamaların etkileri düzeltilmektedir. Bu durum SPK’nda repo ve ters repo işlemlerinin alım satım şeklinde tanımlanmasına paralel olarak SPK’nun Seri:V No:7 sayılı Tebliğ’inde öngörülen muhasebeleştirme uygulamasından kaynaklanmaktadır. Ancak, muhasebe ve finansal raporlama standartlarına esas oluşturan işlemin yasal görünümü yerine özünün dikkate alınması kuralı ile çelişen bir uygulama ortaya çıkmaktadır. UMS 39 ve UFRS 7’de yapılması öngörülen değişikliğin yürürlüğe girmesi halinde de bu durumun sürmesi söz konusu olacaktır.

Gerek mevcut TMS 39 uygulamasında repoya konu menkul kıymetlerin gerekse IASB tarafından bu standartta yapılması düşünülen değişikliğin yürürlüğe girmesi sonrasında repoya konu olacak ancak aktif piyasası bulunmaması nedeniyle bilanço dışına çıkarılmadan izlenecek menkul kıymetlerin hem bankaların hem de aracı kurumların bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına yansıtılmasında da değişiklik yapılması yoluna gidilmelidir. Bu bağlamda, söz konusu menkul kıymetler finansal tablolarda daha önce sınıflandırıldıkları hesap gruplarının içerisinde değil aktifte açılacak geri alım sözleşmesine konu finansal varlıklar gibi ayrı bir hesap içerisinde yeniden sınıflandırılarak gösterilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

IASB tarafından UMS 39 ve UFRS 7’de yapılması öngörülen değişikliklerin muhtemel etkileri bankalar ve aracı kurumların yanısıra ülkemiz repo ve ters repo piyasasını ve bu piyasanın oyuncularını düzenleme ve denetleme yetkisine sahip bulunan SPK, İMKB, TCMB ve BDDK tarafından da değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Ancak, kanımızca, kontrol kriterini repoya ya da ters repoya konu menkul kıymetin aktif bir piyasada alım satım ile ilişkilendiren uygulamanın da IASB tarafından tekrar gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Kaynakça

- Akın, E. E., “Özün Önceliği İlkesinin Ters Repo İşlemlerinin Ticari İşletmeler Tarafından Muhasebeleştirilmesi Üzerine Etkisi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:19, Sayı:2, Eylül 2005, s. 427-438.
- BDDK-Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Aylık Bülten-Mayıs 2009, Sayı:48.
- Ersel, H., “Türkiye’de Devlet İç Borçlanma Senetlerinin İkincil Piyasasının Potansiyeli”, TCMB APE Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9201, 1992.
- IASB-International Accounting Standards Board, International Financial Reporting Standards as issued at 1 January 2009, London, 2009a.
- IASB-International Accounting Standards Board, Exposure Draft– Derecognition, Proposed Amendments to IAS 39 and IFRS 7, ED/2009/3, London, 2009b.
- Nazalı, E., Demirci, M., “Mülkiyet Hakkı ve Vergilendirme (I)”, Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, Sayı: 334, 2009, s.83-93.
- Öztan, B., Medeni Hukukun Temel Kavramları, Turhan Kitabevi, 14. Bası, Ankara, 2004.
- Ramirez, J., Accounting for Derivatives–Advanced Hedging Under IFRS, Wiley Finance, West Sussex, England, 2007.
- Stewart, J. E., Gren, J. F., Accounting Research Manager Group (2007), Accounting for Financial Assets and Liabilities : Sales, Transfers and Extinguishments, CCH Wolters Kluwer business.
- TSPAKB- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Derleyen Doç Dr. Kerem Şenel ve Doç. Dr. Serhat Yanık, İstanbul, 2008.
- TSPAKB-Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitimi, Derleyen Doç. Dr. Serhat Yanık ve TSPAKB Eğitimcileri, İstanbul, 2009.
- Tanör, R., Türk Sermaye Piyasası–Taraflar, I. Cilt, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999.
- Yetim, S., Repo, Ters Repo ve Menkul Kıymet Ödünç İşlemleri, Birinci Cilt, Sermaye Piyasası Kurumu, Ankara, 1997.
- Yıldırım, M., Banka Muhasebesi, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:258, İstanbul, 2008.

KURUMSAL YATIRIMCILARIN İMKB ŞİRKETLERİNE YÖNELİK YATIRIM TERCİHLERİNİN ARAŞTIRILMASI

Serkan Yılmaz KANDIR*

Özet

Kurumsal yatırımcılar, tasarrufları küçük yatırımcılar adına kolektif biçimde ve belirli hedefler doğrultusunda yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlardır. Bu çalışmanın amacı, kurumsal yatırımcıların, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) şirketlerine yönelik yatırım tercihlerini etkileyen faktörlerin incelenmesidir. Çalışmada, yatay-kesit regresyon analizinden yararlanılmıştır. 2005, 2006 ve 2007 yılları için tahmin edilen regresyon modelinde, her bir şirketteki kurumsal yatırımcı sahiplik oranı bağımlı değişken; şirket özellikleri bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Söz konusu özellikler, ilgili şirketin hisse senetlerinin bir yıllık kümülatif getirisi, hisse senedi getirilerinin standart sapması, piyasa değeri, kaldıraç oranı, şirket yaşı, işlem görme oranı, aktif karlılık oranı, karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, İMKB-100 endeksinde yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların İMKB’de genelde inancılı mülkiyet esasına uygun biçimde yatırım yaptıklarını göstermiştir. Kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli, toplam riski ve hisse senedi likiditesi düşük, aktif karlılığı yüksek ve İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Kurumsal yatırımcıların, karpayı dağıtan eski şirketlere ilişkin tercihleri ise daha az belirgin olmuştur. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların geçmiş dönem getirileri ve sermaye yapısına ilişkin öne çıkan tercihlerinin olmadığı belirlenmiştir.

Abstract

Institutional investors may be defined as specialized financial institutions that manage savings collectively on behalf of small investors toward specific objectives. Aim of this study is to investigate the factors that affect investment preferences of institutional investors toward ISE companies. Empirical analysis is performed by employing cross-sectional regression model. In the regression model, estimated for the years, 2005, 2006 and 2007, institutional

* Dr. Serkan Yılmaz Kandir, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü, Adana.
Tel: 322-3387254 E-Posta: skandir@cu.edu.tr
Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yatırımcılar, İMKB, Şirket Özellikleri, İnançlı Mülkiyet Esası.
Jel Kodu: G11, G23.

ownership in each company is used as dependent variable, while firm characteristics are used as independent variables. Firm characteristics are, cumulative one-year stock return, standard deviation of stock returns, market value, leverage ratio, firm age, turnover ratio, return-on-assets, dividend payment dummy and ISE-100 index dummy. Analysis results suggest that institutional investors invest prudently in ISE companies. Institutional investors seem to prefer companies with big scale, low level of total risk and stock liquidity, high level of return-on-assets and companies included in ISE-100 index. Institutional investors' preference toward dividend paying and old companies appear to be less evident. On the other hand, institutional investors do not seem to have an explicit investment pattern related with companies' recent stock returns and capital structures.

I. Giriş

Kurumsal yatırımcılar, finansal sistemin işlevlerinin yerine getirilmesinde önemli rol üstlenen, küçük yatırımcıların tasarruflarını kabul edilebilir risk düzeyinde getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten ihtisaslaşmış finansal kurumlardır. Her çeşit Yatırım Fonları, Bireysel Emeklilik Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Hayat Sigorta Şirketleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kurumsal yatırımcı olarak nitelendirilmektedir (Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, http://www.kyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx, 2008).

Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu düşünülmekte ve söz konusu farklılığın, vekalet teorisi, piyasa anomalileri ve inançlı mülkiyet esasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bireysel yatırımcılar, yatırımlarda karar yetkisini kurumsal yatırımcılara bıraktıktan sonra söz konusu kurumsal yatırımcının tercihlerini sadece denetleyebilmektedirler. Kurumsal yatırımcılar ile diğer yatırımcıların tercih farklılığının ikinci bir nedeninin, piyasa anomalileri olduğu ileri sürülmektedir. Geçmiş fiyat hareketlerini daha iyi takip edebilen kurumsal yatırımcıların bu anomalileri takip edebilmek için farklı tercihler geliştirmeleri mümkün görünmektedir (Gompers ve Metrick, 2001). Üçüncü olarak, kurumsal yatırımcılar ile diğer yatırımcılar arasındaki tercih farklılığının, kurumsal yatırımcıların "inançlı mülkiyet esası"na göre yatırım yapma zorunluluğundan kaynaklandığı ileri sürülmektedir. İnançlı mülkiyet esası, kendisine emanet edilen fonları, basiretli, sağduyulu ve zeki bir insanın kendi yatırımlarında göstereceği inanç ve sağduyuyu göstererek yönetmesi prensibidir. İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcı yöneticilerinin, kendilerine emanet edilen fonları, tasarruf sahiplerinin çıkarlarını kendi kişisel çıkarlarının önüne

koymasını ve tasarruf sahiplerinin çıkarları için çalışmasını öngörmektedir (Droms, 1992). Böylece, inançlı mülkiyet esasının, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini yönlendirdiği düşünülmektedir. Çünkü kurumsal yatırımcılar, spekülative amaçlı ve uygun olmayan yatırım faaliyeti yürüttükleri gibi bir görünüm vermek istememektedirler (Eakins ve diğerleri, 1998). Kurumsal yatırımcıların yaptıkları her yatırımda inançlı mülkiyet esasına uymak zorunda olmaları, söz konusu yatırımın inançlı mülkiyet esasına uyduğunu gösteren bazı ölçütlere ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır. Bu ölçütler, menkul kıymetlerine yatırımın yapılan şirketlerin bazı özelliklerinin değerlendirilmesi yoluyla belirlenmektedir. Söz konusu şirket özellikleri, iki açıdan değerlendirilerek belirlenebilir. Birincisi, inançlı mülkiyet esasına göre faaliyetlerini sürdüren bir kurumsal yatırımcının dikkate alması gereken şirket özelliklerinden yararlanılabilir. İkincisi, daha önce yapılan uygulamalı çalışmaların ışığında bazı şirket özelliklerinin belirlenmesi de mümkündür. Bu çalışmada, her iki yöntemden yararlanılarak, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen şirket özellikleri araştırılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yatırımcıların, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) şirketlerine yönelik yatırım tercihlerini etkileyen faktörlerin incelenmesidir. Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen faktörleri belirlemek için kullanılan yöntem yatay-kesit regresyon analizidir. 2005, 2006 ve 2007 yılları için tahmin edilen regresyon modelinde, her bir şirketteki kurumsal yatırımcı sahiplik oranı bağımlı değişken; aynı şirkete ait özellikler bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların İMKB’de genelde inançlı mülkiyet esasına uygun biçimde yatırım yaptıklarını göstermiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen uygulamalı çalışmalar özetlenmiştir. İkinci ve üçüncü bölümlerde sırasıyla, araştırma yöntemi, veriler ve uygulama sonuçları sunulmuştur. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulguların genel değerlendirmesi yapılmıştır.

II. Kurumsal Yatırımcıların Tercihlerini İnceleyen Uygulamalı Çalışmalar

Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini araştıran çok sayıda uygulamalı çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalar, incelenen ülke, konu alınan dönem, uygulanan model, kullanılan değişkenler ve ulaşılan sonuçlar açısından önemli farklılıklar göstermektedir. Söz konusu çalışmalar, ABD’yi konu alan çalışmalar

ve ABD dışındaki ülkeleri konu alan çalışmalar olmak üzere ülkeler bazında sınıflandırılarak özetlenmiştir.

Badrinath ve diğerleri (1989), yatay-kesit regresyon yöntemi ile ABD kurumsal yatırımcılarının yatırım davranışlarını araştırmışlardır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, geçmiş performansı yüksek, toplam riski düşük ancak sistematik riski yüksek, hisse senetlerinin likiditesi yüksek ve hisse senetleri uzun zamandır borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ortaya koymuştur. Cready (1994), kurumsal ve bireysel yatırımcıların NYSE şirketlerine yönelik tercihlerini yatay-kesit regresyon analizi ile karşılaştırmışlardır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, S&P 500 endeksinde yer alan ve düşük karpayı ödeyen şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Diğer yandan, bireysel yatırımcıların riskli, büyük ve düşük karpayı ödeyen şirketlere yatırım yaptıkları gözlenmiştir. Falkenstein (1996), kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini belirlemek amacıyla yatırım fonlarının hisse senedi yatırımlarını incelemiştir. Regresyon analizi sonuçları, yatırım fonlarının, hisse senedi fiyatı ve likiditesi yüksek, büyük ölçekli, eski ve hisse senedi getirileri fazla dalgalanan firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Badrinath ve diğerleri (1996), ABD’de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin portföylerinde yer alan şirketlerin özelliklerini yatay-kesit regresyon analizi ile araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile hisse senedi getirilerinin standart sapması ve işlem görme oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Öte yandan, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, karpayı getirisi ve firma yaşı arasında ise aynı yönlü bir ilişki mevcuttur. Eakins ve diğerleri (1998), Tobit regresyon modeli kullanarak, NYSE ve AMEX şirketlerinde kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile farklı şirket özellikleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Sonuçlara göre, kurumsal yatırımcılar, hisse senedi betası yüksek, cari oranı pozitif, karpayı ödeyen, büyük ölçekli, S&P tarafından derecelendirilen, aktif devir hızı ve işlem görme oranı yüksek şirketlerin hisse senetlerini tercih etmektedir. Clay (2001), kurumsal yatırımlar ile ABD şirketlerine özgü bazı faktörler arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, S&P 500 endeksinde yer alan, satışları ve performansı yüksek firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Gompers ve Metrick (2001), korelasyon ve yatay-kesit regresyon analizlerinden yararlanarak kurumsal yatırımcıların, ABD şirketlerinin hisse senetleri için tercihlerini incelemişlerdir. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, işlem görme oranı ve defter değeri / piyasa değeri

oranı yüksek, hisse senedi fiyatı yüksek ve geçmiş dönem hisse senedi getirileri düşük olan firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Bennett ve diğerleri (2003), kurumsal yatırımcıların ABD hisse senetleri için hisse senedi tercihlerini araştırmışlardır. Regresyon analizi sonuçları, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile risk ve likidite ölçütleri arasında aynı yönlü ilişki bulunduğunu göstermiştir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların, eski, büyük ve az karpayı dağıtan şirketlerin hisse senetlerini tercih ettikleri belirlenmiştir. Kurumsal yatırımcı sahipliği ile momentum faktörü arasında ise ters yönlü bir ilişki gözlenmiştir. Bathala ve diğerleri (2005), yatay-kesit regresyon analizinden yararlanarak, kurumsal yatırımcıların ABD şirketlerinin hisse senetlerine yönelik tercihlerini incelemiştir. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcı sahipliği oranının, beta, NYSE’de işlem görme durumu, momentum faktörü, aktif karlılığı ile aynı yönde; karpayı getirisi, firma büyüklüğü ve fiyat / kazanç oranı ve mevcut fiyat/kazanç oranının gelecek üç yıl için tahmin edilen hisse başına kazanç oranı ile ters yönde ilişkili olduğunu göstermiştir. Grinstein ve Michaely (2005), finansal olmayan ABD şirketlerinde karpayı dağıtımını ve kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiyi 1980-1996 döneminde incelemiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yatırımcılar, karpayı ödeyen şirketlerin hisse senetlerini tercih etmişlerdir. Aggarwal ve diğerleri (2005), aktif yönetim stratejisi izleyen ABD yatırım fonlarının gelişen hisse senedi piyasalarındaki hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Regresyon analizi sonuçları, yatırım fonlarının, büyük ölçekli, kaldıraçtan daha az yararlanan, piyasa değeri / defter değeri oranı ve muhasebe kalitesi yüksek, yatırım uzmanlarınca izlenen ve DEMKS ihraç etmiş firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Oak ve Dalbor (2008), kurumsal yatırımcıların, ABD’de faaliyet gösteren konaklama işletmelerine yönelik tercihlerini araştırmışlardır. Regresyon analizi sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, yüksek düzeyde borçlu ve sermaye harcamalarının aktiflerine oranı yüksek olan konaklama işletmelerine yatırım yapmayı tercih ettiklerini ortaya koymuştur.

Dahlquist ve Robertsson (2001), yatay-kesit regresyon analizi yönteminden yararlanarak yabancı ve kurumsal yatırımcıların, İsveç hisse senedi piyasasındaki yatırım tercihlerini incelemiştir. Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, yüksek karpayı ödeyen, betası yüksek, geçmiş yıl getirisi, cari oranı, likiditesi, yoğunlaşması düşük ve yabancı piyasalarda işlem görmeyen şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Short ve diğerleri (2002), Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda (LSE-London Stock Exchange) işlem gören 211 şirkette kurumsal yatırımcı sahipliği ile karpayı politikası

arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Regresyon analizi sonuçları, karpayı dağıtım ve kurumsal yatırımcı sahipliği oranı arasında aynı yönlü bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Pinnuck (2004), Avustralya’da faaliyet gösteren 35 aktif fon yöneticisinin hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Portföy analizlerinden ve yatay-kesit regresyon analizlerinden yararlanılan çalışmanın sonuçlarına göre, kurumsal yatırımcılar, büyük, hisse senedi likiditesi yüksek, hisse senedi getirileri az dalgalanan ve geçmiş hisse senedi performansı iyi olan şirketlerin hisse senetlerini tercih etmişlerdir. Covrig ve diğerleri (2006), yerel ve yabancı kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini 11 gelişmiş ülke için araştırmışlardır. Regresyon analizi sonuçları, yerel ve yabancı kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerinin farklı olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, yerel yatırım fonu yöneticileri, düşük defter değeri / piyasa değerine sahip, karpayı getirisi yüksek ve hisse senetlerinin işlem görme oranı yüksek firmaların hisse senetlerini tercih etmektedirler. Öte yandan, yabancı kurumsal yatırımcılar ağırlıklı olarak büyük ölçekli, hisse senetlerinin işlem görme oranı yüksek ve ihracatı fazla olan firmaların hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Brands ve diğerleri (2006), yatay-kesit regresyon modelinden yararlanarak Avustralya’da faaliyet gösteren hisse senedi portföyü yöneticilerinin yatırım tercihlerini etkileyen faktörleri incelemiştir. Analiz sonuçları, Avustralya kurumsal yatırımcılarının momentum yatırımcıları veya tersine yatırım yapan yatırımcılar olmadıklarını ortaya koymuştur. Öte yandan, kurumsal yatırımcıların, fiyatı dalgalanan, piyasa değeri yüksek şirketlere ait olan, yatırım uzmanlarınca takip edilen, alış-satış fiyat farkı düşük olan hisse senetlerini tercih ettikleri gözlenmiştir. Ayrıca sektörün de kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini etkilediği belirlenmiştir. Ng ve Wu (2006) yatay-kesit regresyon analizlerinden yararlanarak Çin’de bireysel ve kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Analiz sonuçları yatırımcıların türlerine göre farklı olmuştur. Bireysel yatırımcılar, yüksek betaya sahip, hata terimlerinin varyansı, işlem görme oranı ve kamu sahipliği yüksek, küçük ölçekli, hisse senetlerinin fiyatları ve defter değeri / piyasa değeri oranı düşük olan şirketlerin hisse senetlerini tercih etmişlerdir. Çinli kurumsal yatırımcılar ise, hisse başına kazancı yüksek, getirileri fazla dalgalanan, hisse senetleri yüksek fiyatlı, büyük ve genç firmaları tercih etmektedir. Bhattacharya ve Graham (2007), Finlandiya’da kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Sonuçlar, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile firma performansı arasında iki yönlü bir ilişki bulunduğunu göstermiştir. Firma performansı, kurumsal yatırımcıların firma tercihlerini etkilediği gibi; kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı da firma

performansını etkilemektedir. Öte yandan, firma büyüklüğü ve piyasa riskinin kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile aynı yönlü bir ilişkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Tersine, kaldıraç oranının kurumsal yatırımcı sahipliği ile ilişkisi ters yönlü olarak belirlenmiştir.

III. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışma, 2005, 2006 ve 2007 yıllarını ve mali sektör dışındaki İMKB şirketlerini konu almaktadır. Araştırma döneminin üç yıla sınırlandırılması önemli gerekçelere dayanmaktadır. Birinci gerekçe, mali tabloları hazırlama ilkeleri ile ilgilidir. Vergi Usul Kanunu'nda yapılan değişiklikle, 2004 yılında mali tablolarda enflasyon düzeltmesi uygulanmıştır (Uysal ve diğerleri, 2005). Tarihi maliyetli mali tablolar ile enflasyona göre düzeltilmiş mali tabloların karşılaştırılmasının sakıncaları bulunmaktadır. Söz konusu sakıncalar, enflasyon muhasebesinin mali tablo kalemlerini parasal olan (nakdi) ve parasal olmayan (nakdi olmayan) kalemler olarak sınıflandırmasından kaynaklanmaktadır. Bu iki tür kalem, enflasyona göre yapılan düzeltmelerden aynı ölçüde etkilenmemektedir (Yüksel, 1997). Bu çalışmada, enflasyon muhasebesine ve tarihi maliyetlere göre hazırlanmış mali tabloların karşılaştırılmasının neden olacağı sakıncalardan kaçınmak amacıyla 2004 yılı mali tablolarından yararlanılmamıştır. Öte yandan, 2003 yılında da farklı esaslara göre mali tablo düzenleyen şirketler olmuştur. Bu nedenle, 2003 yılı mali tabloları da kullanılmamıştır. Araştırma döneminin üç yıla sınırlandırılmasının ikinci gerekçesi, ulaşılabilen kurumsal yatırımcı sahipliği oranı verileri ile ilgilidir. 2003 ve 2004 yıllarına ait mali tabloların farklı biçimde hazırlandığı yukarıda belirtilmiştir. 2003 yılı öncesi dönem için ulaşılabilen veri 2002 yılı Nisan ayı ile sınırlıdır. Nisan 2002 verileri ile 2005, 2006 ve 2007 yıllarının Aralık ayı verilerinin karşılaştırılmasının sakıncalı olacağı açıktır. Bu nedenle, araştırma dönemi, 2005, 2006 ve 2007 yılları ile sınırlı tutulmuştur. Diğer uygulamalı çalışmalar ile benzer gerekçelere bağlı olarak, mali sektör şirketleri örnekleme dahil edilmemiştir (Badrinath ve diğerleri, 1996; Grinstein ve Michaely, 2005). Fama ve French (1992), çalışmalarına mali sektör şirketlerini dahil etmeme nedeni olarak, mali sektör şirketlerinin yüksek kaldıraç oranıyla faaliyetlerini devam ettirmelerini göstermişlerdir. Buna göre, mali sektör şirketleri için normal sayılabilecek bir kaldıraç oranı, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalar için finansal sıkıntı sebebi sayılabilecek kadar yüksek olabilmektedir. Örneklemin oluşturulması ile ilgili bir diğer ön koşul, muhasebe verilerinin analiz tarihinde açıklanmış olmasıdır. 12 aylık mali tabloların açıklanması, izleyen yılın ilk altı ayı içinde tamamlanmaktadır (Fama ve French, 1992). Bu çerçevede, şirketlerin

mali tablo verileri, 12 aylık bilançolar yerine 6 aylık bilançolardan derlenmiştir. Böylece, yıl sonları itibariyle derlenen kurumsal yatırımcılara ait veriler ile mali tablo verilerinin yayınlanma tarihleri açısından uyumlu olmaları sağlanmıştır. Örneklemin oluşturulması sürecinde dikkate alınan üç kriter daha bulunmaktadır. Bunlardan ilki hisse senedi fiyat bilgileri ile ilgilidir. Bir yıl içerisinde birbirini izleyen üç aydan fazla fiyat verisi bulunmayan hisse senetleri araştırma kapsamına dahil edilmemiştir (Chui ve Wei, 1998). İkinci kritere göre, çalışmaya negatif özsermayesi bulunan şirketler dahil edilmemiştir (Fama ve French, 1995; Chui ve Wei, 1998). Üçüncü kriter, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler ile ilgilidir. Strong ve Xu (1997), mali tablo verilerinin ve piyasa değerinin tanımlanmasında yarattığı güçlükler gibi nedenlerle birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketleri çalışmalarına dahil etmemişlerdir. Benzer nedenlerle, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler çalışmaya dahil edilmemişlerdir. Yukarıda sıralanan tüm örneklem seçim kriterleri dikkate alındığında örnekleme yer alan şirket sayıları 2005, 2006 ve 2007 yılları için sırasıyla 188, 193 ve 199 olmuştur.

Kurumsal yatırımcı sahipliği, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çalışmalarda üzerinde büyük ölçüde görüş birliği sağlanmış bir değişkendir. Kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipliğini belirlemede kullanılan en yaygın yöntem, kurumsal yatırımcıların sahip oldukları hisse senedi sayısının, dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi yöntemidir (Badrinath ve diğerleri, 1996; Falkenstein, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001). Bu çalışmada da kurumsal yatırımcı sahiplik oranı aynı yöntemle hesaplanmış ve hesaplama yöntemi aşağıda formül ile gösterilmiştir:

$$KSO_i = \frac{KYHSS_i}{DHSS_i} \quad (1)$$

KSO_i = i şirketi hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı,

$KYHSS_i$ = kurumsal yatırımcıların sahip olduğu i şirketine ait hisse senedi sayısı,

$DHSS_i$ = i şirketinin dolaşımdaki hisse senedi sayısıdır.

Kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi sayısı ile şirketlerin dolaşımdaki hisse senedi sayısına ilişkin veriler, “Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği” resmi internet sitesinden derlenmiştir (<http://www.tspakb.org.tr/veriler/veribanka.htm>).

İnançlı mülkiyet esası, kurumsal yatırımcıların, büyük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir. Çünkü büyük şirketlere ilişkin daha fazla bilgi edinilebilmekte ve büyük şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanma olanakları daha iyi olmaktadır. Dolayısıyla büyük şirketler daha düşük riskli şirketler olarak algılanmaktadır (Eakins ve diğerleri, 1998). Uygulamalı çalışmalarda, kurumsal yatırımcıların büyük şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ileri sürülmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989; Cready, 1994; Falkenstein, 1996; Badrinath, ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Aggarwal ve diğerleri, 2005; Covrig ve diğerleri, 2006; Brands ve diğerleri, 2006; Ng ve Wu, 2006; Bhattacharya ve Graham, 2007; Oak ve Dalbor, 2008). Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çalışmalarda şirket büyüklüğü çoğunlukla iki değişken ile temsil edilmektedir. Birincisi, şirketin toplam aktif tutarıdır (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Aggarwal ve diğerleri, 2005). İkincisi ise, şirketin piyasa değeridir (Cready, 1994; Falkenstein, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Covrig ve diğerleri, 2006; Ng ve Wu, 2006). Bu çalışmada, şirket büyüklüğü, şirketlerin piyasa değerlerinin doğal logaritması ile ölçülmüştür. İMKB şirketlerinin piyasa değerleri, İMKB Yıllık Bültenleri'nden derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>).

