



**İMKB** DERGİSİ  
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 12 Sayı: 46



*Yirmi Beşinci Yıl*  
*Twenty Fifth Year*

**Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın İçsel Belirleyicileri**  
**Ali Alp & Ünsal Ban & Kartal Demirgüneş & Saim Kılıç**

**Aracı Kurumlar Neden Yatırım Bankası Olamadı?:**  
**Aracı Kurumlar Sektörünün Yakın Geleceği İçin Bir Değerlendirme**  
**Yener Coşkun**

**Banka Hisse Senetlerinin Döviz Kuru Riskine Açıklığının İncelenmesi:**  
**İMKB Üzerine Bir Uygulama**  
**Serkan Yılmaz Kandır & Ahmet Erişmiş**

# 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

DİASAN Basım Form Matbaacılık  
Ömek Mah. Alkop Cad. Nurhas Plaza  
A.Blok No:1 Kat:1 Esenyurt - İstanbul  
www.diasan.com.tr Tel: 0 212 858 21 41  
Basım Tarihi : Kasım 2010



## Yayın Kurulu

Mustafa BALTACI  
Dr. Esin AKBULUT  
Dr. Aydın SEYMAN  
Adalet POLAT  
Hikmet TURLİN  
Kudret VURGUN  
Dr. Murad KAYACAN  
Selma URAS ODABAŞI  
Tayfun DEMİRÇARK  
Dr. 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 USTAOĞLU  
Ali MÜRÜTOĞLU  
Dr. M. Kemal YILMAZ  
Gürsel KONA  
Dr. Recep BİLDİK  
Alişan YILMAZ  
Sedat UĞUR  
Deniz İLKILIÇ

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

**Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.**

Bu yayını 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](mailto:saadet.oztuna@imkb.gov.tr)

## **İMKB Dergisi Hakem Heyeti**

### **Akademisyen**

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. Hürşit 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 TİNİÇ, 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 AYTAC, Ankara Üniversitesi

### **Profesyonel**

Adnan CEZİRLİ  
Dr. Ahmet ERELÇİN  
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN  
Dr. Atilla KÖKSAL  
Bedii ENSARI  
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. Meral 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 tammetin 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: 46 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**

Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın İçsel Belirleyicileri .....	1
<i>Ali Alp &amp; Ünsal Ban &amp; Kartal Demirgüneş &amp; Saim Kılıç</i>	
Aracı Kurumlar Neden Yatırım Bankası Olamadı?: Aracı Kurumlar Sektörünün Yakın Geleceği İçin Bir Değerlendirme .....	15
<i>Yener Coşkun</i>	
Banka Hisse Senetlerinin Döviz Kuru Riskine Açıklığının İncelenmesi: İMKB Üzerine Bir Uygulama .....	49
<i>Serkan Yılmaz, Kandır &amp; Ahmet Erişmiş</i>	
<b>Global Sermaye Piyasaları .....</b>	<b>69</b>
<b>İMKB Piyasa İstatistikleri .....</b>	<b>79</b>
<b>İMKB Yayın Listesi .....</b>	<b>83</b>

---

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.





## TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDE KARLILIĞIN İÇSEL BELİRLEYİCİLERİ

Ali ALP\*  
Ünsal BAN\*\*  
Kartal DEMİRGÜNEŞ\*\*\*  
Saim KILIÇ\*\*\*\*

### Özet

Bu çalışmada, 2002-2009 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye’de faaliyet gösteren bankalarda kârlılığın içsel belirleyicilerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Söz konusu belirleyicilerin tespit edilmesi, özellikle faaliyetlerini kriz ortamında bile sağlıklı ve başarılı bir biçimde sürdürmeyi başarabilen Türk bankalarının yöneticileri ile mevcut ve potansiyel ulusal ve uluslararası yatırımcılar açısından oldukça önemli bir konudur. Çalışmanın bulguları bankanın sermaye yeterliliğinin ve büyüklüğünün artmasının kârlılığı olumlu yönde; buna karşın, likiditesinin ve faaliyet giderlerinin artmasının ise kârlılığı olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir.

### Abstract

The aim of this study is to determine the internal determinants of profitability in banks operating in Turkey in the period of 2002-2009. The importance of the study derives from the fact that finding out the mentioned determinants is a necessity for both the managers of Turkish banks who successfully operates -even in times of financial crisis-, and existing (and potential) national and international investors. Findings of the study indicate that capital efficiency and size affect profitability positively, while liquidity and operating costs negatively.

### I. Giriş

Faiz krizi olarak da ifade edilen Kasım 2000 ile döviz krizi şeklinde kendini gösteren Şubat 2001 krizleri Türk bankacılık sektörünü oldukça olumsuz yönde etkilemiş ve bankaların bilançolarında büyük meblağlarda zararlar oluşmuştur. Söz konusu krizleri takiben, bir daha benzer sıkıntıların yaşanmaması, bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve sektördeki sorunların sona erdirilmesi amacıyla 2001 yılının mayıs ayında Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı uygulamaya konulmuştur.

---

\* Prof. Dr. Ali Alp, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Bölümü.

Tel: +90 312 292 41 17 E-posta: aalp@etu.edu.tr

\*\* Doç. Dr. Ünsal Ban, Gazi Üniversitesi, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, Muhasebe Eğitimi Bölümü.

Tel: +90 312 484 86 55 E-posta: unsal@gazi.edu.tr

\*\*\* Yrd. Doç. Dr. Kartal Demirgüneş, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Bölümü.

Tel: +90 372 257 40 10 E-posta: kdemirgunes@karaelmas.edu.tr

\*\*\*\* Dr. Saim Kılıç, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Teftiş ve Gözetim Kurulu Başkanı.

Tel: +90 212 298 22 07 E-posta: saim.kilic@imkb.gov.tr

Anahtar Kelimeler: Bankacılık sektörü, kârlılık, risk yönetimi.

JEL Sınıflandırması: G-21, G-12, G-32.

Programın unsurlarını; (1) özellikle kamu bankalarının sermaye yapılarının güçlendirilerek yeniden yapılandırılmaları, (2) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'na devredilen bankalara ilişkin problemlerin giderilmesi, (3) özellikle krizden etkilenen özel sermayeli mevduat bankalarının büyük ölçüde kendi kaynaklarıyla yeniden sermayelendirilmesi ve (4) gözetim ve denetim çerçevesinin güçlendirilerek, uluslararası standartlara uyum amacıyla sektörün birçok alanında düzenlemelerin yapılması olarak özetlemek mümkündür (Bumin, 2009).

Türkiye ekonomisinde -2002 yılından sonra yaşanan istikrarlı ve yüksek hızda büyümenin ardından- 2008 yılının başından itibaren ekonomik faaliyetlerde hızlı bir yavaşlama gözlemlenmiştir. Bu dönemde, ekonomide öne çıkan diğer önemli gelişmeleri ise enflasyonun ve faiz oranlarının dalgalı bir seyir izlemesi, gerek kamu gerekse özel sektör nedeniyle tasarruf açıklarının yüksek düzeylerde kalması, bütçe açığının artması, net sermaye girişinin azalması, yurtiçi kaynakların kısa vadelerde kalması, son çeyrekte TL'nin değer kaybetmesi, beklentilerin kötüleşmesi ve risklerin artması olarak sıralamak mümkündür (Bankalarımız, 2008). Bu yavaşlamanın ve ekonomik gelişmelerin temel nedenini 2007 yılının sonlarına doğru öncelikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'ndeki para ve sermaye piyasalarında başlayan istikrarsızlık ve küçülmenin, 2008 yılında dünya geneline yayılarak, sırasıyla, ABD ile yakın ekonomik ilişkileri olan ülkeleri, Avrupa Birliği (AB) ülkelerini, gelişmiş ve gelişmekte olan diğer ülkeleri etkileyerek küresel bir nitelik kazanması şeklinde kısaca ifade etmek mümkündür. Söz konusu ekonomik istikrarsızlık ve küçülme 2009 yılında da artarak devam etmiş olup, çok sayıda iktisatçı tarafından gerçek bir "küresel kriz" olarak da değerlendirilmiştir (Bankalarımız, 2009). Nitekim bu dönemde ticaret hacmi son 40 yılda yaşanan en şiddetli hızda küçülmüş, çok yüksek meblağlarda servet kayıpları yaşanmış ve birçok ülkede finansal sektör aracılık işlevini göremez ve finansal piyasalar çalışamaz hale gelmiştir.

Küresel kriz Türkiye'deki finansal sektörü de önemli ölçüde etkilemiştir. Ancak, özellikle bankaların bilançolarının sağlam olması ve risklerin dengeli dağıtılarak etkin risk yönetim politikalarının uygulanması sonucunda Türkiye'deki bankacılık sistemi 2009 yılını güven içinde geçirerek, kamu açısından bir sorun teşkil etmemiş, aksine ekonomik faaliyetlerinin finansmanını desteklemiştir. Bankacılık sektörü, 2009 yılında hem yurt içinde hem de yurt dışında anlatılan -tabiri caizse- "Türkiye'nin iyi hikâyesi" olmuştur. 2009 yılı sonu itibarıyla -bir önceki yılın sonuyla kıyaslandığında- finansal kurumların piyasa değerleri toplamı %113 artarak, 96 milyar \$ seviyesine çıkmıştır. Yine 2009 yılı itibarıyla, bankaların özsermaye getirisi 2,8 puan artarak %18,3 düzeyinde gerçekleşmiş, net dönem karı ise %52 oranında artarak 19,5 milyar TL'ye yükselmiştir (Bankalarımız, 2009: i-7).

Bu çalışmada, 2002-2009 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye'de faaliyet gösteren mevduat bankalarının kamusal ve özel sermayeli bankalarda kârlılığın içsel belirleyicilerinin<sup>1</sup> tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Söz konusu

<sup>1</sup> "İçsel belirleyici" kavramı *Literatür İncelemesi* bölümünde açıklanmaktadır.

belirleyicilerin tespit edilmesi, özellikle faaliyetlerini kriz ortamında bile sağlıklı ve başarılı bir biçimde sürdürmeyi başarabilen Türk bankalarının yöneticileri ile mevcut ve potansiyel ulusal ve uluslararası yatırımcılar açısından oldukça önemli bir konudur. Toplamda beş bölümden oluşan çalışmada, Giriş bölümünden sonra Literatür İncelemesi bölümü yer almaktadır. Üçüncü bölümde Yöntem başlığı altında çalışmada kullanılan veri setine, örnekleme ve araştırma modeline değinilmektedir. İstatistiksel analizler sonucunda elde edilen ampirik bulguların açıklandığı dördüncü bölümden sonra, beşinci ve son bölümde söz konusu bulgular ışığında elde edilen sonuçlar değerlendirilmektedir.

## II. Literatür İncelemesi

Banka kârlılığına ilişkin literatür incelendiğinde, bir kısım çalışmaların (Berger ve diğerleri, 1987; Berger, 1995; Neely ve Wheelock, 1997; Barajas ve diğerleri, 1999; Guru ve diğerleri, 2000; Atanasieff ve diğerleri, 2002; Mamatzakis ve Remoundos, 2003; Kosmidou ve diğerleri, 2005; Kosmidou, 2008) tek bir ülkenin bankacılık sektörüne odaklandıkları; diğer kısım çalışmaların (Haslem, 1968; Short, 1979; Bourke, 1989; Molyneux ve Thorton, 1992; Demirgüç-Kunt ve Huizingha, 1999; Demirgüç-Kunt ve Huizingha, 2000; Abreu ve Mendes, 2001; Bikker ve Hu, 2002; Bashir, 2003; Staikouras ve Wood, 2003; Goddard, 2004) ise çok sayıda ülkenin bankacılık sektörlerini ele alan çalışmalar oldukları görülmektedir. Bu çalışmaların ortak noktası, banka kârlılığını, genellikle aktif getirisi ve/veya özsermaye getirisi şeklindeki rasyolar çerçevesinde ele almalarıdır (Sufian ve Chong, 2008).

Banka kârlılığının belirleyicilerinin tespitine ilişkin çalışmaları, tek bir ülkenin ya da çok sayıda ülkenin bankacılık sektörü dikkate alınarak yapılan çalışmalar şeklinde sınıflandırmaktan çok, bu çalışmalarda irdelenen içsel ve dışsal belirleyicilere (faktörlere) göre kategorilere ayırmak daha uygun olacaktır. Bankaların bilançolarından ve/veya gelir tablolarından faydalanılarak hesaplanan içsel belirleyicileri, mikro ya da bankaya özgü kârlılık belirleyicileri olarak ele almak mümkündür. Buna karşın, banka kârlılığının dışsal belirleyicileri ise bankanın yönetim biçiminden etkilenmeyen, finansal kurumların faaliyetlerini ve performanslarını etkileyen ekonomik çevre ve yasal düzenlemeler ile doğrudan ilişkili unsurlardan oluşmaktadır (Athanasoglou ve diğerleri, 2008). Bu çalışmanın amacı -Giriş bölümünde de belirtildiği üzere- banka kârlılığını etkileyen içsel belirleyicilerin tespit edilmesi olduğundan, literatür incelemesinde yalnızca söz konusu belirleyicilerin konu alındığı çalışmalara değinilmektedir.

Bankanın yönetim kademelerinin kararlarından doğrudan etkilenen mikro ya da bankaya özgü belirleyiciler olan içsel belirleyiciler çoğunlukla bilanço ve gelir tablosundan elde edilen finansal bilgiler ışığında hesaplanmaktadır. Bir bankanın bilançosu, o bankanın mevcut kaynaklarının tahsisine ilişkin yönetim politikalarının ve kararlarının bir yansımasıdır. Bilanço kalemleri kullanılarak elde edilen rasyolar ilgili bankanın kazanma gücünün ve maliyetlerinin, diğer bir ifadeyle varlıklarının ve kaynaklarının doğrudan belirleyicileri olmaktadır. Gelir tablosundan elde edilen ve bankanın faaliyetlerinin başarı düzeyinin değerlendirilmesinde kullanılan rasyoları

ise gelir yaratılması ve aynı zamanda da maliyetlerin kontrol edilmesi noktasında -banka yönetiminin etkinliğini göstermelerinden dolayı-, faaliyet rasyoları olarak da adlandırmak mümkündür. Bu açıdan bakıldığında, bankacılık literatüründe üzerinde en fazla çalışılan içsel belirleyicilerin bankaların bilanço (Bkz. Bourke, 1989; Sinkey, 1992; Berger, 1995; Anghazo, 1997; Abreu ve Mendes, 2001; Bashir ve Hassan, 2003; Staikouras ve Wood, 2003) ve gelir tablosu (Bkz. Bourke, 1989; Molyneux ve Thorton, 1992; Guru ve diğerleri, 2000; Gischer ve Juttner, 2001; Ben Naceur, 2003; Jiang ve diğerleri, 2003) kalemleri ile ilişkili olduklarını söylemek mümkündür. Özetlemek gerekirse, bu belirleyicilerin büyüklük (banka büyüklüğü), risk yönetimi, likidite, yönetim etkinliği (gider yönetimi) ve sermaye yeterliliği (yapısı) vb. ile ilişkili değişkenler oldukları görülmektedir.

Bu değişkenlerden büyüklük değişkeni, bankaların faaliyet gösterilen piyasada ölçek ekonomisinden kaynaklanan avantajlarının bulunup bulunmadığının tespitinde kullanılmakta olup (Athanasoglou ve diğerleri, 2008), genellikle aktif, özsermaye ya da mevduat toplamı değişkenleri ile ifade edilmektedir. Konuya ilişkin ilk çalışmalardan birini yapan Short (1979)'a göre; büyüklük, bankanın sermaye kaynaklarına ulaşmasında önemli bir etkidir. Çünkü nispeten büyük bankalar daha düşük maliyetli finansman sağlayabilmekte ve bu nedenle da nispeten kârlı görünmektedirler. Smirlock (1985), Boyd ve Runkle (1993), Akhavein ve diğerleri (1997), Bikker ve Hu (2002) ile Molyneux ve Wilson (2004) tarafından yapılan çalışmalarda da büyüklük ile kârlılık arasında istatistiksel açıdan pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998)'in çalışmasında ise finansal, yasal ve bozulma gibi bunlardan farklı bir takım diğer faktörlerin bankaların kârlılığını etkileme düzeylerinin banka büyüklüğü ile yakından ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bu yöndeki bulguların tersine de rastlamak mümkündür. Örneğin, Berger ve diğerleri (1987)'nin çalışmasında bankanın büyüklüğünün artması sonucunda beklenen tasarruf miktarının çok düşük seviyelerde kalabileceği ve nihayetinde çok fazla büyüyen bankaların ölçek etkisizliği problemiyle karşı karşıya kalabilecekleri vurgulanmaktadır.