Kurumsal yatırımcıların geçmiş dönem getirilerine ilişkin tercihleri, iki alternatif yatırım stratejisi ile ilişkilendirilerek değerlendirilebilir. Bu stratejiler, ters yönlü yatırım stratejisi ve momentum yatırım stratejisidir. Ters yönlü (contrarian) hisse senedi seçim stratejisi, geçmişte kaybeden hisse senetlerinin satın alınmasını ve geçmişte kazanan hisse senetlerinin satılmasını kapsamaktadır. Momentum yatırım stratejisi ise geçmişte kazanan hisse senetlerinin satın alınmasını ve geçmişte kaybeden hisse senetlerinin satılmasını öngörmektedir. Bazı uygulamalı çalışmalar kurumsal yatırımcıların ters yönlü yatırım stratejisi izlediklerini ileri sürmektedir (Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003). Öte yandan bazı çalışmalar ise kurumsal yatırımcıların momentum stratejisi uyguladıklarını ileri sürmektedir (Pinnuck, 2004; Bathala ve diğerleri, 2005). Kurumsal yatırımcı tercihlerini inceleyen çalışmalarda çoğunlukla ilgili şirkete ait hisse senetlerinin kümülatif getirileri analizlerde kullanılmaktadır (Falkenstein, 1996; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Aggarwal ve diğerleri, 2005; Ng ve Wu, 2006). Bu çalışmada da, hisse senetlerinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri kullanılmıştır.

Çalışmada, kullanılan hisse senedi getiri verileri, karpayı dağıtımı ve hisse senedi bölünmesi işlemlerine göre düzeltilmiş getiriler olup, İMKB'nin resmi internet sitesinden elde edilmiştir (http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm). Hisse senetlerinin bir yıllık kümülatif getirisi aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır (Feibel, 2002; Forner ve Marhuenda, 2004):

$$KG_i = \left[\prod_{t=1}^{12} (1 + G_{i,t}) \right] - 1 \quad (2)$$

KG_i = "i" hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getirisi,
 $G_{i,t}$ = "i" hisse senedinin "t" ayına ait getirisidir.

İnançlı mülkiyet esasına göre kurumsal yatırımcıların makul bir riskle yatırım yapmaları gerekmektedir. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, yüksek risk büyük kayıplara neden olabilir ve yönetilen portföyün performansını olumsuz etkileyebilir. İkincisi, yüksek riskten kaynaklanan büyük ölçekli kayıplar, kurumsal yatırımcı yöneticisini yasal sorumlulukla karşı karşıya getirebilir. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile risk arasında ters yönlü bir ilişki öngörülmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989). Kurumsal yatırımcıların risk tercihleri, uygulamalı çalışmalar arasında farklılık göstermektedir. Bazı çalışmalara göre, kurumsal yatırımcılar riski düşük hisse senetlerini tercih etmektedirler (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Pinnuck, 2004). Diğer bazı çalışmalar ise, kurumsal yatırımcıların riski yüksek hisse senetlerine yatırım yaptıklarını belirlemiştir (Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Bathala ve diğerleri, 2005; Grinstein ve Michaely, 2005; Brands ve diğerleri, 2006; Ng ve Wu, 2006). Kurumsal yatırımcıların tercihlerini araştıran çalışmalarda farklı risk ölçütleri kullanılmaktadır. Bazı çalışmalarda, risk ölçütü sistematik risktir (Cready, 1994; Badrinath ve diğerleri, 1996; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bathala ve diğerleri, 2005; Grinstein ve Michaely, 2005; Ng ve Wu, 2006). Diğer bazı çalışmalarda ise hisse senedi getirilerinin varyansı risk ölçütü olarak kullanılmaktadır (Falkenstein, 1996; Gompers ve Metrick, 2001; Covrig ve diğerleri, 2006; Brands ve diğerleri, 2006). Öte yandan, hisse senedi getirilerinin standart sapmasını risk ölçütü olarak kullanan çalışmalar da mevcuttur (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Bhattacharya ve Graham, 2007; Oak ve Dalbor, 2008). Bu

çalışmada, hisse senetlerinin son iki yıldaki getirilerinin standart sapması toplam risk ölçütü olarak kullanılmıştır. Hisse senedi getirilerinin standart sapması aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır (Feibel, 2003; Beaumont, 2004):

$$SS_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (r_{it} - G_i)^2}{n}} \quad (3)$$

SS_i = i şirketi hisse senedi getirilerinin standart sapması,

r_{it} = i şirketi hisse senedinin t dönemindeki getirisi,

G_i = i şirketi hisse senedinin n dönemi boyunca sağladığı ortalama getiri,

n = dönem uzunluğudur.

Bilindiği gibi finansal kaldıraç oranı ile şirketin toplam riski arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında da ters yönlü bir ilişki bulunması beklenmelidir. Çünkü yüksek risk büyük kayıplara neden olabileceği için inancılı mülkiyet esası ile uyuşmamaktadır (Badrinath ve diğerleri, 1989). Ancak, kurumsal yatırımcılar, inancılı mülkiyet esasına göre yatırım yapmak yerine daha yüksek getiri sağlamayı amaçlıyorsa, kurumsal yatırımcı sahipliği oranı ile kaldıraç oranı arasında aynı yönde bir ilişki de gözlenebilir. Çünkü kaldıraç oranı daha yüksek şirketlerin daha yüksek getiri sağlamaları beklenebilir (Eakins ve diğerleri, 1998). Bazı uygulamalı çalışmalar, inancılı mülkiyet esası ile uyumlu bulgular elde etmişlerdir (Aggarwal ve diğerleri, 2005; Bhattacharya ve Graham, 2007). Diğer bazı çalışmalar ise, kurumsal yatırımcıların, kaldıraçtan daha fazla yararlanan firmaları tercih ettiği bulgusunu elde etmişlerdir (Badrinath ve diğerleri, 1996; Oak ve Dalbor, 2008). Bu çalışmada, her bir şirketin kaldıraç oranı, borç toplamının aktif toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Kaldıraç oranı hesaplamada kullanılan bu yöntem Badrinath ve diğerleri (1989), Badrinath ve diğerleri (1996), Eakins ve diğerleri (1998) ile Oak ve Dalbor (2008) tarafından da kullanılmıştır. Şirketlerin borç ve aktif toplamı değerleri, İMKB'nin resmi internet sitesinde ilan edilen şirket bilançolarından derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>).

Şirketlerin yaşlarının, yatırımcıların şirketleri nasıl algıladığını belirleyen önemli bir faktör olduğu düşünülmektedir (Falkenstein, 1996; Gompers ve Metrick, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Ng ve Wu, 2006). Eski bir şirkete

yatırım yapmak, inançlı mülkiyet esası ile bağdaştırılmaktadır (Badrinath ve diğerleri, 1989). Kurumsal yatırımcı tercihlerini inceleyen çalışmaların büyük kısmında, kurumsal yatırımcıların eski şirketleri tercih ettikleri belirlenmiştir (Badrinath ve diğerleri, 1989; Falkenstein, 1996; Badrinath ve diğerleri, 1996; Bennett ve diğerleri, 2003). Bu çalışmada, şirket yaşı, şirketin İMKB’de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritmasını ifade etmektedir. Şirketlerin İMKB’de ilk işlem görme tarihleri, İMKB’nin resmi internet sitesinden elde edilmiştir (http://www.imkb.gov.tr/sirket/sermaye_temettu.htm).

İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir. Kurumsal yatırımcıların yaptıkları büyük ölçekli işlemlerin, likiditesi düşük olan hisse senetlerine yönelmesi halinde fiyat baskısı oluşacağı düşünülmektedir. Fiyat baskısı riskinden kaçınmak isteyen kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerini tercih edecekleri ileri sürülmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989). Uygulamalı çalışmaların büyük kısmı, kurumsal yatırımcıların likit hisse senetlerine yatırım yaptıklarını ileri sürmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Covrig ve diğerleri, 2006). Kurumsal yatırımcıların tercihlerini inceleyen çalışmaların büyük kısmında işlem görme oranı likiditeyi temsil etmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989; Falkenstein, 1996; Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Covrig ve diğerleri, 2006; Ng ve Wu, 2006; Oak ve Dalbor, 2008). Bu çalışmada, İMKB şirketlerinin yıllık ortalama işlem görme oranı, hisse senedi likiditesini temsil etmektedir. Yıllık piyasa işlem görme oranı verileri, İMKB yıllık bültenlerinden elde edilmiştir.

İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların performansı yüksek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir (Eakins ve diğerleri, 1998). Kurumsal yatırımcıların tercihlerini inceleyen çalışmalarda karlılık ve performans kavramları birlikte değerlendirilmiş ve elde edilen sonuçlar farklılık göstermiştir. Bazı uygulamalı çalışmalarda, kurumsal yatırımcıların, performansı yüksek şirketlere yatırım yaptıkları belirlenmiştir (Clay, 2001; Bathala ve diğerleri, 2005). Bhattacharya ve Graham (2007) ise kurumsal yatırımcıların düşük performanslı şirketlere yatırım yaptıklarını belirlemişlerdir. Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejilerini araştıran

çalışmalarda farklı performans ölçütlerinden yararlanılmıştır. Dahlquist ve Robertsson (2001), Aggarwal ve diğerleri (2005) ile Covrig ve diğerleri (2006), karlılık ölçütü olarak özsermaye karlılığını kullanırken; Eakins ve diğerleri (1998) ile Bathala ve diğerleri (2005) aktif karlılığını karlılık ölçütü olarak kullanmışlardır. Öte yandan, Ng ve Wu (2006) ile Brands ve diğerleri (2006) hisse başına kazanç oranından; Bhattacharya ve Graham (2007) Tobin Q oranından performans göstergesi olarak yararlanmışlardır. Bu çalışmada, aktif karlılığı, şirketlerin performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Aktif karlılığı, şirketin ilgili dönemde elde ettiği net karın aktif toplamına oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. İMKB şirketlerinin net kar verileri, İMKB Yıllık Bültenlerinden; aktif toplamı verileri ise İMKB'nin resmi internet sitesinden ilan edilen şirket bilançolarından derlenmiştir. (<http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>).

Şirketlerin karpayı politikalarının kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini etkilediğini ileri süren çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmaların bulgularına göre, kurumsal yatırımcılar, karpayı ödeyen ve karpayı getirisi yüksek şirketlerin hisse senetlerini tercih etmektedirler (Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Short ve diğerleri, 2002; Grinstein ve Michaely, 2005). Öte yandan, karpayı ödemeyen veya karpayı getirisi düşük hisse senetlerinin de, kurumsal yatırımcıların portföylerinde yer aldıklarını ileri süren çalışmalar da mevcuttur (Bennett ve diğerleri, 2003; Bathala ve diğerleri, 2005). Karpayı politikasının, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihleri üzerindeki etkisini araştıran bazı çalışmalarda karpayı tutar olarak ölçülmüştür (Badrinath ve diğerleri, 1996; Aggarwal ve diğerleri, 2005). Bazı çalışmalarda ise karpayı politikaları, karpayı tutarının piyasa değerine oranlanması suretiyle değerlendirilmiştir (Dahlquist ve Robertsson, 2001; Gompers ve Metrick, 2001; Bathala ve diğerleri, 2005; Covrig ve diğerleri, 2006). Karpayı politikasını kukla değişken ile değerlendiren çalışmalar da bulunmaktadır (Eakins ve diğerleri, 1998; Grinstein ve Michaely, 2005). Bu çalışmada, İMKB'de karpayı dağıtmayan şirket sayısının yüksek düzeyde olması nedeniyle karpayı politikası tutar veya oran cinsinden değerlendirilmemiştir. Şirketler, karpayı dağıtan şirketler ve karpayı dağıtmayan şirketler olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Bu çerçevede, karpayı dağıtan şirketlere "1" ve karpayı dağıtmayan şirketlere "0" değeri verilmek üzere kukla değişken oluşturulmuştur. İMKB şirketlerinin karpayı verileri, İMKB Yıllık Bültenleri'nden derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>).

Şirketlerin hisse senedi piyasası endekslerinde yer alma durumlarının, kurumsal yatırımcıların tercihlerini etkilediği düşünülmektedir. İnançlı mülkiyet esası, kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasası endekslerinde yer alan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir. Buna göre, kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile endekste yer alma durumu arasında aynı yönde bir ilişki beklenmektedir (Gompers ve Metrick, 2001) Söz konusu aynı yönlü ilişki, “yatırımcılar tarafından tanınmışlık (investor recognition)” teorisi ile ilişkilendirilmektedir. Uygulamalı çalışmalarda, yatırımcılar tarafından tanınmışlık durumunun kurumsal yatırımcılar tarafından önemsendiği belirlenmiştir (Cready, 1994; Gompers ve Metrick, 2001; Clay, 2001). Bu çalışmada, şirketlerin İMKB-100 endeksinde yer alma durumları incelenmiştir. Buna göre, İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlere “1” ve İMKB-100 endeksinde yer almayan şirketlere “0” değeri atanarak kukla değişken oluşturulmuştur. İMKB-100 endeksinin içeriğine yönelik değerlendirmeler üç ayda bir yapılmaktadır. Çalışmada yıllık veriler kullanıldığından, her bir şirket için ilgili yılda en az üç adet üç aylık dönemde İMKB-100 endeksinde yer alma şartı aranmıştır. Şirketlerin, İMKB 100 endeksinde yer alma durumlarına ilişkin bilgiler, İMKB’nin resmi internet sitesinden elde edilmiştir (http://www.imkb.gov.tr/Endeksler/endeks_sirketler.htm).

Kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik tercihlerini etkileyen faktörleri incelemek için yatay-kesit regresyon analizi yönteminden yararlanılmıştır. Bu çalışmada, 2005, 2006 ve 2007 yıllarına ait olmak üzere üç farklı yatay-kesit regresyon modeli oluşturulmuştur. Yatay-kesit regresyon modellerinde, şirketlerin kurumsal yatırımcı sahipliği oranları bağımlı değişken; şirketlerin özellikleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. 2005, 2006 ve 2007 yılları için tahmin edilen yatay-kesit regresyon modeli, aşağıda formül ile gösterilmiştir.

$$KSO_i = \beta_0 + \beta_1 KG_i + \beta_2 PD_i + \beta_3 KO_i + \beta_4 YAS_i + \beta_5 IGO_i + \beta_6 SS_i + \beta_7 AK_i + \beta_8 KPK_i + \beta_9 EK_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

KSO_i = i şirketi hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı,
 KG_i = “i” şirketi hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri,
 PD_i = i şirketi piyasa değerinin doğal logaritması,
 KO_i = i şirketinin kaldıraç oranı,

$YAS_i = i$ şirketinin İMKB’de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması,
 $IGO_i = i$ şirketinin işlem görme oranı,
 $SS_i = i$ şirketi hisse senedi getirilerinin standart sapması,
 $AK_i = i$ şirketinin aktif karlılık oranı,
 $KPK_i = i$ şirketinin karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken,
 $EK_i = i$ şirketinin İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişken,
 $ei =$ rastgele hata terimidir.

Regresyon modellerinde önemli bir konu, tüm değişkenlerin oransal veya logaritmik olarak ifade edilmesidir. Kurumsal yatırımcı sahipliği oranı, oran cinsinden ifade edildiği için diğer değişkenlerin de oran veya logaritma cinsinden ifade edilmesinin gerekli olduğu belirtilmektedir (Gompers ve Metrick, 2001). Buna göre, şirket büyüklüğü ve şirket yaşının doğal logaritması alınmış; diğer değişkenler oran olarak ifade edildiğinden, böyle bir dönüşüme gerek görülmemiştir. Öte yandan, şirketlerin karpayı politikasına ve İMKB-100 endeksinde yer alma durumuna ilişkin kukla değişkenler de ham halleriyle kullanılmışlardır.

Yatay-kesit regresyon modellerinde karşılaşılan ciddi bir sorun çoklu doğrusal bağlantıdır. Çoklu doğrusal bağlantının varlığını araştırmak için kullanılan yöntemlerin başında bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının incelenmesi gelmektedir. Bağımsız değişkenler arasında yüksek düzeyde (mutlak değeri %80 ve üzerinde bir değer) bir korelasyon katsayısı, çoklu doğrusal bağlantı göstergesidir (Kennedy, 1998). Yatay-kesit verilerle çalışılırken karşılaşılan bir diğer önemli sorun değişen varyanstır. Bu çalışmada, değişen varyansın varlığının sınanması için White testinden yararlanılmıştır (White, 1980). Regresyon modellerinde, değişen varyans problemi belirlenmiş ve sorunun giderilmesi için, “White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hataları”ndan yararlanılmıştır.

IV. Araştırma Bulguları

Çalışmanın bu bölümünde, kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik tercihleri araştırılmıştır. İlk olarak analizlerde kullanılan değişkenlerin özet istatistikleri incelenmiştir. Ardından yatay-kesit regresyon analizi yardımıyla kurumsal yatırımcıların tercihleri araştırılmıştır. Aşağıdaki tablolarda sırasıyla 2005, 2006 ve 2007 yıllarına ait özet istatistikler yer almaktadır.

Tablo 4.1: Özet İstatistikler (2005)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,803	0,095	0,152	188
KG	-0,866	3,160	0,447	0,680	188
PD	14,939	23,445	18,623	1,536	188
KO	0,012	0,934	0,420	0,201	188
YAS	6,518	8,896	8,287	0,483	188
IGO	0,163	72,862	13,903	12,353	188
SS	0,059	0,828	0,160	0,074	188
AK	-0,293	0,240	-0,009	0,057	188

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB’de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 4.1’de görüldüğü gibi değişkenlere ilişkin özet istatistikler oldukça farklıdır. Standart sapmalar dikkate alınarak değerlendirme yapıldığında, KSO, KO, SS ve AK değişkenlerinin görece daha istikrarlı bir dağılıma sahip oldukları gözlenmiştir. Diğer değişkenler arasında özellikle IGO büyük değişkenlik göstermiştir. Bu durum, IGO’nun minimum ve maksimum değerleri arasındaki farklılıktan da anlaşılmaktadır. Buna göre, İMKB şirketleri arasında likidite yönünden farklar oluşmuştur. Kurumsal yatırımcı sahipliği oranları incelendiğinde, bazı şirketlerde hiç kurumsal yatırım gözlenmezken; en yüksek oran %80 civarında gerçekleşmiştir. Yıllık getiriler incelendiğinde, şirketler arasında önemli farklar belirlenmiştir. En fazla kaybeden hisse senedinin zararı %90’a yaklaşırken; en çok kazanan hisse senedi getirisinin %300’ü aştığı gözlenmiştir. Orijinal verilerde daha fazla farklılıklar gösteren şirket büyüklüğü ve yaşı verileri, logaritmik dönüşümden sonra daha az değişken hale gelmiştir. Kaldıraç oranı da değişken bir yapıya sahiptir. Neredeyse hiç borç kullanmayan şirketlerin yanı sıra, neredeyse tamamen borçla finanse edilen şirketlerin varlığı da gözlenmiştir. Ortalama borçlanma oranı ise % 40 civarındadır. Bu değişken yapılar, risk ve performans açısından geçerli olmamıştır. Her ne kadar, şirketlerin risk ve performansa ilişkin minimum ve maksimum değerleri farklı olsa da, standart sapmalarda böyle bir fark gözlenmemiştir. Dolayısıyla şirketlerin risk ve performans yapıları görece benzer yapıdadır.

Tablo 4.2: Özet İstatistikler (2006)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,798	0,094	0,147	193
KG	-0,931	1,581	-0,098	0,415	193
PD	14,648	23,479	18,600	1,604	193
KO	0,043	0,897	0,454	0,221	193
YAS	6,688	8,945	8,330	0,533	193
IGO	0,120	58,613	11,026	10,308	193
SS	0,055	0,405	0,150	0,053	193
AK	-0,218	0,521	0,010	0,086	193

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB'de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 4.2'de yer alan 2006 yılı verileri, 2005 yılı verileri ile büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Ancak bazı kalemlerde küçük ölçekli değişiklikler olmuştur. Hisse senedi getirilerinin dalgalanması 2005 yılına kıyasla azalmıştır. Hisse senetlerinin toplam riski azaldığı gibi getirilerin değişkenliği de gerilemiştir. Ayrıca şirketler, yatırımcılarına ortalama olarak %10 civarında kaybettirmiştir. Aktif karlılığı açısından ise ters bir gelişme olmuş ve 2006 yılı aktif karlılığı verileri 2005 yılına göre daha değişken hale gelmiştir. İşlem görme oranının yüksek seviyedeki değişkenliği ise bir ölçüde azalmıştır.

Tablo 4.3: Özet İstatistikler (2007)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
KSO	0,000	0,784	0,115	0,158	199
KG	-0,763	1,973	0,158	0,499	199
PD	14,600	24,061	18,834	1,611	199
KO	0,000	0,902	0,438	0,217	199
YAS	6,428	8,991	8,355	0,588	199
IGO	0,134	76,421	11,660	13,451	199
SS	0,041	0,993	0,143	0,080	199
AK	-0,274	0,506	0,032	0,085	199

Notlar: KSO: ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB'de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranıdır.

Tablo 4.3 incelendiğinde, 2007 yılı istatistiklerinin, önceki iki yıldan çok farklı olmadığı gözlenmektedir. Sadece küçük değişiklikler olmuştur. Hisse senetlerinin getirileri ve riskleri, 2007 yılında, 2006 yılına kıyasla artmıştır. Ortalama getiri ise 2006 yılından farklı olarak pozitif hale gelmiştir. Bir yıl önce yatırımcısına %10 kaybettiren, hisse senetleri 2007 yılında %15 civarında kazandırmıştır. Ancak bu getiri artışı karşısında risk de bir ölçüde artmıştır. Şirketlerin performansında önceki iki yıla kıyasla artış olmuştur. Diğer verilerde önemli bir değişiklik olmamıştır.

Üç yıla ait özet istatistikler birlikte değerlendirildiğinde, yıllar arasında önemli farklar gözlenmemiştir. KSO, KO, SS ve AK değişkenlerinin görece daha istikrarlı bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. IGO ise en değişken yapıya sahip olan değişkendir. Ayrıca, 2005 ve 2007 yılları arasında kurumsal yatırımcı sahipliği oranının %2 civarında arttığı belirlenmiştir. Yatay-kesit regresyon analizi, sırasıyla 2005, 2006 ve 2007 yılları için gerçekleştirilmiş ve analiz sonuçları tablolar halinde sunulmuştur.

Tablo 4.4: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (2005)

	Regresyon Katsayıları
Sabit Terim	-1,009 (0,000)**
PD	0,049 (0,000)**
IGO	-0,114 (0,072)*
AK	0,313 (0,033)**
KO	-0,001 (0,984)
KPK	0,024 (0,386)
YAS	0,275 (0,093)*
EK	0,037 (0,092)*
KG	-0,008 (0,521)
SS	-0,200 (0,022)**
Düzeltilmiş R ²	0,391
F İstatistiği	14,318 (0,000)**
Durbin-Watson İstatistiği	1,934
White Test İstatistiği	1,741 (0,043)**
Not:	Regresyon modelinde, KSO (ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı) bağımlı değişkendir. KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB'de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranı, KPK: ilgili şirketin karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, EK: ilgili şirketin İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir.
*	ilgili katsayının %5; ** ilgili katsayının %1 önem düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.
	Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayılarla ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.
	Katsayıların olasılıkları, White Değişken Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.

Tablo 4.4’de yer alan 2005 yılına ait yatay-kesit regresyon analizi bulgularına göre, şirketlerin büyüklükleri, likiditeleri, yaşları ve performansları ile hisse senedi getirilerinin toplam riski ve İMKB-100 endeksinde yer alma durumları, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini önemli ölçüde etkilemektedir. Kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli, hisse senetleri uzun süredir İMKB’de işlem gören, İMKB-100 endeksinde yer alan, performansı yüksek, likiditesi ve toplam riski düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Sermaye yapısı, karpayı politikası ve hisse senedi kümülatif getirilerinin kurumsal yatırımcıların yatırım tercihleri üzerinde önemli etkileri olmadığı gözlenmiştir.

Tablo 4.5: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (2006)

	Regresyon Katsayıları
Sabit Terim	-0,733 (0,007)**
PD	0,045 (0,000)**
IGO	-0,010 (0,089)*
AK	0,269 (0,007)**
KO	0,052 (0,257)
KPK	0,018 (0,364)
YAS	-0,030 (0,878)
EK	0,045 (0,051)*
KG	-0,000 (0,989)
SS	-0,077 (0,574)
Düzeltilmiş R²	0,355
F İstatistiği	12,718 (0,000)**
Durbin-Watson İstatistiği	1,812
White Test İstatistiği	2,254 (0,005)**
Not: Regresyon modelinde, KSO (ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı) bağımlı değişkendir. KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB’de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranı, KPK: ilgili şirketin karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, EK: ilgili şirketin İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir.	
* ilgili katsayının %5; ** ilgili katsayının %1 önem düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.	
Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.	
Katsayıların olasılıkları, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.	

Tablo 4.5’de görüldüğü gibi 2006 yılına ilişkin yatay-kesit regresyon analizi sonuçları, 2005 yılı sonuçlarına benzerlik göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar,

2006 yılında da, büyük ölçekli, İMKB-100 endeksinde yer alan, performansı yüksek ve likiditesi düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Öte yandan, 2005 yılında, kurumsal yatırımcıların tercihlerini etkileyen faktörlerden şirket yaşı ve toplam risk ise 2006 yılında kurumsal yatırımcıların tercihlerinde önemli bir role sahip olmamıştır. Diğer değişkenler, 2005 yılında olduğu gibi 2006 yılında da kurumsal yatırımcıların yatırım kararları üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir.

Tablo 4.6: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (2007)

	Regresyon Katsayıları
Sabit Terim	0,099 (0,627)
PD	0,600 (0,008)***
IGO	-0,030 (0,002)***
AK	0,166 (0,058)*
KO	0,102 (0,163)
KPK	0,050 (0,095)*
YAS	0,024 (0,156)
EK	0,125 (0,000)***
KG	0,024 (0,284)
SS	-0,123 (0,043)**
Düzeltilmiş R ²	0,383
F İstatistiği	9,435 (0,000)
Durbin-Watson İstatistiği	1,975
White Test İstatistiği	1,667 (0,009)
Not: Regresyon modelinde, KSO (ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı) bağımlı değişkendir. KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB’de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranı, KPK: ilgili şirketin karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, EK: ilgili şirketin İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir.	
* ilgili katsayının %5; ** ilgili katsayının %1 önem düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.	
Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayılarla ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.	
Katsayıların olasılıkları, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.	

Tablo 4.6’da yer alan 2007 yılı regresyon analizi sonuçları, önceki yıllara ait analiz sonuçlarından çok farklı değildir. Kurumsal yatırımcıların, büyük ölçekli, likiditesi düşük, performansı yüksek, İMKB-100 endeksinde yer alan ve

riski düşük şirketlerin hisse senetlerine yönelik tercihleri devam etmiştir. Önceki yıllarda olduğu gibi 2007 yılında da, sermaye yapısı, şirket yaşı, ve geçmiş hisse senedi performansının, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerinde önemli bir rolü olmadığı belirlenmiştir. Sadece 2005 ve 2006 yıllarında önemli bir değişken olmayan karpayı politikası 2007 yılında önemli bir değişken olarak gözlenmiştir.

Tablo 4.7: Yatay-Kesit Regresyon Analizi Sonuçları (Genel Değerlendirme)

	2005	2006	2007
Sabit Terim	-1,009	-0,733	0,099
PD	0,049	0,045	0,600
IGO	-0,114	-0,010	-0,030
AK	0,313	0,269	0,166
KO	-0,001	0,052	0,102
KPK	0,024	0,018	0,050
YAS	0,275	-0,030	0,024
EK	0,037	0,045	0,125
KG	-0,008	-0,001	0,024
SS	-0,200	-0,077	-0,123

Regresyon modelinde, KSO (ilgili şirketin hisse senetlerinde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı) bağımlı değişkendir. KG: ilgili hisse senedinin son bir yılda sağladığı kümülatif getiri, PD: ilgili şirketin piyasa değerinin doğal logaritması, KO: ilgili şirketin kaldıraç oranı, YAS: ilgili şirketin İMKB'de ilk işlem gördüğü tarihten analiz dönemine kadar geçen gün sayısının doğal logaritması, IGO: ilgili şirketin işlem görme oranı, SS: ilgili şirketin hisse senedi getirilerinin standart sapması, AK: ilgili şirketin aktif karlılık oranı, KPK: ilgili şirketin karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, EK: ilgili şirketin İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir.

İstatistiksel bakımdan önemli bulunan katsayılar koyu yazılmıştır.

Tablo 4.7'de gösterilen üç yıla ait yatay-kesit regresyon analizi sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, belirli faktörlerin kurumsal yatırımcıların yatırım tercihleri üzerinde önemli etkisi olduğu gözlenmektedir. Kurumsal yatırımcılar, istikrarlı biçimde, büyük ölçekli, İMKB-100 endeksinde yer alan, likiditesi düşük ve performansı yüksek şirketlerin hisse senetlerini tercih etmişlerdir. Bu bulgular, daha önce gerçekleştirilen uygulamalı çalışmaların sonuçları ve inançlı mülkiyet ilkesi ile genelde uyumlu olmuştur. Kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile şirket büyüklüğünün aynı yönde ilişkili olduğunu doğrulayan çok sayıda uygulamalı çalışma bulunmaktadır (Badrinath ve diğerleri, 1989; Cready, 1994; Falkenstein, 1996; Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Aggarwal ve diğerleri, 2005;

Covrig ve diğerleri, 2006; Brands ve diğerleri, 2006; Ng ve Wu, 2006; Bhattacharya ve Graham, 2007; Oak ve Dalbor, 2008). Benzer biçimde, kurumsal yatırımcıların endekslerde yer alan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarını belirleyen uygulamalı çalışmalar bulunmaktadır (Cready, 1994; Clay, 2001; Gompers ve Metrick, 2001). Buna göre, kurumsal yatırımcılar, şirketlerin yatırımcılar tarafından tanınmışlık düzeylerine önem vermekte ve yatırımlarını buna göre yönlendirmektedirler. Kurumsal yatırımcıların performansı yüksek İMKB şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapmalarının da inançlı mülkiyet ilkesi ve ilgili yazın ile uyumlu olduğu gözlenmektedir (Clay, 2001; Bathala, Ma ve Rao). Bu bulgunun, aynı zamanda etkin denetleme hipotezi (efficient-monitoring hypothesis) ile uyumlu olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Etkin denetleme hipotezine (efficient-monitoring hypothesis) göre, kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara kıyasla şirket denetleme konusunda daha fazla bilgiye, tecrübeye ve denetleme işini daha düşük maliyetle yapma olanağına sahiptir. Söz konusu avantajları kullanan kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları şirketlerin performanslarını olumlu etkileyebilmektedirler (Bhattacharya ve Graham, 2007: 2-3). İnançlı mülkiyet ilkesi, kurumsal yatırımcıların likiditesi yüksek hisse senetlerine yatırım yapmalarını öngörmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989: 609). Ancak bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri olduğu gözlenmiştir. Bu bulgu çok sayıda uygulamalı çalışmanın sonucu ile uyumlu değildir (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Gompers ve Metrick, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Covrig ve diğerleri, 2006). Sadece Dahlquist ve Robertsson (2001), kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerini tercih ettiklerini belirlemiştir. Kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, kurumsal yatırımcıların yatırım ufukları ile ilişkilendirilebilir. Kurumsal yatırımcıların kısa vadeye odaklanmak yerine uzun vadeli yatırım stratejileri geliştirdikleri, çok sayıda uygulamalı çalışma tarafından ortaya konulmuştur (Hansen ve Hill, 1991; Kochhar ve David, 1996; Bushee, 1998; Wahal ve McConnell, 2000). İşlem görme oranları düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım stratejilerine sahip oldukları biçiminde yorumlanabilir.

Kurumsal yatırımcılar, bazı dönemlerde, eski ve düşük riskli İMKB şirketlerinin hisse senetlerine de ilgi göstermişlerdir. İnançlı mülkiyet esasına göre kurumsal yatırımcıların makul bir riske maruz kalmaları gerekmektedir

(Badrinath ve diğerleri, 1989). Bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların 2005 ve 2007 yıllarında düşük riskli şirketlere yatırım yaptıkları belirlenmiştir. Bu bulgu, önceki çalışmaların sonuçları ile uyumludur (Badrinath ve diğerleri, 1989; Badrinath ve diğerleri, 1996; Pinnuck, 2004). Eski bir şirkete yatırım yapmanın, inançlı mülkiyet esasına uygun olduğu düşünülmektedir (Badrinath ve diğerleri, 1989). Ancak bu çalışmanın sonuçları bu öngörüyü sadece 2005 yılı için doğrulamaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında ise kurumsal yatırımcıların şirketlerin yaşlarına yönelik belirgin bir tercihi olmamıştır. Şirket yaşının yatırım kararlarındaki rolü, büyük ölçüde şirketlerin tanınmışlığı ve riski ile ilişkilendirilmektedir. Eski şirketlerin yatırımcılar tarafından daha fazla tanındığı ve risklerinin daha düşük düzeyde olduğu düşünülmektedir (Ng ve Wu, 2006). Ancak, kurumsal yatırımcıların yatırım kararı alırken, şirketlerin toplam risklerini dikkate aldıkları yukarıda belirtilmiştir. Bu bağlamda, kurumsal yatırımcıların, risk ölçütü olarak, hisse senedi getirilerinin değişkenliğini şirket yaşına tercih ettikleri düşünülebilir. Benzer biçimde, kurumsal yatırımcıların, şirketin yatırımcılar tarafından tanınmışlık ölçütü olarak şirketin İMKB-100 endeksinde yer almasını şirket yaşına tercih etmeleri de mümkündür.

Diğer yandan, şirketlerin sermaye yapısı, karpayı politikası ve hisse senetlerinin geçmiş fiyat performansının, kurumsal yöneticilerin yatırım kararlarında önemli bir etkisi olmadığı gözlenmiştir. Bu sonuç, sermaye yapısını kurumsal yatırımcı tercihleri ile ilişkilendiren çalışmaların bulguları ve inançlı mülkiyet esası ile örtüşmemektedir (Badrinath ve diğerleri, 1996; Aggarwal ve diğerleri, 2005; Bhattacharya ve Graham, 2007; Oak ve Dalbor, 2008). Kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında ilişki olmaması, kurumsal yatırımcıların risk algılamasına bağlanabilir. Yukarıda, kurumsal yatırımcıların toplam riski düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıkları belirtilmişti. Buna göre, kurumsal yatırımcıların toplam riskin bileşenleri yerine risk bütünü üzerinde yoğunlaştıkları düşünülebilir. Böylece, kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarında, finansal risk değil toplam risk daha belirleyici olabilir. Bu çalışmada, karpayı politikasının sadece 2007 yılında kurumsal yatırımcı tercihleri için önemli olduğu belirlenmiştir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların, kuvvetli olmamakla beraber, karpayı dağıtan şirketlere yönelik bir tercihi olduğu belirtilebilir. Bu sonuç ise kurumsal yatırımcıların, karpayı ödeyen ve karpayı getirisi yüksek şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ileri süren uygulamalı çalışmaların sonuçlarıyla ve inançlı mülkiyet esasıyla uyumludur (Badrinath ve diğerleri, 1996; Eakins ve diğerleri, 1998; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Short ve diğerleri, 2002; Grinstein ve Michaely, 2005). Bu

çalışmada, geçmiş hisse senedi getirileri, istatistiksel bakımdan önemli bir katsayıya sahip olmamıştır. Buna göre, kurumsal yatırımcılar, ters yönlü veya momentum yatırım stratejilerinin her ikisini de uygulamamaktadırlar. Bu bulgu, kurumsal yatırımcıların momentum veya ters yönlü yatırım stratejilerinden yararlandıklarını ileri süren uygulamalı çalışmalar ile uyumlu değildir (Gompers ve Metrick, 2001; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Bennett ve diğerleri, 2003; Pinnuck, 2004; Bathala ve diğerleri, 2005). Buna göre, geçmiş hisse senedi getirileri, kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarını fazla etkilememektedir.

Tahmin edilen üç regresyon modelinde de White testi sonuçları, değişen varyans sorununun varlığını işaret etmektedir. Bu nedenle, regresyon katsayılarının olasılık değerleri, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltilmiştir. Diğer yandan, üç yıl için oluşturulan korelasyon matrislerinde gözlenen korelasyon katsayılarının tamamı yüzde seksenin altındadır. Bu nedenle, çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı düşünülmektedir. Üç yıla ilişkin düzeltilmiş R^2 değerleri, yüzde otuz beş ile kırk arasında değişmektedir. Bu rakamların düşük olduğu, dolayısıyla modelin açıklayıcı gücünün düşük olduğu düşünülebilir. Ancak, gözlem sayısı fazla olan yatay-kesit verilerle çalışılırken, düşük R^2 değerleri elde edilmesinin olağan olduğu belirtilmektedir (Gujarati, 2003).

V. Sonuç

Kurumsal yatırımcılar, tasarrufları küçük yatırımcılar adına kolektif biçimde ve belirli hedefler doğrultusunda yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlardır. Söz konusu hedefler, yatırımın risk düzeyi, getirisi ve vadesi ile ilgili olabilmektedir (Davis ve Steil, 2001). Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu ve bu farklılığın üç nedeni olduğu ileri sürülmektedir. Bunlar, vekalet teorisi, piyasa anomalileri ve inançlı mülkiyet esasıdır. Vekalet teorisi etkisi, kurumsal yatırımcıların, diğer yatırımcıların vekili olarak yatırım yapmalarından kaynaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar, yatırımlarda karar yetkisini kurumsal yatırımcılara bıraktıktan sonra söz konusu kurumsal yatırımcının tercihlerini sadece denetleyebilmektedirler. Piyasa anomalisi etkisi, kurumsal yatırımcıların, tercihlerini piyasa anomalilerine göre yönlendirmesinden kaynaklanmaktadır. Geçmiş fiyat hareketlerini daha iyi takip etmek için yeterli kaynak ve uzmanlığa sahip olan kurumsal yatırımcıların bu anomalileri kara dönüştürmesi muhtemel görünmektedir. İnançlı mülkiyet esası, kurumsal yatırımcıların, tasarruf sahipleri tarafından kendilerine emanet edilen fonlara inançlı olarak sahip olmalarını öngörmektedir. Kurumsal yatırımcılar,

devraldıkları fonları, sözleşmeye uygun biçimde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek zorundadırlar. Sözü edilen bu zorunluluk, kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerine yön verebilmektedir.

Bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların, İMKB şirketlerine yönelik yatırım tercihlerini etkileyen faktörler incelenmiştir. Kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen faktörleri belirlemek için kullanılan yöntem yatay-kesit regresyon analizidir. Regresyon modeli, 2005, 2006 ve 2007 yılları için tahmin edilmiştir. Regresyon modelinde, her bir şirketteki kurumsal yatırımcı sahiplik oranı bağımlı değişken; aynı şirkete ait özellikler ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Söz konusu bağımsız değişkenler ise, ilgili şirketin son bir yıldaki kümülatif hisse senedi getirisi, hisse senedi getirilerinin standart sapması, piyasa değerinin doğal logaritması, kaldıraç oranı, yaşı, işlem görme oranı, aktif karlılık oranı, karpayı ödeme durumuna göre atanan kukla değişken, İMKB-100 endeksinden yer alma durumuna göre atanan kukla değişkendir.

Analiz sonuçları, kurumsal yatırımcıların İMKB’de genelde inançlı mülkiyet esasına uygun biçimde yatırım yaptıklarını göstermiştir. 2005-2007 döneminde kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli, toplam riski düşük, hisse senedi likiditesi düşük, aktif karlılığı yüksek ve İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Kurumsal yatırımcıların, karpayı dağıtan, eski şirketlere ilişkin tercihleri ise daha az belirgin olmuştur. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların geçmiş dönem getirileri ve sermaye yapısına ilişkin belirgin bir tercihleri olmadığı saptanmıştır.

Elde edilen bu sonuçlardan, büyük ölçekli, toplam riski düşük, aktif karlılığı yüksek ve İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlere yönelik kurumsal yatırımcı talebinin inançlı mülkiyet esası ile uyumlu olduğu gözlenmektedir. İnançlı mülkiyet esası, spekülasyon amaçlı, yüksek riskli yatırımlardan kaçınılmasını ve emniyetli yatırımlara yönelmeyi öngörmektedir. Büyük, performansı yüksek, riski düşük ve yatırımcılar tarafından tanınan şirketlere yatırım yapmanın bu amaçlarla örtüştüğü açıktır. Büyük şirketler, daha şeffaf bir yapıya sahip olmanın yanı sıra sermaye piyasalarından daha fazla yararlanabilme olanaklarına sahiptirler. Düşük riskli şirketlere yatırım yapmak, büyük kayıplara uğrama riskini sınırlandırdığı gibi portföy performansını da olumlu etkilemektedir. İMKB-100 endeksinde yer alan şirketler büyük ve tanınmış şirketlerdir. Kurumsal yatırımcıların yüksek performanslı şirketlere yönelik tercihleri, etkin denetleme hipotezinin geçerli olduğunu düşündürmektedir. Bilindiği gibi, etkin denetleme hipotezi, kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcılara kıyasla şirket denetleme konusunda daha fazla bilgi ve tecrübeye ve denetleme işini daha düşük maliyetle yapma olanağına sahip olduğunu ileri sürmektedir. Söz konusu avantajları kullanan kurumsal yatırımcıların, yatırım yaptıkları şirketlerin performanslarını olumlu etkiledikleri düşünülmektedir. Ancak likiditesi düşük

hisse senetlerine yatırım yapılması, inançlı mülkiyet esasına uygun değildir. Kurumsal yatırımcıların likiditesi düşük hisse senetlerine yönelik tercihleri, kurumsal yatırımcıların yatırım ufukları ile ilişkilendirilebilir. Uygulamalı çalışmalar, kurumsal yatırımcıların kısa vadeye odaklanmak yerine uzun vadeli yatırım stratejileri geliştirdiklerini ortaya koymuştur. Benzer biçimde, Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların da uzun vadeli yatırım stratejilerine sahip oldukları düşünülebilir.

Kurumsal yatırımcıların eski ve karpayı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine olan talepleri kuvvetli değildir. Oysa eski ve karpayı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın inançlı mülkiyet esasına uyumlu olduğu kabul edilmektedir. Son olarak kurumsal yatırımcıların, şirketlerin geçmiş hisse senedi getirilerine ve sermaye yapılarına ilişkin belirgin tercihleri olmadığı saptanmıştır. Bu bulgu, geçmiş hisse senedi getirileri yüksek ve daha az borçlu şirketlere yatırım yapılmasını öngören inançlı mülkiyet esasına uyumlu değildir. Bu çalışmanın sonuçları, geçmiş bir yıllık hisse senedi getirilerinin kurumsal yatırımcı tercihlerinde bir rolü olmadığını göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, kurumsal yatırımcılar, ters yönlü veya momentum yatırım stratejilerini uygulamamaktadırlar. Buna göre, kurumsal yatırımcılar, getiriden ziyade riske odaklanmaktadırlar. Kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı ile kaldıraç oranı arasında ilişki olmaması, kurumsal yatırımcıların risk algılamasına bağlanabilir. Kurumsal yatırımcıların toplam riski düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıkları belirtilmişti. Ancak kurumsal yatırımcıların finansal riski dikkate almadıkları gözlenmektedir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların toplam riskin bileşenleri yerine risk bütünü üzerinde yoğunlaştıkları düşünülebilir.

Bu çalışmanın sonuçlarının, gerek finans yazını ve gerekse sermaye piyasalarıyla ilgili tüm taraflar açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Finans yazınına olan katkısı, çalışmanın özgünlüğünden kaynaklanmaktadır. Bu çalışma, kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik tercihlerini inceleyen ilk çalışmalardan biridir. Bu bağlamda, kurumsal yatırımcıların İMKB şirketleri üzerindeki etkilerini araştırarak yeni çalışmalar için yararlı olacağı düşünülmektedir. Sermaye piyasası yatırımcıları da bu çalışmanın sonuçlarından yararlanabileceklerdir. Öncelikle, bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcıların portföy içeriklerini incelemek suretiyle, fonlarını emanet ettikleri kurumsal yatırımcıların inançlı mülkiyet esasına ne derecede bağlı kaldıklarını gözleyebileceklerdir. Böylece, kurumsal yatırımcıların performanslarını salt portföy değerlendirme yöntemleriyle değil portföy içeriklerini incelemek suretiyle de değerlendirmek mümkün olacaktır. İkincisi, üstün araştırma imkan ve kabiliyetlerine sahip kurumsal yatırımcıların portföy içeriklerini izlemek suretiyle kendi yatırımlarını daha verimli alanlara yönlendirebileceklerdir.

Kaynakça

- Aggarwal, Reena, Leora Klapper, Peter D. Wysocki, “*Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors*”, Journal of Banking and Finance, Vol. 29, No. 12, 2005, ss. 2919-2946.
- Badrinath, S. G., Gerald D. Gay, Jayant R. Kale, “*Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial Safety-Net Hypothesis*”, Journal of Risk and Insurance, Vol. 56, No.4, 1989, ss. 605-629.
- Badrinath, S. G., Jayant R. Kale, Harley E. Ryan, Jr., “*Characteristics of Common Stock Holdings of Insurance Companies*”, Journal of Risk and Insurance, Vol. 63, No.1, 1996, ss. 49-76.
- Bathala, Chenchuramaiah T., Christopher K. Ma, Ramesh P. Rao, “*What Stocks Appeal to Institutional Investors?*”, Journal of Investing, Vol. 14, No.1, 2005, ss. 14-23.
- Beaumont, Perry H., *Financial Engineering Principles* (First Edition), John Wiley & Sons, USA, 2004.
- Bennett, James A., Richard W. Sias, Laura T. Starks, “*Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences*”, Review of Financial Studies, Vol. 16, No.4, 2003, ss. 1203-1238.
- Bhattacharya, Prasad S., Michael Graham, “*Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland*”, SSRN Working Paper, 2007.
<http://ssrn.com/abstract=1000092>.
- Brands, Simone, David R. Gallagher, Adrian Looi, “*Active Investment Manager Portfolios and Preferences for Stock Characteristics*”, Accounting and Finance, Vol. 46, No. 2, 2006, ss. 169-190.
- Bushee, Brian J., “*The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*”, Accounting Review, Vol. 73, No.3, 1998, ss. 305-333.
- Chui, Andy C. W., K. C. John Wei, “*Book-to-Market, Firm Size, and the Turn of the Year Effect: Evidence from Pacific-Basin Emerging Markets*”, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 6, No. 3-4, 1998, ss. 275-293.
- Clay, Darin G., “*Institutional Ownership, CEO Incentives, and Firm Value*”, Doktora Tezi, 2001, University of Chicago, ABD.
- Covrig, Vicentiu, Sie Ting ve Lilian Ng, “*Do Domestic and Foreign Fund Managers Have Similar Preferences for Stock Characteristics? A Cross-Country Analysis*”, Journal of International Business Studies, Vol. 37, 2006, ss. 407-429.

- Cready, William M., “*Determinants of Relative Investor Demand for Common Stocks: Professional Adaptation*”, *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*, Vol. 9, 1994, ss. 487-509.
- Dahlquist, Magnus, Göran Robertsson, “*Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, No. 3, 2001, ss. 413-440.
- Davis, E. Philip, Benn Steil, *Institutional Investors* (First Edition), MIT Pres, USA, 2001.
- Droms, William G., “*Fiduciary Responsibilities of Investment Managers and Trustees*”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 48, No. 4, 1992, ss. 58-64.
- Eakins, Stanley G., Stanley R. Stansell, Paul E. Wertheim, “*Institutional Portfolio Composition: An Examination of the Prudent Investment Hypothesis*”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, No.1, 1998, ss. 93-109.
- Falkenstein, Eric G., “*Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings*”, *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1, 1996, ss. 111-135.
- Fama, Eugene F., Kenneth R. French, “*The Cross-Section of Expected Stock Returns*”, *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, 1992, ss. 427-465.
- Fama, Eugene F., Kenneth R. French, “*Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*”, *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, 1995, ss. 131-155.
- Feibel, Bruce, *The Handbook of Financial Instruments* (Third Chapter of the First Edition), John Wiley & Sons, USA, 2002.
- Feibel, Bruce, *Investment Performance Measurement* (First Edition), John Wiley & Sons, USA, 2003.
- Forner, Carlos, Joaquin Marhuenda, “*Momentum Returns in the Spanish Stock Market: Model Misspecification or Investor Irrationality?*”, *SSRN Working Paper*, 2004, <http://ssrn.com/abstract=492303>.
- Gompers, Paul A., Andrew Metrick, “*Institutional Investors and Equity Prices*”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, 2001, ss. 229-259.
- Grinstein, Yaniv, Roni Michaely, “*Institutional Holdings and Payout Policy*”, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3, 2005, ss. 1389-1426.
- Gujarati, Damodar N., *Basic Econometrics* (Fourth Edition), McGraw-Hill, USA, 2003.

- Hansen, Gary S., Charles W. L. Hill, “*Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries*”, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 1, 1991, ss. 1-16.
- İMKB Yıllık Bülteni, 2007, <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>, Erişim Tarihi: 02/06/2008.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>, Erişim Tarihi: 02/06/2008.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikraporxls.zip>, Erişim Tarihi: 02/06/2008.
- İMKB, http://www.imkb.gov.tr/endeksler/endeks_sirketler.htm, Erişim Tarihi: 09/06/2008.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/malitable.htm>, Erişim Tarihi: 02/06/2008.
- İMKB, http://www.imkb.gov.tr/sirket/sermaye_temettu.htm, Erişim Tarihi: 02/06/2008.
- Kennedy, Peter, *A Guide to Econometrics* (Fourth Edition), MIT Press, UK, 1998.
- Kochhar, Rahul, Parthiban David, “*Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses*”, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, No. 1, 1996, ss. 73-84.
- Ng, Lilian, Fei Wu, “*Revealed Stock Preferences of Individual Investors: Evidence from Chinese Equity Markets*”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, No. 2, 2006, ss. 175-192.
- Oak, Seonghee, Michael C. Dalbor, “*Institutional Investor Preferences for Lodging Stocks*”, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 27, No. 1, 2008, ss. 3-11.
- Pinnuck, Matt, “*Stock Preferences and Derivative Activities of Australian Fund Managers*”, *Accounting and Finance*, Vol. 44, No. 1, 2004, ss. 97-120.
- Short, Helen, Hao Zhang, Kevin Keasey, “*The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership*”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, 2002, ss. 105–122.
- Strong, Norman, Xinzhong G. Xu, “*Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns*”, *British Accounting Review*, Vol. 29. No. 1, 1997, ss. 1-23.
- TKYD, http://www.kyd.org.tr/T/kurumsal_yatirimci.aspx, Erişim Tarihi: 10.10.2007.
- TKYD, <http://www.tspakb.org.tr/veriler/veribanka.htm>, Erişim Tarihi: 02/06/2008.

- Uysal, Mustafa, Yeşim Taner, Elif Buluç, *Enflasyon Muhasebesi ve Düzeltmesi*, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara, 2005.
- Wahal, Sunil, John McConnell, “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, No. 3, 2000, ss. 307-329.
- White, Halbert, “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity”, *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, 1980, ss. 817-838.
- Yüksel, Ahmet, *Enflasyon Muhasebesi* (Birinci Basım), Literatür Yayınları, İstanbul, 1997.

MENKUL KIYMET PİYASALARINDA YABANCI YATIRIMCILARIN ETKİSİ: İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ÖRNEĞİ

Gülizar KURT GÜMÜŞ*

Özet

Çalışmanın amacı yabancı portföy yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerindeki etkisini incelemektir. İMKB ile ilgili olarak İMKB-100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve piyasa değeri göstergeleri analiz edilmiştir. Yabancı portföy yatırımları; alımlar ve satışlar olmak üzere iki alt başlıkta analize tabi tutulmuştur. 1997-2007 döneminin ele alındığı çalışmada birim kök testleri, eşbütünleşme analizi ve nedensellik testi kullanılmıştır.

Çalışmanın sonuçlarına göre, yabancı yatırımcıların alımları ve satışları ile İMKB-100 endeksi ile işlem hacmi ve piyasa değeri arasında uzun dönemli bir ilişki (eşbütünleşme ilişkisi) bulunmaktadır. Yabancı yatırımcıların alımlarının değişkenler üzerinde pozitif, satışlarının ise negatif etkisi bulunmaktadır ve açıklayıcı güçleri yüksektir.

Abstract

The study aims at analyzing the effect of foreign portfolio investment on ISE. ISE-100 index, price/earnings ratio, value of share trading and market capitalization are studied as indicators related with ISE. Foreign portfolio investment is examined as two subgroups: purchases and sales. Unit root tests, cointegration analysis and causality tests are employed in the study, which covers the period of 1997-2007.

The results show that there is a long-run relation (cointegration) between purchases and sales of foreign investors, and ISE-100 index, value of share trading and market capitalization. The purchases of foreign investors have a

* Yrd. Doç. Dr. Gülizar Kurt Gümüş, Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü, Kaynaklar Yerleşkesi, Buca-İzmir.

Tel: 0232 412 82 52 Faks: 0 232 453 50 62 E-Posta: guluzar.kurt@deu.edu.tr

Bu çalışma, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilimdalı'nda kabul edilen "Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği" isimli doktora tez çalışması kaynak alınarak oluşturulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Yabancı portföy yatırımları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, eşbütünleşme analizi, nedensellik analizi.

Jel Kodu: F210, G150

positive effect and the sales of foreign investors have a negative effect on these indicators, and their explanatory power is quite high.

I. Giriş

Yeni dünya düzeni içerisinde üzerinde tartışılan ve en çok gündemde olan kavramlardan birisi küreselleşmedir. Finansal küreselleşme, küreselleşmenin sonucunda ortaya çıkmıştır. 1980'lerde gelişmekte olan ülkelerin çoğu yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaları kaldırmıştır. 1990'larda özellikle iletişim alanındaki gelişmeler ile bilgiye ulaşmanın kolaylaşması küresel anlamda bir ticaret sisteminin oluşmasını ve dünyadaki mali piyasaların entegrasyonunu sağlamıştır (Frenkel, 2003). Türkiye'de finansal liberalizasyon ve küreselleşme 1980'lerin başlarında başlayan ekonomik uyum sürecinin bir parçasıdır. Cari açık ile bütçe açığını kapatmak ve borçları ödemek amacıyla devlet kontrolünde bir finansal dışa açılma modeli uygulanmıştır (Akyüz, 1990).

Küreselleşme ve bunun sonucunda yaşanan finansal küreselleşme ile finansal liberalizasyon süreçleri, yabancı yatırım kavramını da beraberinde getirmiştir. Bir ülkedeki maddi ve maddi olmayan sermaye varlıkları üzerinde diğer ülkelerin kişi ve kurumlarının hak sahibi olmasına imkan veren yabancı sermaye akımı olan yabancı yatırım temel olarak doğrudan yabancı yatırım ve yabancıların portföy yatırımları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım, herhangi bir yatırımcının kendi ülkesi dışında, bulunduğu girişimin yönetiminde etkin bir konumda olmak amacıyla, uzun dönemli bir yatırım yapmasıdır (Karaçuka, 2001). Hisseler yatırım amacıyla alındığında yabancı portföy yatırımı olarak sınıflandırılmaktadır (Gökent, 1997). Genellikle doğrudan yabancı yatırıma göre daha kısa süreli bir sermaye hareketi olduğundan sıcak para olarak da adlandırılmaktadır.