Risk yönetimi, bankacılık sektörünün oldukça önem arz eden konularından biridir. Varlık kalitesinin düşük olması ve optimal likidite seviyesinin korunamaması, bankaların faaliyetlerini başarılı bir biçimde sürdürememelerinin başlıca nedenlerindedir. Özellikle belirsizliğin arttığı dönemlerde, bankalar -riskliliği azaltmak amacıyla- portföylerini çeşitlendirme ve/veya likit varlıklarını artırma yoluna gitmektedirler. Bu açıdan bakıldığında, riskliliği, kredi riski ve likidite riski olmak üzere iki farklı biçimde ele almak mümkündür. Bankalarda likidite ve kârlılık arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalardan elde edilen ampirik bulgular farklılıklar göstermektedir. Örneğin; Molyneux ve Thorton (1992)'un çalışmasından elde edilen bulgular likidite seviyesinin artmasının kârlılığı olumsuz yönde etkilediğine dair iken, Bourke (1989)'un bulguları aksi yöndedir. Eichengreen ve Gibson (2001)'in bulguları da Bourke (1989)'u destekler nitelikte olup, ikiliye göre likit yatırımlara tahsis edilen fon miktarının azaltılması kârlılığı

artırmaktadır. Duca ve McLaughlin (1990) ile Miller ve Noulas (1997) tarafından yapılan çalışmalarda ise kredi riskinin artmasının kârlılığı olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bu bulguyu, yüksek riskli kredilerin geri dönüşlerinde yaşanan olası sıkıntılar çerçevesinde açıklamak mümkündür.

Özelikle yönetim etkinliği bağlamında ele alındığında, kârlılığın bir diğer önemli belirleyicisi de banka giderleridir. Finansal kuruluşlarda giderlerin azaltılmasının öncelikle etkinliği, buna bağlı olarak da kârlılığı artırdığı yönündeki argüman, aralarında Bourke (1989)'un çalışmasının da bulunduğu çok sayıda çalışma tarafından desteklenmektedir. Buna karşın, Molyneux ve Thorton (1992)'un bu yöndeki bulguları ise aksi yönde olmuştur. İkiliye göre, yüksek miktarlarda kâr eden bankalar, karlarının bir kısmını ikramiye vb. şekillerde dağıtarak insan sermayesine nispeten fazla yatırım yapmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında, yüksek maliyetli, ancak aynı zamanda da donanımlı personelin istihdam edilmesinin bankacılık gibi hizmet-yoğun bir sektörde faaliyet gösteren bankalar açısından dezavantaj teşkil etmeyeceğini söylemek mümkündür.

Sermaye yapısının (yeterliliğinin), finansal kurumların performansının önemli bir belirleyicisi olmasına karşın, bankaların kârlılığı üzerindeki etkisi tam olarak açık değildir. Düşük sermaye rasyolarının nispeten riskliliği de beraberinden getirmesi nedeniyle, kaldıracın (borçlanmanın) kârlılık üzerindeki etkisinin negatif yönlü olacağını söylemek mümkündür (Berger, 1995). Buna karşın, özsermaye miktarının fazla olması halinde sermaye maliyeti azalabilmekte ve durum banka kârlılığını olumlu yönde etkileyebilmektedir (Molyneux, 1993). Ayrıca, özsermaye miktarının artırılması beklenen finansal sıkıntı maliyetlerinin azalmasına ve bunun sonucunda da beklenen getirisinin artmasına neden olabilmektedir (Berger, 1995).

### III. Yöntem

Araştırmanın yöntemi kapsamında, öncelikle veri seti ve örneklem ile bağımlı ve bağımsız değişkenler hakkında bilgiler verilmektedir. Sonrasında ise belirtilen değişkenler kullanılarak oluşturulan çoklu regresyon modeline değinilmektedir.

#### 3.1. Veri Seti ve Örneklem

Türk bankacılık sektöründe kârlılığın içsel belirleyicilerinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışmada, 2002-2009 yılları arasındaki sekiz yıllık dönemde Türkiye'de faaliyet gösteren mevduat bankalarından, kamusal ve özel sermayeli bankaların finansal verilerinden oluşan bir örneklem kullanılmaktadır. Örneklem kapsamındaki verilere Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından her yıl yayınlanmakta olan *Bankalarımız* kitabından ulaşılmıştır.

#### 3.2. Değişkenler

Çalışmada bir adet bağımlı ve beş adet de bağımsız olmak üzere toplam altı adet değişken kullanılmış olup, bu değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıdaki şekildedir.

### 3.2.1. Bağımlı Değişken

Çalışmada Abbasoğlu ve diğerleri (2007), Ben Naceur ve Goaiad (2008) ve Kosmidou (2008) tarafından yapılmış olan çalışmalara benzer şekilde, kârlılık değişkeni olarak aktif getirisi (ROA-Return on Assets) kullanılmaktadır. Tutar olarak ifade edildiğinde her bir birim varlıktan kazanılan getiriyi ifade eden ROA; banka yöneticilerinin, bankanın sahip olduğu finansal ve reel kaynaklardan kâr elde edebilme yeteneklerinin temel göstergesidir (Golin, 2001; Hassan ve Bashir, 2003). Rivard ve Thomas (1997)'a göre; banka kârlılığını ifade eden en sağlıklı değişken ROA'dır. Çünkü ROA, hem yüksek özsermaye çarpanlarından etkilenmemekte, hem de bankanın sahip olduğu varlıkların tamamının getiri yaratabilme kapasitesini bir arada değerlendirmektedir.

Modelde ROA şeklinde ifade edilen aktif getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$ROA = \text{Net Dönem Kârı (Zararı)}/\text{Toplam Aktifler} \quad (1)$$

### 3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Bağımsız değişkenler -çalışmanın Literatür İncelemesi bölümü ile de örtüşecek biçimde-, sırasıyla, büyüklük (banka büyüklüğü), risk yönetimi, likidite, yönetim etkinliği (gider yönetimi) ve sermaye yeterliliği (yapısı) ile ilişkili değişken olarak seçilmişlerdir.

Büyüklük değişkeni BÜY ile ifade edilmekte olup, toplam aktiflerin doğal logaritması alınarak hesaplanmaktadır:

$$BÜY = \text{Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması} = \ln_{\text{Toplam Aktifler}} \quad (2)$$

Risk yönetimine, daha açık bir ifadeyle kredi riski yönetimine ilişkin değişken RISK ile ifade edilmekte ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$RISK = \text{Toplam Krediler ve Alacaklar}/\text{Toplam Aktifler} \quad (3)$$

Likiditeye ilişkin değişken LİK ile ifade edilmekte ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$LİK = \text{Likit Aktifler}/\text{Toplam Aktifler} \quad (4)$$

Yönetim etkinliğine, daha açık bir ifadeyle gider yönetimine ilişkin değişken ETK olarak ifade edilmekte ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$ETK = \text{Faaliyet Giderleri}/\text{Toplam Aktifler} \quad (5)$$

Son olarak da sermaye yeterliliği (yapısına) ilişkin değişken ise *SER* ile ifade edilmekte ve aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır:

$$SER = \text{Özsermaye/Toplam Aktifler} \quad (6)$$

### 3.3. Araştırma Modeli

Yukarıda bahsi geçen bağımlı ve bağımsız değişkenler kullanılarak oluşturulan çoklu regresyon modeli aşağıdaki şekildedir:

$$ROA_i = \alpha_i + \beta_{i1}(BÜY)_i + \beta_{i2}(RİSK)_i + \beta_{i3}(LİK)_i + \beta_{i4}(ETK)_i + \beta_{i5}(SER)_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

Burada;

$ROA_i$  = *i* Bankasının Net Dönem Kârı(Zararı)/Toplam Aktifleri,

$BÜY_i$  = *i* Bankasının Toplam Aktiflerinin Doğal Logaritması,

$RİSK_i$  = *i* Bankasının Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam Aktifleri,

$LİK_i$  = *i* Bankasının Likit Aktifler/Toplam Aktifleri,

$ETK_i$  = *i* Bankasının Faaliyet Giderleri/Toplam Aktifleri,

$SER_i$  = *i* Bankasının Özsermaye/Toplam Aktifleri,

$\alpha_i$  = Sabit,

$\beta_{1-5}$  = Değişkenlerin tahmin edilen beta katsayıları ve

$\varepsilon_i$  = Hata terimi'dir.

## IV. Ampirik Bulgular

Yukarıda belirtilen regresyon modelinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 1'de verilmektedir. Tabloda görüldüğü üzere, 2002-2009 dönemine ait toplam 112 gözlemden oluşan örnekleme dâhil edilen bankaların ortalama aktif getirisinin %1,950 olduğu görülmektedir.

**Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler**

<i>Değişkenler</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>	<i>N</i>
<i>ROA</i>	1,950	0,921	112
<i>SER</i>	16,922	9,012	112
<i>RİSK</i>	46,892	18,782	112
<i>LİK</i>	37,783	21,670	112
<i>ETK</i>	3,557	1,694	112
<i>BÜY</i>	12,770	3,957	112

Aşağıda verilen Tablo 2 ve Tablo 3'de ise, sırasıyla, oluşturulan modele ilişkin özet sonuçlar ile katsayılar verilmektedir.

**Tablo 2: ROA Modeli Özet Sonuçları**

Model	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Tahminin Standart Hatası	F	Anlamlılık Sig.	Durbin-Watson d İstatistiği
ROA	0,386	0,357	0,738	13,300	0,000 <sup>a</sup>	2,213

a – Açıklayıcılar: (Sabit), BÜY, RİSK, LİK, ETK, SER

b – Bağımlı Değişken: ROA

**Tablo 3: Katsayılar<sup>a</sup>**

Model ROA	Standartlaştırılmı- mış Katsayılar		Standartlaştırıl- mış Katsayılar	t	Anlamlılık Sig.	Eşdoğrusallık İstatistikleri	
	B	Standart Hata	β			Tolerans	VIF
(Sabit)	2,749	0,647		4,248	0,000		
SER	0,066	0,009	<b>1,368</b>	7,049	<b>0,000*</b>	0,154	6,498
RİSK	-0,008	0,008	-0,159	-0,990	0,324	0,224	4,471
LİK	-0,028	0,007	<b>-0,655</b>	-4,070	<b>0,000*</b>	0,224	4,470
ETK	-0,385	0,077	<b>-0,708</b>	-5,008	<b>0,000*</b>	0,290	3,445
BÜY	0,068	0,020	<b>0,291</b>	3,361	<b>0,001*</b>	0,772	1,296

a – Bağımlı Değişken: ROA

\* istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri göstermektedir.

Buna göre, çoklu regresyon modelinin sonuçlarını matematiksel olarak aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür:

$$ROA_i = \alpha_i + (0,291)(BÜY)_i + (-0,159)(RİSK)_i + (-0,655)(LİK)_i + (-0,708)(ETK)_i + (1,368)(SER)_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

Analiz sonuçları bağımsız değişkenlerden SER, LİK, ETK ve BÜY'ün, bağımlı değişken olan ROA üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin bulunduğunu göstermektedir. Modele dâhil edilen diğer bağımsız değişken olan RİSK'in ise ROA üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Söz konusu değişkenlerden SER ( $\beta=1,368$ ;  $Sig.=0.000*$ ) ile BÜY ( $\beta=0,291$ ;  $Sig.=0.001*$ )'ün ROA üzerindeki etkileri pozitif yönlü iken; LİK ( $\beta=-0,655$ ;  $Sig.=0.000*$ ) ile ETK ( $\beta=-0,708$ ;  $Sig.=0.000*$ )'nin ROA üzerindeki etkileri negatif yönlüdür. Buna göre, SER ve BÜY artarken/azalırken ROA da bu durumdan pozitif yönde etkilenecek artmakta/azalmakta; buna karşın LİK ve ETK artarken/azalırken ROA bu durumdan negatif yönlü etkilenecek azalmakta/artmaktadır. Daha açık bir



biçimde ifade etmek gerekirse, bankanın sermaye yeterliliği ve büyüklüğü arttıkça karlılık artmaktadır. Buna karşın, bankanın daha fazla likit varlıklara sahip olması ve faaliyet giderlerinin artması halinde ise karlılık azalmaktadır.

Örneklemin hata terimleri arasında birinci dereceden oto-korelasyon olup olmadığını test etmek için Durbin-Watson d istatistiği kullanılmakta olup, d istatistiğinin 2,213 olduğu görülmektedir. Bu değer hata terimlerinin serisel olarak bağımsız olduklarını ifade etmektedir. Çoklu eşdoğrusallık (multicollinearity) ise varyans büyütme faktörü (VIF-Variance Inflation Factor) ile test edilmektedir. SER, RİSK, LİK, ETK ve BÜY için VIF değerleri, sırasıyla, 6,498; 4,471; 4,470; 3,445 ve 1,296 olup, bu değerler bağımsız değişkenler arasındaki çoklu eşdoğrusallık derecesinin düşük olduğunu ifade etmektedir. Çünkü VIF değeri için katlanılabilirlik sınırı 10 olarak kabul edilmektedir (Bkz. Hair ve diğerleri,1998).

## V. Sonuç ve Değerlendirme

Sağlıklı ve finansal açıdan güçlü bir bankacılık sisteminin varlığı, sürdürülebilir ekonomik büyümenin temel dayanaklarından birini teşkil etmektedir. Günümüzde, Türk bankacılık sektörünün -2008 yılından bu yana süregelen küresel krizden etkilenmesine karşın-, bu bağlamda oldukça başarılı bir performans sergilediğini söylemek mümkündür. Krizin etkilerinin minimize edilmesi ve finansal istikrarın sürekliliğinin sağlanabilmesi açısından Türk bankalarının karlılığına etki eden değişkenlerin tespit edilmesi oldukça büyük önem ve gereklilik arz etmektedir. Söz konusu gereklilik bu çalışmanın amacını teşkil etmektedir. Bu bağlamda çalışmada, Türk bankalarının 2002-2009 dönemine ait finansal verileri kullanılarak elde edilen bir örneklem üzerinde banka karlılığının belirleyicileri tespit edilmiştir.

Ampirik bulgular, sermaye yapısının (yeterliliğinin) Türk bankalarının karlılığını pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Çalışmada sermaye yapısına (yeterliliğine) ilişkin değişkenin özsermaye/aktif toplamı olarak ele alınması nedeniyle, nispeten fazla özsermaye ile finanse edilen bankaların, ya da daha açık bir ifadeyle borçlanma eğilimi düşük bankaların daha karlı olduklarını söylemek mümkündür. Etkin olmayan piyasalarda, sermaye yapıları güçlü bankalar, varlıklarının finansmanını daha düşük miktarlarda borçla finanse edeceklerinden, bu bankaların fonlama maliyetlerinin -özellikle de azalan beklenen iflas maliyetlerine bağlı olarak- daha düşük olması doğaldır. Fonlama maliyetlerinin düşük olması da elbette ki karlılığı olumlu yönde etkileyecektir.

Türk bankalarında karlılığı pozitif yönde etkileyen diğer değişken ise banka büyüklüğüdür. Bu durumu iki farklı biçimde açıklamak mümkündür. Bu açıklamalardan ilki; aktif büyüklükleri nispeten fazla olan bankaların, pazarın büyük bir dilimine hükmetmeleri ve bu nedenle rekabetin yoğun olmaması nedeniyle daha güvenilir olarak görülmeleri ile ilişkilidir. Bu güvenilirlik, söz konusu bankaların bireylerin tasarruflarını düşük faiz oranları üzerinden toplamalarına ve bunları ihtiyaç sahiplerine yüksek oranlardan borç vermelerine imkân sağlamaktadır. Bu durum karlılığın artmasına neden olmaktadır. Diğer açıklama ise ölçek ekonomileri

ile ilişkilidir (Bkz. Hauner, 2005; Pasiouras ve Kosmidou, 2007; Staikouras ve diğerleri, 2008). Ölçek ekonomisinden kaynaklanan avantajlar açısından ele alındığında, nispeten büyük ölçekli bankaların birim maliyetlerinin düşük olacağından, karlılıkları da fazla olacaktır.