Yatırımcıların başka ülkelerin sermaye piyasalarındaki hisse senetlerine veya menkul kıymetlere yatırım yapmaları teorik olarak uluslararası varlık fiyatlama modeli ile arbitraj fiyatlama modeline dayanmaktadır. Yabancı portföy yatırımı, yatırımcıların ulusal piyasalara yatırım yaptıklarından daha çok fırsata ve seçeneğe sahip olmalarını sağlar (Solnik ve McLeavey, 2003).

Türkiye'de yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımları İMKB'nin kurulmasından sonra başlamıştır. Piyasaların yabancı yatırımcılara açıldığı 1989 yılından günümüze kadar gerçekleşen net portföy yatırımları kriz dönemleri dışında genellikle pozitifdir ve yabancı yatırımcıların alışları daha fazladır. Yabancı yatırımcıların portföy yatırımları son yıllarda artış eğilimine girmiştir. Yabancıların portföy yatırımları içerisinde borç senetlerinin ağırlığı önceki dönemlerde oldukça fazla olmasına rağmen son dönemde hisse senedi yatırımları

büyük bir artış göstermiştir. Yabancı yatırımcılar son dönemde portföylerinin büyük bir kısmını hisse senedine ayırmaktadırlar. Türkiye’de yatırım yapan yabancı grupları içerisinde en yüksek portföy değerine sahip olanlar fonlardır ve fonları tüzel kişiler takip etmektedir.

Tüm piyasalarda oldukça güçlü olan ve her yıl değeri artan portföy yatırımları piyasaları çeşitli yönlerden etkilemektedir. Yapılan literatür araştırmalarına göre portföy yatırımları genel olarak hisse senedi piyasasının gelişimi, fiyat, getiri, oynaklık ve şirketlerin sermaye maliyetleri ile borç yapıları üzerinde etkilidir (Bekaert ve Harvey, 2003); Hargis ve Ramanlal, 1997).

Bu çalışmanın amacı; Türkiye’de yüksek değerlere ulaşan yabancı portföy yatırımlarının yönünü, gelişimini, yıllara göre değişimini ayrıntılı olarak araştırmak ve yabancı portföy yatırımlarının hisse senetleri piyasası (İMKB) üzerindeki etkisini farklı boyutlarıyla ortaya koymaktır. Yabancı portföy yatırımlarının İMKB üzerindeki etkisi zaman serisi analizi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulguların yatırımcılar ve kanun koyucular açısından yol gösterici sonuçlar ortaya koyması hedeflenmiştir.

Çalışma; yabancı portföy yatırımlarının aylık veriler kullanılması yoluyla ayrıntılı olarak incelenmesi ve yabancı portföy yatırımları ile piyasa değeri, işlem hacmi, endeks ve fiyat/kazanç oranı arasındaki ilişkinin ortaya konması yönleriyle özgün bir çalışmadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarının alış ve satış olmak üzere iki ayrı başlık altında etkilerinin incelenmesi de daha ayrıntılı bir tespit yapılmasını sağlayacaktır. Bu yönüyle de çalışma sadece net yabancı portföy yatırımlarını inceleyen çalışmalardan farklıdır. Yapılan literatür incelemesinde bu kapsamda bir çalışmanın olmadığı görülmüştür ve bu çalışmanın Türkiye’de literatürde bir boşluğu dolduracağı düşünülmektedir.

Çalışmada öncelikle yabancı portföy yatırımlarının etkileri, dünya literatürü ve Türkiye’deki literatür açısından incelenmiştir. Daha sonraki bölümlerde yöntem hakkında bilgi verilmiştir ve analiz bulguları tartışılmıştır. Sonuç bölümünde de genel bir değerlendirme yapılmıştır.

II. Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi: Literatür Araştırması

Yabancı portföy yatırımları genel olarak hisse senedi piyasasının gelişimi, fiyat, getiri, oynaklık ve şirketlerin sermaye maliyetleri ile borç yapıları üzerinde etkilidir. Literatürde de bu etkilere yönelik çalışmalar mevcuttur. Sermaye akımları ve yabancı portföy yatırımları konularında literatürde yapılan çalışmalar yabancı yatırımcılara yönelik kısıtlamaların ve yatırımcıların yatırım yaparken

diğer ülkelerden çok kendi ülkelerinin menkul kıymetlerine yatırım yapmayı tercih etmelerinin nedenleri ile bunun etkilerinin araştırıldığı çalışmalar (Cooper ve Kaplanis, 1994; Stulz ve Wasserfallen, 1995; Kang ve Stulz, 1997; Hiraki, Ito ve Kuroki, 2003); yabancı yatırımın ekonomi üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar (Chuhan, Claessens ve Mamingi, 1998); yabancı yatırımın hisse senetleri piyasası üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar [hisse senetleri piyasasının gelişmişliği üzerindeki etkiler (Levine ve Zervos, 1996b; Levine ve Zervos, 1998; Demeritte, 2000); hisse senetleri piyasasında getiriler üzerindeki etkiler (Bohn ve Tesar, 1996); Bekaert ve Harvey, 1998) ve oynaklık üzerindeki etkiler (Choe, Kho ve Stulz, 1998; Khambata, 2000)]; portföy yatırımı yapılmasının amaçlarını araştıran çalışmalar (uluslararası sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli, uluslararası portföy çeşitlendirme ve risk azaltma amacıyla yatırım yapılması) ile diğer ülkelerde yatırım yapılmasını etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalar (Taylor ve Sarno, 1997; Bailey, Chung ve Kang, 1999) olmak üzere sınıflandırılabilir.

İncelemiş oldukları alanlar itibariyle iç içe geçmiş olduklarından, literatürdeki yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerine ilişkin çalışmaları sınıflandırmak ve kesin çizgilerle birbirlerinden ayırmak güçtür. Temel olarak literatürdeki çalışmalar hisse senedi piyasasının gelişimi üzerindeki etkileri ele alan çalışmalar ve firmalar ile getiriler ve oynaklık üzerindeki etkileri ele alan çalışmalar olmak üzere iki gruptur.

2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi Üzerindeki Etkisi

Hargis (1998), yabancı yatırımın hisse senedi piyasası gelişiminin göstergeleri olan piyasa kapitalizasyonunu, işlem hacmini ve devir hızı rasyosunu olumlu yönde etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. Elde edilen bulgular, Levine ve Zervos'un (1995b; 1996a; 1998) sermaye akımlarının liberalizasyonu ile hisse senedi gelişim endeksi arasında anlamlı bir ilişki tespit eden çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Errunza (2001) yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi piyasasının gelişimi (piyasa değeri, işlem hacmi, işlem gören firma sayısı), sermaye piyasasının entegrasyonu, sermaye maliyeti ve piyasalar arasındaki korelasyon üzerinde etkisinin olduğunu bulmuştur.

Chue (2002) çalışmasının sonuçlarına dayanarak gelişmekte olan ülkelerin piyasaları uluslararası piyasalarla daha da entegre hale geldiğinde o piyasalardaki getirilerin dış şoklara karşı –bu şoklar doğrudan bu piyasaları etkilemese bile– daha hassas hale geldiğini belirtmektedir.

Bae, Bailey ve Mao (2006) hisse senedi piyasaları yabancı yatırımcılara açıldıktan sonra kazançların yönetiminin¹ daha az uygulandığını ve gelirleri tahmin etmenin daha güç olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca firmalara ilişkin olarak halka açıklanan bilgiler artmıştır ve yabancı yatırımcılar yerli piyasalardaki varlıklarını artırmışlardır.

Ekonomistler finansal piyasaların gelişiminin ekonomik büyümeyi hızlandıran önemli bir faktör olduğunu sıklıkla dile getirmektedirler (Hargis, 1998: 304). Çoğu yazar ve araştırmacı ekonomik büyümeyle finansal piyasaların gelişimi arasında pozitif bir korelasyon olduğunu yaptıkları çalışmalarla ortaya koymuştur (Atje ve Jovanovic, 1993; King ve Levine, 1993; Levine ve Zervos, 1995a). Klein ve Olivei (2001; 2005) liberalizasyonla finansal kalkınma arasında ilişki bulmuşlardır. Fakat bu ilişki özellikle gelişmiş piyasalar için geçerlidir. Knight'ın (1998) Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler üzerindeki çalışmasının sonuçlara göre hisse senedi piyasasının kapitalizasyonu ile ekonomik değişkenler arasında ilişki bulunmaktadır. Demirgüç-Kunt ve Levine'nin (1995) bulgularına göre hisse senedi piyasasının gelişim seviyesi ile finansal aracı olarak tanımlanan bankaların ve banka dışındaki finansal kurumların (finans şirketleri, yatırım fonları, aracı kurumlar ve özel emeklilik fonları) gelişimi arasında yüksek bir korelasyon bulunmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi piyasası ve ekonomi üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarda borsanın gelişiminin ve finansal gelişmişliğin borsa ile ilgili göstergeleri olarak piyasa değeri, işlem hacmi, firma sayısı değişkenleri kullanılmıştır. Genel olarak bulgular, finansal piyasaların dışı açılmasından sonra borsa ile ilgili değişkenlerde olumlu yönde bir değişim olduğunu göstermektedir. Borsadaki ve dolayısıyla finansal piyasalardaki gelişimin ekonomi üzerinde olumlu etkiler yaptığı yönünde sonuçlara da ulaşılmıştır.

2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Firmalar, Hisse Senedi Fiyatları ve Oynaklık Üzerindeki Etkisi

Yatırımcı duyarlılığının menkul kıymet piyasalarında önemli bir role sahip olduğu savunulmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1974; Lee, Shleifer ve Thaler, 1991; Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998; Shleifer, 2000). Bu teoriye göre yabancı sermaye akımları ile yerel menkul kıymet getirileri kısa vadede birlikte hareket ederken uzun vadede ters yönde hareket etmektedir.

¹ Earnings management.

Demeritte (2000) ve Bekaert ve Harvey (1998) getirilerdeki oynaklığın liberalizasyon sonrasında azaldığını bulmuşlardır. Kwain ve Reyes (1997) de liberalizasyonun Tayvan Borsası'ndaki oynaklığı azalttığını ve hisse senedi getirilerinin dağılımının liberalizasyondan sonra değiştiğini bulmuşlardır. Kim ve Singal'ın (2000b) buldukları sonuçlara göre hisse senetleri piyasalarının yabancı yatırımcılara açılmasının sonucunda hisse senetleri fiyatları artırmasına rağmen yabancı yatırımcılar kesinlikle hisse senedi piyasasının oynaklığını artırmamışlardır. Stulz (1999) sermaye akımlarının menkul kıymet piyasalarının performansını olumsuz biçimde etkilediğine dair güçlü bir kanıt bulamamıştır. Tesar ve Warner (1993) ve Hamao ve Mei (2001) Amerikalıların yabancı menkul kıymetlere yönelik işlemleriyle hisse senedi getirilerinin arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Jayasuriya (2005) liberalizasyondan sonra bazı gelişmekte olan ülkelerde oynaklık artarken bazılarında azalmıştır. Christoffersen, Chung ve Errunza (2006), liberalizasyondan sonra ne gelişmekte olan ülkelerin oynaklığında ne dünya piyasasıyla korelasyonunda piyasa düzeyinde bir değişiklik olmadığını bulmuşlardır. Firma düzeyindeki analizin sonuçlarına göre de büyük firmaların oynaklıklarında küçük firmalara kıyasla daha büyük düşüşler olmuştur. Chiang ve Kuo (2004) ise Tayvan Vadeli İşlemler Borsası'nın oynaklığının liberalizasyondan sonra arttığını bulmuşlardır. Huang ve Yang (2001) Tayvan borsasında işlem hacminin getirinin oynaklığını açıkladığını bulmuşlardır. Lin (2006) sermaye akımları ile piyasa oynaklığı arasındaki ilişkinin Asya krizinden sonra güçlendiğini bulmuştur.

Henry (2000) gelişmekte olan ülkelerde genel olarak endeksin getirisinin liberalizasyondan sonra arttığını bulmuştur. Lin ve Swanson (2007) gelişmekte olan ülkelerdeki getirilerin ve oynaklığın gelişmiş ülkelere göre yüksek olduğunu bulmuşlardır. Portföy yatırımlarının getirilerle ilişkili olduklarını bulmuşlardır. Bowe ve Domuta (2001) hem yerli hem de yabancı yatırımcıların Asya ve Amerika piyasalarındaki fiyat hareketini birbirine bağlayan bir kanal olarak oldukça önemli oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, Asya ve Amerika piyasaları arasındaki bu bağların Asya piyasalarının yabancı yatırımcılara açık olmasından bağımsız bir durum olduğunu belirtmişlerdir.

Dahlquist ve Robertsson (2002) yabancıların net alımlarının fiyattaki artışla ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Fiyatlardaki bu etkinin şiddeti ile firmadaki yabancı sahipliği arasında da güçlü bir ilişki olduğunu ve yabancıların firmadaki payı arttıkça fiyat üzerindeki etkilerinin daha çok hissedildiği bulguları da elde edilmiştir.

Tai (2007) ve Dahlquist ve Robertsson (2002) sermaye maliyetinin liberalizasyondan sonra azaldığını ve incelenen ülkelerin dünya piyasalarıyla daha çok entegre olduğunu ortaya koymuşlardır. Bekaert ve Harvey (2003) liberalizasyonun dünya piyasalarıyla korelasyonda küçük bir artışa ve kar payı getirilerinde de bir azalmaya neden olduğu belirtilmiştir. Bu düşüş sermaye

maliyetinde bir düşüşü veya büyüme fırsatlarında bir gelişmeyi göstermektedir. Demirgüç-Kunt (1992) firmaların kaldıraç seviyeleriyle hisse senedi piyasasının gelişimi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuştur. Schmukler ve Vesperoni (2003) liberalizasyondan sonra firmaların uzun vadeli borçlanmalarında bir azalma olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Mitton (2006) incelediği 28 ülkedeki firmalar açısından liberalizasyonun önemli ekonomik faydalar sağladığını bulmuştur. Yabancı yatırımcıların yatırım yapabildiği hisseleri olan firmalar daha yüksek büyüme, daha yüksek yatırım, daha yüksek karlılık, daha fazla etkinlik ve daha düşük kaldıraç gibi olumlu sonuçlar elde etmektedirler.

Bu kısımda ele alınan çalışmalar özet olarak, yabancı portföy yatırımlarının piyasa getirisi, hisse senedi getirileri, oynaklık ve firmalar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Genel olarak bulgular, finansal liberalizasyon sonrasında oynaklığın azaldığını, firmaların sermaye maliyetinin düştüğünü göstermektedir.

2.3. Türkiye’de Yapılmış Olan Çalışmalar

Türkiye’de yabancı sermayeye ilişkin çalışmalar incelendiğinde finansal liberalizasyonun sermaye piyasaları ve hisse senetleri ile ekonomik büyüme ve dış borç üzerindeki etkilerinin araştırıldığı görülmektedir; (Akyüz ve Boratav, 2002; Uygur, 2001; Uluengin ve Yentürk, 2001; Yüce, 1997; Güloğlu, 2003; Şimşek, 1995; Yılgör, 2006; Demir, 2004). Yabancı yatırımın etkilerinin yanı sıra yabancı sermaye konusu içerisinde Türkiye’ye yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin etkinliği de incelenmiştir (Kula, 2003). Yabancı yatırımcıların uyguladıkları yatırım stratejileri ve gösterdikleri performansa ilişkin çalışmalar da mevcuttur (Somuncu ve Karan, 2005; Dönmez, Karataş ve Kiraz, 2004). Bunların yanı sıra sermaye akımlarının oluşmasına neden olan faktörler incelenmiştir (Balkan, Biçer ve Yeldan, 2002).

Türkiye’de yapılan çalışmalarda, yabancı portföy yatırımlarının ekonomi, tasarruflar ve kriz üzerindeki etkileri ile yabancı yatırımcıların izledikleri yatırım stratejileri ve yabancı portföy yatırımlarını belirleyen faktörler incelenmiştir. Genel olarak yabancı yatırımcıların tasarruflar üzerinde olumsuz etkilerinin olduğu, krizler üzerinde etkilerinin olduğu, entegrasyonu artırdığı ve yabancı yatırımcıların daha çok sürük etkisi yarattıkları bulunmuştur.

III. Veri ve Yöntem²

Çalışmanın temel amacı yabancı portföy yatırımlarının İMKB üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. İMKB üzerindeki etkiyi tüm yönleriyle tespit etmek amacıyla literatürde inceleme konusu yapılmış olan değişkenlerin yanı sıra yeni değişkenler de analize dahil edilmiştir. İhtiyaç duyulan temel değişkenler ve açıklamaları aşağıda belirtilmiştir:

² Birim Kök testleri, Eşbütünlüşme testleri ve nedensellik testlerine ilişkin ayrıntılı açıklama ekler kısmında yer almaktadır.

- **Yabancıların Portföy Yatırımları:** Bu çalışmada İMKB tarafından yabancı yatırım olarak kaydedilen, bu başlık altında değerlendirilen ve istatistiklerde yabancı yatırım olarak adlandırılan rakamlar kullanılacaktır. İMKB yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ve satışları olmak üzere iki kategoride yayınlamaktadır. Etkinin tam olarak tespit edilmesine olanak sağlayacağı düşünüldüğünden analizler söz konusu iki verinin de ayrı ayrı kullanılması ve sonuçlarının karşılaştırılması şeklinde yapılmıştır.
- **Endeks:** Bu çalışmada İMKB tarafından yayınlanan endeks verisi kullanılacaktır. İMKB-100 endeksi üzerindeki etki incelenmiştir.
- **İşlem Hacmi:** Aylık işlem hacmi tutarları kullanılmıştır.
- **Piyasa Değeri:** Ay sonlarındaki piyasa değeri kullanılmıştır.
- **Fiyat/Kazanç Oranı:** Yabancı yatırımcıların hem fiyat hem getiri üzerindeki etkisini görmek için fiyat/kazanç oranı kullanılmıştır.

Analizde oran ve değer türünden değişkenlerin birlikte kullanılması nedeniyle, değer türünden olan değişkenlerin (yabancı yatırımcıların alışları, yabancı yatırımcıların satışları, işlem hacmi ve piyasa değeri) logaritması alınarak analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin kısaltmalar Tablo 4.1.'de belirtilmiştir:

Tablo 3.1: Değişkenler ve Kısaltmaları

Değişken	Kısaltma
Yabancı Portföy Yatırımları (Alış)	YPYALIS
Yabancı Portföy Yatırımları (Satış) ³	YPYSATIS
Piyasa Değeri	PD
İşlem Hacmi	ISLHAC
İMKB-100 Endeksi	ENDEKS-100
Fiyat/Kazanç Oranı	FKAZ

³ Yabancı yatırımcıların borsadaki satışları, analizlerin gerçekleştirilebilmesi için pozitif değerler olarak analize dahil edilmiştir. Fakat sonuçlar değerlendirilirken negatif değerde oldukları gözönünde bulundurulmuş ve bulgular negatif değerlere göre yorumlanmıştır.

Çalışmada 1997-Ocak ve 2007-Ağustos dönemi incelenmiştir. Aylık veriler kullanılmıştır. Tüm değişkenlerin dolar cinsinden değerleri kullanılmıştır. Yabancı portföy yatırımları, endeks değerleri (İMKB-100) ile fiyat/kazanç oranına ilişkin bilgiler İMKB aylık bültenlerinden ve dönemsel bültenlerden elde edilmiştir. Piyasa değeri ve işlem hacmi Dünya Borsalar Federasyonu'nun yayınlamış olduğu istatistiklerden alınmıştır.

Yabancı portföy yatırımlarının endeks, işlem hacmi, işlem adedi, piyasa değeri, ve fiyat/kazanç oranı üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla öncelikle tanımlayıcı istatistikler yapılmıştır. Bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisi regresyon analizi ile incelenebilmektedir. Fakat değişkenlere ait serilerin zaman serisi özelliği taşımaları halinde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılabilir. Ayrıca eşbütünleşmenin tespit edilmesi halinde, durağan olmayan değişkenler içeren regresyonlar bir anlam ifade etmemektedir ve regresyon analizi bu değişkenlerin uzun dönemli ilişkileri hakkında anlamlı bir bilgi vermektedir (Enders, 1995). Bu nedenle yöntem olarak zaman serisi analizi tercih edilmiştir. Zaman serisi analizi olarak birim kök testleri, eşbütünleşme analizi ve nedensellik analizlerinin kullanılmasıyla değişkenler arasındaki ilişki daha ayrıntılı bir biçimde ortaya konmuştur. Uygulanan eşbütünleşme analizi yabancı portföy yatırımları ile İMKB değişkenleri arasındaki ilişkide söz konusu değişkenler dışındaki nedenlerden kaynaklanan şokların etkisinin ne kadar sürede düzeleceğinin tespit edilmesine olanak sağlamaktadır.

Yabancı yatırımcıların yapmış oldukları portföy yatırımlarının (alış ve satış) endeks (İMKB-100), piyasa değeri, işlem hacmi ve fiyat/kazanç oranı üzerindeki etkisi iki aşamalı eşbütünleşme analizi ile test edilmiştir. Eşbütünleşme analizinin yapılabilmesi için öncelikle seriler mevsimsellikten arındırılarak durağan hale getirilmiştir ve de serilerin birim kök içerip içermediklerine bakılmıştır. Aynı dereceden birim kök içeren seriler iki aşamalı eşbütünleşme analizine tabi tutulmuştur. Birim kök içermeyen seriler için regresyon analizi yapılmıştır. Aralarında eşbütünleşme tespit edilemeyen seriler için de nedensellik testi yapılmıştır.

IV. Bulgular

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklerin yer aldığı Tablo 4.1 ve 4.2'ye göre 1997-2007 dönemindeki aylık ortalamalar: yabancı yatırımcıların alışları (1638,47 milyon \$), yabancı yatırımcıların satışları (1566,50 milyon \$),

İMKB-100 (954,69), fiyat/kazanç oranı (29,96), işlem hacmi (10878,71) ve borsanın piyasa değeri (80957,35 milyon \$) şeklinde gerçekleşmiştir.

Tablo 4.1: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sapma.	N
ENDEKS100	954,69	801,94	2413,39	292,41	507,7	128
FKAZ	29,96	14,38	591,91	5,8	68,3	128
ISLHAC (milyon\$)	10878,71	8720,02	34118,25	2117,92	6842,96	128
PD (milyon\$)	80957,35	60112,65	239063,8	24797,32	51625,33	128

Tablo 4.2: Tanımlayıcı İstatistikler (II)

	YPYALIS (milyon \$)	YPYSATIS (milyon \$)
Ortalama	1638,47	1566,50
Medyan	829,56	833,76
Maksimum	9603,46	9170,67
Minimum	132,53	118,64
Std. Sapma.	1704,41	1600,06
N	128	128

İncelenen dönemde yabancı portföy yatırımları düşük seviyelere inmesine rağmen hiçbir zaman tamamen durmamıştır. Yabancılar bu dönemde alışlarına sürekli olarak devam etmişlerdir. Yabancı portföy yatırımlarındaki alış ve satış ortalaması birbirine oldukça yakındır. Buna göre yabancı yatırımcıların borsadaki alışları gibi satışları da süreklilik göstermektedir. Tanımlayıcı istatistiklere göre, İMKB’de yabancı yatırımcıların alış eğilimlerinin satış eğilimlerinden yüksektir.

4.2. Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 4.3’deki birim kök sonuçlarına göre Endeks-100, Fiyat/Kazanç Oranı, İşlem Hacmi, Piyasa Değeri, Yabancı Portföy Yatırımları (Alış) ve Yabancı Portföy Yatırımları (Satış) serilerinin hepsi birer birim kök taşımaktadır. Bu nedenle de bu seriler birinci farklarında durağandırlar ve I(1) olarak tanımlanmaktadır.

Tablo 4.3: Genişletilmiş DF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
ENDEKS-100	
Düzy	-0,660
Birinci Fark	-11,118***
FİYAT/KAZANÇ	
Düzy	-2,779
Birinci Fark	-7,098***
İŞLEM HACMİ	
Düzy	0,674
Birinci Fark	-11,531***
PİYASA DEĞERİ	
Düzy	-0,651
Birinci Fark	-12,173***
YABANCI PORTFÖY YAT. (ALIŞ)	
Düzy	1,191
Birinci Fark	-10,910***
YABANCI PORTFÖY YAT. (SATIŞ)	
Düzy	0,477
Birinci Fark	-10,211

Not: 1. *** birim kökün varlığına ilişkin boş hipotezin % 1 hata düzeyinde reddedildiğini göstermektedir.

2. Test için MacKinnon'ın (1991) kritik değerleri kullanılmıştır.

4.3. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Alışlarına İlişkin Eşbütünleşme Analizi Sonuçları

Yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ve İMKB-100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve piyasa değeri serilerinin birinci dereceden bütünlük olmalarının anlaşılmasından sonra Engle-Granger yönteminin ilk aşaması olan statik uzun dönem regresyon tahminlenmiştir. Daha sonra, tahminlenen uzun dönem regresyon modelinin hata teriminin durağan olup olmadığı test edilmiştir. Son olarak da hata terimi durağan olan modeller için Hata Düzeltme Mekanizması'nın çalışıp çalışmadığı analiz edilmiştir. Eşbütünleşme analizinin ilk aşamasında tahminlenen uzun dönemli regresyon modelinin sonuçlarının yorumlanabilmesi modelden elde edilen hata terimlerinin durağan çıkmasına ve hata düzeltme mekanizmasının çalışmasına bağlıdır. Bu nedenle analiz bulguları yorumlanırken ilk regresyon modeline ilişkin çıkarımlar, Engle-Granger yönteminin ikinci aşaması gerçekleştirildikten ve hata düzeltme mekanizmasına ilişkin beklenen sonuçlar elde edildikten sonra yapılmıştır.

4.3.1. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Alışları ve İMKB-100 Endeksi İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşaması olarak yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ve İMKB-100 endeksi arasındaki ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir. Söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin

tahminlendiği regresyon analizinin sonuçları Tablo 4.4.'de gösterilmektedir. İMKB-100 ile yabancı yatırımcıların borsada yapmış oldukları alışlar arasındaki eşbütünleşme ilişkisi tahminlenmiş olan regresyon modelinin hata terimlerinin durağan olup olmadığının test edilmesiyle analiz edilmiştir. Model 1.1.1'den elde edilen hata terimlerinin birim kök testi sonuçlarına göre hata terimleri durağandır [I(0)] (Tablo 4.5.). Bu durumda eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotez % 1 hata payı ile reddedilmektedir. Başka bir ifade ile Engle-Granger yönteminin ilk aşaması, yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile İMKB-100 Endeksi arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.4: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 1.1.1	ENDEKS-100	C	logYPY Alış
Katsayı		-2017 (-11,805)***	429 (17,550)***
R²=0,71			
Düzeltilmiş R²=0,71			
F İstatistiği=307,9			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.5: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Alışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
Ut	
Düzey	-2,818***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşaması olan hata düzeltme modelinin tahminlenmesine ilişkin sonuçlar Tablo 4.6.'da gösterilmiştir. Hata düzeltme teriminin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması beklentilere uygun olarak hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Çünkü, iki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunda hata düzeltme mekanizmasının çalışması gerekmektedir. Sonuçlara göre, hata düzeltme mekanizması uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 7 ay içinde (1/0,142) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışması, tahminlenen ilk modelin de yorumlanabilmesine olanak vermektedir. Buna göre yabancıların borsadaki alışları İMKB-100 endeksini pozitif yönde etkilemektedir, yabancı yatırımcıların borsadaki alışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim İMKB-100

endeksinde 429 birimlik bir değişime neden olmaktadır, İMKB-100 endeksi ile yabancı yatırımcıların borsadaki alışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 7 ay içerisinde düzelmektedir.

Tablo 4.6: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Alışları)

Model 1.1.2	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken		Δ ENDEKS-100 _{t-1}	u _{t-1}
	Δ ENDEKS-100	Δ logYPY Alış	Δ logYPY Alış _{t-1}		
Katsayı		185,8 (6,947)***	-193,1 (29,597)***	1,064 (-6,876)***	-0,142 (-2,748)***
$R^2=0,95$ Düzeltilmiş $R^2=0,95$					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.3.2. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Alışları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşamasında yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile fiyat/kazanç oranı arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir (Tablo 4.7.) ve bu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini tespit etmek amacıyla Model 1.2.1'den elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediği test edilmiştir. Birim kök testi sonuçlarına göre hata terimi birim kök içermemektedir ve dolayısıyla durağandır [I(0)] (Tablo 4.8.). Hata teriminin durağan olması eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotezin % 1 hata payı ile reddedildiğini göstermektedir. Başka bir ifade ile yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 4.7: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 1.2.1	FKAZ	C	logYPY ALIS
Katsayı		89,919 (2,601)***	-8,885 (-1,795)*
$R^2=0,03$ Düzeltilmiş $R^2=0,02$ F İstatistiği=3,223			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** ve * sırasıyla % 1 ve % 10 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.8: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Alışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u_t Düzey	-5,958***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger iki aşamalı eşbütünleşme yönteminin ikinci aşaması olan hata düzeltme modelinin tahminlenmesine ilişkin sonuçlar Tablo 4.9.'da gösterilmiştir. Hata düzeltme teriminin katsayısı beklentilere uygun olarak negatif çıkmıştır fakat istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuç hata düzeltme mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir ve ilk aşamada elde edilen eşbütünleşme bulgusunun güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu nedenle ek olarak Granger nedensellik analizi ile çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olup olmadığını tespit edilmesi ve eşbütünleşme ilişkisinin kontrol edilmesi gerekmektedir. Yapılan Granger nedensellik analizi sonucunda yabancıların borsadaki alışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Elde edilen bulgulara göre yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir eşbütünleşme ilişkisi yoktur.⁴

Tablo 4.9: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
Model 1.2.2	$\Delta FKAZ$	$\Delta \log YPY$ ALIS	$\Delta \log YPY$ ALIS _{t-1}	$\Delta FKAZ_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		4,514 (0,631)	-4,672 (-0,658)	1,036 (4,749)***	-0,199 (-0,889)
R²=0,71					
Düzeltilmiş R²=0,70					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.3.3. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Alışları ve İşlem Hacmi İlişkisi

Yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile borsada gerçekleştirilen işlem hacmi arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin analiz edilmesinin ilk aşaması olarak değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir

⁴ İMKB'de işlem gören firmalar 2005'ten itibaren UFRS'ye göre tablo hazırlamaya başlamışlardır. Bu durumun analiz üzerindeki etkilerini tespit etmek amacıyla, 1997-2005 dönemi tekrar analiz edilmiştir. Bulgularda bir değişiklik olmamıştır.

(Tablo 4.10.) ve regresyon modelinden (Model 1.3.1) elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediğine bakılmıştır. Birim kök testi sonuçlarına göre hata teriminin durağan olduğu tespit edilmiştir [I(0)] (Tablo 4.11.). Hata terimlerinin durağan olması nedeniyle eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotez % 1 seviyesinde reddedilmiştir. Bu sonuca göre Engle-Granger yönteminin ilk aşaması yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile borsada gerçekleştirilen işlem hacmi arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4.10: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (İşlem Hacmi-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 1.3.1	logISL HAC	C	logYPY ALIS
Katsayı		4,769 (33,346)***	0,624 (30,497)***
R²=0,88 Düzeltilmiş R²=0,87 F İstatistiği=930,05			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.11: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (İşlem Hacmi-Yabancıların Alışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u _t Düzey	-6,070***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşamasında tahminlenen hata düzeltme modeline ilişkin sonuçlar Tablo 4.12.'de gösterilmiştir. Hata teriminin katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Bunun yanı sıra hata düzeltme mekanizması dışarıdan gelecek bir etki sonucunda uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 3 ay içinde (1/0,349) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasına ilişkin sonuçlar beklentilere uygun olduğundan, tahminlenen ilk regresyon modeli de yorumlanabilmektedir. Buna göre; yabancıların borsadaki alışları işlem hacmini pozitif yönde etkilemektedir, yabancı yatırımcıların borsadaki alışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim işlem hacminde % 0,624'lük bir değişime neden olmaktadır, işlem hacmi ile yabancı yatırımcıların borsadaki alışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 3 ay içerisinde düzeltilmektedir.

Tablo 4.12: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (İşlem Hacmi-Yabancıların Alışları)

Model 1.3.2	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
	$\Delta \log \text{ISL HAC}$	$\Delta \log \text{YPY ALIS}$	$\Delta \log \text{YPY ALIS}_{t-1}$	$\Delta \log \text{ISL HAC}_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		0,785 (16,872)***	-0,771 (-14,774)***	0,989 (39,389)***	-0,349 (-4,198)***
$R^2=0,92$ Düzeltilmiş $R^2=0,92$					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.3.4. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Alışları ve Piyasa Değeri İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşamasında yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile İMKB'nin piyasa değeri arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir (Tablo 4.13.). Daha sonra bu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini tespit etmek amacıyla Model 1.4.1'den elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediği test edilmiştir. Birim kök testi sonuçlarına göre hata terimi durağandır $[I(0)]$ (Tablo 4.14.). Hata teriminin birim kök içermemesi ve dolayısıyla durağan olması değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotezin % 1 hata payı ile reddedildiğini göstermektedir. Bu sonuca göre Engle-Granger modelinin ilk aşaması yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile piyasa değeri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4.13: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (Piyasa Değeri-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 1.4.1	$\log \text{PD}$	C	$\log \text{YPY ALIS}$
Katsayı		7,405 (54,223)***	0,538 (27,517)***
$R^2=0,86$ Düzeltilmiş $R^2=0,86$ F İstatistiği=757,15			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.14: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (Piyasa Değeri-Yabancıların Alışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u_t Düzey	-2,792***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşamasında hata düzeltme modeli tahminlenmiştir (Tablo 4.15.). Hata düzeltme teriminin katsayısı beklentilere uygun olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır ve bu sonuç hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Sonuçlara göre, hata düzeltme mekanizması uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 6 ay içinde (1/0,169) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışması, tahminlenen ilk modelin de yorumlanabilmesine olanak vermektedir. Buna göre yabancıların borsadaki alışları piyasa değerini pozitif yönde etkilemektedir ve yabancı yatırımcıların borsadaki alışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim piyasa değerinde % 0,538'lik bir değişime neden olmaktadır. Ayrıca piyasa değeri ile yabancı yatırımcıların borsadaki alışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 6 ay içerisinde düzelmektedir.

Tablo 4.15: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (Piyasa Değeri-Yabancıların Alışları)

	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
Model 1.4.2	$\Delta \log PD$	$\Delta \log YPY$ ALIS	$\Delta \log YPY$ ALIS _{t-1}	$\Delta \log PD_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		0,257 (9,163)***	-0,240 (-7,992)***	0,990 (98,418)***	-0,169 (-3,419)***
R²=0,96 Düzeltilmiş R²=0,96					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.4. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Satışlarına İlişkin Eşbütünleşme Analizi Sonuçları

Yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ve İMKB-100 endeksi, İMKB-30 endeksi, İMKB-tüm endeksi, borsada işlem gören firma sayısı, fiyat/kazanç oranı, borsada gerçekleştirilen işlem adedi ile işlem hacmi, piyasa değeri ve temettü verimliliği serilerinin birinci dereceden bütünleşik olmalarının anlaşılmasından sonra Engle-Granger yönteminin ilk aşaması olan statik uzun dönem regresyon tahminlenmiştir. Daha sonra, tahminlenen uzun dönem regresyon modelinin hata teriminin durağan olup olmadığı test edilmiştir. Son olarak da hata terimi durağan olan modeller için Hata Düzeltme Mekanizması'nın çalışıp çalışmadığı analiz edilmiştir.

4.4.1. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Satışları ve İMKB-100 Endeksi İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşaması olarak yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ve İMKB-100 endeksi arasındaki ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir. Söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tahminlendiği regresyon analizinin sonuçları Tablo 4.16'da gösterilmektedir. İMKB-100 endeksi ile yabancı yatırımcıların borsada yapmış oldukları satışlar arasındaki eşbütünleşme ilişkisi, tahminlenmiş olan regresyon modelinin (Model 2.1.1.) hata terimlerinin durağan olup olmadığının test edilmesiyle analiz edilmiştir ve hata terimlerinin durağan olduğu tespit edilmiştir [I(0)] (Tablo 4.17.). Bu durumda eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotez % 1 hata payı ile reddedilmektedir. Başka bir ifade ile Engle-Granger yönteminin ilk aşaması, yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile İMKB-100 Endeksi arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.16: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 2.1.1	ENDEKS-100	C	logYPY SATIS
Katsayı		2096,7 (-12,837)***	-442,86 (18,852)***
R ² =0,73 Düzeltilmiş R ² =0,73 F İstatistiği=355,40			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.17: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Satışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u _{t-1} Düzey	-2,525***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşaması olan hata düzeltme modelinin tahminlenmesine ilişkin sonuçlar Tablo 4.18.'de gösterilmiştir. Hata düzeltme teriminin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması beklentilere uygun olarak hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Çünkü, iki değişken

arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunda hata düzeltme mekanizmasının çalışması gerekmektedir. Sonuçlara göre, hata düzeltme mekanizması uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 8 ay içinde (1/0,124) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışması, tahminlenen ilk modelin de yorumlanabilmesine olanak vermektedir. Buna göre yabancıların borsadaki satışları İMKB-100 endeksini negatif yönde etkilemektedir, yabancı yatırımcıların borsadaki satışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim İMKB-100 endeksinde 443 birimlik bir değişime neden olmaktadır, İMKB-100 endeksi ile yabancı yatırımcıların borsadaki satışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 8 ay içerisinde düzeltilmektedir.

Tablo 4.18: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (İMKB-100 Endeksi-Yabancıların Satışları)

Model	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
		$\Delta \log YPY$ SATIS	$\Delta \log YPY$ SATIS _{t-1}	$\Delta ENDEKS-100_{t-1}$	u_{t-1}
2.1.2	$\Delta ENDEKS-100$	-157,92 (5,319)***	162,39 (-5,230)***	1,043 (28,045)***	-0,124 (-2,166)**
$R^2=0,94$ Düzeltilmiş $R^2=0,94$					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** ve ** sırasıyla % 1 ve % 5 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.4.2. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Satışları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşamasında yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile fiyat/kazanç oranı arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir (Tablo 4.19.) ve bu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini tespit etmek amacıyla Model 2.2.1'den elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediği test edilmiştir. Birim kök testi sonuçlarına göre hata terimi birim kök içermemektedir ve dolayısıyla durağandır [I(0)] (Tablo 4.20.). Hata teriminin durağan olması eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotezin % 1 hata payı ile reddedildiğini göstermektedir. Başka bir ifade ile yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 4.19: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 2.2.1	FKAZ	C	logYPY SATIS
Katsayı		-91,419 (2,629)***	9,143 (-1,828)*
$R^2=0,02$ Düzeltilmiş $R^2=0,03$ F İstatistiği=3,34			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** ve * sırasıyla % 1 ve % 10 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.20: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Satışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u_t Düzey	-2,986***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger iki aşamalı eşbütünleşme yönteminin ikinci aşaması olan hata düzeltme modelinin tahminlenmesine ilişkin sonuçlar Tablo 4.21.'de gösterilmiştir. Hata düzeltme teriminin katsayısı beklentilere uygun olarak negatif çıkmıştır fakat istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuç hata düzeltme mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir ve ilk aşamada elde edilen eşbütünleşme bulgusunun güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu nedenle ek olarak Granger nedensellik analizi ile çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olup olmadığının tespit edilmesi ve eşbütünleşme ilişkisinin kontrol edilmesi gerekmektedir. Yapılan Granger nedensellik analizi sonucunda yabancıların borsadaki satışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Elde edilen bulgulara göre yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile fiyat/kazanç oranı arasında bir eşbütünleşme ilişkisi yoktur.⁵

⁵ İMKB'de işlem gören firmalar 2005'ten itibaren UFRS'ye göre tablo hazırlamaya başlamışlardır. Bu durumun analiz üzerindeki etkilerini tespit etmek amacıyla, 1997-2005 dönemi tekrar analiz edilmiştir. Bulgularda bir değişiklik olmamıştır.

Tablo 4.21: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (Fiyat/Kazanç Oranı-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
Model 2.2.2	$\Delta FKAZ$	$\Delta \log YPY$ SATIS	$\Delta \log YPY$ SATIS _{t-1}	$\Delta FKAZ_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		6,875 (0,949)	-7,212 (-1,004)	1,076 (4,999)***	-0,241 (-1,092)
R²=0,71 Düzeltilmiş R²=0,70					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.4.3. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Satışları ve İşlem Hacmi İlişkisi

Yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile borsada gerçekleştirilen işlem hacmi arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin analiz edilmesinin ilk aşaması olarak değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir (Tablo 4.22.) ve regresyon modelinden (Model 2.3.1) elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediğine bakılmıştır. Birim kök testi sonuçlarına göre hata teriminin durağan olduğu tespit edilmiştir [I(0)] (Tablo 4.23.). Hata terimlerinin durağan olması nedeniyle eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotez % 1 seviyesinde reddedilmiştir. Bu sonuca göre Engle-Granger yönteminin ilk aşaması yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile borsada gerçekleştirilen işlem hacmi arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4.22: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (İşlem Hacmi-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 2.3.1	ISL HAC	C	$\log YPY$ SATIS
Katsayı		4,66 (37,529)***	-0,642 (35,911)***
R²=0,91 Düzeltilmiş R²=0,91 F İstatistiği=1289,61			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.23: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (İşlem Hacmi-Yabancıların Satışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u_t Düzey	-7,099***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşamasında tahminlenen hata düzeltme modeline ilişkin sonuçlar Tablo 4.24.'de gösterilmiştir. Hata teriminin katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Bunun yanı sıra hata düzeltme mekanizması dışarıdan gelecek bir etki sonucunda uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 2 ay içinde (1/0,499) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasına ilişkin sonuçlar beklentilere uygun olduğundan, tahminlenen ilk regresyon modeli de yorumlanabilmektedir. Buna göre; yabancıların borsadaki satışları işlem hacmini negatif yönde etkilemektedir, yabancı yatırımcıların borsadaki satışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim işlem hacminde % 0,642'lik bir değişime neden olmaktadır, işlem hacmi ile yabancı yatırımcıların borsadaki satışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 2 ay içerisinde düzeltilmektedir.

Tablo 4.24: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (İşlem Hacmi-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
Model 2.3.2	$\Delta \log \text{ISL HAC}$	$\Delta \log \text{YPY SATIS}$	$\Delta \log \text{YPY SATIS}_{t-1}$	$\Delta \log \text{ISL HAC}_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		-0,820 (19,873)***	0,832 (-17,579)***	1,009 (43,198)***	-0,499 (-6,049)***
R²=0,94					
Düzeltilmiş R²=0,93					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.4.4. Yabancı Yatırımcıların Borsadaki Satışları ve Piyasa Değeri İlişkisi

Eşbütünleşme analizinin ilk aşamasında yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile piyasa değeri arasındaki uzun dönemli ilişki regresyon analizi ile tahminlenmiştir (Tablo 4.25.). Daha sonra bu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini tespit etmek amacıyla Model 2.4.1'den elde edilen hata terimlerinin birim kök içerip içermediği test edilmiştir. Birim kök testi sonuçlarına göre hata terimi durağandır [I(0)] (Tablo 4.26.). Hata teriminin birim kök içermemesi ve dolayısıyla durağan olması değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığına dair boş hipotezin % 1 hata payı ile reddedildiğini göstermektedir. Bu sonuca göre Engle-Granger modelinin ilk aşaması yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile piyasa değeri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4.25: Engle-Granger Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönemli Eşbütünleşme Denklemi (Piyasa Değeri-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken
Model 2.4.1	logPD	C	logYPY SATIS
Katsayı		7,352 (56,134)***	-0,548 (29,101)***
$R^2=0,87$ Düzeltilmiş $R^2=0,87$ F İstatistiği=846,89			

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.26: Hata Terimine İlişkin Genişletilmiş DF Testi Sonuçları (Piyasa Değeri-Yabancıların Satışları)

Değişken	Genişletilmiş DF Test İstatistiği (Trendsiz)
u_t Düzey	-3,189***

Not: 1. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Engle-Granger yönteminin ikinci aşamasında hata düzeltme modeli tahminlenmiştir (Tablo 4.27.). Hata düzeltme teriminin katsayısı beklentilere uygun olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır ve bu sonuç hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Sonuçlara göre, hata düzeltme mekanizması uzun dönemden sapmaların yaklaşık olarak 5 ay içinde (1/0,190) düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışması, tahminlenen ilk modelin de yorumlanabilmesine olanak vermektedir. Buna göre yabancıların borsadaki satışları piyasa değerini negatif yönde etkilemektedir ve yabancı yatırımcıların borsadaki alışlarında meydana gelecek % 1'lik değişim piyasa değerinde % 0,548'lik bir değişime neden olmaktadır. Ayrıca piyasa değeri ile yabancı yatırımcıların borsadaki satışları arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi vardır ve bu değişkenler dışında bir nedenden kaynaklanan sapmalar 5 ay içerisinde düzelmektedir.

Tablo 4.27: Engle-Granger Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli (Piyasa Değeri-Yabancıların Satışları)

	Bağımlı Değ.	Bağımsız Değişken			
Model 2.4.2	$\Delta \log PD$	$\Delta \log YPY \text{ SATIS}$	$\frac{\Delta \log YPY \text{ SATIS}}{\text{SATIS}_{t-1}}$	$\Delta \log PD_{t-1}$	u_{t-1}
Katsayı		-0,229 (6,939)***	0,220 (-6,286)***	0,995 (88,281)***	-0,190 (-3,186)***
R²=0,95					
Düzeltilmiş R²=0,95					

Not: 1. Parantez içerisindeki değerler t istatistikleridir.

2. *** % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

V. Sonuç

Çalışmanın amacı yabancı yatırımcıların İMKB üzerindeki etkilerini incelemektir. Çalışmada İMKB'ye ilişkin olarak incelenen değişkenler; İMKB-100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve İMKB'nin piyasa değeridir. Yabancı yatırım ise borsadaki alış ve satış olmak üzere iki alt başlık altında ele alınmıştır. Çalışma, 1997-Ocak ve 2007-Ağustos dönemini kapsamaktadır.

Yabancı yatırımcıların borsa üzerindeki etkisi Engle-Granger iki aşamalı eşbütünleşme analizi ile analiz edilmiştir. Modelden elde edilen bulgularla hem yabancı yatırım çeşitlerinin İMKB'ye ilişkin değişkenler üzerindeki etkisi ortaya konmuş, uzun dönemde değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığı tespit edilmiş ve değişkenler arasındaki ilişkide uzun dönemde oluşacak bir sapmanın etkisinin ne kadar sürede ortadan kalkacağı belirlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ve satışları ile İMKB değişkenleri arasındaki ilişkiye yönelik iki aşamalı eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre yabancı yatırımcıların hisse senedi alışları ve satışlarıyla İMKB-100 endeksi, işlem hacmi ve piyasa değeri arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Yabancı yatırımcıların alışları ve satışları için tespit edilen hata düzeltme mekanizmasına ilişkin sonuçlar karşılaştırıldığında, yabancıların satışlarıyla İMKB-100 arasındaki ilişkide yaşanacak uzun dönemdeki bir bozulmanın yabancıların alışları ile endeks arasındaki ilişkideki sapmaya göre daha uzun sürede düzeldiği görülmektedir. Piyasa değeri ve işlem hacmi için ise tam tersi bir durum söz konusudur. Bu sonuçlara göre, yabancı yatırımcıların borsadaki satışları ile endeks arasındaki ilişki ve yabancı yatırımcıların alışları ile piyasa değeri ve işlem hacmi arasındaki ilişki dışsal durumlara karşı daha duyarlıdır.

Bu nedenle bir kriz anında bu ilişkilerde yaşanacak bir bozulmanın etkisi de daha uzun sürecektir.

Yabancı yatırımcıların alış ve satışlarıyla İMKB'ye ilişkin değişkenler arasında tespit edilen güçlü ilişki ve etkileşim kanun koyucuların yabancı yatırımcılarla ilgili düzenleme yaparken bu düzenlemelerin olası etkilerini göz önünde bulundurmaları gerektiğini de göstermektedir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların İMKB'de işlem gören hisse senetleri içerisindeki paylarının yüksek olması nedeniyle borsa üzerindeki etkileri oldukça büyüktür. Yatırımcı sayısının az olması ve daha da önemlisi belirli sayıda yabancı yatırımcının (özellikle yabancı fonlarda ve tüzel kişilerde) elde tuttıkları portföylerin değerinin piyasadaki toplam portföy değerine oranının yüksek olması nedeniyle yabancı yatırımcıların alışları ve satışlarının piyasa üzerindeki etkileri daha çok hissedilmektedir. Son olarak endeksle yabancı yatırımcılar arasındaki ilişki firmaların sermaye maliyetlerine yönelik çıkarımlarda bulunulmasını sağlamaktadır. Buna göre, yabancı yatırımcıların borsadaki alışları ile İMKB-100 arasındaki uzun dönemli pozitif ilişki sayesinde yabancı yatırımcıların alışları arttıkça hisselerin fiyatları yükselmekte ve endeks de bu yükselişe paralel olarak artmaktadır. Fiyatlardaki artış firmaların sermaye maliyetini dolaylı olarak etkilemektedir.

Kaynakça

- Akyüz, Yılmaz, “*Financial System and Policies in Turkey in the 1980s*”, The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment, and Sustainability, Editör, T. Arıcanlı ve D. Rodrik. Macmillan Yayınları, Basingstoke, İngiltere, 1990, s. 98-131.
- Akyüz, Y., Boratav, K., “*The Making of the Turkish Financial Crisis*”, UNCTAD Working Paper, 2002.
- Atje, R., Jonanovic, B., “*Stock Markets and Development*”, European Economic Review, Vol. 37, 1993, s. 632-640.
- Bae, Kee-Hong, Bailey, Warren, Mao, Connie X, “*Stock Market Liberalization and the Information Environment*”, Journal of International Money and Finance, 2006, s. 1-25. (erişim adresi: doi:10.1016/j.jimonfin.2006.01.004).
- Bailey, Warren, Chung, Y. Peter, Kang, Jun-Koo, “*Foreign Ownership Restrictions and Equity Price Premiums: What Drives the Demand for Cross-Border Investments?*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 34, No. 4, 1999, s. 489-511.
- Balkan, Erol, Biçer, F. Gül, Yeldan, A. Erinç, “*Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy*”, METU International Conference on Economics VI, September 2002, Ankara-Turkey.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., “*Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns*”, NBER Working Paper, No W6669, 1998.
- Bekaert, G., Harvey, Campbell R., “*Emerging Markets Finance*”, The Journal of Empirical Finance, Vol. (?), 2003.
- Bohn, Henning; Tesar, Linda, “*U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing?*”, American Economic Review, Vol: 86, 1996, s. 77-81.
- Bowe, Michael, Domuta, Daniela, “*Foreign Investor Behaviour and the Asian Financial Crisis*”, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 11, 2001, s. 395-422.
- Brooks, Chris, “*Introductory Econometrics for Finance*”, Cambridge University Press, United Kingdom, 5. Edition, 2004.
- Chiang, Min Hsien, Kuo, Wen-Hsiu, “*Impact of Opening Up of the Taiwan Futures Market to Foreign Investors: Price Effects of Foreign Investment Liberalization: Empirical Analysis*”, Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 17, No. 2, 2004, s. 1-11.

- Choe, H., Kho, B. C., Stulz, R. M., “*Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997*”, Working Paper, Ohio State University, 1998.
- Christoffersen, Peter, Chung, Hyunchul, Errunza, Vihang, “*Size Matter: The Impact of Financial Liberalization on Individual Firms*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 25, 2006, s. 1296-1318.
- Chue, Timothy K., “*Time-Varying Risk Preferences and Emerging Market Co-Movements*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 21, 2002, s. 1053-1072.
- Chuhan, S., Claessens, S., Mamingi, N., “*Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: the Role of Global and Country Factors*”, Journal of Development Economics, Vol. 55, 1998, s. 439-463.
- Cooper, I. Kaplanis, E., “*Home Bias in Equity Portfolio, Inflation Hedging and International Capital Equilibrium*”, Review of Financial Studies, Vol: 7, 1994, s. 45-60.
- Dahlquist, Magnus, Robertsson, Goran, “*Foreigners' Trading and Price Effects Across Firms*”, EFA Berlin Meetings Discussion Paper 2002. (erişim adresi: <http://ssrn.com/abstract=301959>)
- Daniel, K., Hirshleifer, D. Subrahmanyam, A., “*Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*”, Journal of Finance, Vol. 53, No. 6, 1998, s. 1839-1885.
- Demeritte, Kevin, “*Capital Market Development and Foreign Portfolio Investment in the Bahamas*”, The Central Bank of the Bahamas, 2000.
- Demir, Firat, “*A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis*”, World Development, Vol. 32, No. 5, 2004, s. 851-869.
- Demirgüç-Kunt, A., “*Developing Country Capital Structures and Emerging Stock Markets*”, The World Bank Working Paper, No WPS 933, 1992.
- Demirgüç-Kunt, Aslı, Levine, Ross, “*Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*”, World Bank Policy Research Working Paper, No: WPS1462, 1995.
- Dönmez, Çetin Ali, Karataş, Abdülmecit, Kiraz, Fatih, “*İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Yabancı Yatırımcıların Performans Analizi*”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl: 19, 2004, s. 95-104.
- Enders, Walter, “*Applied Econometric Time Series*”, John Wiley and Sons, Inc. ABD, 1995.

- Engle, Robert E., Clive W. J. Granger, “*Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation, and Testing*”, *Econometrica*, No. 55, 1987, s. 251-276.
- Engle, Robert E., Yoo, B., “*Forecasting and Testing in Cointegrated Systems*”, *Journal of Econometrics*, No. 35, 1987, s.143-159.
- Errunza, Vihang, “*Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development*, *Review of International Economics*, Vol. 9, No. 4, 2001, s. 703-726.
- Frenkel, Roberto, *Globalization and Financial Crises in Latin America*, Vol. 18, No. 207, 2003, s. 41-56.
- Gökcent, Gıyas M., “*Theory of Foreign Portfolio Investment*”, Florida International University, Phd dissertation, 1997.
- Göktaş, Özlem, *Teorik ve Uygulamalı Zaman Serileri Analiz*, Beşir Kitabevi, İstanbul, 2005.
- Güloğlu, Bülent, “*Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Panel Veriler Yaklaşımı*”, *İMKB Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 27, 2003, s. 39-65.
- Güriş, Selahattin, Çağlayan, Ebru, *Ekonometri: Temel Kavramlar*, Der Yayınları, İstanbul, 2. Basım, 2005.
- Hamao, Yasushi, Mei, Jianping, “*Living with the Enemy: An Analysis of Foreign Investment in the Japanese Equity Market*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, 2001, s. 715-735.
- Hargis, Kent, “*Do Foreign Investors Stimulate or Inhibit Stock Market Development in Latin America?*”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 3, 1998, s. 303-318.
- Hargis, Kent, Ramanlal, Pradipkumar, “*The Internationalization of Emerging Equity Markets: Domestic Market Development or Market Retardation*”, University of South Carolina Working Paper, 1997.
- Harris, Richard I. D., “*Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*”, T. J. Press, Ltd. Great Britain, 1995.
- Henry, Peter Blair, *Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices*, *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, 2000, s. 529-564.
- Hiraki, Takato, Ito, Akitoshi, Kuroki, Fumiaki, “*Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence*”, *Asia-Pacific Financial Markets*, Yıl: 10, 2003, s. 281-300.