Çalışmanın ampirik bulguları faaliyet giderlerinin artmasının Türk bankalarının karlılığı negatif yönde etkilediği yönündedir. Bu bağlamda, Türk bankalarında giderlerin etkin bir biçimde yönetilemediği ve kontrol edilemediği yönünde bir çıkarım yapılabilir. Bunun nedenini; Türkiye’deki finansal sistemin henüz olgunluk aşamasına ulaşmaması ve buna bağlı olarak da gerek etkin maliyet yönetimi gerekse maliyet kontrolü boyutlarında eksikliklerin henüz giderilememiş olması şeklinde açıklamak mümkündür.

Türk bankalarında karlılığı negatif yönde etkileyen diğer değişken ise likiditedir. Likiditenin, yani bankaların likit aktiflerinin artması, karlılığı azaltmaktadır. Likiditenin yüksek olması, bankanın likidite riskini düşürmekte ve buna bağlı olarak da bankalar açtıkları krediler üzerindeki faiz marjlarını indirmektedirler. Bunun sonucunda da karlılık azalabilmektedir. Likidite bağlamında vurgulanması gereken bir diğer önemli nokta da bankaların likidite-karlılık ilişkisinin dönemsel olabileceğidir. Bankaların belirsizliğin yüksek olduğu bir ortamda likit kalma isteklerini rasyonel bir davranış biçimi olarak yorumlamak mümkün iken, düşük belirsizlik ortamında likit kalmanın benzer şekilde değerlendirilmesi güç olabilecektir (Kaya, 2002).

Çalışmada kullanılan diğer bağımsız değişken olan ve “toplam krediler ve alacaklar/toplam aktifler” ile ifade edilen kredi riski ile karlılık arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Sonuç itibarıyla, Türk bankalarının karlılıklarını artırabilmeleri için öncelikle özsermayelerini artırarak sermaye yapılarını güçlendirmeleri ve büyümeleri tavsiye edilmektedir. Sermaye yapısının güçlendirilmesi özellikle tasarruf sahipleri ile mevcut ve potansiyel yatırımcılar açısından bankalara duyulan güveni artıracığından, daha uygun koşullarda mevduat toplanılmasına imkân sağlayacaktır. Büyümenin sağlanması ile de söz konusu güvenilirlik daha da artacaktır. Çalışmanın sonuçları, Türk bankalarında karlılığı artırmanın diğer yollarının ise gider yönetiminde etkinliğin sağlanarak faaliyet giderlerinin azaltılması ile likit varlıklara yapılan yatırımların kısılması olduğunu göstermektedir. Ancak, bu çıkarımların, -elbette ki- araştırma kapsamındaki döneme ait örneklem ve araştırma modeline dâhil edilen değişkenler çerçevesinde geçerli olduğu unutulmamalıdır.

**Kaynakça**

- Abbasoğlu, O. F.; A. F. Aysan; A. Gunes, “*Concentration, Competition, Efficiency and Profitability of the Turkish Banking Sector in the Post-crisis Period*”, Banks and Bank Systems, 2(3), 2007, s. 106-115.
- Abreu, M.; V. Mendes, “*Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Evidence for Some EU Countries*”, Paper, presented at The Pan-European Conference Jointly Organized by the IEFS-UK & University of Macedonia Economic & Social Sciences, Thessaloniki, Greece, May 17-20, 2001.
- Akhavein, J. D.; A. N. Berger; D. B. Humphrey, “*The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function*”, Finance and Economic Discussion Series 9, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997.
- Anghazo, L., “*Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Evidence for Some EU Countries*”, Paper, presented at The 50<sup>th</sup> International Atlantic Economic Conference, 1997.
- Atanasieff, T. S.; P. M. Lhacher; M. I. Nakane, “*The Determinants of Bank Interest Spreads in Brazil*”, The Central Bank of Brazil Working Papers, No. 46, 2002.
- Athanasoglou, P. P.; S. N. Brissimis; M. D. Delis, “*Bank-specific, Industry-specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability*”, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 18(2), 2008, s. 121-136.
- Barajas, A.; R. Steiner; N. Salazar, “*Interest Spreads in Banking in Colombia: 1974-1996*”, IMF Staff Papers, No. 146, 1999, s. 196-224.
- Bashir A. M.; M. K. Hassan, “*Determinants of Islamic Banking Profitability*”, Paper, presented at The Economic Research Forum (ERF) 10<sup>th</sup> Annual Conference, Marrakesh, Morocco, December 16-18, 2003.
- Bashir, A. M., “*Determinants of Profitability in Islamic Banks: Some Evidence from the Middle East*”, Islamic Economic Studies, 11(1), 2003, s. 31-57.
- Ben Naceur, S., “*The Determinants of the Tunisian Banking Industry Profitability: Panel Evidence*”, Paper, presented at The Economic Research Forum (ERF) 10<sup>th</sup> Annual Conference, Marrakesh, Morocco, December 16-18, 2003.
- Ben Naceur, S.; M. Goaid, “*The Determinants of Commercial Bank Interest Margin and Profitability: Evidence from Tunisia*”, Frontiers in Finance and Economics, 5(1), 2008, s. 106-130.
- Berger, A. N., “*The Relationship between Capital and Earnings in Banking*”, Journal of Money, Credit and Banking, 27, 1995, s. 432-456.
- Berger, A. N.; G. A. Hanweck; D. B. Humphrey, “*Competitive Viability in Banking: Scale, Scope and Product Mix Economies*”, Journal of Monetary Economics, 20, 1987, s. 501-520.

- Bikker, J. A.; H. Hu, “*Cyclical Patterns in Profits, Provisioning and Lending of Banks and Procyclicality of the New Basel Capital Requirements*”, BNL Quarterly Review, 221, 2002, s. 143-175.
- Bourke, P., “*Concentration and Other Determinants of Bank Profitability in Europe, North America and Australia*”, Journal of Banking and Finance, 13, 1989, s. 65-79.
- Boyd, J.; D. Runkle, “*Size and Performance of Banking Firms: Testing the Predictions Theory*”, Journal of Monetary Economics, 31, 1993, s. 47-67.
- Bumin, M., “*Türk Bankacılık Sektörünün Kârluluk Analizi: 2002-2008*”, Maliye Finans Yazıları, Yıl 23, Sayı 84, 2009, s. 39-60.
- Demirgüç-Kunt A.; V. Maksimovic, “*Law, Finance and Firm Growth*”, Journal of Finance, 53(6), 1998, s. 2107-2137.
- Demirgüç-Kunt, A.; H. Huizinga, “*Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence*”, World Bank Economic Review, 13: 1999, s. 379-408.
- Demirgüç-Kunt, A.; H. Huizinga, “*Financial Structure and Bank Profitability*”, World Bank Papers, Mimeo, 2000.
- Duca, J.; M. McLaughlin, “*Developments Affecting the Profitability of Commercial Banks*”, Federal Reserve Bulletin, 1990, s. 477-499.
- Eichengreen, B.; H. D. Gibson, “*Greek Banking at the Dawn of the New Millennium*”, CEPR Discussion Paper, 2001.
- Gischer, H.; J. D. Juttner, “*Profitability and Competition in Banking Markets: An Aggregative Cross Country Approach*”, Paper, presented at The 52<sup>nd</sup> International Atlantic Economic Conference, Philadelphia, USA, 2001.
- Goddard, J.; Molyneux P.; J. O. S. Wilson, “*The Profitability of European Banks: A Cross Sectional and Dynamic Panel Analysis*, *Manchester School*, 72(3), 2004, s. 363-381.
- Golin, J., *The Bank Credit Analysis Handbook: A Guide for Analysts, Bankers and Investors*, John Wiley & Sons (Asia) Pre Ltd, 2001.
- Guru, B.; J. Staunton; B. Shanmugam, “*Determinants of Commercial Bank Profitability in Malaysia*”, Asian Academy of Management Journal, 5(2), 2000, s. 51-68.
- Hair, J.; R. Anderson; R. Tatham; W. Black, *Multivariate Data Analysis*, 5<sup>th</sup> Edition, MacMillan Publications, New York, 1998.
- Haslem, J. A., “*A Statistical Analysis of the Relative Profitability of Commercial Banks*”, Journal of Finance, 23, 1968, s. 167-176.
- Hauer, D., “*Explaining Efficiency Differences among Large German and Austrian Banks*”, Applied Economics, 37, 2005, s. 969-980.
- Jiang, G.; N. Tang; E. Law; A. Sze, “*Determinants of Bank Profitability in Hong Kong*”, Hong Kong Monetary Authority Research Memorandum, September, 2003.

- Kaya, Y. T., “*Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri: 1997-2000*”, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları, Haziran, 2002.
- Kosmidou, K., “*The Determinants of Banks’ Profits in Greece during the Period of EU Financial Integration*”, *Managerial Finance*, 34(3), 2008, s. 146-159.
- Kosmidou, K., S. Tanna; F. Pasiouras, “*Determinants of Profitability of UK Domestic Banks: Panel Evidence from the period 1995-2002*”, Paper, presented at The 37<sup>th</sup> Annual Conference of the Money Macro and Finance (MMF) Research Group, Rethymno, Greece, September 1-3, 2005.
- Miller, S. M.; A. G. Noulas, “*Portfolio Mix and Large Bank Profitability in the USA*”, *Applied Economics*, 29(4), 1997, s. 505-512.
- Molyneux, P., “*Structure and Performance in European Banking*”, Working Paper, University of Wales Bangor, 1993.
- Molyneux, P.; J. Thornton, “*Determinants of European Bank Profitability: A Note*”, *Journal of Banking and Finance*, 16, 1992, s. 1173-1178.
- Neely, M. C.; D. C. Wheelock, “*Why Does Bank Performance Vary Across States?*”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 79(2), 1997, s. 27-38.
- Pasiouras, F.; K. Kosmidou, “*Factors Influencing the Profitability of Domestic and Foreign Commercial Banks in the European Union*”, *Research in International Business and Finance*, 21, 2007, s. 222-237.
- Rivard, R. J.; C. R. Thomas “*The Effect of Interstate Banking on Large Bank Holding Company Profitability and Risk*”, *Journal of Economics and Business*, 49, 1997, s. 61-76.
- Short, B. K., “*The Relation between Commercial Bank Profit Rates and Banking Concentration in Canada, Western Europe and Japan*”, *Journal of Banking and Finance*, 3, 1979, s. 209-219.
- Sinkey, J. Jr., *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, MacMillan Publishing Company, New York, 1992.
- Smirlock, M., “*Evidence on the (Non) Relationship between Concentration and Profitability in Banking*”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 1985, s. 69-83.
- Staikouras, C.; G. Wood, “*The Determinants of Bank Profitability in Europe*”, Paper, presented at the European Applied Business Research Conference, Venice, Italy, June 9-13, 2003.
- Staikouras, C.; E. Mamatzakis; A. Koutsamanoli-Filippaki, “*An Empirical Investigation of Operating Performance in the New European Banking Landscape*”, *Global Finance Journal*, 19(1), 2008, 32-45.
- Sufian, F.; R. R. Chong, “*Determinants of Bank Profitability in a Developing Economy: Empirical Evidence from the Philippines*”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 2008, s. 91-112.
- Türkiye Bankalar Birliği (2002...2009), *Bankalarımız*, <http://www.tbb.org.tr>



## ARACI KURUMLAR NEDEN YATIRIM BANKASI OLAMADI?: ARACI KURUMLAR SEKTÖRÜNÜN YAKIN GELECEĞİ İÇİN BİR DEĞERLENDİRME

Yener COŞKUN\*

### Özet

Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerle birlikte 1990'lı yılların başlarına kadar aracı kurumlar sektöründe görülen canlanmanın ardından; sektör finansal aracılık sisteminde etkisini yeterince artıramamış, ürün/hizmet ve gelir çeşitliliği açısından istenen gelişmeyi gösterememiştir. Bu çalışmada aracı kurumların neden finansal sistemin ve reel ekonominin gelişmesine doğrudan ve sürekli katkı sunan tam hizmet yatırım bankalarına dönüşemediği sorusundan hareketle; sektörün gelişmemesindeki nedenler incelenmiştir. İnceleme sonucunda; ülkemizdeki ekonomik ve finansal altyapıdaki az gelişmişliğin, fon akımlarında sermaye piyasaları dışına doğru yönelimlerin ve sektöre özgü bazı etkenlerin aracı kurumlar sektörünün az gelişmesinde etkili olduğu ve söz konusu koşulların kısa vadede tersine çevrilmesinin güç görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır.

### Abstract

The initiation of securities related activities in Turkey goes back to as early as 1980s. The regulation philosophy regarding securities firms is based on the creation of a new investment banking category expected to enhance economic efficiency. Although Turkish securities market experienced a boom in early 1990s, the markets were not able to improve the products and services diversity as well as the income range. Specifically, the sector, focusing on brokerage activities, stayed underdeveloped. In this article the author is questioning the reasons why Turkish securities firms have not been able to improve the range of its activities and at least some of the securities firms did not transform to full service investment banks. It is concluded that less developed economic and financial infrastructure, cash outflow to gold and real estate markets and some intra-industry conditions are the essential elements for the less development of the sector. In realistic terms, public policies or private initiatives expecting to change of this picture have decisive limitations at least in the short term.

---

\* Yener Coşkun, MRICS, Sermaye Piyasası Kurulu'nda Baş Uzman olarak görev yapan Yazar halen Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Taşınmaz Geliştirme Ana Bilim Dalı'nda doktora çalışmalarını (tez aşaması) sürdürmektedir.

Tel: 312 292 88 24 E-Posta:ycoskun@spk.gov.tr

Bu çalışmada yer alan görüşler yazara ait olup, yazarın bağlantılı olduğu kurumların görüşlerini yansıtmamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Aracı kurum, sermaye piyasaları, yatırım bankacılığı.

JEL Sınıflandırması: G-24, K-22, L-51.

## I. Giriş

Yatırım bankaları şirketlerin ve kamu kesiminin finansman ihtiyaçlarının karşılanması, profesyonel yatırım hizmetlerinin sunulması, kaynakların etkin dağılım ve kullanımına katkı sağlanması, likidite yaratılması, risk yönetiminin geliştirilmesi, yeni ürünler ve finansal mühendisliğin geliştirilmesi gibi faaliyetleri çerçevesinde ülkelerin büyüme (ve kalkınma) süreçlerine katkı sağlamaktadır.

Ülkemizde aracı kurum faaliyetlerinin geçmişi 1980’li yılların başına kadar gitmektedir. Banker Krizi’nin ardından ortaya çıkan, sermaye piyasası mevzuatında yer alan aracı kurumlar sektörüne yönelik düzenleme felsefesinin altında yatan önemli unsurlardan birisi de; aracı kurumların yatırım bankacılığı faaliyetleri yapabilmesine zemin hazırlanmasıdır. Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerle birlikte 1990’lı yılların başlarına kadar aracı kurumlar sektöründe görülen canlanmanın ardından; sektör finansal aracılık sisteminde etkisini yeterince artıramamış, ürün/hizmet ve gelir çeşitliliği açısından öngörülen gelişmeyi gösterememiştir.

Bu çalışmada literatür taraması ve veri analizi yoluyla; aracı kurumların neden finansal sistemin ve reel ekonominin gelişmesine doğrudan ve sürekli katkı sunan tam hizmet yatırım bankalarına dönüşmediği sorusundan hareketle sektörün gelişmemesindeki nedenler incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde yatırım bankacılığı kavramı, üçüncü bölümünde yatırım bankacılığının faaliyet sahasının belirlenmesi, dördüncü bölümünde yatırım bankacılığının gelişme koşulları ve beşinci bölümünde de ülkemizdeki aracı kurumların gelişememe veya yatırım bankacılığı faaliyetlerini yaygın/sürekli biçimde gerçekleştirememesi nedenleri üzerinde durulmuştur.

## II. Yatırım Bankacılığı Kavramı

Diğer finansal araçlar gibi yatırım bankaları da fon fazlası ve açığı veren ekonomik birimleri, diğer bir deyişle finansal fon arz ve talebini bir araya getirmektedir. Yatırım bankalarını ticari bankalardan ayıran en önemli unsur, yatırım bankacılığında mevduat toplanamamasıdır.

Yatırım bankacılığı kavramı, Glass Steagall Yasası olarak da bilinen, 1933 tarihli Bankacılık Kanunu ile mevduat toplanması ve kredi verilmesi faaliyetlerini icra eden ticari bankaların faaliyetlerinin kapsamından, yüklenim ve menkul kıymet satışlarını içeren menkul kıymet operasyonlarının ayrılması üzerine ABD’de ortaya çıkmıştır (Gart, 1994).