- Huang, Bwo-Nung, Yang, Chin-Wei, “*An Empirical Investigation of Trading Volume and Return Volatility of the Taiwan Stock Market*”, *Global Finance Journal*, Vol. 12, 2001, s. 55-77.
- Jayasuriya, Shamila, “*Stock Market Liberalization and Volatility in the Presence of Favorable Markets Characteristics and Institutions*”, *Emerging Markets Review*, Vol. 6, 2005, s. 170-191.
- İnsel, Aysu, “*Econometrics: Time Series Analysis and Econometric Modeling*”, *Lecture Notes*, Marmara University Department of Economics, 2004.
- Kang, Jun-Koo, Stulz, Rene M., “*Why is there a home bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, 1997, s. 3-28.
- Karaçuka, Mehmet, “*Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri ve Bir Uygulama*”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, 2001.
- Khambata, Dara, “*Impact of Foreign Investment on the Volatility and Growth of Emerging Stock Markets*”, *Multinational Business Review*, Vol. 8, No. 1, 2000, s. 50-59.
- Kim, E. Han, Singal, Vijay, “*The Fear of Globalizing Capital Markets*”, *Emerging Markets Review*, Vol. 1, 2000b, s. 183-198.
- King, Robert, Ross, Levine, “*Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*”, *Quarterly Journal of Economics*, 1993, s. 717-737.
- Klein, Michael W., Olivei, Giovanni, “*Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth*”, *Mimeo*, 2001. (Medford, MA.).
- Klein, Michael W., Olivei, Giovanni, “*Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth*”, *NBER Working Paper*, No. 7384, 2005.
- Kula, Ferit, “*Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler*”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, 2003, s. 141-154.
- Kutlar, Aziz, *Bilgisayar Uygulamalı Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları, Sivas. 1. Basım, 1998.
- Kwain, Felix B., Reyes, Mario G., “*Price Effects of Stock Market Liberalization in Taiwan*”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, No. 2, Summer, 1997, s. 511-522.
- Lee, Charles M. C., Shleifer, A., Thaler, R., “*Investor Sentiment and the Close-end Fund Puzzle*”, *Journal of Finance*, Sayı: 46, 1991, s. 75-110.
- Levine, Ross, Zervos, Sara, “*Stock Markets and Banks: Reviving the Engines of Growth 1989-1994*”, *World Bank Working Paper*, No?, 1995a.

- Levine, Ross, Zervos, Sara, “*International Capital Flow Liberalization and Stock Market Development: a Cross-Country Event Study*”, World Bank Working Paper, No?, 1995b.
- Levine, Ross, Zervos, Sara, “*Capital Control Liberalization and Stock Market Development*”, World Bank Policy Research Working Paper, No: WPS1622, 1996a.
- Levine, Ross, Zervos, Sara, “*Stock Market Development and Long-run Growth*”, World Bank Economic Review, Yıl: 10, Mayıs 1996b, s. 323-339.
- Levine, Ross, Zervos, Sara, “*Capital Control Liberalization and Stock Market Development*”, World Development, Vol. 26, No. 7, 1998, s.1169-1183.
- Lin, Anchor, “*Has the Asian Crisis Changed the Role of Foreign Investors in Emerging Equity Markets: Taiwan’s Experience*”, International Review of Economics and Finance, Vol. 15, 2006, s. 364-382.
- Lin, Anchor Y, Swanson, Peggy E., “*US Investors and Global Equity Markets*”, International Review of Financial Analysis, 2007. (erişim adresi: doi:10.1016/j.irfa.2007.02.002).
- MacKinnon, J. G., “*Critical Values for Cointegration Tests*”, Long Run Economic Relationships: Readings in Cointegration, Editörler: R. F. Engle, C. W. J. Granger, Oxford University Press, New York, 1991.
- Mitton, Todd, “*Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level*”, Journal of Financial Economics, 2006. (erişim adresi: doi:10.1016/j.jfineco.2005.09.001).
- Schmukler, S., Vesperoni, E., “*Financial Globalization and Debt Maturity in Emerging Markets*”, Journal of Development Economics, 2003.
- Sevüktekin, Mustafa, Nargeleçekenler, Mehmet, “*Zaman Serileri Analizi*”, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Basım, Ankara, 2005.
- Shleifer, Andrew, “*Professional Arbitrage, in Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*”, Oxford University Press, 2000, s. 89-111.
- Solnik, B., McLeavey, D., International Investments, Addison Wesley. Boston, 2003.
- Somuncu, Kartal, Karan, M. Baha, Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Etkileri, 9. Ulusal Finans Sempozyumu, 2005.
- Stulz, R., “*Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*”, Ohio State University Working Paper, 1999.

- Stulz, R. M., Wasserfallen, W., *Foreign Equity Investment Restrictions and Shareholder Wealth Maximization: Theory and Evidence*, Review of Financial Studies, Yıl: 8, 1995, s. 1019-1058.
- Şimşek, Muammer, “*Türkiye’deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım*”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı: 12, 1995, s. 25-37.
- Tai, Chu-Sheng, “*Market Integration and Contagion: Evidence from Asian Emerging Stock and Foreign Exchange Markets*”, Emerging Markets Review, 2007.
(doi:10.1016/j.ememar.2006.09.011).
- Taylor, M. P., Sarno, L., “*Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants*”, The World Bank Economic Review, Yıl: 11, Sayı: 3, 1997, s. 451-470.
- Tesar, Linda, Werner, Ingrid, *US Equity Investment in Emerging Stock Markets*, World Bank, 1993.
- Tversky, Amos, Kahneman, David, “*Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, Science, Sayı: 185, 1974, s. 1124-1131.
- Uluengin, B., Yentürk, N., “*Impacts of Capital Flows on Aggregate Spending Categories: The Case of Turkey*”, Applied Economics, Vol. 33, 2001, s. 1321-1328.
- Utkulu, U., *Are the Turkish External Deficits Sustainable? Evidence from the Cointegrating Relationship between Exports and Imports*, Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Vol. 13, 1998.
- Uygur, E., “*Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*”, Türkiye Ekonomi Kurumu. Tartışma Metni, 2001/1, Ankara.
- Vogelvang, B., “*Econometrics: Theory and Applications with EvIEWS*”, Prentice-Hall Corp., ABD, 2005.
- Yılgör, Ayşe Gül, *Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri. 10. Ulusal Finans Sempozyumu*. Selçuk-İzmir/Türkiye.
- Yüce, Ayşe. (1997). *Türkiye’de Liberalizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. İMKB Dergisi*. Cilt: 1. No: 4, 2006, s. 1-13.

EK**Birim Kök Testi, Eşbütünleşme Analizi ve Nedensellik Analizi****Birim Kök Testleri**

Bir stokastik eşitliğin zaman serisi özelliği göstermesi için gerekli koşullar değişkenlerin trend özelliği taşımasına bağlıdır. Eğer değişkenler trend özelliği taşıyorsa bu statik model uzun dönemli bir modeldir (Vogelvang, 2005).

İstatistiksel varsayımlara uygun bir ekonometrik model oluşturabilmek için değişkenlerin trend özelliği taşıyıp taşımadıklarının bilinmesi gerekmektedir. Eğer değişkenler trend özelliği taşıyorlarsa bunun ne tür bir trend olduğunun (deterministik veya stokastik) araştırılması gerekir. N gözlemlili stokastik süreç n sayıda rastgele değişken içerir. Bu rastgele değişkenler bağımsız bir dağılım göstermezler. Zaman serisi gerçekte bir zaman kesitidir. Bir zaman serisinin trendi zaman ile bağlantılı olarak lineer özellik gösteriyorsa gözlemlerin ilk farkının alınması süreci durağan hale getirmek için yeterlidir. Lineer trend özelliği taşıyan bir zaman serisi değişkeni (Y_t) aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Vogelvang, 2005):

$$Y_t = a_0 + a_1 t + u_t \quad (1)$$

Bu seri aşağıdaki şekilde düzeltilerek durağan hale getirilir:

$$Y_t - a_0 - a_1 t = u_t \quad (2)$$

Daha sonra tüm yönler hareket eden bir rassal yürüyüş süreci olarak değerlendirilir ve aşağıdaki eşitlik oluşturulur:

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (3)$$

Bu süreç, ortalama açısından durağandır fakat varyans açısından rassal değildir. Bu nedenle bir gecikme operatörü eklenerek yukarıdaki eşitlik tekrar yazılır:

$$Y_t = [1/(1-L)] u \quad (4)$$

Bir sabit terim eklenerek rassal yürüyüş süreci genişletilebilir. Böylece durağan olmayan bir değişkenin stokastik trendi aşağıdaki şekilde ifade edilir:

$$Y_t = \beta_0 + Y_{t-1} + u_t \quad (5)$$

Bu eşitliğin durağan bir süreç olarak ifadesi ise şu şekildedir:

$$Y_t = \beta_1 Y_{t-1} + u_t \quad (6)$$

Buradaki boş hipotez (H_0) $\beta_1 = 1$ şeklindedir.

Eğer β_1 'in değeri 1'e eşitse Y_t değişkeni bir dönem önceki değerinden etkileniyor demektir. β_1 'nin değeri 1'den küçükse Y_t üzerinde önceki dönemin etkisi vardır fakat bu etki kısa bir dönem sonunda ortadan kalkmaktadır (MacKinnon, 1991).

Bir zaman serisinin trend özelliği taşıyıp taşımadığı ve birim kök sayısı serilerin grafiklerinin incelenmesi yoluyla veya birim kök testleri ile tespit edilmektedir. Bir serinin her dönemde aldığı değerlerin önceki değeriyle regresyonunun yapılması birim kök tespiti için yeterlidir (Göktaş, 2005). Birim kök testleri: Dickey-Fuller, genişletilmiş Dickey-Fuller, Philips-Perron, Ng-Perron testleridir. En yaygın olarak kullanılan birim kök testleri Dickey-Fuller ve genişletilmiş Dickey-Fuller testleridir. Genişletilmiş Dickey-Fuller testi bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini de modele dahil etmektedir ve sürecin p 'inci dereceden otoregresif olduğunu varsaymaktadır (Sevültekin ve Nargeleçekenler, 2005). Hata terimlerinde otokorelasyon olması olasılığı ve zaman serilerinin tümünün birinci dereceden otoregresif süreçler şeklinde ifade edilememesi olasılığı olduğu için bu çalışmada genişletilmiş Dickey-Fuller testi kullanılmıştır.

Ekonometride birim köke sahip olan zaman serileri, rassal yürüyüş zaman serisi olarak adlandırılmaktadır. Finansal zaman serileri de rassal yürüyüş zaman serileridir ve bu nedenle genellikle durağan olmayan serilerdir (Kutlar, 1998).

Birim kök testi ile analiz edilen serilerin birim kök taşıdıkları tespit edilirse $I(1)$ durağan hale getirilmelidirler. Eşbütünleşme analizi bu işlemden sonra yapılmalıdır. Birim kök sayısı bütünleşme derecesini göstermektedir. Durağan seriler $I(0)$ şeklinde, " d " sayıda birim kök içeren seriler $I(d)$ olarak gösterilmektedir.

Eşbütünleşme Analizi ve Nedensellik Analizi

Eşbütünleşme analizi birim kök ilişkisini de dikkate alarak uzun dönemli parametrelerin tahmin edilmesini sağlar. Eşbütünleşme analizine göre, eğer iki (veya daha fazla) seri uzun dönemde bir denge ilişkisi oluşturmak için

birbirleriyle ilişkili iseler, bu serilerin kendileri stokastik trendler içerseler bile zaman içerisinde birlikte hareket edebileceklerdir ve aralarındaki fark da sabit olabilecektir. Bu nedenle eşbütünleşme, bir sistemin zaman içerisinde yaklaştığı uzun vadeli dengeyi taklit eder ve ona benzer. Eşbütünleşmenin tespit edilmesi halinde, durağan olmayan değişkenler içeren regresyonlar bir anlam ifade etmektedir ve regresyon analizi bu değişkenlerin uzun dönemli ilişkileri hakkında anlamlı bir bilgi vermektedir. Eğer eşbütünleşme tespit edilmezse sahte korelasyon sorunu var demektir (Harris, 1995).

Engle ve Granger'a (1987) göre X ve Y gibi iki zaman serisi aşağıda belirtilen koşulları sağladıklarında (d, b) 'inci dereceden eşbütünleşiktir: $(d > b > 0)$

$$X_t, Y_t \sim CI(d, b) \text{ olmak üzere,}$$

İki serinin aynı dereceden entegre $[I(d)]$ olması (bağımsız değişkenin $I(0)$ olması halinde bağımlı değişkenin de $I(0)$ olması), değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koyan regresyon analizinin uzun dönem hata terimlerinin durağan $[a_1 X_t + a_2 Y_t I(d-b)]$ olması gerekmektedir.

Burada (a_1, a_2) vektörü eşbütünleştirici vektör olarak adlandırılmaktadır (Ütkü, 1998).

Regresyon modelinin aşağıdaki gibi olduğu varsayıldığında (İnsel, 2004):

$$X_t = \Phi Y_t + u_t \quad (7)$$

X_t 'nin $I(0)$ ve Y_t 'nin $I(1)$ olması halinde X_t ile Y_t arasındaki ilişki bir anlam ifade etmez. Her iki seri de aynı dereceden bütünleşik olmalıdır. Model aşağıdaki gibi olduğunda:

$$Y_t = \beta X_t + u_t \quad (8)$$

X_t ve Y_t $I(1)$ serileri ise iki değişken arasındaki ilişki lineer bir kombinasyonu göstermektedir. Bu nedenle eğer bir $I(d)$ değişken seti daha düşük dereceden bir bütünleşmeye sahip olan bir lineer kombinasyon içeriyorsa, buradaki vektör eşbütünleşme vektörü olarak adlandırılmaktadır. Durağan bir kombinasyonun katsayı vektörü değişkenler arasında eşbütünleşmeye neden olmaktadır. Eşbütünleşme vektörü; Hata Düzeltme Modeli Yaklaşımı, Engle ve

Granger İki Aşamalı Yaklaşımı, Engle ve Yoo Üç Aşamalı Yaklaşımı, Johansen Maksimum Olabilirlik Yaklaşımı, VAR Yöntemi ve Vektör Hata Düzeltme Modeli ile tahmin edilebilmektedir. Bu çalışmada Engle ve Granger'ın iki aşamalı eşbütünleşme analizi kullanılmıştır. Bu yöntem değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi tespit etmek amacıyla literatürde en çok kullanılan yöntemlerden birisidir. İkiiden çok değişken arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesinde bu yöntem zaman zaman sorun çıkarabilmektedir fakat iki değişken arasındaki eşbütünleşme ilişkileri açısından bir sorun yoktur. Bu yöntemde göre, incelenecek olan zaman serilerinin birim kök içerip içermediklerine daha önce açıklanmış olan birim kök testleri ile bakılmakta ve aynı dereceden birim kök içerdikleri tespit edildikten sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki tahmin edilmektedir (Enders, 1995):

$$X_t = \beta_0 + \beta_1 Y_t + u_t \quad (9)$$

Bu modelden elde edilen hata teriminin durağan olması halinde değişkenler arasında eşbütünleşme var demektir. Hata teriminin otoregresyonu ele alındığında:

$$\Delta \hat{u}_t = a_1 \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t \quad (10)$$

Burada boş hipotez $a_1=0$ 'dır. Boş hipotezin reddedilememesi halinde hata terimi serisi birim kök içeriyor demektir. bu durumda da X_t ile Y_t arasında eşbütünleşme yoktur. Başka bir ifadeyle eğer $a_1=0$ boş hipotezini reddetmek mümkün değilse değişkenler arasında eşbütünleşme yoktur hipotezi de reddedilemez. Eğer hata terimi serisi birim kök içermiyorsa (durağansa) ve X_t ile Y_t serileri $I(d)$ ise bu seriler (d,d) derecesinden eşbütünleşiktirler. İkiiden fazla değişken olması halinde hata terimi serisinin durağanlığını test etmede Dickey-Fuller testi yetersiz kalabilmektedir ve bu durumda Engle ve Yoo (1987) tarafında hazırlanan tablo değerleri kullanılmaktadır.

Eşbütünleşmenin olması durumunda değişkenler arasındaki ilişkinin parametreleri tutarlı olmaktadır. Ayrıca, uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin tespit edildiği değişkenler arasında Hata Düzeltme Mekanizması'nın çalışıp çalışmadığına bakılarak aralarındaki kısa dönemli ilişkiye yönelik çıkarımlarda bulunulabilmektedir. Bu durumda Hata Düzeltme Modeli tahmin edilmektedir. Hata Düzeltme Modeli aşağıdaki gibidir (Enders, 1995):

$$\Delta X_t = a_1 + a_2 (X_{t-1} - \beta_1 Y_{t-1}) + \sum a_{11} (i) \Delta X_{t-1} + \sum a_{12} (i) \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (11)$$

Değişkenler arasında eşbütünlüğün olması halinde hata terimi serisi de analize dahil edilebilmekte ve Hata Düzeltme Modeli'nde kullanılabilir:

$$\Delta X_t = a_1 + a_2 \hat{u}_{t-1} + \sum a_{11} (i) \Delta X_{t-1} + \sum a_{12} (i) \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Yukarıdaki modelde hata teriminin katsayısı -1 ile 0 arasında değer almalı ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmalıdır. Aksi takdirde Hata Düzeltme Modeli çalışmıyor demektir. Ayrıca, “1/hata teriminin katsayısı” verisi de bağımlı değişkenin ne kadar sürede düzeldiğini göstermektedir. Katsayının büyük olması halinde hata düzeltme süresi kısalmaktadır.

İki aşamalı eşbütünlük analizi ayrıca regresyon analizi de kullanılmaktadır. Regresyon analizinde bir değişkende oluşan değişimler, bu değişkeni etkileyen başka bir değişken veya değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Tek bir değişkenin bu değişimleri açıklamasına basit regresyon denmektedir. İki değişken arasındaki ilişkinin doğrudal olduğunu varsayıp, bu şekilde açıklayan regresyon modeline basit doğrusal regresyon modeli denmektedir. Bu model, bir değişkendeki değişimleri başka bir değişkenle açıklamaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki matematiksel bir fonksiyonla ortaya konmaktadır. Bağımsız değişkenin katsayısının işareti değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü göstermektedir. Fakat ilişkinin derecesi (kuvvetli veya zayıf olması) ile ilgili bir bilgi vermemektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin derecesini gösteren korelasyondur (Gürüş ve Çağlayan, 2005).

İki aşamalı eşbütünlük analizi hata düzeltme mekanizmasının çalışmaması halinde ilk aşamada tespit edilen eşbütünlük ilişkisine ilişkin bulguyu kuvvetlendirmek amacıyla nedensellik analizi yapılmıştır. Nedensellik analizi, bir değişkendeki (Y_1) değişikliğinin başka bir değişkendeki (Y_2) değişikliklere neden olup olmadığı sorusunu yanıtlamaya çalışmaktadır. Granger nedenselliği aslında bir değişkenin bugünkü değeriyle diğer değişkenin (değişkenlerin) gecikmeli değerleri arasındaki korelasyondur. Fakat bir değişkenin hareketinin diğerinin hareketine neden olduğu anlamına gelmemektedir. Buradaki argümana göre, eğer Y_1 Y_2 'ye neden olursa, Y_1 'in gecikmeli değerleri Y_2 'nin eşitliğinde anlamlı bir değere sahip olmalıdır. Sonuçların bu şekilde çıkması halinde bu durum Y_1 Y_2 'nin Granger nedenidir şeklinde ifade edilmektedir. Bu ilişkinin yanı sıra Y_2 'nin gecikmeli değerlerinin Y_1 'in eşitliğinde anlamlı olması halinde de Y_1 ve Y_2 arasında iki yönlü bir ilişki var demektir (Brooks, 2004).

GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

2009 yılı sonu itibariyle, dünya ekonomisi tekrar büyümeye başlamış ve finans piyasalarında beklenenden daha fazla gelişme meydana gelmiştir. 2009 yılında üretimdeki hızlı düşüşün ardından 2010 yılı için global ekonominin % 4 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Toparlanma sürecinde güçlü devlet politikaları etkili olurken, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının en düşük seviyelere indiği parasal politikalar da katkıda bulunmuştur. Ekonomileri gelişmiş bir çok ülkede işsizlik oranının artması ile ekonomideki iyileşme sürecinin yavaş ilerleyeceği tahmin edilmektedir. 2010 yılında gelişmekte olan ekonomilerde reel GSYİH'nın yaklaşık % 5 oranında büyümesi beklenmektedir. Global ekonominin toparlanma sürecine Çin, Hindistan ve gelişmekte olan bir çok Asya ülkeleri öncülük etmektedir.

Kredi piyasasında devam eden zorluklara rağmen ekonomik aktivitedeki gelişmelere paralel olarak finansal piyasalarda da iyileşme gözlemlenmiştir. Düşük faiz politikaları ile ekonomide toparlanma beklentileri piyasalardaki hareketliliği artırırken, gelişmekte olan ülkelere de uluslararası sermaye akışında canlanma meydana gelmiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren, hisse senetleri piyasalarında yüksek artışlar meydana gelmiş, şirket tahvilleri ihraçları rekor seviyelere ulaşmıştır.

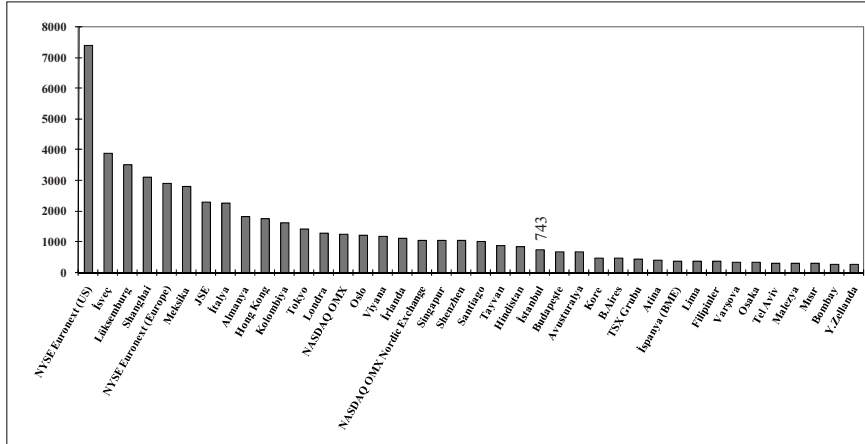
29 Aralık 2009 tarihi itibariyle, 2009 yılı başına göre, gelişmiş piyasalara ait endekslerden Nikkei-225 (%21,5), FTSE-100 (%39,9), DJIA (%20,2), DAX (%31,1) oranlarında ABD doları bazında değişmiştir. Aynı dönemde, gelişmekte olan piyasaların ABD doları bazlı getirileri karşılaştırıldığında en yüksek getiriler: Brezilya (%142,6), Rusya (%128,7), Çin (%125,8), Endonezya (%114,0) ve Türkiye (%97,7) borsalarının endekslerinde gerçekleşirken; dolar bazlı en düşük getiriler: Suudi Arabistan (%27,6), Yunanistan (%28,9) ve Mısır (%36,5) borsalarında oluştu. Gelişmekte olan piyasalar F/K oranları açısından karşılaştırıldığında, Aralık 2009 sonu itibariyle en yüksek oranlar Polonya (42,2), Peru (28,6), Endonezya (27,8), ve Hindistan (23,2) borsalarında olurken; en düşük oranlar, Brezilya (8,3), Çin (8,7), Macaristan (8,7), Çek Cum. (10,1) ve Türkiye (11,1) borsalarında gerçekleşmiştir.

Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-2008)

	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6,514,199	6,275,582	238,617	938
1987	7,830,778	7,511,072	319,706	3,125
1988	9,728,493	9,245,358	483,135	1,128
1989	11,712,673	10,967,395	745,278	6,756
1990	9,398,391	8,784,770	613,621	18,737
1991	11,342,089	10,434,218	907,871	15,564
1992	10,923,343	9,923,024	1,000,319	9,922
1993	14,016,023	12,327,242	1,688,781	37,824
1994	15,124,051	13,210,778	1,913,273	21,785
1995	17,788,071	15,859,021	1,929,050	20,782
1996	20,412,135	17,982,088	2,272,184	30,797
1997	23,087,006	20,923,911	2,163,095	61,348
1998	26,964,463	25,065,373	1,899,090	33,473
1999	36,030,810	32,956,939	3,073,871	112,276
2000	32,260,433	29,520,707	2,691,452	69,659
2001	27,818,618	25,246,554	2,572,064	47,150
2002	23,391,914	20,955,876	2,436,038	33,958
2003	31,947,703	28,290,981	3,656,722	68,379
2004	38,904,018	34,173,600	4,730,418	98,299
2005	43,642,048	36,538,248	7,103,800	161,537
2006	54,194,991	43,736,409	10,458,582	162,399
2007	64,563,414	46,300,864	18,262,550	286,572
2008	35,811,160	26,533,854	9,277,306	117,930

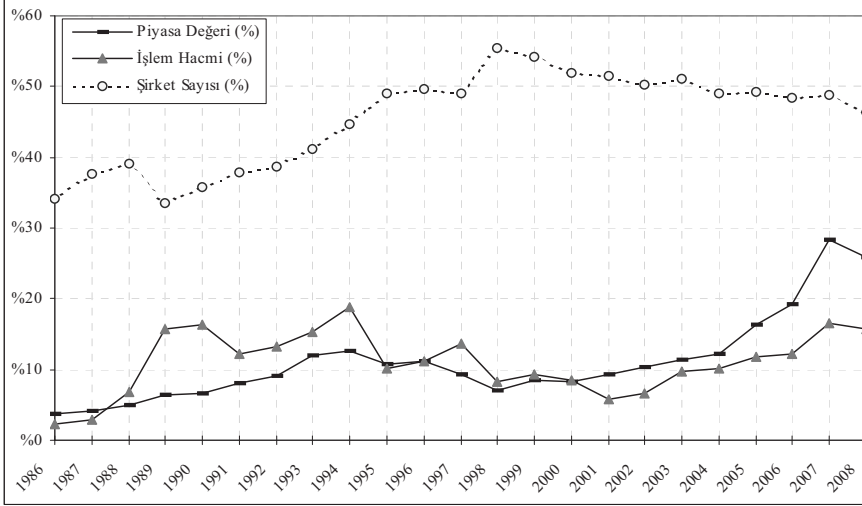
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

Ortalama Şirket Başına Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Aralık 2009)



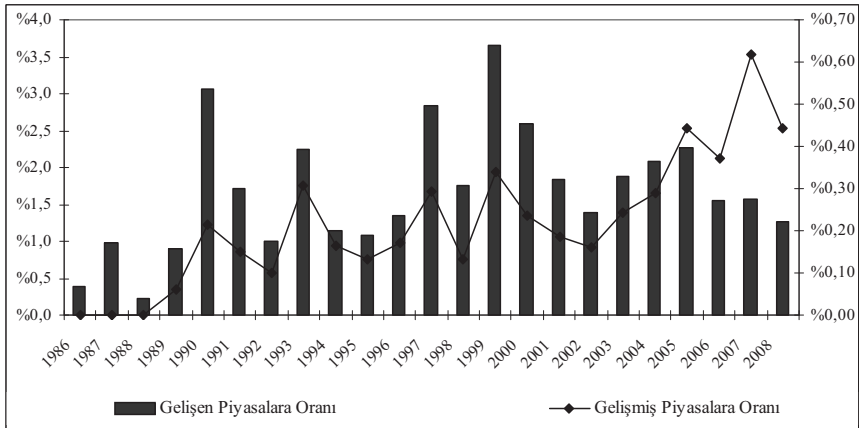
Kaynak: www.world-exchanges.org

Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1986-2008)



Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-2008)



Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009 ; İMKB Verileri.

Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Aralık 2009)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı (%)	Piyasa	İşlem Hacmi (Milyon ABDS) (2009/1-2009/12)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABDS) 2009/12
1	NASDAQ OMX	716,4%	NASDAQ OMX	28.951.349	NYSE Euronext (US)	11.837.793,3
2	Shenzhen	408,2%	NYSE Euronext (US)	17.784.586	Tokyo	3.306.081,9
3	Shanghai	207,3%	Shanghai	5.061.986	NASDAQ OMX	3.239.492,4
4	Tayvan	168,1%	Tokyo	3.987.777	NYSE Euronext (Europe)	2.869.393,1
5	İstanbul	165,6%	Londra	3.402.496	Londra	2.796.444,3
6	Kore	149,0%	Shenzhen	2.774.319	Shanghai	2.704.778,4
7	İspanya	132,2%	Almanya	2.240.331	Hong Kong	2.305.142,8
8	NYSE Euronext (US)	120,0%	NYSE Euronext (Europe)	1.971.921	TSX Grubu	1.608.053,5
9	Tokyo	119,2%	İspanya (BME)	1.610.210	Bombay	1.306.520,2
10	Almanya	98,8%	Kore	1.575.190	İspanya (BME)	1.297.226,9
11	İtalya	93,7%	Hong Kong	1.501.689	Almanya	1.292.355,3
12	Oslo	87,5%	TSX Grubu	1.245.457	Avusturalya	1.261.909,3
13	Osaka	79,8%	Avusturalya	966.986	Hindistan	1.224.806,4
14	TSX Grubu	76,8%	İtalya	948.147	İsveç	1.064.686,5
15	Mısır	73,9%	Tayvan	909.551	Shenzhen	868.374,0
16	Avusturalya	73,8%	Hindistan	791.930	Kore	834.596,5
17	NASDAQ OMX Nordic Exchange	71,7%	İsviçre	789.884	NASDAQ OMX Nordic Exchange	817.222,8
18	NYSE Euronext (Avrupa)	68,1%	NASDAQ OMX Nordic Exchange	778.356	JSE	799.023,7
19	Londra	68,0%	Johannesburg	342.356	Tayvan	657.609,5
20	Hong Kong	66,9%	İstanbul	305.036	İtalya	655.848,2
21	Tel-Aviv	66,0%	Bombay	264.955	Singapur	481.246,7
22	Atina	65,3%	Oslo	248.071	Meksika	352.045,4
23	Budapeşte	64,0%	Singapur	247.069	Malezya	289.219,4
24	Hindistan	61,5%	Osaka	139.259	İstanbul	233.996,7
25	İsviçre	61,5%	Tel-Aviv	87.374	Santiago	230.732,3
26	Singapur	46,1%	Malezya	86.214	Oslo	227.233,2
27	Y.Zellanda	44,6%	Meksika	84.909	Tel Aviv	188.733,9
28	Varşova	43,0%	Mısır	73.652	Varşova	150.961,5
29	İrlanda	42,0%	Atina	71.829	Kolombiya	140.519,8
30	JSE G.Afrika	40,4%	Varşova	58.374	Osaka	138.329,8
31	Viyana	39,3%	Viyana	51.327	Viyana	114.076,1
32	Kolombo	26,3%	Santiago	38.107	Atina	112.632,4
33	Meksika	26,3%	İrlanda	37.336	Lüksemburg	105.048,2
34	Malezya	23,9%	Budapeşte	25.972	Mısır	91.207,3
35	Kolombiya	22,5%	Filipinler	20.849	Filipinler	86.349,4
36	Santiago	21,1%	Kolombiya	19.169	Lima	71.662,5
37	Bombay	19,4%	Tahran	16.988	İrlanda	61.291,1
38	Filipinler	19,2%	Y.Zellanda	15.358	Tahran	59.183,1
39	Kıbrıs	10,4%	Lima	4.591	B.Aires	45.744,9
40	Lima	8,8%	B.Aires	2.983	Y.Zellanda	35.506,8
41	Tahran	7,6%	Kıbrıs	1.819	Budapeşte	30.036,6
42	Mauritüs	7,4%	Ljubljana	1.304	Ljubljana	12.140,9
43	Ljubljana	5,6%	Kolombo	1.241	Kıbrıs	10.268,9
44	B.Aires	3,6%	Mauritüs	328	Kolombo	9.546,7
45	Bermuda	1,3%	Luxembourg	296	Mauritüs	6.582,0

Kaynak: www.world-exchanges.org

İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-2008)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/Global (%)	İMKB/Gelişen (%)
1986	3.573.570	3.490.718	82.852	13	2,32	0,02
1987	5.846.864	5.682.143	164.721	118	2,82	0,07
1988	5.997.321	5.588.694	408.627	115	6,81	0,03
1989	7.467.997	6.298.778	1.169.219	773	15,66	0,07
1990	5.514.706	4.614.786	899.920	5.854	16,32	0,65
1991	5.019.596	4.403.631	615.965	8.502	12,27	1,38
1992	4.782.850	4.151.662	631.188	8.567	13,20	1,36
1993	7.194.675	6.090.929	1.103.746	21.770	15,34	1,97
1994	8.821.845	7.156.704	1.665.141	23.203	18,88	1,39
1995	10.218.748	9.176.451	1.042.297	52.357	10,20	5,02
1996	13.616.070	12.105.541	1.510.529	37.737	11,09	2,50
1997	19.484.814	16.818.167	2.666.647	59.105	13,69	2,18
1998	22.874.320	20.917.462	1.909.510	68.646	8,55	3,60
1999	31.021.065	28.154.198	2.866.867	81.277	9,24	2,86
2000	47.869.886	43.817.893	4.051.905	179.209	8,46	4,42
2001	42.076.862	39.676.018	2.400.844	77.937	5,71	3,25
2002	38.645.472	36.098.731	2.546.742	70.667	6,59	2,77
2003	29.639.297	26.743.153	2.896.144	99.611	9,77	3,44
2004	39.309.589	35.341.782	3.967.806	147.426	10,09	3,72
2005	47.319.584	41.715.492	5.604.092	201.258	11,84	3,59
2006	67.912.153	59.685.209	8.226.944	227.615	12,11	2,77
2007	98.816.305	82.455.174	16.361.131	302.402	16,55	1,85
2008	80.516.822	67.795.950	12.720.872	239.713	15,80	1,88

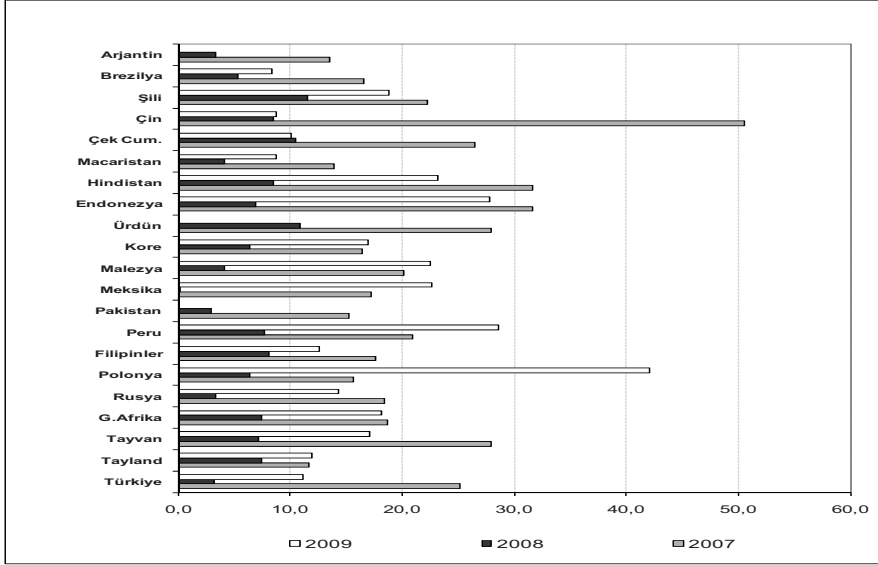
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2008)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/Global (%)	İMKB/Gelişen (%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,80	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05
1999	48.557	22.277	26.280	285	54,12	1,08
2000	49.933	23.996	25.937	315	51,94	1,21
2001	48.220	23.340	24.880	310	51,60	1,25
2002	48.375	24.099	24.276	288	50,18	1,19
2003	49.855	24.414	25.441	284	51,03	1,12
2004	48.806	24.824	23.982	296	49,14	1,23
2005	49.946	25.337	24.609	302	49,27	1,23
2006	50.212	25.954	24.258	314	48,31	1,29
2007	51.322	26.251	25.071	319	48,85	1,27
2008	49.138	26.375	22.763	284	46,32	1,25

Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

Gelişen Piyasalar Fiyat Kazanç Oranı Karşılaştırması



Kaynak: Standard & Poor's & Bloomberg.

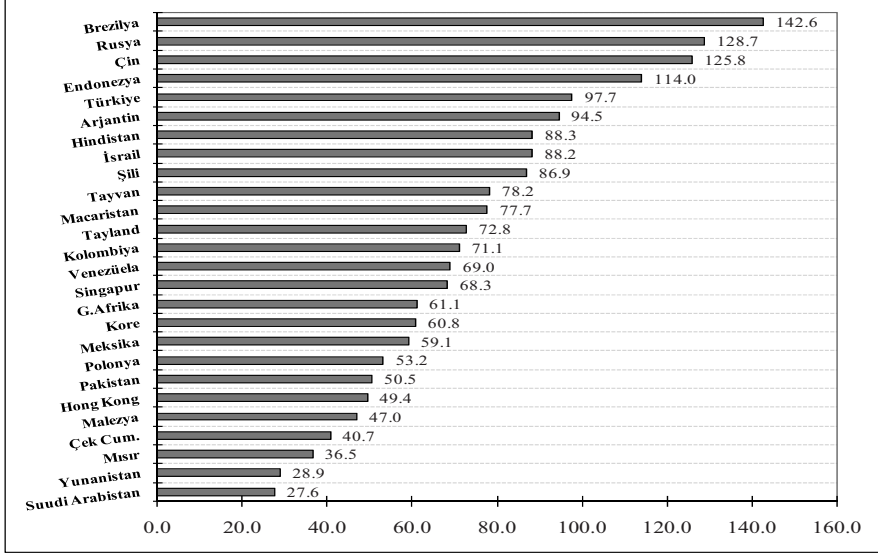
Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Arjantin	-889,9	32,6	-1,4	21,1	27,7	11,1	18,0	13,6	3,4	N/A
Brezilya	11,5	8,8	13,5	10,0	10,6	10,7	12,7	16,6	5,3	8,3
Çek Cum.	-16,4	5,8	11,2	10,8	25,0	21,1	20,0	26,5	10,5	10,1
Çin	50,0	22,2	21,6	28,6	19,1	13,9	24,6	50,5	8,6	8,7
Endonezya	-5,4	-7,7	22,0	39,5	13,3	12,6	20,1	31,7	7,0	27,8
Filipinler	26,2	45,9	21,8	21,1	14,6	15,7	14,4	17,7	8,2	12,6
G.Afrika	10,7	11,7	10,1	11,5	16,2	12,8	16,6	18,7	7,5	18,2
Hindistan	16,8	12,8	15,0	20,9	18,1	19,4	20,1	31,6	8,6	23,2
Kore	17,7	28,7	21,6	30,2	13,5	20,8	12,8	16,4	6,4	16,9
Macaristan	14,3	13,4	14,6	12,3	16,6	13,5	13,4	14,0	4,2	8,7
Malezya	91,5	50,6	21,3	30,1	22,4	15	21,7	20,1	4,2	22,6
Meksika	13,0	13,7	15,4	17,6	15,9	14,2	18,6	17,2	0,3	22,6
Pakistan	-117,4	7,5	10,0	9,5	9,9	13,1	10,8	15,3	3,0	N/A
Peru	11,6	21,3	12,8	13,7	10,7	12,0	15,7	20,9	7,7	28,6
Polonya	19,4	6,1	88,6	-353,0	39,9	11,7	13,9	15,6	6,4	42,2
Rusya	3,8	5,6	12,4	19,9	10,8	24,1	16,6	18,4	3,4	14,3
Şili	24,9	16,2	16,3	24,8	17,2	15,7	24,2	22,3	11,5	18,9
Tayland	-6,9	163,8	16,4	16,6	12,8	10,0	8,7	11,7	7,5	11,9
Tayvan	13,9	29,4	20,0	55,7	21,2	21,9	25,6	27,9	7,2	17,1
Türkiye	15,4	72,5	37,9	14,9	12,5	16,2	17,2	25,2	3,2	11,1
Ürdün	13,9	18,8	11,4	20,7	30,4	6,2	20,8	28,0	10,9	N/A

Kaynak: IFC Factbooks 2004-2007; Standard&Poor's & Bloomberg

Not: S&P / IFCI Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 31/12/2008-31/12/2009)



Kaynak: The Economist, July 3rd 2010.

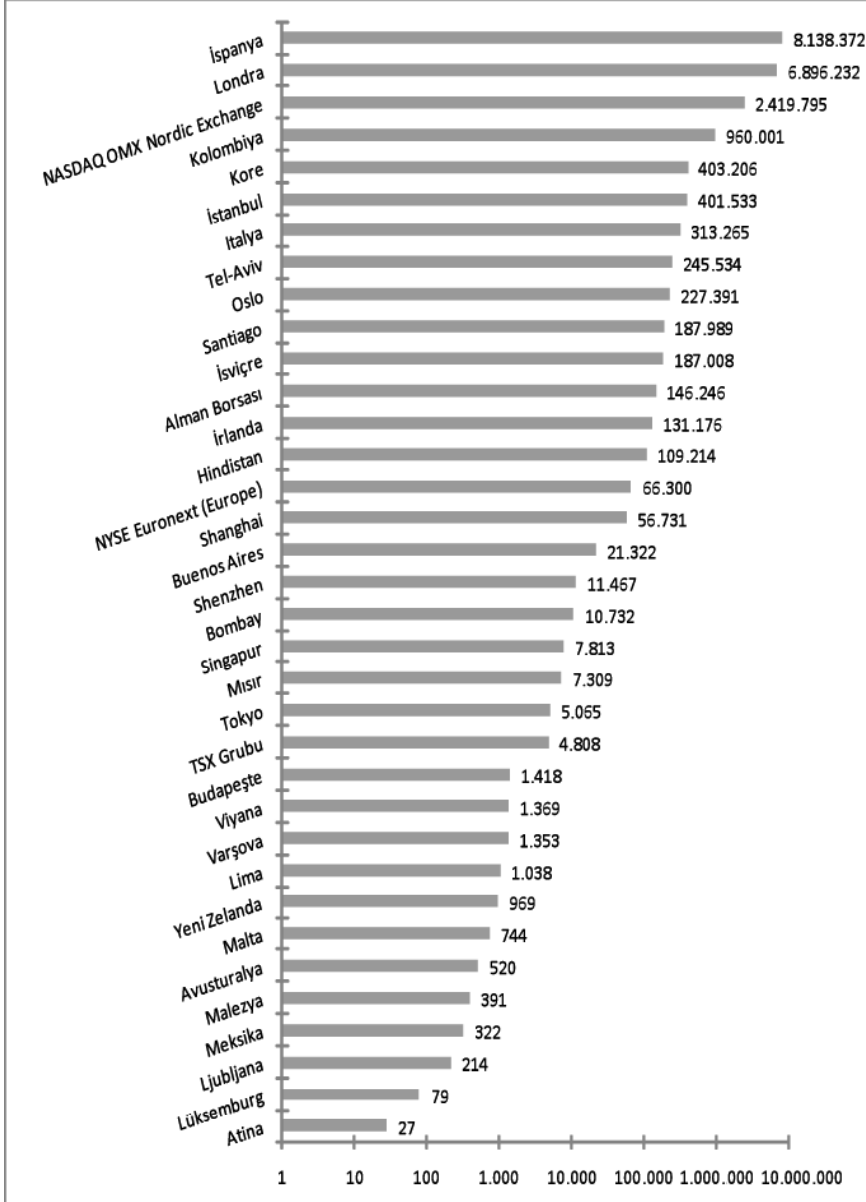
Gelişen Piyasalar Piyasa Değeri / Defter Değeri

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Arjantin	0,9	0,6	0,8	2,0	2,2	2,5	4,1	3,2	0,8	N/A
Brezilya	1,4	1,2	1,3	1,8	1,9	2,2	2,7	3,3	1,0	1,5
Çek Cum.	1,0	0,8	0,8	1,0	1,6	2,4	2,4	3,1	2,0	2,2
Çin	3,6	2,3	1,9	2,6	2,0	1,8	3,1	6,3	1,9	0,7
Endonezya	1,7	1,7	1,0	1,6	2,8	2,5	3,4	5,6	1,6	3,7
Filipinler	1,0	0,9	0,8	1,1	1,4	1,7	1,9	2,8	1,3	2,1
G.Afrika	2,1	2,1	1,9	2,1	2,5	3,0	3,8	4,4	1,6	2,4
Hindistan	2,6	1,9	2,0	3,5	3,3	5,2	4,9	7,9	1,7	3,5
Kore	0,8	1,2	1,1	1,6	1,3	2,0	1,7	2,2	0,8	1,3
Macaristan	2,4	1,8	1,8	2,0	2,8	3,1	3,1	3,2	0,9	1,5
Malezya	1,5	1,2	1,3	1,7	1,9	1,7	2,1	2,5	0,7	2,1
Meksika	1,7	1,7	1,5	2,0	2,5	2,9	3,8	3,6	1,0	2,8
Pakistan	1,4	0,9	1,9	2,3	2,6	3,5	3,2	4,7	0,8	N/A
Peru	1,1	1,4	1,2	1,8	1,6	2,2	3,5	6,0	2,7	5,4
Polonya	2,2	1,4	1,3	1,8	2,0	2,5	2,5	2,8	1,1	1,8
Rusya	0,6	1,1	0,9	1,2	1,2	2,2	2,5	2,8	0,1	1,0
Şili	1,4	1,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,4	2,5	1,4	2,4
Tayland	1,3	1,3	1,5	2,8	2,0	2,1	1,9	2,5	1,0	2,0
Tayvan	1,7	2,1	1,6	2,2	1,9	1,9	2,4	2,6	1,0	2,2
Türkiye	3,1	3,8	2,8	2,6	1,7	2,1	2,0	2,8	0,7	2,1
Ürdün	1,2	1,5	1,3	2,1	3,0	2,2	3,3	4,4	1,3	N/A

Kaynak: IFC Factbooks 2004-2007; Standard&Poor's & Bloomberg

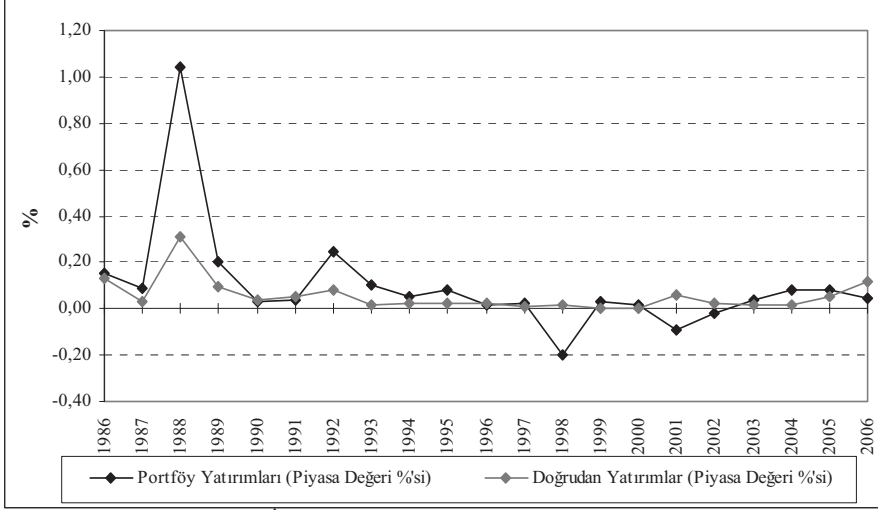
Not : S&P / IFCI Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, Ocak 2009-Aralık 2009)



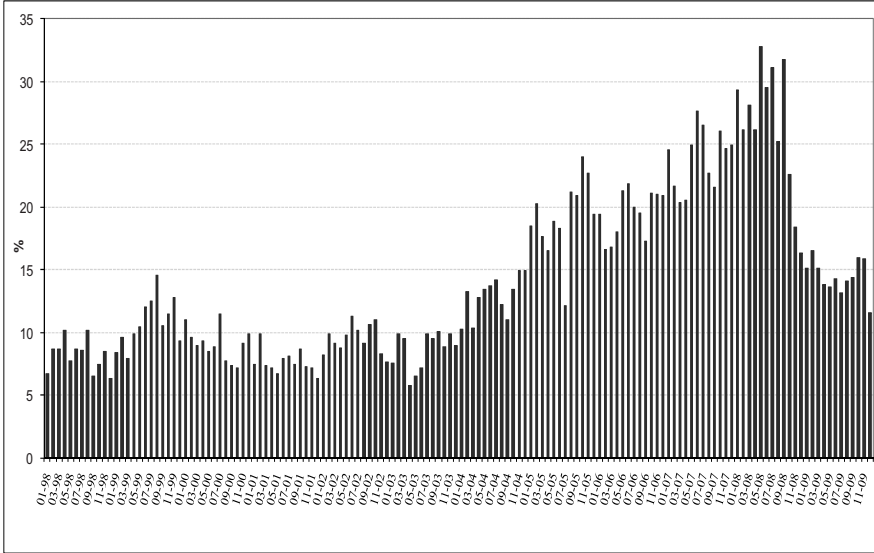
Kaynak: www.world-exchanges.org

Türkiye'de Yabancı Yatırımların Hisse Senetleri Piyasa Değerine Oranı (1986-2006)



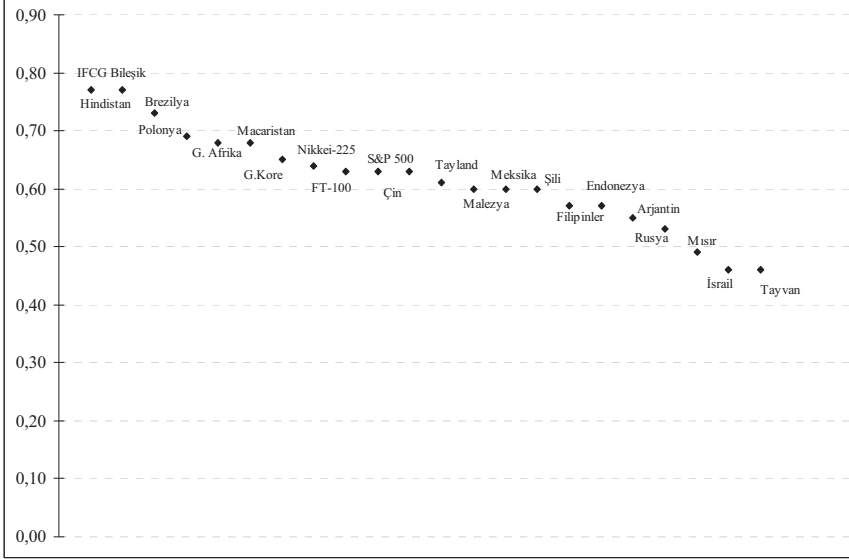
Kaynak: TCMB Veri Bankası; İMKB Verileri.

İMKB'de Yabancıların İşlem Payı



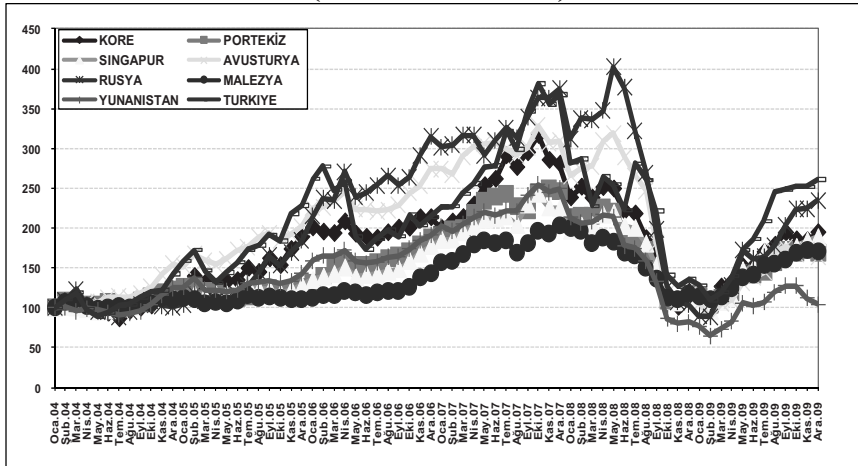
Kaynak: İMKB Verileri.

İMKB ile Bazı Piyasaların Fiyat Korelasyonları (Eylül 2003-Eylül 2008)



Kaynak: Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Review, September 2008. Açıklama: İlişki katsayısı -1 ile +1 arasında değişir; ilişki katsayısı (korelasyon) 0 ise fiyatlar arasında ele alınan dönem itibarıyla ilişki olmadığını belirtir.