Yatırım bankacılığı faaliyetini dar ve geniş anlamda tanımlayabiliriz. Dar anlamda yatırım bankacılığı şirketlere ait hisse senedi ve sabit getirili araçların yüklenimi faaliyetlerini içermektedir. Esas itibarı ile yüklenim faaliyetleri, aracı kurumların temel faaliyet sahası ve bir anlamda da varlık nedeniyle ilişkilidir.

Ticari banka, sigorta ve yatırım bankacılığı sektörlerinin ürün ve finansal aracılık bağlamında giderek iç içe geçtiği görülmektedir. Bu nedenle; araştırma, yatırım danışmanlığı, yüklenim, şirket finansmanı, risk sermayesi, birleşme-



devralma gibi geleneksel yatırım bankacılığı faaliyetlerine ilaveten; bazı sigortacılık ve bankacılık ürünlerinin pazarlanması gibi geleneksel yatırım bankacılığı tanımı dışında kalan faaliyetlerin de geniş anlamda yatırım bankacılığı kapsamında değerlendirilmesi mümkündür.

Yatırım bankaları farklı yatırımcı kategorilerine yönelik olarak çeşitli finansal hizmetler sunmaktadır. Düzenleyici ve denetleyici otoritelerin varlık sebebi açısından, yatırım bankalarının sunduğu finansal hizmetlerde yatırımcının ve sermaye piyasalarının etkinliğinin korunması başlıca amaç konumundadır. Aracı kurumların bilançosu; banka ve sigorta şirketlerinin bilançosuna göre daha kısa vadeli, likit ve öz kaynak ağırlıklıdır. Ancak sektördeki risk alma eğilimi nedeniyle, bazı aracı kurumların yoğun kaldıraç kullanımına yönelebildiği de görülmektedir.

Ülkemizdeki yapı da dikkate alınarak, aracı kurumların faaliyetlerine özgü önemli niteliklerin irdelenmesi; yatırım bankacılığının kendine özgü faaliyet biçiminin ve bunun mali tablolara yansımalarının anlaşılması bakımından önem taşımaktadır.

*Bilançonun Öz Kaynak Ağırlıklı Finansman Yapısına Sahip Olması;* Aracı kurumların aktif finansmanının bankalar gibi kısa vadeli mevduata bağlı olmaması; vade uyumsuzluğu ve yeniden finansmandan kaynaklanan riskleri asgariye indirmektedir. Mevduat gibi bir kaynaktan yoksun olunması, aracı kurum faaliyetlerinde sermaye ve uzun vadeli yabancı kaynağın önemini artırmakla birlikte; ülkemiz aracı kurumlar sektöründe öz kaynak ve kısa vadeli yabancı kaynağa dayalı finansmanın etkili olduğu dikkat çekmektedir. Aracı kurumların kurumsal finansmana ağırlık vermesi halinde, uzun vadeli kredi kullanım oranı artmaktadır. Bununla birlikte yüksek risk alma eğilimi gösteren ve kredili işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı artabilmektedir.

*Saklamasındaki Varlıkların Geri Çağırılması ve Tahaccüm Risklerinin Sınırlı Olması;* Aracı kurumların yatırımcılardan mevduat ve fon toplama yetkisi bulunmamaktadır. Vade uyumsuzluğundan sınırlı olarak etkilendiği düşünülen aracı kurumlarda müşterilere ait olan yatırım hesapları, aracı kurumun şirket hesaplarından ayrı olarak izlenmekte ve bankalarda olduğu gibi kredi plasmanının kaynağını teşkil etmemektedir. Bu nedenle yatırımcıların varlıklarını herhangi bir nedenle geri çağırmasının, bankalarda gözlenenin aksine, aracı kurumların likiditesine olumsuz etki yapmaması beklenmektedir. Bu görüşler düzgün işleyen bir aracı kurumun güven bunalımı durumunda sınırlı kırılganlığı olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak küresel kriz aracı kurum (yatırım bankacılığı) faaliyetlerine yönelik yukarıda yer verilen görüşlerin sorgulanmasına neden olmuştur. Kriz sürecinde bazı ABD’li yatırım bankalarında (ve fonlarında) müşteri varlıklarının panikle geri çağırılması; aracı kurumlarda da saklamadaki varlıkların geri çağırılması riskinin ortaya çıkabileceğini gündeme getirmiştir.

*Bilançonun Kısa Vadeli/Likit Olması ve Değerleme Sorununun Sınırlı Olması;* Yatırım bankalarının yatırım stratejileri, banka ve sigorta şirketlerine göre oldukça kısa vadeli. Bu nedenle aracı kurum bilançosu, anılan kurumların bilançoları ile

karşılaştırıldığında kısa vadeli ve daha likit bir yapıya sahiptir. Banka bilançosunun ağırlıklı bölümünü oluşturan kredi portföyü; bakımsız bilgi sorunu nedeniyle; likit olmayan, teminatlandırma ve fiyatlandırma sorunları bulunan ve çoğu kez iflasların nedenini teşkil eden bir niteliğe sahiptir. Buna karşılık aracı kurum kredi portföyü teminatlı ve likittir. Aracı kurumlardaki bilanço varlıklarının önemli bir bölümünün aktif ikincil piyasasının bulunması, günlük ve gerçekçi değerlemeyi mümkün kılmakta ve dolayısıyla fiyatlama sorununun asgariye inmesine neden olmaktadır. Tüm bu vasıflar aracı kurumlar için risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Bununla birlikte küresel kriz sürecinde yatırım bankalarının bilançosunda yer alan yapılandırılmış finansal ürünlerin önemli değerlendirme sorunlarına neden olduğunu da belirtmek gereklidir.

*Finansal Şoklara Tepki Verebilme Yeteneğinin Yüksek Olması*; Bilançosunun likit olmasının getirdiği esneklik, aracı kurumların finansal şoklara dayanıklılığını artırmaktadır. Ancak bunu kesin bir kural olarak değerlendirmemek gereklidir. Borsada işlem görmeyen şirket hisselerinin yatırım amaçlı olarak satın alınması nedeniyle, likiditesi düşük iştirakler portföyüne sahip bir aracı kurum; likidite sıkışıklığı yaşanması durumunda bilançosunu hızla küçültme olanağına sahip olmayabilir. Bununla birlikte, aracı kurumlarda müşteri portföyündeki risklerin artması durumunda, tasfiye sürecinde varlıkların olası değer azalışlarından kaynaklanacak zararlara katlanılması kaydıyla, kredi portföyünün bir gün gibi kısa bir süre içinde tasfiye edilerek, aracı kuruma yansiyabilecek risklerin hızla asgariye indirilmesi de mümkündür.

*Temel Risklerinin Piyasa ve Likidite Riskleri Olması*; Aracı kurumların temel risklerinin başında kendi pozisyonlarından kaynaklanan piyasa riski gelmektedir. Ayrıca, hem kendi pozisyonlarından kaynaklanan zararlar, hem de müşterilerin takas ve kredi yükümlüklerini yerine getirememesine bağlı olarak ortaya çıkabilecek kredi ve likidite riskleri de aracı kurumlar açısından önem kazanabilmektedir. Öte yandan, küresel kriz öncesinde de görülmekle birlikte, kriz ile birlikte küresel finansal piyasaları etkileyecek boyutlara ulaşan türev işlemler kaynaklı risklerin bütün finansal araçlar açısından önemli bir risk kategorisi olarak kabul edildiğini de vurgulamak gereklidir.

*Yatırımcıların ve Piyasa Etkinliğinin Korunmasına Yönelik Tedbirler*; Aracı kurumların düzenleme, denetim ve yaptırım üçlüsünden oluşan resmi disiplin sisteminde; yatırımcının korunması ve piyasanın etkinliğinin artırılmasına dayalı düzenlemelerin yoğunluğu dikkat çekicidir. Bununla birlikte, küresel kriz sürecinde bazı yatırım bankalarının kamusal desteklerle iflastan kurtarılması nedeniyle, sofistike ve büyük ölçekli yatırım bankalarının faaliyet gösterdiği ülkelerdeki aracı kurumlara yönelik düzenlemelerde; sistemik riskten korunma motifinin de bir düzenleme rasyoneli olarak ön plana çıktığını not etmekte fayda vardır.

Yatırım bankacılığı faaliyetlerinde dikkat çekici diğer özellikleri aşağıdaki gibi belirleyebiliriz; hızlı değişime ve inovasyona açık olma, farklı sektörlerdeki hizmet ve ürünlerin doğrudan/dolaylı olarak sunulması ile birlikte finansal

süpermarket olma eğilimi, risk alma eğiliminin güçlü olması, aktif rekabetin olduğu bir piyasada faaliyet gösterilmesi, sofistike emek arzı ile birlikte ileri teknoloji kullanımının yoğun olması.

### III. Yatırım Bankacılığı Faaliyetleri

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde yatırım bankalarının; reel ve kamu kesiminin finansman ve tasarruf sahibinin de varlık yönetimi ihtiyaçlarını geniş ölçüde karşılayacak bir örgütlenme modeli içinde faaliyet gösterdiği görülmektedir. 19 uncu yüzyılda demiryolu ve kanal inşasının, 20 nci yüzyılın sonuna doğru internet şirketlerinin ve genel olarak çeşitli borsa işlemlerinin finansmanı yatırım bankalarının sunduğu bazı hizmetlere örnek olarak gösterilebilir. Kuşkusuz 21 inci yüzyılda bu listeye uzay araştırmalarını dahil etmemek için bir neden bulunmamaktadır. Yüksek bireysel zenginlerin fonlarının yönetimi, sanat bankacılığı<sup>1</sup>, hayır işleri yönetimi hizmetleri<sup>2</sup>, inanç ve değerlerini ön planda tutan yatırımcılar için ahlaki yatırımlar veya sosyal olarak sorumlu yatırımlar<sup>3</sup> gibi faaliyetler yatırım bankacılığı faaliyetinin geniş kapsamı içinde yer almaktadır.

Aracı kurumların temel faaliyet sahası başkası hesabına komisyon aracılığı, kendi hesabına işlem yapılması ve yüklenim faaliyetidir (Dombalagian, 2009). Geleneksel yatırım bankacılığı işlevleri ise menkul kıymet yüklenimi ve şirketlere yönelik danışma hizmetleridir. Söz konusu geleneksel faaliyetlere, sermaye piyasalarının uluslararasılaşması, düzenleyici anlayıştaki değişiklikler ve müşterilerin talepleri sonucunda; şirket ve müşteriler hesabına menkul kıymet ve türev işlemlerinin yapılması, yatırım araştırması, finansman, varlık yönetimi ve özel sermayeli fon yatırımları gibi sahalar da ilave edilmiştir (Tuch, 2006).

Ülkemiz sermaye piyasalarının az gelişmiş olması nedeniyle; ülkemizdeki yatırım bankacılığı faaliyetlerini sunan temel finansal araçların (banka, kalkınma ve yatırım bankası ve aracı kurum) sunduğu finansal araç ve hizmetlerden hareketle yapılacak değerlendirmenin dar kapsamlı olabileceği dikkate alınarak, yatırım bankalarının faaliyetlerini çeşitli açılardan analiz edebiliriz. Bu kapsamda yatırım bankacılığı kavramının, yatırım bankacılığı sahasına özgü ürün ve hizmetlerden hareketle incelenmesi mümkündür.

#### 3.1. Yatırım Bankacılığı Faaliyet Türleri

İlk olarak dünyanın önde gelen bankacılık dergilerinden The Banker'in, yatırım bankalarına verdiği ödül konularına yönelik incelemelerin, yatırım bankalarının küresel ölçekte sunduğu ürün ve hizmetlere ışık tutabileceği düşünülmektedir.

<sup>1</sup> Sanat ürünlerinin yatırım aracına dönüşmesi ve koleksiyonerliğin yaygınlaşması, bu sahaya yönelik yatırım yönetiminin önemini artırmaktadır. Sanat bankacılığı kapsamında dünyanın önde gelen bazı bankaları değerlendirme, alım, satım, kiralama, saklama vb. konularda çeşitli hizmetler sunmaktadır.

<sup>2</sup> 2006 yılında yüksek bireysel zenginlerin hayırseverlik faaliyetlerine sarfettiği toplam tutar 285 milyar dolardır (UBS, 2008: 7).

<sup>3</sup> Sosyal açıdan sorumlu yatırım, hem finansal hem de sosyal hedeflere aynı anda ulaşmayı amaçlayan ve buna özen gösteren şirketlere, fonlara, projelere ve ortaklıklara [yönelik] yatırım kararları alınmasını ifade etmektedir. Bu yatırım anlayışı günümüzde iş yapma stratejisinin önemli bir parçası haline dönüşmüştür. Çevreye duyarlı finansal ürünler, karbon ticareti, mikro finans, çevreci teknoloji yatırımları, su kaynaklarının yönetimi vb. (TBB, 2009: 51) gibi faaliyetler söz konusu dizgenin bir parçası olarak kabul edilmektedir.

**Tablo 1: The Banker Dergisi Yatırım Bankacılığı Ödül Konuları**

The Banker Dergisi Yatırım Bankacılığı Ödül Konuları
İlk Halka Arz/Hisse Senedi/Bono/Döviz İşlemleri
Yatırım Yapılabilir Bono (investment grade bond)
Yüksek Getirili Bono (high yield bond)
Menkul Kıymetleştirme
Teminatlı Tahvil (covered bond)
Değiştirilebilir Menkul Kıymet (convertible) <sup>4</sup>
Birleşme ve Devralma
Hisse Senedi/Kredi/Faiz Oranı Türevleri
Kaldıraçlı Satın Alma
Hibrid Sermaye (hybrid capital) <sup>5</sup>
Risk Danışmanlığı
Finansal Kurumlar Grubu Sermaye Artırımı <sup>6</sup>
Finansal Kurumlar Grubu Varlık Yükümlülük Yönetimi <sup>7</sup>
Ticaret ve Proje/Gayrimenkul Finansmanı
Emtia Ticareti <sup>8</sup>
İslami Ürünler/Emisyon Ticareti <sup>9</sup>
Sendikasyon Kredisi (Loan House)
Temel Aracılık (Prime Brokerage)

Kaynak: The Banker (2007).

Yukarıda yer alan tablodan da anlaşılacağı üzere; küresel yatırım bankacılığı faaliyetleri İslami finansal ürünlerden, emtia ticaretine kadar uzanan geniş bir yelpazede sunulmaktadır.

<sup>4</sup> Değiştirilebilir finansman (convertible financing) sağlayan ve bono veya imtiyazlı bono olarak ihraç edilen menkul kıymetler, genellikle hisse senedi olmak üzere, diğer menkul kıymetlere dönüşebilme opsiyonunu taşımaktadır (<http://www.sec.gov/answers/convertibles.htm>, Erişim Tarihi: 06.06.2009).

<sup>5</sup> Hibrid sermaye hisse senedi ile ikame edilebilir bir borç [finansal araç] türüdür. İmtiyazlı hisse senedi örneğinden de anlaşılacağı üzere, söz konusu sermaye türü hem borç, hem de hisse senedi özellikleri göstermektedir (<http://lexicon.ft.com/term.asp?t=hybrid-capital>, 03.08.2010).

<sup>6</sup> 2007 yılında finansal kurumlar sermaye artırımı dalında ödül verilen JP Morgan ile ilgili açıklamalar değerlendirildiğinde, söz konusu faaliyetlerin gelişmekte olan ülkelerdeki kurumların finansman ihtiyaçlarının ihraçtan ikincil piyasa işlemlerine kadar yönetilmesini kapsadığı anlaşılmaktadır (bkz. The Banker, 2007).

<sup>7</sup> 2007 yılında finansal kurumlar varlık/yükümlülük yönetimi dalında ödül alan, Societe Generale ile ilgili açıklamalar değerlendirildiğinde, söz konusu faaliyetlerin matematiksel modeller kullanılarak sofistike aktif ve pasif yönetimi hizmetlerini kapsadığı anlaşılmaktadır (bkz.The Banker, 2007).

<sup>8</sup> 2007 yılında emtia ticareti (commodity trading) dalında ödül alan Deutsche Bank ile ilgili açıklamalar değerlendirildiğinde, söz konusu faaliyetin; şirket finansmanı, emtia endeksleri, emtia borsa yatırım fonu (commodity ETF) ve emtiaya dayalı diğer türev araçlar ve yatırım araçlarına yönelik ürün ve hizmetleri kapsadığı anlaşılmaktadır (bkz.The Banker, 2007).