Bazı Hisse Senedi Piyasa Endekslerinin Karşılaştırılması (31 Ocak 2004 =100)



Kaynak: Bloomberg

İMKB Piyasa İstatistikleri

HİSSE SENETLERİ PİYASASI												
Şirket Sayısı	İşlem Hacmi					Piyasa Değeri			Temettü Verimi	Fiyat Kazanç Oranı		
	Toplam		Günlük Ortalama			Milyon TL	Milyon ABD\$	(%)		TL(1)	TL(2)	ABDS
Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon ABD\$								
1986	80	0,01	13	---	---	0,71	938	9,15	5,07	---	---	
1987	82	0,10	118	---	---	3	3.125	2,82	15,86	---	---	
1988	79	0,15	115	---	---	2	1.128	10,48	4,97	---	---	
1989	76	2	773	0,01	3	16	6.756	3,44	15,74	---	---	
1990	110	15	5.854	0,06	24	55	18.737	2,62	23,97	---	---	
1991	134	35	8.502	0,14	34	79	15.564	3,95	15,88	---	---	
1992	145	56	8.567	0,22	34	85	9.922	6,43	11,39	---	---	
1993	160	255	21.770	1	88	546	37.824	1,65	25,75	20,72	14,86	
1994	176	651	23.203	3	92	836	21.785	2,78	24,83	16,7	10,97	
1995	205	2.374	52.357	9	209	1.265	20.782	3,56	9,23	7,67	5,48	
1996	228	3.031	37.737	12	153	3.275	30.797	2,87	12,15	10,86	7,72	
1997	258	9.049	58.104	36	231	12.654	61.879	1,56	24,39	19,45	13,28	
1998	277	18.030	70.396	73	284	10.612	33.975	3,37	8,84	8,11	6,36	
1999	285	36.877	84.034	156	356	61.137	114.271	0,72	37,52	34,08	24,95	
2000	315	111.165	181.934	452	740	46.692	69.507	1,29	16,82	16,11	14,05	
2001	310	93.119	80.400	375	324	68.603	47.689	0,95	108,33	824,42	411,64	
2002	288	106.302	70.756	422	281	56.370	34.402	1,20	195,92	26,98	23,78	
2003	285	146.645	100.165	596	407	96.073	69.003	0,94	14,54	12,29	13,19	
2004	297	208.423	147.755	837	593	132.556	98.073	1,37	14,18	13,27	13,96	
2005	304	269.931	201.763	1.063	794	218.318	162.814	1,71	17,19	19,38	19,33	
2006	316	325.131	229.642	1.301	919	230.038	163.775	2,10	22,02	14,86	15,32	
2007	319	387.777	300.842	1.539	1.194	335.948	289.986	1,90	12,16	11,97	13,48	
2008	317	332.605	261.274	1.325	1.041	182.025	119.698	4,93	5,55	5,76	4,63	
2009	325	482.534	316.326	1.915	1.255	350.761	235.996	2,37	17,89	16,83	17,34	
2009/Ç1	315	69.916	42.501	1.110	675	183.809	110.263	3,58	7,28	7,47	5,50	
2009/Ç2	316	134.449	86.286	2.169	1.392	252.974	166.037	2,17	11,51	12,38	10,26	
2009/Ç3	314	136.292	91.552	2.130	1.431	321.119	217.560	2,48	16,41	16,41	15,77	
2009/Ç4	325	141.877	95.988	2.252	1.524	350.761	235.996	2,37	17,89	16,83	17,34	

Ç: 3 aylık dönem

NOT: Fiyat Kazanç Oranları, 1986-1992 yılları arasında şirketlerin bir önceki yılın net dönem karları üzerinden hesaplanmıştır. 1993 yılı ve sonrası için;

TL(1) = Toplam Piyasa Değeri / Son iki 6'şar Aylık Dönemin Karlar-Zararlar Toplamı

TL(2) = Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönemin Karlar-Zararlar Toplamı

ABD \$ = \$ Bazında Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönem \$ Olarak Karlar-Zararlar Toplamı 'nı ifade etmektedir.

- İMKB Yönetim Kurulu'na hisse senetleri Borsa kotundan çıkarılarak Kot Dışı Pazar kaydına alınan ve geçici olarak işlem görmekten men edilen şirketler hesaplamalara dahil edilmemiştir.
- Borsa Yatırım Fonu verileri sadece İşlem Hacmi hesaplamalarına dahil edilmiştir.

İMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

TL Bazlı

	İMKB ULUSAL 100 (Ocak 1986=1)	İMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007 =48.082.17)	İMKB ULUSAL SINAI (31.12.1990=33)	İMKB ULUSAL HİZMETLER (27.12.1996 =1046)	İMKB ULUSAL MALI (31.12.1990=33)	İMKB ULUSAL TEKNOLOJİ (30.06.2000 =14.466,12)	İMKB MENKUL KIYMET Y.O. (27.12.1996=976)	İMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996=976)	İMKB YENİ EKONOMİ (02.09.2004 =20525,92)
1986	1,71	---	---	---	---	---	---	---	
1987	6,73	---	---	---	---	---	---	---	
1988	3,74	---	---	---	---	---	---	---	
1989	22,18	---	---	---	---	---	---	---	
1990	32,56	---	---	---	---	---	---	---	
1991	43,69	---	49,63	---	33,55	---	---	---	
1992	40,04	---	49,15	---	24,34	---	---	---	
1993	206,83	---	222,88	---	191,90	---	---	---	
1994	272,57	---	304,74	---	229,64	---	---	---	
1995	400,25	---	462,47	---	300,04	---	---	---	
1996	975,89	---	1.045,91	---	914,47	---	---	---	
1997	3.451,-	---	2.660,-	3.593,-	4.522,-	---	2.934,-	2.761,-	
1998	2.597,91	---	1.943,67	3.697,10	3.269,58	---	1.579,24	5.390,43	
1999	15.208,78	---	9.945,75	13.194,40	21.180,77	---	6.812,65	13.450,36	
2000	9.437,21	---	6.954,99	7.224,01	12.837,92	10.586,58	6.219,00	15.718,65	
2001	13.782,76	---	11.413,44	9.261,82	18.234,65	9.236,16	7.943,60	20.664,11	
2002	10.369,92	---	9.888,71	6.897,30	12.902,34	7.260,84	5.452,10	28.305,78	
2003	18.625,02	---	16.299,23	9.923,02	25.594,77	8.368,72	10.897,76	32.521,26	
2004	24.971,68	---	20.885,47	13.914,12	35.487,77	7.539,16	17.114,91	23.415,86	
2005	39.777,70	---	31.140,59	18.085,71	62.800,64	13.669,97	23.037,86	28.474,96	
2006	39.117,46	---	30.896,67	22.211,77	60.168,41	10.341,85	16.910,76	23.969,99	
2007	55.538,13	55.406,17	40.567,17	34.204,74	83.822,29	10.490,51	16.428,59	27.283,78	
2008	26.864,07	21.974,49	19.781,26	22.169,30	38.054,32	4.858,62	8.655,55	8.645,09	
2009	52.825,02	42.669,96	37.899,01	36.134,16	79.763,23	14.335,01	18.215,26	25.764,15	
2009/C1	25.764,83	20.760,86	20.297,09	22.484,07	35.651,63	4.658,53	10.022,26	11.168,24	
2009/C2	36.949,20	28.985,35	27.972,17	27.652,64	54.609,09	7.054,04	12.025,90	17.503,77	
2009/C3	47.910,30	38.351,95	35.237,95	33.384,35	72.435,65	10.455,54	16.682,72	19.130,51	
2009/C4	52.825,02	42.669,96	37.899,01	36.134,16	79.763,23	14.335,01	18.215,26	25.764,15	

ABD \$ Bazlı

Euro Bazlı

	İMKB ULUSAL 100 (Ocak 1986=100)	İMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007 =2.114,37)	İMKB ULUSAL SINAI (31.12.90=643)	İMKB ULUSAL HİZMETLER (27.12.96=572)	İMKB ULUSAL MALI (31.12.90=643)	İMKB ULUSAL TEKNOLOJİ (30.06.2000 =1.360,92)	İMKB MENKUL KIYMET Y.O. (27.12.1996 =534)	İMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996 =534)	İMKB YENİ EKONOMİ (02.09.2004 =796,46)	İMKB ULUSAL 100 (31.12.98 =484)
1986	131,53	---	---	---	---	---	---	---	---	---
1987	384,57	---	---	---	---	---	---	---	---	---
1988	119,82	---	---	---	---	---	---	---	---	---
1989	560,57	---	---	---	---	---	---	---	---	---
1990	642,63	---	---	---	---	---	---	---	---	---
1991	501,50	---	569,63	---	385,14	---	---	---	---	---
1992	272,61	---	334,59	---	165,68	---	---	---	---	---
1993	833,28	---	897,96	---	773,13	---	---	---	---	---
1994	413,27	---	462,03	---	348,18	---	---	---	---	---
1995	382,62	---	442,11	---	286,83	---	---	---	---	---
1996	534,01	---	572,33	---	500,40	---	---	---	---	---
1997	981,99	---	756,91	1.022,-	1.287,-	---	835,-	786,-	---	---
1998	484,01	---	362,12	688,79	609,14	---	294,22	1.004,27	---	---
1999	1.654,17	---	1.081,74	1.435,08	2.303,71	---	740,97	1.462,92	---	1.912,46
2000	817,49	---	602,47	625,78	1.112,08	917,06	538,72	1.361,62	---	1.045,57
2001	557,52	---	461,68	374,65	737,61	373,61	321,33	835,88	---	741,24
2002	368,26	---	351,17	244,94	458,20	257,85	193,62	1.005,21	---	411,72
2003	778,43	---	681,22	414,73	1.069,73	349,77	455,47	1.359,22	---	723,25
2004	1.075,12	---	899,19	599,05	1.527,87	324,59	736,86	1.008,13	1.689,45	924,87
2005	1.726,23	---	1.351,41	784,87	2.725,36	593,24	999,77	1.235,73	1.294,14	1.710,04
2006	1.620,59	---	1.280,01	920,21	2.492,71	428,45	700,59	993,05	844,98	1.441,89
2007	2.789,66	2.783,03	2.037,67	1.718,09	4.210,36	526,93	825,20	1.370,45	1.651,52	2.221,77
2008	1.027,98	840,87	756,95	848,33	1.456,18	185,92	331,21	330,81	569,76	859,46
2009	2.068,18	1.670,60	1.483,81	1.414,71	3.122,86	561,24	713,16	1.008,71	1.009,94	1.682,53
2009/C1	899,39	724,71	708,52	784,87	1.244,51	162,62	349,85	389,86	575,26	793,40
2009/C2	1.411,20	1.107,04	1.068,34	1.056,14	2.085,69	269,42	459,31	668,52	978,74	1.171,62
2009/C3	1.888,85	1.512,02	1.389,25	1.316,17	2.855,76	412,21	657,71	754,22	1.006,32	1.512,99
2009/C4	2.068,18	1.670,60	1.483,81	1.414,71	3.122,86	561,24	713,16	1.008,71	1.009,94	1.682,53

Ç: 3 aylık dönem

TAHVİL VE BONO PİYASASI				
İşlem Hacmi				
Kesin Alım-Satım Pazarı				
	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$
1991	1	312	0,01	2
1992	18	2.406	0,07	10
1993	123	10.728	0,50	44
1994	270	8.832	1	35
1995	740	16.509	3	66
1996	2.711	32.737	11	130
1997	5.504	35.472	22	141
1998	17.996	68.399	72	274
1999	35.430	83.842	143	338
2000	166.336	262.941	663	1.048
2001	39.777	37.297	158	149
2002	102.095	67.256	404	266
2003	213.098	144.422	852	578
2004	372.670	262.596	1.479	1.042
2005	480.723	359.371	1.893	1.415
2006	381.772	270.183	1.521	1.076
2007	363.949	278.873	1.444	1.107
2008	300.995	239.367	1.199	954
2009	417.052	269.977	1.655	1.071
2009/Ç1	110.905	67.259	1.760	1.068
2009/Ç2	105.034	67.327	1.694	1.086
2009/Ç3	111.361	74.611	1.740	1.166
2009/Ç4	89.751	60.780	1.425	965

REPO-TERS REPO PAZARI				
Repo-Ters Repo İşlem Hacmi				
	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$
1993	59	4.794	0,28	22
1994	757	23.704	3	94
1995	5.782	123.254	23	489
1996	18.340	221.405	73	879
1997	58.192	374.384	231	1.486
1998	97.278	372.201	389	1.489
1999	250.724	589.267	1.011	2.376
2000	554.121	886.732	2.208	3.533
2001	696.339	627.244	2.774	2.499
2002	736.426	480.725	2.911	1.900
2003	1.040.533	701.545	4.162	2.806
2004	1.551.410	1.090.476	6.156	4.327
2005	1.859.714	1.387.221	7.322	5.461
2006	2.538.802	1.770.337	10.115	7.053
2007	2.571.169	1.993.283	10.203	7.910
2008	2.935.317	2.274.077	11.694	9.060
2009	2.982.531	1.929.031	11.835	7.655
2009/Ç1	758.127	457.606	12.034	7.264
2009/Ç2	782.818	500.980	12.626	8.080
2009/Ç3	700.274	469.584	10.942	7.337
2009/Ç4	741.313	500.860	11.767	7.950

Ç: 3 aylık dönem

DİBS Fiyat Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

TL Bazlı						
	3 AY (91 Gün)	6 AY (182 Gün)	9 AY (273 Gün)	12 AY (365 Gün)	15 AY (456 Gün)	GENEL
2001	102,87	101,49	97,37	91,61	85,16	101,49
2002	105,69	106,91	104,87	100,57	95,00	104,62
2003	110,42	118,04	123,22	126,33	127,63	121,77
2004	112,03	121,24	127,86	132,22	134,48	122,70
2005	113,14	123,96	132,67	139,50	144,47	129,14
2006	111,97	121,14	127,77	132,16	134,48	121,17
2007	112,67	122,83	130,72	136,58	140,49	128,23
2008	112,56	122,69	130,63	136,65	140,81	128,03
2009	114,96	127,78	138,50	147,29	154,03	131,08
2009/Ç1	113,82	125,10	133,95	140,58	145,01	129,68
2009/Ç2	114,34	126,29	135,94	143,46	148,82	134,57
2009/Ç3	114,92	127,75	138,54	147,47	154,41	132,29
2009/Ç4	114,96	127,78	138,50	147,29	154,03	131,08

DİBS Performans Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

TL Bazlı					
	3 AY (91 Gün)	6 AY (182 Gün)	9 AY (273 Gün)	12 AY (365 Gün)	15 AY (456 Gün)
2001	195,18	179,24	190,48	159,05	150,00
2002	314,24	305,57	347,66	276,59	255,90
2003	450,50	457,60	558,19	438,13	464,98
2004	555,45	574,60	712,26	552,85	610,42
2005	644,37	670,54	839,82	665,76	735,10
2006	751,03	771,08	956,21	760,07	829,61
2007	887,85	916,30	1.146,36	917,23	1.008,52
2008	1.047,38	1.083,04	1.369,76	1.070,37	1.241,27
2009	1.165,91	1.227,87	1.558,64	1.247,88	1.421,58
2009/Ç1	1.088,26	1.137,62	1.423,23	1.139,46	1.314,37
2009/Ç2	1.118,66	1.169,40	1.484,42	1.188,46	1.360,84
2009/Ç3	1.145,00	1.205,86	1.530,70	1.225,51	1.392,89
2009/Ç4	1.165,91	1.227,87	1.558,64	1.247,88	1.421,58

DİBS Portföy Performans Endeksleri (31 Aralık 2003 = 100)

TL Bazlı							
	Eşit Ağırlıklı Endeksler			Piyasa Değeri Ağırlıklı Endeksler			REPO
	EA 180-	EA 180+	EA GENEL	PDA 180-	PDA 180+	PDA GENEL	
2004	125,81	130,40	128,11	125,91	130,25	128,09	118,86
2005	147,29	160,29	153,55	147,51	160,36	154,25	133,63
2006	171,02	180,05	175,39	170,84	179,00	174,82	152,90
2007	203,09	221,63	211,76	202,27	221,13	212,42	177,00
2008	240,13	264,15	251,95	239,21	263,57	252,36	203,07
2009	270,34	318,15	293,06	268,84	317,82	295,43	219,59
2009/Ç1	250,64	281,08	265,58	249,37	280,55	266,43	208,40
2009/Ç2	258,41	295,66	276,29	257,07	295,11	277,75	212,66
2009/Ç3	265,36	312,31	287,96	263,89	311,81	290,10	216,35
2009/Ç4	270,34	318,15	293,06	268,84	317,82	295,43	219,59

Ç: 3 aylık dönem

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi

İ.M.K.B. YAYINLARI		
I- SÜRELİ YAYINLAR	ISSN/ISBN	
İMKB Dergisi ISE Review	ISSN 1301-1650 ISSN 1301-1642	
ISE Finance Award Series Volume 4	ISBN 975-6450-12-6	2005
II- ARAŞTIRMA YAYINLARI		
Hisseleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Büyük Ortak ve Yöneticilerinin Hisse Alım Satım Açıklamalarının Hisse Fiyatına Etkisi – <i>Selma Kurtay</i>	978-975-6450-24-6	2009
Enflasyon Hedeflemesinde Mali Piyasaların Rolü: Hisse Senedi Getirileri ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi – <i>Dr. Cahit Sönmez</i>	978-975-6450-17-8	2007
Fixed Income Decision Analysis With Excel/VBA Models (Cdeki ile) <i>Prof. Dr. A. Gültekin Karaşın</i>	978-975-6450-20-8	2007
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Performans Değerlemesi ve Türkiye Uygulaması – <i>Dr. Feyzullah Yetgin</i>	975-6450-14-2	2006
Konjonktürel Dalgalanmalar ve Sermaye Piyasası-İMKB Örneği <i>Dr. Eralp Polat</i>	975-6450-10-X	2005
Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB'ye Yönelik Bir Araştırma – <i>M. Volkan Öztürkatalay</i>	975-6450-11-8	2005
Role of Financial Market Imperfections in Firm Level Investment: Panel Data Evidence from Turkish Corporations – <i>Bahşayış Temir-Fıratoglu</i>	975-6450-08-8	2004
Türk Hukukunda Depo Sertifikaları – <i>Dr. Korkut Özkorkut</i>	975-6450-06-1	2003
Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye - <i>Doç. Dr. Ali Alp</i>	ISBN 975-6450-03-7	2002
Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi - <i>Saim Kılıç</i>	ISBN 975-6450-00-2	2002
Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu - <i>Dr. Murat Yusuf Akın</i>	ISBN 975-8027-99-9	2002
Doğal Afetlerin Politik Ekonomisi - <i>Doç. Dr. Enver Alper Güvel</i>	ISBN 975-8027-91-3	2001
An Analysis of Factor Influencing Accounting Disclosure in Turkey - <i>Dr. Turgut Çürük</i>	ISBN 975-8027-89-1	2001
Sigortacılıkta Fon Yöntemi - <i>Prof. Dr. Niyazi Berk</i>	ISBN 975-8027-86-7	2001
Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları - <i>Dr. Mehmet Günal</i>	ISBN 975-8027-85-9	2001
Finansal Varlık Değerlendirme Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi - <i>Dr. Nevin Yörük</i>	ISBN 975-8027-77-8	2000
Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması- <i>İbrahim Engin Üstünel</i>	ISBN 975-8027-76-X	2000
Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma - <i>Dr. Recep Bildik</i>	ISBN 975-8027-73-5	2000
Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi - <i>Dr. Ali Alp, M. Ufuk Yılmaz</i>	ISBN 975-8027-72-7	2000
Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri- <i>Araştırma Müdürlüğü</i>	ISBN 975-8027-44-1	1998
Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar - <i>Dr. Oral Erdoğan, Levent Özer</i>	ISBN 975-8027-51-4	1998

İ.M.K.B. YAYINLARI		
Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler - Prof. Dr. Coşkun Can Aktan, Yrd. Doç. Dr. Utku Utukulu, Dr. Selahattin Togay	ISBN 975-8027-47-6	1998
İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi - Prof. Dr. Hürşit Güneş, Yrd. Doç. Dr. Burak Saltođlu	ISBN 975-8027-32-8	1998
Özel Emeklilik Fonları: Şili Örneđinden Alınacak Dersler - Çađatay Ergenekon	ISBN 975-8027-43-3	1998
Hisse Senedi Opsiyonları ve İMKB'de Uygulanabilirliđi - Dr. Mustafa Kemal Yılmaz	ISBN 975-8027-45-X	1998
KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü - R.. Ali Küçükçolak	ISBN 975-8027-39-5	1998
Hukuki Açıldan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar) - Vural Günal	ISBN 975-8024-34-4	1997
Stratejik Ortaklıklar: Türk Şirketleri için Büyüme ve Global Pazara Açılma Teknikleri - Ömer Esener	ISBN 975-8027-28-X	1997
Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası - Doç. Dr. Sadi Uzunogđlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlesel	ISBN 975-8027-24-7	1997
Insider Trading and Market Manipulation - Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-18-2	1996
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Piyasa Manipülasyonları - Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-17-4	1996
Avrupa Birliği ve Türkiye - Prof. Dr. Rıdvan Karlık	ISBN 975-8027-04-2	1996
Repo ve Ters Repo İşlemleri - Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama - Yrd. Doç. Dr. Nuran Cömert Doyrangöl	ISBN 975-8027-12-3	1996
Fortunes Made Fortunes Lost - Abdurrahman Yıldırım	ISBN 975-7143-10-3	1996
Personel Yönetimi - Şebnem Ergül	ISBN 975-8027-07-7	1996
Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar	ISBN 975-8027-04-X	1996
Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası - Dr. Meral Varış Tezcanlı, Dr. Oral Erdoğan	ISBN 975-8027-05-0	1996
Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri - Doç. Dr. Targan Ünal		1995
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye - Doç. Sadi Uzunogđlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlesel		1995
Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İMKB'da Bazı Değerlendirme ve Gözlemler - Dr. Berna Ç. Kocaman		1995
Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler - Kudret Vurgun		1994
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye İMKB Araştırma Müdürlüğü		1994
Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve fiyatlama Modeli - Oral Erdoğan		1994
Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi - Sibel Kumbasar Bayraktar		1994

İ.M.K.B. YAYINLARI		
TÜREV PİYASA ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler - <i>Mustafa Kemal Yılmaz</i>		1996
Vadeli İşlem Piyasaları - Teorik ve Pratik - <i>Prof. Dr. Ümit Erol</i>	ISBN 975-8027-58-1	1999
Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması - <i>İMKB Vadeli İşlem Piyasası Müdürlüğü</i>	ISBN 975-8027-62-X	1999
Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlemler - <i>İMKB Vadeli İşlemler Müdürlüğü</i>	ISBN 975-8027-61-1	1999
SEKTÖR ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Otomotiv Sektörü		1995
Tekstil Sektörü (Pamuklu)		1995
Gıda Sektörü		1995
Cam Sektörü		1995
Sigorta Sektörü		1995
Turizm Sektörü		1995
Kağıt Sektörü	ISBN 975-8027-09-3	1996
Tekstil Sektörü (Sunî-Sentetik, Yünlü hazır Giyim Deri ve Deri Mamülleri)	ISBN 975-8027-10-7	1996
Gıda Sektörü (Bitkisel Yağ, et ve Et Ürünleri, Meyve Sebze İşleme Süt ve Süt Ürünleri, Şeker ve Şekerli Mam. Un ve Unlu Mam. Yem)	ISBN 975-8027-19-0	1997
KÜLTÜR YAYINLARI		
Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi (Türkçe-İngilizce) (2 Cilt)	ISBN 975-7104-24-8	1999
Tarih Boyunca İstanbul Borsası (Türkçe-İngilizce)	ISBN 975-8027-00-X	1995
Osmanlı'da Çini ve Seramiğin Öyküsü (Türkçe-İngilizce)	ISBN 975-7104-11-6	1997
Turkey Timeless Cultures (İngilizce-Fransızca-Almanca)		
TANITIM YAYINLARI		
Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası	ISBN 975-8027-31-X	2009
Hisse Senedi Alım-Satım Kılavuzu	ISBN 975-8027-35-2	2009
Borsa Terimleri Sözlüğü	ISBN 975-8027-66-2	2009
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	ISBN 975-8027-70-0	2003

Amaç ve Kapsam

İMKB Dergisi, 3 aylık periyodlar halinde yayınlanan süreli bir dergidir. Sermaye piyasası ve borsa konuları başta olmak üzere ekonomi, para, banka, kredi, ve diğer mali konularda bilimsel nitelikli çalışmalar ile İMKB ve global sermaye piyasalarına ilişkin gösterge, değerlendirmeler ve yeni kitapların tanıtımı Dergi içeriğini oluşturmaktadır.

Yayınlanacak Çalışmalara İlişkin Kurallar:

İMKB Dergisi'ne gönderilen makale veya incelemeler, Yazı İşleri Müdürü ve Genel Yayın Yönetmeni'nin incelemesinden sonra Yayın Kurulu'nun onayı ile yayınlanır. Dergi'de yayınlanması istenilen çalışmalar için belirlenen şartlar aşağıda verilmektedir:

1. Çalışmalar, Türkçe ve İngilizce olmak üzere iki dilde yazılmış olmalıdır.
2. Yayınlanması istenilen eserler 3 kopya halinde, A4 kağıda (21 x 29.7 cm) ve 1 satır aralığı ile yazılmış olarak: İMKB adresine elden veya posta ile teslim edilmelidir.
Araştırma Müdürlüğü
İMKB, Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad., Emirgan 34467, İstanbul
Postada kaybolan veya geciken disket ve yazılardan İMKB sorumlu tutulamaz.
3. Çalışmalar, daha önce hiç bir yerde yayınlanmamış orijinal eserler olmak durumundadır.
4. Eserin yayınlanmasına karar verilmesi durumunda, yazarın yayın hakkını İMKB Dergisi'ne devretmesi gerekmektedir.
5. Dergi Yayın Kurulu, gerekli gördüğü takdirde eserin sahibinden içerik ve şekil bakımından bazı değişiklikleri isteme hakkına sahiptir.
6. Yayınlanması uygun görülen çalışmalar, PC altında çalışabilen, Microsoft Word ve Excel yazılım programları ile hazırlanıp elektronik ortamda (3.5 inch disket) gönderilmelidir.
7. Eserlerin ilk sayfasında: çalışmanın başlığı, yazarın adı, soyadı, bağlı olduğu kurum ve adresi ve bir özet yer almalıdır. Yine ilk sayfada; yazarın adresi, telefon ve faks numarası dipnot olarak verilmelidir. Ayrıca çalışma ile ilgili teşekkür ve diğer ilgili notlar ilk sayfa altında dipnotta belirtilmelidir.
8. Yazı, içerik dikkate alınarak konu başlıklarına göre bölümlere ayrılmış olmalıdır. İlk bölüm Giriş, son bölüm Sonuç olarak belirtilmelidir. Diğerleri 2.1, 3.2 (2. Bölüm 1. Alt başlık) gibi numaralandırılmalıdır. Bölüm başlıklarını belirtmek için koyu harfler kullanılması gerekmektedir.
9. Metin içinde referanslar; tek yazarlı eserler için Smith (1971) veya (Smith, 1971); iki yazarlı eserler için Smith ve Mill (1965) veya (Smith ve Mill, 1965); üç ve daha çok eserler için Smith ve diğerleri (1974) veya (Smith ve diğerleri, 1974) olarak belirtilmelidir. Bir yazarın aynı yılda yazılmış değişik eserleri a,b,c gibi harflerle ayırılmamalıdır (Smith, 1974a gibi). Referanslar çalışmanın en sonunda alfabetik olarak verilmelidir.
10. Dipnotlar, numaralandırılarak ilgili sayfa altında verilmelidir. Dipnot yazılımlarına ilişkin örnekler aşağıda verilmektedir:
-Tek yazarlı kitaplar için:
¹Hormats, Robert D., Reforming the International Monetary System: From Roosevelt to Reagan, Foreign Policy Association, New York, 1987, ss. 21-25.
- İki yazarlı kitaplar için:
²Hoel, P.G., Port, S., C., Introduction to Probability Theory, Houghton Mifflin Company, Abd, 1971, s. 241.
-Üç ve daha çok yazarlı kitaplar için:
³Mendenhall, W., ve diğerleri, *Statistics for Management and Economics*, Sixth Edition, WPS-Kent Publishing Company, Boston, 1989, s. 54.
-Makaleler için:
⁹Harvey, Campbell R., "The World Price of Covariance Risk", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.1, March 1991, ss. 11-157.
-Bir kurum adına hazırlanmış eserler için:
Devlet Planlama Teşkilatı, Temel Ekonomik Göstergeler, Haziran 1994.
11. Tablo ve grafikler, bölüm başlıkları da dahil edilerek numaralandırılmalı ve açıklayıcı bir başlık taşımalıdır (Tablo 2.1: Enflasyon oranları gibi). Bilginin kaynağı ve açıklayıcı dipnotlar normal yazı karakterinden küçük bir punto ile tablo veya grafiğin altında yer almalıdır.
12. Denklemler numaralandırılarak ayrı bir satırda ortalınmış olarak yazılmalıdır. Denklem açılımları veya uzun matematik işlemleri ek olarak çalışmanın sonunda verilmelidir.