<sup>9</sup> 2007 yılında emisyon ticareti (emissions trading) dalında ödül alan Barclays Capital ile ilgili açıklamalar değerlendirildiğinde, söz konusu faaliyetin AB'nin 2005 yılında yayımladığı Emisyon Ticareti Kuralı (Emission Trading Scheme) çerçevesinde oluşan ve 7 milyar nominal değeri olan piyasadaki karbon kredilerinin alım satımına aracılık edilmesini kapsadığı anlaşılmaktadır (bkz.The Banker, 2007).

### 3.2. ABD’de Yatırım Bankacılığı Faaliyetleri

İkinci olarak, yatırım bankacılığı faaliyetlerinin en geniş olanaklarla icra edildiği ABD yatırım bankacılığı sektöründeki finansal araç ve faaliyet biçimleri aşağıda incelenmektedir.

Aşağıda yer alan tablodan hareketle, ABD’deki yatırım bankalarının temel faaliyet sahalarının; yüklenim (halka arza aracılık), tahsisli satışlar, risk sermayesi yatırımları, varlık finansmanı, yatırım yönetimi, ticari bankacılık, araştırma, türev araçlara dayalı işlemler ve danışmanlık hizmetleri olduğu görülmektedir. Yatırım bankaları bu temel sahalara ilaveten; sigortacılık ürünlerinin pazarlanması ve kredi kartı ihracı gibi nakit yönetimi işlemleri; ticari bankalarda tasarruf mevduatı hesabı açılması işlemine aracılık ve gayrimenkul alım satımına aracılık gibi faaliyetlerde de bulunabilmektedir.

**Tablo 2: ABD’de Yatırım Bankalarının Sunduğu Başlıca Hizmetler**

Hizmet Adı	Hizmetin Tanımı
Yüklenim	Menkul kıymetlerin ihracına aracılık edilmektedir. Bu süreçte finansal veriler incelenmekte, menkul kıymet fiyatlanmaktadır.
Tahsisli (Blok) Satışlar	Şirket hisse senetlerinin borsada halka arz edilmeksizin alıcılara satılması sürecine aracılık yapılmasıdır.
Risk Sermayesi Yatırımları	Şirketlere sermaye yatırımında stratejik rehberlikte bulunulması ve risk sermayesi havuzlarının yönetilmesidir.
Varlık (Şirket) Finansmanı	Varlık alımında ve varlıkların menkul kıymetleştirilmesinde kişi ve kurumlara yönelik faaliyetleri kapsar. Kaldıraçlı satın almalarda şirket sermayesinin riske edilmesini, birleşme ve devralma faaliyetlerinde yüklenimde bulunulmasını, genel olarak şirket finansmanına yönelik tavsiye verilmesini ve süreç yönetimi faaliyetlerini de içerir.
Yatırım Yönetimi	Yatırım fonları, serbest fonlar, özel sermayeli fonlar, yatırım ortaklıkları, kredili alım fonları gibi fonlara yönelik yönetim faaliyetlerini kapsar.
Temel Aracılık Hizmetleri	Esasen serbest fonlara yönelik olarak; kredili menkul kıymet, takas ve saklama gibi temel aracılık hizmetlerini (prime brokerage) kapsar.
Ticari Bankacılık	Yatırım bankasının kendi fonları ile müşterilerinin işlemlerini desteklemesidir. Bu başlık altında sunulan hizmetlere köprü kredisi (geçici kredi) örnek teşkil etmektedir.
Araştırma	Halka açık şirketler ve bunların ihraç ettiği menkul kıymetlerle ilgili araştırmalar yapılmasıdır. Bu araştırmalara dayalı olarak yatırım danışmanlığı hizmeti verilmektedir.
Şirket Danışmanlığı Hizmetleri	Birleşme ve devralmaların yanında; reorganizasyon ve bölünme, birleşme, karmaşık finansman teknikleri, kredili alım yapılması gibi diğer stratejik konularda şirketlere danışmanlık hizmeti verilmesi gibi hizmetleri de kapsamaktadır.
Diğer Faaliyetler	-Türev araç işlemleri. -Döviz işlemleri. -Sigorta ve annüite ürünlerine ilişkin işlemler. -Gayrimenkul alım satımına aracılık. -Nakit hesaba dayalı çek yazılması, kredi/nakit hesap kullanım kartı (debit kart) ihracı. -Ticari bankaların tasarruf mevduatı hesaplarının pazarlanması. -Zengin bireysel müşterilere yönelik servet yönetimi hizmetleri. <sup>10</sup>

Kaynak: Kidwell, Peterson ve Blackwell (1993: 624-628), Gart (1994: 266-270), GAO (2003: 8), Augar (2006: 33, 109) ve IFSL (2006: 9-10).

<sup>10</sup> İnanca dayalı (güvene) ilişki tipi olarak servet yönetimi müessesesi (trust/fiduciary services), servet yöneticisi bir kişinin, başka bir hak sahibi yararına, varlıkları adaletli bir şekilde koruma ve kullanma zorunluluğuna tabi olarak maddi varlıkların sahipliğini üzerinde barındırmasıdır. Bir tür mülkiyet şekli ve varlık yönetim rejimi olan servet yönetimi müessesesi; kurucusu (settlor/truster), servet yöneticisi (trustee) ve hak sahipleri (beneficiary) arasında üçlü bir ilişki oluşturmaktadır (Pedük, 2009: 132-133).

Yukarıda yer alan tablodan da anlaşılacağı üzere; ABD’de yatırım bankaları geniş ölçekli hizmetler verebilmekte ve sermaye piyasaları dışındaki sektörlerin ürünlerinin pazarlanmasına da aracılık yapabilmektedir. Ülkemiz aracı kurumlar sektörünün bulunduğu durumu daha iyi değerlendirebilmek için; küresel finansal kriz öncesine kadar başarılı olduğu düşünülen ABD yatırım bankacılığı sektörünü daha yakından incelemekte fayda vardır.

### **3.3. ABD’de Yatırım Bankacılığının Kısa Geçmişi**

#### **3.3.1. 1929 Krizi ve Ticari Banka Karşıtı Sapma**

ABD’nin ilk yatırım evi 1764 yılında Philadelphia’da faaliyete geçmiştir. ABD’nin sermaye ihtiyacı Rothchilds, Barings ve Speeyers gibi Avrupalı yatırım evlerini cezbetmiş ve Lehmans, Marcus Goldman, Abraham Kahn ve Solomon Loeb gibi Alman Yahudi göçmenlerinin ticari faaliyetlerden özel bankacılık alanına yönelmesine neden olmuştur. 1929 Krizi’nden sonra, ABD kongresi ticari bankaların rekabetine karşı yatırım bankalarını koruma yoluna gitmiştir. 1950’li yıllar ise, ABD’li şirketlerin temel danışmanı haline gelen, yatırım bankaları için refah dönemi olmuştur (Gart, 1994).

19 uncu yüzyılın son yirmi yılında ABD ekonomisinde gözlenen birleşme faaliyetleri çerçevesinde; ABD ekonomisinin yeniden yapılanması yatırım bankacılığı hizmetlerine yönelik talebi artırmak suretiyle, sektörün büyümesine ivme kazandırmıştır. Glass-Steagall düzenlemesi ve Büyük Depresyon, yüklenim hizmetlerine yönelik talebin azalmasına neden olurken, yeniden yapılanmaya yönelik talebin artmasına neden olmuştur. İkinci Dünya Savaşı sonrasında, yüklenim ve şirket yapılandırması konularında süregelen genişlemeye ilaveten, emeklilik fonları başta olmak üzere kurumsal yatırımlar da gelişme göstermiştir. Öte yandan, [ticari banka ve yatırım bankalarına yönelik düzenleme çerçevesine bakıldığında;] İngiltere geleneksel olarak tarafsız ve Almanya son zamanlara dek sermaye piyasaları aleyhine/bankacılık lehine politikalar izlerken, ABD’deki düzenleyici çerçevenin her zaman için ticari banka karşıtı sapma gösterdiği görülmektedir (Rybczynski, 1995).

#### **3.3.2. 1980 Sonrası Dönem ve Büyük Yatırım Bankaları**

Sermaye piyasalarına dayalı finansmanın her zaman önemli olduğu ABD’de, menkul kıymet yüklenimi ve dağıtımı konusunda ön planda yer alan büyük menkul kıymet aracılık şirketleri etkinliklerini sermaye piyasalarının hızla büyümeye başladığı 1980’lerle birlikte daha da artırmıştır.

ABD sermaye piyasalarında faaliyet gösteren “sermaye piyasaları menşeilii” finansal hizmet sağlayıcıları; yatırım danışmanlık şirketleri (investment advisory firms), menkul kıymet aracılık şirketleri (brokerage firms) ve her iki şirket türüne de kayıtlı olan çifte kayıtlı şirketler (dually registered) olarak sınıflandırılabilir. Öte yandan, ABD sermaye piyasalarındaki aracılık süreçlerinde önemli bir yere

sahip olan söz konusu şirket türleri dışında, sermaye piyasaları menşeli finansal hizmet sağlayıcılar sınıfında, finansal danışmanlar (financial advisors/financial consultants) ve finansal planlamacılar (financial planners) da yer almaktadır (Hung ve bşk., 2007).

2006 yılı itibarı ile ABD sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım danışmanlığı ve aracılık şirketlerinin adetleri sırasıyla 10.484 ve 5.068'dir. Öte yandan her yıl 500-550 adet arası şirket çifte kayıtlı olarak kayda geçmektedir. Sayıları fazla görünmekle birlikte, ABD sermaye piyasalarında az sayıda broker-dealer ve yatırım danışmanlığı şirketi etkili konumdadır. Sektörel yoğunlaşmayı yatırım bankacılığı açısından değerlendirdiğimizde, 2004 yılı itibarı ile ilk 10 aracılık firmasının sektörün komisyon gelirinin % 45'ini elde ettiği görülmektedir (Hung ve bşk., 2007).

Küresel kriz öncesinde ABD yatırım bankacılığı sektörüne bakıldığında; ABD sermaye piyasalarında büyük yatırım bankaları arasında tam hizmet yatırım bankacılığı yapan ilk 20'lik grubun sektörün en büyüklerini oluşturduğu görülmektedir. Tam hizmet yatırım bankacılığı hizmeti sunan menkul kıymet aracı kurumları listesinin, en büyük ve karlı şirketlerini içeren, ilk 10'u ise; "bulge bracket" olarak adlandırılmaktadır (Augar, 2006). Bulge bracket önde gelen kademe anlamına gelmektedir ve ABD'deki halka arzlarda yüklenimi yöneten şirketleri ifade etmektedir. Gilpin (1987), halka arza ilişkin ilanlarda en prestijli yer olan en sol bölümde unvanı bulunan firmanın temel yüklenici (lead underwriter) sıfatıyla yüklenimin önemli bir bölümünü üstlenerek sendikasyonu yönettiğini, diğer yatırım bankalarının da yüklenim tutarı ve rollerine göre ilanda yer aldığını belirtmektedir.

**Tablo 3: Küresel Yatırım Bankacılığı Gelirleri (18.07.2006 ve 18.07. 2007)**

18 Temmuz 2007 Tarihindeki Sıralaması	18 Temmuz 2006 Tarihindeki Sıralaması	Banka Adı	Net Gelir (milyon dolar)	Piyasa Payı (%)
1	2	JP Morgan	3,759	7,6
2	3	Citigroup	3,370	6,8
3	1	Goldman Sachs	3,202	6,5
4	8	UBS	2,956	6,0
5	4	Morgan Stanley	2,917	5,9
6	5	Merrill Lynch	2,864	5,8
7	6	Credit Suisse	2,721	5,5
8	7	Deutsche Bank	2,541	5,1
9	9	Lehman Brothers	1,927	3,9
10	10	Bank of America	1,516	3,1
11	15	ABN Amro	986	2,0
12	12	Barclays Capital	975	2,0
13	11	Royal Bank of Scotland	975	2,0
14	14	BNP Paribas	884	1,8
15	-	Wachiova	886	1,7
Alt Toplam *			32.429	65,6
Toplam**			49.410	100

\* İlk 15 yatırım bankasının gelirleri toplamı.\*\* Küresel yatırım bankacılığı gelir toplamı.

Kaynak: Euroweek (2007).

Büyük yatırım bankası olarak kabul görmenin ölçütlerinin başında yatırım bankacılığı piyasasında oluşan gelirden fazla pay alınması gelmektedir. Küresel kriz öncesinin zirve noktaları arasında yer alan 2006 ve 2007 yıllarını kapsayan yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere; 18 Temmuz 2007 tarihi itibarı ile küresel yatırım bankacılığı gelirlerinin önemli bir kısmını ABD'li yatırım bankaları elde etmiştir. Anılan tarih itibarı ile en fazla gelir elde eden ilk 15 yatırım bankasının net geliri (32,4 milyar dolar), global net gelirin (49,4 milyar dolar) % 65'ini teşkil etmektedir.

Yatırım bankacılığının en karlı sahalarından biri olan yüklenim sürecinin başarıyla yönetilmesinde, yönlendirici şirketlerin tecrübeli ve aynı zamanda da güçlü bir sermaye ve dağıtım ağına sahip olması önem taşımaktadır. Augar (2006), gerek hissedarlarının, gerekse çalışanlarının kar beklentilerine uygun olarak; kendi sermayesini de sermaye piyasası işlemlerine konu eden ve satış, araştırma, alım



satım aracılığı, yüklenim, danışmanlık, varlık yönetimi ve diğer hizmetleri bulunan tam hizmet sunan aracı kurumların Leviathan<sup>11</sup> olabilmek için; sabit getirili araçlar, hisse senetleri, birleşme ve devralma, finansal yeniden yapılandırma işlemleri, finansal kurumlar ve hükümetlere tavsiyelerde bulunma faaliyetleri ve kurumsal yatırımcılara ve serbest fonlara yönelik (menkul kıymet/türev araştırma ve satış işlemlerinden oluşan) hizmetlerinin bulunması gerektiğini belirtmektedir.

Büyük yatırım bankaları ABD ve küresel sermaye piyasalarında önemli bir itibara sahiptir. Ancak, tam bir beyaz yakalı faaliyet kolu görünümündeki yatırım bankacılığının; yüksek risk, tamah ve açgözlülük gibi yönlerinin, söz konusu itibarı hızla eritebileceğini de not etmekte fayda vardır. Nitekim 2007 yılının ortalarında ABD’de eşik altı ipotekli konut kredileri alt sektöründe ortaya çıkan kriz; ABD yatırım bankacılığı sektöründe iflas noktasına varan finansal başarısızlıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu kapsamda, Bear Stearns kamusal desteklerle JP Morgan’a satılmış, Lehman Brothers iflas etmiş ve Merrill Lynch’de Bank of America’ya satılmıştır.<sup>12</sup>

### 3.4. Türkiye’de Yatırım Bankacılığı Faaliyetleri

Ülkemizde faaliyet gösteren aracı kurumların temel faaliyet konuları; halka arza aracılık, alım satıma aracılık, türev araçların alım satımına aracılık, repo ve ters repo, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği ve kredili işlemlerdir. Bu faaliyetlere ilaveten; ülkemiz aracı kurumları; araştırma, birleşme ve devralma, halka arz, yeniden yapılandırma, özelleştirme ve kamu sektörüne yönelik kurumsal danışmanlık hizmetleri, stratejik yatırım ve döviz alım satımı da yapabilmektedir.<sup>13</sup> Öte yandan, AB mevzuatının sermaye piyasası mevzuatına adapte edilmesi durumunda aracı kurumların faaliyet sahasında sınırlı da olsa bir gelişmenin olabileceği düşünülmektedir.

ABD ve AB üyesi ülkelerdeki yatırım bankacılığı faaliyetleriyle kıyaslandığında, ülkemizdeki aracı kurumların faaliyet sahalarının ve işlem konusu

<sup>11</sup> Leviathan Tevrat ve İncil’de kötülüğü temsil eden bir su canavardır. Siyasi yazındaki yerini ise, Thomas Hobbes’un Leviathan adlı eseri ile almıştır. Hobbes bu ifadenin mutlak güce sahip kudretli ve zamanla tahakküm eden bir devleti ifade ettiğini belirtmiştir. Yazar Augar da söz konusu ifadeyi ABD’nin en büyük yatırım bankalarını tarif etmek için kullanmaktadır.

<sup>12</sup> Küresel finansal kriz ile birlikte gündeme gelen ABD finansal piyasalarının yeniden düzenlenmesine yönelik tartışmalarda önemli bir kaynak belge niteliğini taşıyan The Department of The Treasury (2009: 21) da American International Group (AIG) ile birlikte ABD’li yatırım bankalarının ani iflaslarının finansal kriz sürecinde en fazla istikrarsızlığa neden olan olaylar olduğu belirtilmektedir. Anılan raporda söz konusu kurumlarda yaşanan finansal başarısızlıklarda; yüksek kaldıraç, finansal sistemdeki diğer oyuncularla önemli finansal bağların bulunması ve etkin olmayan düzenleme/denetim yapılarının etkili olduğuna yer verilmiştir. Ayrı bir incelemenin konusunu teşkil etmekle birlikte, ABD finansal piyasalarında gerçekleştirilmesi beklenen reformlar kapsamında, kriz sürecinde önemli değişimlerin yaşandığı ABD yatırım bankacılığı sektörünün geleceğinin yeniden şekillendirilmesinin gündemde olduğunun belirtilmesinde fayda görülmektedir.

<sup>13</sup> Daha önce aracı kurumlar, sadece sermaye piyasası faaliyetleri kapsamında ve hesap sahibi müşterileri ile olmak kaydıyla döviz alım satımına yetkiliydiler. TCMB’nin, 32 sayılı karar ile Hazine Müsteşarlığı’nın 91-32/5 sayılı Tebliğine İlişkin I-M Sayılı TCMB Genelge’sinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin, 2008/4 sayılı Genelgesi ile aracı kurumlara uluslararası piyasalardan alınacak verilere göre serbestçe belirlenecek kurlar üzerinden döviz alım satımı yapılması imkânı tanınmıştır.

ettikleri finansal araçların (ürünlerin) sırasıyla; sermaye piyasası ve sermaye piyasası araçları ile sınırlı olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, ülkemiz aracı kurumlar sektöründeki finansal araç ve ürünler, küresel eğilimlerin aksine banka ve sigortacılık sektörlerinin ürün ve hizmetlerini içermeyen izole bir yapıdadır. Dolayısıyla, ABD’li yatırım bankaları sermaye piyasası araçlarının yanı sıra; emtia, gayrimenkul, para piyasası ve sigortacılık ürünlerini de pazarlama fırsatlarına sahipken, ülkemiz aracı kurumları “ilk seviye finansal araç görünümündeki” devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), hisse senetleri, repo ve ters repo ve yatırım fonu gibi araçları pazarlayabilmektedir. Ne var ki ülkemizdeki; kronik nitelik gösteren kamu kesimi borçlanma gereksiniminin yüksekliği, finansal sistemin sağlığı ve alım gücü sınırlı tasarruf sahibinin sermaye piyasalarına yeteri tevaccüh göstermemesi; aracı kurumların faaliyetlerini fiilen DİBS ve hisse senedi pazarlanmasına dayalı komisyon aracılığına indirgemıştır.

#### IV. Yatırım Bankacılığının Gelişme Koşulları

Rybczynski (1995), yatırım bankacılığının gelişmesinde rol oynayan unsurları aşağıdaki gibi belirlemiştir.

- Sermayenin ve birbirini destekleyen finansal piyasaların gelişmesi,
- Kişi başına gelir ve servetin artması ile ortaya çıkan ekonomik ve teknolojik gelişmenin, yatırım bankacılığı ürün ve araçlarına talebi artırması,<sup>14</sup>
- Kurumsal kapitalizmin (finansal kapitalizmin) gelişmesinin geleneksel ticari bankacılık karşısında yatırım bankacılığını güçlendirmesi,
- Finansal varlıklara ilişkin mülkiyet haklarının geniş kitlelere yayılması,<sup>15</sup>
- Düzenleyici çerçevenin sermaye piyasaları ve yatırım bankaları lehine tasarlanması.

19 uncu yüzyılın ikinci yarısından günümüze, ABD sermaye piyasaları ve yatırım bankaları özel sektör finansmanında önemli bir işlev üstlenmiştir. Buna karşılık, Türk finansal sisteminde sermaye piyasalarının ve yatırım bankalarının ekonomik gelişmeye görece katkısı sınırlı olmuştur. Öte yandan, 1930’lu yılların ABD’indeki düzenlemelerle ortaya çıkan ticari bankalara/krediye (Rybczynski (1995) de yer alan ifadesiyle ticari banka karşılığı sapma) karşı yatırım bankacılığını/ menkul kıymetleri destekleyen bir yaklaşımın ülkemizde sistematik biçimde mevcut olduğunu söylemek de güçtür. Kaldı ki az gelişmiş veya gelişmekte olan ülke statüsünü bir türlü değiştiremeyen bir ekonomi için böyle bir beklenti de gerçekçi görünmemektedir.

<sup>14</sup> İstikrarlı ve düzgün büyüme patikası içinde olan bir ekonomideki finansal gelişme sermaye piyasaları finansal araçları ve araçlarını da geliştirebilmektedir. Bu bağlamda finansal varlıklar içinde hisse senedi ve özel sektör borçlanma araçlarının payının artışı, aynı zamanda, yatırım bankalarının da önemini artıran bir olgudur. Buna ilaveten başta bireysel emeklilik ve sigorta fonları olmak üzere, kurumsal yatırımcıların ağırlıklı olarak menkul kıymetlere yatırım yapması da sermaye piyasalarının ve yatırım bankacılığının gelişmesinde önemli rol oynamıştır.

<sup>15</sup> Finansal mülkiyet haklarının geniş halk kitlelerine yayılması, birleşme ve devralmalar yoluyla, bu haklar üzerinde hâkimiyet savaşlarına ve yatırım bankacılığının yeni kar sahalarına kavuşmasına neden olmuştur.

Bununla birlikte, 1982 yılında ortaya çıkan Banker Krizi'ne kadar gelişen ve ağır bir ekonomik kriz ile son bulan düzensiz yatırım bankacılığı dönemi sonrasında, İMKB'nin 1986 yılında faaliyete geçmesi yatırım bankacılığında da yeni bir sayfanın açılmasına neden olmuştur. Bu yeni dönemdeki beklenti, sermaye piyasaları ile birlikte aracı kurum faaliyetlerinin de hızla büyümesi ve banka dışı kurum olarak finansal sistemi geliştirecek aracı kurumların zaman içinde gelişmiş ülkelerdeki gibi büyük yatırım bankalarına dönüşmesiydi. Ancak sektörün geneline bakıldığında, bu beklentinin karşılandığını söylemek mümkün görünmemektedir.

Aracı kurumların finansal ölçeğinin yeterince gelişmemesi (bkz. 5.2.1) ve aracı kurumlarda sunulan finansal ürün çeşitliliğinin artırılmaması yanında; sektörel daralma da dikkat çekici görünmektedir. 1990'ların başında aracı kurum sayısının halka açık şirket sayısına yakın ve bazen de ondan fazla olması dikkat çekicidir. Bu kapsamda 1991 ve 1992 yıllarında aracı kurum sayısı sırasıyla 137 ve 142 adet iken, halka açık şirket sayısı 134 ve 145 adet olarak gerçekleşmiştir (bkz. Yeloğlu, 2007; İMKB, 2008). 2008 yılı sonuna gelindiğinde ise 67 adedi banka kökenli olmayan ve 31 adedi banka kökenli olmak üzere toplam aracı kurum sayısı 98 adede kadar gerilemiştir (TSPAKB, 2009).

Makro perspektiften bakıldığında ülkemizde yatırım bankacılığının gelişmesi; faizlerin düşmesi başta olmak üzere borsanın arz ve talep yönlü güçlenmesine zemin hazırlayan ekonomik bir çevrenin varlığı, halka arz yoluyla sağlanan kaynakların finansman aracı olarak görece öneminin artması, borsanın arz yönünün güçlendirilmesi, halkın tasarruflarını zorunlu veya gönüllü olarak yatırım bankalarınınca sunulan finansal varlıklarda değerlendirerek borsanın talep yönünün güçlendirilmesi ve yatırım bankacılığı hizmetleri sunan kurumların evrensel bankacılık hizmetleri sunan mevduat ve katılım bankaları karşısında rekabetçi gücünün artması ile ilişkilidir.

Aracı kurumlar sektörünün yeterince gelişmemesinde etkili olduğunu düşündüğümüz yapısal ve ikincil nitelikteki sorunlara yönelik değerlendirmelerimiz aşağıda yer almaktadır.

## **V. Aracı Kurumların Gelişememe Nedenleri**

Aracı kurumların yeterince gelişmemesindeki nedenleri; yapısal nedenler ve yapısal nedenlerle etkileşim gösteren sektöre özgü etkenler olarak iki grupta inceleyebiliriz.

Bu kapsamda ekonomik ve finansal altyapıdaki az gelişmişlik, yatırım kültürü ve fon akımlarında sermaye piyasaları dışına doğru yönelimler yapısal etkenler olarak sektörel az gelişmişlik üzerinde etkili olmuştur. Bunlara ilaveten sektördeki girişim sermayesinin yetersiz olmasının, komisyon aracılığına dayalı egemen faaliyet anlayışının, şirketler ve yatırımcılarla uzun vadeli ilişki kurma güçlüklerinin ve komisyon aracılığı faaliyetleri dışında risk alma ve girişimcilik yetersizliklerinin de, yapısal etkenlerle etkileşim gösteren sektöre özgü etkenler olarak aracı kurumlar sektörünün az gelişmesinde etkili olduğu görülmektedir.

### 5.1. Ekonomik ve Finansal Altyapı

Dışa bağımlı ve kararsız bir kalkınma sürecinde sermaye piyasalarının özel sektörün finansmanında ilk planda yer almaması, derinlik ve genişliği yetersiz finansal piyasaların kamu finansmanına odaklanması, fon akımlarında sermaye piyasaları dışına yönelimler ve borsanın arz ve talep yönünden yeterince gelişmemiş olması aracı kurumların gelişmesini engelleyen başlıca yapısal nedenler arasındadır. Söz konusu nedenler aşağıda kısaca değerlendirilmektedir.

- 1) Büyüme/Kalkınma Sürecindeki İstikrarsızlıklar ve Tasarruf Oranının Düşük Olması; Kalkınma sürecinin dışa bağımlı ve kararsız yapısı ekonominin ve finansal sistemin düzgün ve dengeli büyümesi için gerekli olan istikrarlı bir altyapının oluşmasına engel olmuştur. Öte yandan yurt içi tasarrufların yetersiz olması, finansal varlıklara yönelik genel talep ile birlikte, sermaye piyasası araçlarına yönelik talebin de azalmasına neden olmuştur.
- 2) Finansal Mimarinin Etkileri; 1980 sonrası ekonomik anlayışı içinde kemikleşen yüksek kamu kesimi finansmanı gereksinimi/enflasyon/faiz olguları; İMKB'nin giderek ikincil DİBS piyasasına dönüşmesine neden olmuştur. Bu süreçte özel sektörün finansman olanakları kısıtlanmış, kolay ve spekülatif kara alışan finansal sistem yaratıcılıktan uzaklaşmıştır. Öte yandan, 1990 sonrasında ortaya çıkan finansal krizlerde borsada yaşanan olağan dışı değer kayıpları ve sermaye piyasaları finansal araçlarında yaşanan finansal başarısızlıklar da sermaye piyasalarına yönelik bakışı olumsuz yönde etkilemiştir.
- 3) Fon Akımlarında Sermaye Piyasaları Dışına Yönelimler;
  - a. Finansal Varlık Dışı Tasarruflar; Altın ve gayrimenkul sektörlerine yönelik güçlü talep ve söz konusu sektörlerin finansal sistem ile bütünleşmesinin sınırlı olması; finansal araç/aracıların büyümesini yavaşlatmakta ve bu bağlamda sermaye piyasalarının gelişimi de sekteye uğramaktadır.
  - b. Sermaye Piyasaları Dışında Kalan Tasarruf Biçimleri; Sermaye piyasaları dışında özellikle bankacılık ürünlerine yönelik talep, sermaye piyasalarında sunulan finansal ürünlerin cazibesini azaltabilmektedir. Öte yandan tasarrufların çeşitli saiklerle nakit olarak tutulması da (yastık altı para) finansal varlıklara yönelik fon akımlarını azaltmak suretiyle sermaye piyasalarına yönelik fon arzının azalmasına neden olmaktadır.
  - c. Kayıt Dışı Ekonomi/Hukuk Dışı-Yetersiz Düzenlenmiş Finansal Ürünler; İzinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinde sunulan finansal ürünlere (örn. sermaye piyasası mevzuatına aykırı olarak yapılan halka arz faaliyetlerinde sunulan finansal ürünler) ve yeterince düzenlenmemiş finansal ürünlere (örn. spot nitelikteki forex işlemleri) yönelik talep de, sermaye piyasasında sunulan finansal ürünlerin cazibesini azaltabilmektedir.
  - d. Yurt Dışı Finansal Varlıklara Yönelim; İstikrarsızlık, güven sorunu, kayıt dışı faaliyetler ve suç ekonomisi gibi nedenlerle yurt içi yerleşiklerin, yurt dışı finansal varlıklara yönelik güçlü bir talebi bulunmaktadır. Boyutları

tam olarak bilinmemekle birlikte, süreklilik arz ettiği düşünülen söz konusu yönelim ölçüsünde resmi finansal varlıklara yönelik talep gerilemektedir.

- 4) Borsa'nın Arz Yönlü Yetersizlikleri; Sermaye piyasası finansmanı; banka kredisi, yurt dışı finansman olanakları ve iç kaynaklara dayalı finansman gibi alternatif finansman seçenekleri karşısında ikincil nitelik göstermektedir. Bu bağlamda menkul kıymetlerin halka arz edilmesi yoluyla sağlanan finansmanın sınırlı boyutlarda kalması; sermaye piyasalarında gerçekleştirilen finansal aracılığın yeterince gelişmemesine neden olmaktadır.
- 5) Borsa'nın Talep Yönlü Yetersizlikleri;
  - a. Bireysel Talep; Halkın tasarruf alışkanlıklarında borsa yatırımlarının ön planda yer almaması ve yaşanan güven kayıpları; borsa yatırımlarına yönelik bireysel yatırımcı talebinin öngörülen ölçülerde gelişmesine engel olmuştur.
  - b. Kurumsal Talep; Ülkemizde emeklilik sisteminin sosyal güvenlik sistemi bağlamında kamusal ağırlıklı olması ve fon açığı vermesi; bireysel emeklilik sisteminin gönüllülük esasına dayanması ve ölçeğinin küçük olması; yatırım fonları, özel sermayeli fon, sigorta, üniversite, yerel yönetim ve merkezi yönetim gibi kurumsal fon kaynaklarının açık vermesi/ sınırlı ölçüde fon yaratabilmesi; kurumsal talebin piyasayı yönlendirici etkisinin azalmasına neden olmuştur.

Öte yandan, ekonomik kurumların kalitesinin, zengin ve fakir ülkeler arasındaki en önemli farklılığı teşkil ettiğini de belirtmek gereklidir (Kay, 2004). Bu nedenle, mevcut iş yapma/tasarruf/yatırım kültürünün yanı sıra, sermaye piyasalarının resmi ve özel sektör tarafından kurumsal eksiklerinin de, sermaye piyasaları kaynaklı finansal az gelişmişlikte rolü olabileceğini değerlendirmek gereklidir.

## **5.2. Fon Akımlarında Sermaye Piyasaları Dışına Yönelimler**

Ekonomideki fon akımları (bireysel/kurumsal yatırım tercihleri) üzerinde sermaye piyasaları; bankacılık, sigorta ve diğer finansal alt sektörler, finans dışı sektörler ve hukuk dışı faaliyetlerin yarattığı sektör ile rekabet halindedir. Bu kapsamda söz konusu sektörlerle yönelik fon akımlarının artışı, sermaye piyasalarına yönelik fon akımlarının azalmasına neden olmakta ve dolayısıyla aracı kurumlar sektörünün de gelişmesini olumsuz yönde etkilemektedir.

Farklı sektörlerdeki finansal olan/olmayan varlıkların fon akımlarının çekilmesi konusundaki rekabetine ilaveten, şirketler kesiminin finansmanı için de yerel sermaye piyasaları dışındaki piyasaların rekabeti bulunmaktadır. Bu noktada banka kredisi ve yurt dışı piyasalardan bankacılık veya sermaye piyasaları kanalıyla sağlanan finansman arttıkça; yurt içi sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte, sektördeki temel finansal aracı konumundaki aracı kurumların da gelişimi yavaşlamaktadır.

Bu kapsamda izleyen alt bölümlerde sermaye piyasalarının temel rekabetçisi

konumundaki; bankacılık sektörü, gayrimenkul ve altın/kuyumculuk sektörü temelinde etkinliğini gösteren finans dışı sektörler, yastık altı para, yurt dışı finansal varlıklara yönelim, kayıt/hukuk dışı ve yetersiz düzenlenmiş faaliyetlere yönelik fon akımları ana hatlarıyla değerlendirilmektedir.

### **5.2.1. Bankacılık Sektörü ve Banka Odaklı Finansal Sistem**

Ülkemizdeki ilk banka, kâğıt paranın değerindeki düşmelere engel olmak amacıyla, 1845 yılında kurulan İstanbul Bankası'dır. İstanbul Bankası'ndan sonra, temelde Osmanlı İmparatorluğu'nun bütçesinin dönemsel nakit ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla başka bankalar da faaliyete geçmiştir.

Şirket kavramının ve özel sektör ekonomisinin ülkemizde geç gelişmesi ve Cumhuriyet döneminde devlet öncülüğünde gerçekleştirilmeye çalışılan kalkınma süreci Türk finansal sisteminde bankacılığı ön plana çıkarmıştır. Bankacılık tarihsel olarak Türk finansal sistemini yönlendiren başlıca finansal aracılık türüdür.

Finansal varlık olarak bankacılık kaynaklı ürünlerin finansal ürün tüketicilerinin ağırlıklı tercihine konu olması, bu ürünlere münhasıran sahip olan bankacılık sektörünü de finans sektörünün önde gelen temel finansal aracısı konumuna getirmiştir.

Türk finans sektörünün 2002 yılında 310 milyar TL olan aktif büyüklüğü 2009 yılı itibarı ile yaklaşık 1.075 milyar TL'na ulaşmıştır. Bu büyüklük içinde bankacılık sektörü % 79,6'lık oran ile en büyük paya sahip olurken, en yakın takipçileri olan sigorta şirketleri ve menkul kıymet yatırım fonları toplam finansal varlıkların sırasıyla % 3,2 ve % 2,8 ine sahiptir.

**Tablo 4: Türk Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü (2002-2009)**

Milyar TL	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Dağılım (%, 2009)
TCMB	74,1	76,5	74,7	90,1	104,4	106,6	113,5	110,0	10,5
Bankalar	212,7	249,7	306,4	406,9	499,7	581,6	732,5	834,0	79,6
Fin.Kir.Şirk.	3,8	5,0	6,7	6,1	10,0	13,7	17,1	14,6	1,4
Faktoring Şirk.	2,1	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8	10,4	1,0
Tüketici Fin.Kir.	0,5	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7	4,5	0,4
Varlık Yön. Şirk.	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	0,2	0,4	0,4	0,0
Sigorta Şirk.	5,4	7,5	9,8	14,4	17,4	22,1	26,5	33,3	3,2
Emeklilik Şirk.	0	3,3	4,2	5,7	7,2	9,5	12,2	15,7	-
Aracı Kurumlar*	1	1,3	1,0	2,6	2,7	3,8	4,2	5,2	0,5
MKYO	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,1
MKYF	9,3	19,9	24,4	29,4	22,0	26,4	24,0	29,6	2,8
GYO	1,1	1,2	1,4	2,2	2,5	4,1	4,3	4,7	0,4
GSYO	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0
<b>Toplam</b>	<b>310,1</b>	<b>365,0</b>	<b>430,4</b>	<b>560,1</b>	<b>669,0</b>	<b>770,8</b>	<b>935,6</b>	<b>1.074,6</b>	<b>100,0</b>
v.y.: Veri Yok. *Eylül 2009 verisi kullanılmıştır. MKYO: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları; MKYF: Menkul Kıymet Yatırım Fonları; GYO: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları; GSYO: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları									

Kaynak: BDDK (2010).

Aşağıda yer alan tablodan da anlaşılacağı üzere, ülkemizde bankacılık kaynaklı finansal araçların hane halkı finansal varlıkları içindeki payı dikkat çekicidir. Bu bağlamda 2005 yılında toplam finansal varlıkların % 68,4'ü tasarruf mevduatı ve döviz tevdiat hesaplarında yer alırken, 2010/Mart itibarı ile bu oran % 73,1'e yükselmiştir. Söz konusu yıl ve dönem itibarı ile borsa sistemi ile ilişkili varlıklara bakıldığında ise yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarına aktarılan varlık tutar ve oranının artış gösterdiği, buna karşılık hisse senetlerine aktarılan fon oranının azalma gösterdiği dikkat çekmektedir.

**Tablo 5: Türk Hane Halkı Finansal Varlıklarının Dağılımı  
(2005, 2008, 2010/Mart) (milyar TL, %)**

	2005		2008		2010/Mart	
	Milyar YTL	% pay	Milyar YTL	% pay	Milyar TL	% pay
Tasarruf Mevduatı*	90,4	41,2	188,7	51,2	220,3	51,2
DTH*	59,8	27,2	89,0	24,2	94,1	21,9
DTH (milyar ABD doları)	44,5	-	59,1	-	61,7	-
Dolaşımdaki Para	18,3	8,3	30,6	8,3	36,6	8,5
DİBS+Eurobond	32,6	14,9	19,7	5,3	12,5	2,9
Yatırım Fonu	-	-	20,8	5,6	26,4	6,1
Hisse Senedi	15,7	7,2	10,6	2,9	27,3	6,4
Emeklilik Yatırım Fonları	1,2	0,5	6,4	1,7	9,7	2,3
Repo	1,5	0,7	2,2	0,6	1,8	0,4
Kıymetli Maden Deposu	v.y.	v.y.	0,3	0,1	1,2	0,3
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>219,5</b>	<b>100,0</b>	<b>368,3</b>	<b>100,0</b>	<b>429,9</b>	<b>100,0</b>
v.y.: Veri Yok. * Tasarruf mevduatı ve DTH, katılım fonlarını da içermektedir.						

Kaynak: TCMB (2008 ve 2010).

Dolayısıyla ülkemiz hane halkı varlıklarının dağılımı incelendiğinde, sermaye piyasası varlıklarına yatırımın güçlü olduğu ABD ve İngiltere gibi sermaye piyasası odaklı finansal sistemlere sahip ülkelerden farklı olarak, banka kaynaklı finansal varlıklara yönelimin öncelikli olduğu görülmektedir.

### 5.2.2. Resmi Finansal Sistemin Büyümesine Engel Olan Rekabetçiler

Ülkemizde sermaye piyasasının sınırlı yatırım olanakları sunması, banka dışı kurumların gelişiminin yetersiz olması ve aşırı kamu borçlarından kaynaklanan dışlama etkisi nedenleriyle; formel tasarruflar bankalara ve kamu kağıtlarına kaymaktadır. Formel olmayan tasarrufların ortaya çıkmasında ise; yüksek enflasyon ve ağır vergi sistemi etkili olmuştur. Enflasyon ve vergi sisteminin karşılıklı etkileşiminden kaynaklanan çarpıklıklar ve piyasada algılanan enflasyonun yüksek değişkenlik göstermesi nedenleriyle; döviz cinsinden varlıklar, altın ve gayrimenkul gibi enflasyon ve vergi etkisinden korunma olanağı sağlayan varlıklara yönelik [informel bir] tasarruf akımı ortaya çıkmaktadır (Dünya Bankası, 2003). Bu unsurlara ilaveten yastık altı para, yurt dışı finansal varlıklara yönelim ve kayıt dışı ekonomi ve hukuk dışı faaliyetler de; resmi yerel finansal sistemin ve dolayısıyla sermaye piyasası aracılığının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır.

Diğer nedenlerin yanında mevduata güven içinde sürekli pozitif reel getiri sağlanamaması nedeniyle de büyüyen informal tasarruf sektörü, ülkemiz finans sektörünün görece olarak küçük kalmasına neden olmuştur. Bu kapsamda büyüyen



alternatif sektörlerden biri de gayrimenkul sektörü olmuştur. Dolayısı ile, diğer saiklerin yanında, tasarruf sahibinin paranın zaman değerini koruyabilmek amacıyla da gayrimenkul yatırımlarına yöneldiği söylenebilir. Ülkemizdeki gayrimenkul ekonomisinin, gelişmiş ülkelerdeki ölçülerde finansallaşmamış olması, gayrimenkul sektörünün büyümesi karşılığında; finans sektörünün küçülmesine veya daha küçük bir oranda büyümesine neden olmaktadır. Bu süreçte gayrimenkul ediniminde kurumsal olmayan finansmanın artışı; finansal fon akımlarının azalması ve finans sektörünün küçülmesi ile sonuçlanabilmektedir. Buna karşılık banka kredisine dayalı gayrimenkul finansmanı ise, menkulleştirmeye dayalı finansmanın etkin olmaması nedeniyle, sadece belli ölçülerde bankacılık ve sigortacılık sektörünün gelişimine katkı sağlamaktadır. Konut kredilerinin GSMH'ya oranı açısından bakıldığında, konut sektörü kaynaklı finansal sektör büyümesinin kısıtlı olduğunu söylemek mümkündür.

Pazar ekonomisi şartlarının yeterince olgunlaşmadığı ve istikrarsızlığın etkili olduğu ekonomiler başta olmak üzere, kıymetli madenler sektörünün ekonomideki fon akımları üzerinde önemli etkileri vardır. Sosyo-ekonomik nedenlerle altın ülkemiz için de önemli bir tasarruf aracı niteliğindedir. Dolaşımdaki tahmini büyüklük ve ithalat/ihracat verileri açısından ülkemiz dünyadaki en önemli altın piyasalarının başında gelmektedir. Gayrimenkul sektörünün finansal sistemle bütünleşememesi gibi, altın/kuyumculuk sektörünün de finansal sistemle bütünleşememesi söz konusu sektörün büyümesi karşısında finansal sistemin esasen küçülmesine neden olmaktadır.

Öte yandan, Türklerin yurt dışındaki tasarrufları ve yastık altı para da Türk finans sektörünün güdük kalmasının dikkat çekici nedenlerinin başında gelmektedir.

Finansal sistemin işlevlerini belli bir etkinlik seviyesinde yerine getirememesinin bir sonucu da, para ve sermaye piyasalarında gayri resmi faaliyetlere yönelimdir. Gayri resmi ekonomik faaliyetler; izinsiz mevduat toplanması, tefecilik, izinsiz bono satışı, izinsiz repo işlemi ve izinsiz halka arz faaliyetlerinden doğabilmektedir. Ülkemizde kayıt dışı ekonomiye ilişkin bilimsel çalışmalarda para ve sermaye piyasasındaki gayri resmi fon arz ve talebine ilişkin tahminlere genelde yer verilmemekle birlikte; söz konusu sahalarda oluşan fon akımlarının resmi finans sisteminin küçülmesine ve finansal ürün tüketicilerinin zarar görmesine neden olduğu düşünülmektedir.

### **5.3. Sektörel Eğilimler**

Aracı kurumlar sektöründe dikkat çeken bazı eğilimlerin sektörün öngörülen gelişmeyi gösterememesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Bu eğilimlerin başında; girişim sermayesi yetersizliği, egemen faaliyet biçiminin komisyon aracılığı olması, şirketler ve yatırımcılarla uzun vadeli ilişki kurma güçlükleri ve sektörün risk alma/girişimcilik eksikleri gelmektedir.

### 5.3.1. Girişim Sermayesi Yetersizliği

Aracı kurumlar sektöründe sermaye yeterliliğine yönelik düzenlemeler, 26.6.1998 tarih ve 23384 sayılı mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren, Seri:V,No:34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği ve ilgili ilke kararlarından oluşmaktadır. Tebliğ aracı kurumların risklerine orantılı sermayeye sahip olmasını amaçlamakla birlikte, uygulamaya girdiği tarihten bu yana aracı kurumların sermaye artırımı zorunluluklarının yetki belgesi için öngörülen tutarların değişiminden kaynaklandığı görülmüştür. Dolayısıyla aracı kurumlar fiilen sermayelerini risklerine göre değil, 1998 öncesinin (Tebliğ’in yayımı öncesinin) uygulaması olan sahip olunan yetki belgeleri için her yıl ilan edilen “sahip olunması gereken asgari öz sermaye” tutarına göre artırmaktadır.

ABD ve AB üyesi ülkelerde faaliyet gösteren aracı kurumların sahip olması gereken asgari öz sermaye tutarlarıyla kıyaslandığında; ülkemizde faaliyet gösteren aracı kurumların sahip olmaları gereken zorunlu sermaye tutarı az görünmemektedir. Ne var ki aracı kurumların sermaye yeterliliği ölçütü çerçevesinde belirlenen düzenleyici sermayesinin idari olarak yeterli görünmesi; sektörün yeterli girişim sermayesine sahip olduğu anlamına gelmemektedir.

Bankalarla kıyaslandığında aracı kurumların sermaye tabanları zayıftır. Borçlanma olanakları da temelde müşterilerin kredili işlemlerinin finanse edilmesiyle sınırlıdır. Dolayısıyla sektör, aktif varlık/yükümlülük yönetimi bağlamında geleneksel etkin finansal aracı konumundaki, bankaların yatırım bankacılığı konusundaki rekabetine karşı sermaye ve dış finansmana dayalı olarak etkili mukavemet gösterme olanağından yoksundur. Bununla birlikte aracı kurumlar sektörünün komisyonculuk faaliyeti üzerinde yoğunlaşmış olması ve ülkemizde icra edilen işlem tipolojisi itibarı ile söz konusu faaliyet biçiminin yüksek sermaye gerektirmemesi karşısında; sahip olunan sermaye ve sektörel vizyon arasında çelişkili bir durum olduğundan söz etmek güçtür.

### 5.3.2. Dağıtım Kanalları

ABD’de 2005 yılı itibarı ile NASD kaydında bulunan broker-dealer sayısı 5.200, söz konusu firmalara ait merkez dışı örgüt sayısı ve kayıtlı temsilci sayısı ise sırasıyla 104.000 ve 660.000’in üzerindedir.<sup>16</sup>

Buna karşılık şube ve irtibat bürosuna dayalı merkez dışı örgüt faaliyetleri daralma gösteren Türk aracı kurumlar sektörünün; acentelik yoluyla yaygın dağıtım kanallarına sahip olduğu ve alternatif dağıtım kanalı olarak ise internet işlemlerinin öneminin arttığı söylenebilir.

2006 yılında aracı kurumlar sektörünün 234 şube, 69 irtibat bürosu ve 4.406 acente olmak üzere toplam merkez dışı örgüt sayısı 4.824 iken, söz konusu sayılar 2008 yılı itibarı ile sırasıyla; 185, 44, 5.664 ve 5.893 adet ve 2009 yılı itibarı ile de 157, 39, 5.846 ve 6.042 adet olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık, 2006 yılında İMKB’deki işlemlerin % 7’sinin internetten ve % 0,5’inin de çağrı merkezlerinden

<sup>16</sup> İnternet: <http://www.finra.org/PressRoom/NewsReleases/2005NewsReleases/P015125>

(Erişim Tarihi: 21.02.2008).

gerçekleştirildiği, söz konusu oranların 2008 yılı itibarı ile % 9,3 ve % 0,4'e ve 2009 yılı itibarı ile de % 14,3 ve % 0,5'e erişebildiği dikkate alındığında; borsa işlemlerinde alternatif dağılım kanallarının internet işlemlerinde görülen gelişme bağlamında bir gelişme gösterdiği söylenebilir (TSPAKB, 2007, 2009, 2010).

### **5.3.3. Egemen Faaliyet Anlayışı**

Halka arz dışındaki işlemlerin büyüklüğü aracı kurumlar tarafından genellikle açıklanmak istenmediğinden, aracı kurumlar tarafından icra edilen yatırım bankacılığı sektörünün büyüklüğünün tam olarak belirlenmesi mümkün olmamaktadır (TSPAKB, 2009).

Aşağıda yer alan tablodan anlaşılacağı üzere, aracı kurumların gelir kompozisyonunda, menkul kıymet alım satım işlemlerinden kaynaklanan net komisyon gelirleri toplam gelirlerin ağırlıklı kısmını oluşturmaktadır. Nitekim 2005-2009 döneminde söz konusu kalemden elde edilen gelirler toplam gelirlerin yarısından fazlasını oluşturmuştur. Aracılık komisyonları dışındaki diğer ana faaliyet gelirleri ise aracı kurumlar için ikinci önemli gelir kalemi niteliğini taşımaktadır (TSPAKB, 2007, 2008 vd., 2009).

**Tablo 6: Aracı Kurumlar Sektörünün Gelir ve Gider Yapısı (2005-2009)**

<i>Ana Kalemlere Sektörel Gelirin Yüzde Dağılımı</i>	31.12.2005		31.12.2006		31.12.2007		31.12.2008		31.12.2009	
Net Komisyon Geliri (%)	52,6		59,8		55,8		63,3		64,8	
Diğer Ana Faaliyet Gelirleri (%)*	36,7		35,7		37,6		35,6		29,4	
Alım/Satım Kar Zararları (%)	10,8		4,5		6,6		1,1		5,8	
Toplam	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
	31.12.2005		31.12.2006		31.12.2007		31.12.2008		31.12.2009	
<i>Net Komisyon Gelirlerinin Tutar ve Alt Kalemlere Dağılımı</i>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)
Hisse Senedi Komisyonları	956.550	98,7	596.143	95,6	520.3	86,0	358.802	76,5	461.925	80,0
SGMK Komisyonları	11.654	1,2	12.489	2,0	70,1	11,6	10.421	2,2	12.408	2,1
Vadeli İşlem Komisyonları	913	0,1	11.718	1,9	14,6	2,4	99.758	21,3	102.320	17,7
Diğer Menkul Kıymet Aracılık Komisyonları**	263	0,0	3.236	0,5	0,0	0,0	14	0,0	636	0,1
<i>Brüt Komisyon Gelirleri</i>	969.381	100	623.587	100	-	100	-	-	-	-
Komisyon İadeleri	430.501	-44,4	-63.656	-10,2	-	-	-	-	-	-
Acentelere Ödenen Komisyonlar	-48.696	-5,0	-40.996	-6,6	-	-	-	-	-	-
<i>Net Komisyon Gelirleri</i>	490.184	50,6	518.934	83,2	605,0	-	468.995	100	577.288	100
<i>Diğer Ana Faaliyet Gelirlerinin Tutar ve Alt Kalemlere Dağılımı***</i>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)	Bin TL	(%)	Bin TL	(%)
Varlık Yönetimi Geliri	159.984	46,8	103.336	33,9	158,1	38,8	54.479	42,4	69.221	46,6
Kredili İşlem Faiz Geliri	72.952	21,3	99.528	32,7	114,3	28,1	-	-	-	-
Kurumsal Finansman Geliri	26.553	7,8	56.678	18,6	76,9	18,9	49.042	38,2	30.679	20,6
Diğer Komisyonlar	27.273	8,0	23.193	7,6	32,5	8,0	24.960	19,4	48.750	32,8
Diğer Gelirler	55.140	16,1	21.754	7,1	25,5	6,3	-	-	-	-
Toplam	341.904	100	304.490	100	407,2	100	128.481	100	148.650	100
<i>Alım Satım Kar/Zararları ve Alt Kalemlere Dağılımı</i>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)	Bin TL	(%)	Bin TL	(%)
Kamu SGMK****	58.216	58,0	27.313	71,6	128,2	-	29.042	-	33.842	-
Hisse Senetleri	39.900	39,8	10.057	23,3	28,9	-	-54.610	-	-2.109	-
Diğer	2.215	2,2	801	5,1	-85,9	-	33.828	-	15.951	-
Toplam	100.331	100	38.171	100	71,2	-	8.261	-	51.902	-
<i>Faaliyet Giderleri*****</i>	Bin YTL	(%)	Bin YTL	(%)	(mn TL)	(%)	Bin TL	(%)	Bin TL	(%)
Personel Giderleri	294.922	47,6	352.053	51,4	421,9	54,1	403.276	53,1	384.706	52,1
Genel Yönetim Giderleri	174.125	28,1	172.082	25,1	189,8	24,3	-	-	-	-
Pazarlama, Satış Giderleri	30.172	4,9	44.641	6,5	42,7	5,5	43.180	5,7	39.461	5,3
İşlem Payları, Saklama Ücretleri	26.252	4,2	29.018	4,2	33,3	4,3	36.640	4,8	42.386	5,8
Diğer Resmi Giderler	62.365	10,1	62.371	9,1	68,1	8,7	253.295	33,4	249.443	33,8
Amortismanlar	31.805	5,1	24.384	3,6	23,9	3,1	22.861	3,0	22.093	3,0
Toplam Faaliyet Giderleri	619.844	100	684.553	100	779,7	100	759.252	100	738.089	100
<p>Tablonun aktarılmasında veri bulunmayan satırlar bilinçli olarak boş bırakılmıştır.*Önceki yıllar verisiyle uyumlu bir veri seti sunulması amacıyla; diğer ana faaliyet gelirleri kalemi 31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibarı ile TSPAKB (2010: 129) verilerinde yer alan hizmet gelirleri ve diğer gelirler toplamından oluşmaktadır.**31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibarı ile TSPAKB (2010: 130) verilerine göre diğer menkul kıymet aracılık komisyonları kalemi yabancı menkul kıymet net komisyon gelirlerini içermektedir.**31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibarı ile söz konusu başlık TSPAKB (2010: 131) da "hizmet gelirleri" adı altında verilmiştir. Söz konusu veri setinde kredili işlem faiz gelirleri ve diğer gelirler için bir veriye yer verilmezken, mevcut tabloda "Diğer Komisyonlar" başlığı altında yer alan veri anılan Kurum'un raporunda "diğer komisyon ve gelirler" başlığı altında verilmiştir.*** Bu bölümde ilgili yıllarda zarar olarak görünen alt kalemlere ilişkin yüzde kırılıma yer verilmemiştir. 31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibarı ile Kamu SGMK başlığı yerine TSPAKB (2010: 132) de "DİBS" başlığına yer verilmesine karşın, önceki verilerle kavramsal birliğin sürdürülmesi bakımından tablodaki mevcut ifade korunmuştur.**** Bu bölümde yer alan kalemlere 31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibarı ile faaliyet giderleri başlığı yerine; pazarlama, satış, ar-ge giderleri ve genel yönetim giderleri başlıkları altında yer verilmiştir. Tablonun bu bölümünde yer alan pazarlama, satış giderleri 2008 ve 2009 yılları için ar-ge giderlerini de içeren, diğer bölümlerde yer alan veriler önceki veri yayınlama sistematığına 2008 ve 2009 yılı verilerinin aktarılmasını içermektedir.</p>										

Kaynak: TSPAKB (2007 vd.; 2008 vd.; 2010 vd.).

17 TSPAKB (2010: 133) da 2008 ve 2009 yılları itibarı ile "esas faaliyetlerden diğer gelirler" başlığı altında yer verilen ve anılan yıllar itibarı ile sırasıyla 92 milyon TL ve 61,7 milyon TL olan müşterilerden alınan faiz gelirlerinin kredili işlem faiz gelirlerini de içerdiğine yer verilmiştir. Söz konusu raporda 2009 yılı itibarı ile anılan hesabın %90'ından fazlasının kredili müşterilerden elde edilen faiz gelirlerinden oluştuğu belirtilmektedir.

TSPAKB (2009 ve 2010) verileri incelendiğinde, tamamlanan kurumsal finansman faaliyetlerinin ve bu faaliyetler içinde sermaye artırımı/temettü dağıtımının adetleri 2007 yılında 263 ve 124; 2008 yılında 126 ve 37 ve 2009 yılında ise 207 ve 148 olarak gerçekleşmiştir. Anılan yıllar itibarı ile tamamlanan birincil ve ikincil halka arz adetleri toplamı sırasıyla 11, 3 ve 3; tamamlanan satın alma-birleşme alışı ve satış adetleri toplamı ise 42, 34 ve 10; Özelleştirme İdaresine verilen danışmanlık hizmetlerini kapsayan tamamlanan özelleştirme alışı/satışları toplamı ise 6, 5 ve 1 adet olarak ve şirketin hisselerinin bir kısmını yatırım amaçlı alabilecek yatırım fonu, risk sermayesi şirketleri vb. finansal yatırımcılar bulunmasına yönelik finansal ortaklık sözleşmeleri ise söz konusu üç yılda sadece 1'er adet olarak gerçekleşmiştir.

Bu veriler çerçevesinde yüksek enflasyonun ve sosyo-ekonomik istikrarsızlıkların hüküm sürdüğü ve ekonomik vizibilitenin alabildiğine azaldığı bir ekonomide, aracı kurumlar sektöründe komisyon gelirin dayalı kazanç anlayışının; araştırma, halka arz, birleşme-devralma, finansal mühendislik gibi sektörel gelişimin önünü açacak hizmetlerin/sahaların etkinlik kazanmasının önüne geçtiğini söylemek mümkündür.

#### **5.3.4. Şirketler ve Yatırımcılarla Uzun Vadeli İlişki Kurma Güçlükleri**

Yatırım bankacılığı işlem bazlı değil, ilişki bazlı bir faaliyettir (Huang, Shangguan ve Zhang, 2008). Ne var ki aracı kurumlar sektöründe başta banka kökenli aracı kurumlar olmak üzere sınırlı sayıda firma; yatırımcılar ve şirketlerle uzun vadeli ve güçlü ilişkiler geliştirebilmiştir.

Şirketler kesimi ile uzun süreli ve güçlü ilişkilerin kurulamamasının altında, sermaye piyasası finansmanı bilgisinin/işlemlerinin görece öneminin düşük olması başlıca nedeni teşkil etmektedir. Bu kapsamda sermaye piyasası aracılık/danışmanlık hizmetlerinin önem ve katma değerinin düşük olduğu veya (halka arz zamanı gibi) belli dönemlerde ve sınırlı bir ölçüde önem kazandığı görülmektedir. Sermaye piyasasının ve sermaye piyasası finansal araçlarının görece öneminin az olmasının sonucu olarak; şirketler kesimine yönelik neredeyse hiç yatırım danışmanlığı faaliyeti yapılmazken, portföy yöneticiliği ve halka arza aracılık gibi faaliyetler de dönemsel ve sınırlı biçimde önem kazanmaktadır.

Yatırım bankaları müşterileriyle alım satım aracılığı, araştırma raporları ve menkul kıymet halka arz hizmetlerindeki sürekli işlemler aracılığıyla ilişkiler geliştirmektedir. Yatırımcılarla kurulan ilişki ağı yatırım bankalarının menkul kıymet pazarlamasına yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda daha büyük yatırımcı ağına sahip olan yatırım bankaları daha fazla sayıda yatırımcının halka arza yönelmesine katkı sağlamaktadır (Huang, Shangguan ve Zhang, 2008). Ülkemizdeki borsa işlemlerinin arz ve talep yönünün zayıf olması ve manipülatif karakter gösterdiğinin düşünülmesi; yatırımcılarla uzun süreli ve güçlü ilişkilerin kurulmasının önündeki en büyük engel durumundadır. İflas eden aracı kurumlardaki

alacaklılar, tahtası kapanan borsa şirketlerindeki hisse senedi sahipleri ve ilk halka arzlarda yaşanan sorunlar gibi çeşitli olumsuz tecrübeler de, sıradan tasarruf sahibinin borsa yatırımdan uzaklaşmasına ve kalan yatırımcıların da uzun süreli yatırımlar yerine kısa vadeli yatırımlara yönelmesine neden olmaktadır.

### 5.3.5. Risk Alma ve Girişimcilik Eksikleri

Aracı kurumlar sektörü uzun vadeli risk almaktan kaçınmaktadır. Birleşme-devralma veya stratejik yatırımcı olunması gibi kaldıracı yüksek danışmanlık/yatırım işlevleri yerine, sektörün ağırlıklı olarak borsa komisyonculuğuna yöneldiği görülmektedir. Aslında sadece aracı kurumlar değil, bütün finansal araçlar benzer durumdadır. Kalkınma ve yatırım bankaları ekonomik kalkınmaya katkı yapacak ölçekte uzun vadeli finansman sağlayacak sermayeden (ve büyük ölçekli kredi olanaklarından) yoksundur, mevduat bankaları krediyi devlete vermektedir. Öte yandan izinsiz halka arzlardan sağlanan fonların büyüklüğü değerlendirildiğinde, katılım bankalarının farklı öncelikleri bulunan kesimlerin taleplerini yeterince etkin biçimde karşılayamadığı da anlaşılmaktadır.

Aracı kurumlar sektörünün ikincil piyasa işlemlerine ve kısa vadeli yatırımlara/finansmana yönelmesinin altında; sermaye piyasalarının banka ve sigortacılık sektörlerinin yanında kısa vadeli bir doğaya sahip olması ve çalışmanın 2 nci bölümünde incelenen aracı kurum bilançosunun niteliksel özelliklerinin de payı bulunmaktadır. Yukarıda yer alan unsurlar, ülke ekonomisinin kısa vadeli ve gizil/açık istikrarsızlıklar içeren yapısı ile birleşince; aracı kurumların en kısa vadenin finansal aracısı oluşunu anlamak kolaylaşmaktadır. Ne var ki gerçek yatırım bankacılığı, komisyon aracılığının ötesinde; yurt içi/dışı şirket finansmanı, yaygın bireysel/kurumsal yatırım danışmanlığı/portföy yönetimi, reel kesim projelerine finansman/danışmanlık hizmetleri sunulması, risk sermayesi yatırımları, uluslar arası piyasa işlemleri ve finansal mühendisliğin icra edilebildiği bir finansal aracılık uygulamasına karşılık gelmektedir.

Bu noktada, ülkemizdeki aracı kurumların az gelişmişliğini gidermenin basit formülleri olmadığını tespit etmek gereklidir. Bu kapsamda, sektörel gelişme yolunda ABD'deki gibi ticari banka karşıtı sapma yaratacak bir yapı veya aracı kurumların cebine (vergisel teşvikler veya zorunlu uygulamalar ile bireysel emeklilik için talep yaratılması gibi) doğrudan para koyan düzenlemeler olmadığını, düzenlemecinin sektörü geliştirici olduğu düşünülen tasarruflarının etkinliğinin de kısıtlı olduğu görülmektedir. Örneğin aracı kurumların faaliyetlerinde çeşitlilik sağlanması amacıyla türev araçların alım satımına aracılık yetkisi hayli geçmiş bir zamandan intikal ediyor olsa da (söz konusu yetki 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'un 20 nci maddesi ile kabul edilmiştir, İnceoğlu, 2004), aradan geçen yıllar söz konusu faaliyet sahasını aracı kurumlar için yaygın ve önemli bir gelir kaynağına dönüştürememiştir. Keza Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ'e (04.9.2005 tarih ve 25926 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: V, No: 83 sayılı Tebliğ ile) ilave edilen aracı kurumların sunabileceği diğer hizmetlere ilişkin 4/A maddesinde; aracı

kurumların ilgili kurumlardan ve SPK'dan gerekli izinleri almak suretiyle sermaye piyasası faaliyetleri dışında kalan finansal ürün ve hizmetleri sunabilmesinin mümkün olduğuna yer verilmiştir. Bununla birlikte; söz konusu madde kapsamında sektörel faaliyet sahasının genişlemediği görülmüştür. Son yıllarda önemli bir gelişme gösteren vadeli işlemlerin ise; yeni bir komisyon aracılığı sahası olarak gelir çeşitliliğinin gelişmesine katkı sağladı görülmekle birlikte, diğer yenilikçi gelişmelere koştur olarak, sektörde yapısal bir dönüşümün kaynağı olamayacağı düşünülmektedir.

Makro ekonomik yapı ve sektördeki yapısal sorunlardan önemli ölçüde etkilendiği düşünülen sektörel risk alma ve girişim eksikliği; aracı kurumların komisyon aracılığı dışında kalan sermaye piyasası faaliyetlerine ve ilgili mevzuatların izin verdiği ölçüde banka ve sigortacılık faaliyetlerine yönelmesi ile giderilebilir. Fakat alım gücü ve halkın ilgisinin yetersiz olduğu düşüncesiyle komisyon aracılığında da yaratıcı uygulamalardan uzaklaşılması gereklidir. Kuşkusuz Türk aracı kurumlar sektöründe yaratıcı uygulamalar da bulunmaktadır; fon türlerindeki çeşitlilik (serbest fonlar, anapara garantili fonlar, emtia fonları, çevreci fonlar vb.), bazı aracı kurumlarda ahlaki yatırım ölçütüne göre sunulan hizmetler ve büyük aracı kurumlardaki yatırım bankacılığı hizmetleri gibi uygulamalar buna örnek teşkil edebilir.

Bu kapsamda gelir seviyesi düşük kesimler için (yatırım fonu/emeklilik fonu gibi finansal varlıkları da içeren) yatırım hesabının düşük tutarda düzenli ödemelerle büyütülmesine dayalı otomatik yatırım planı/aylık yatırım planı gibi uygulamalara yönelmesi, gelir seviyesi yüksek kesim için ise yurt içi/dışı ürün ve hizmetleri de kapsayan özel bankacılık hizmetlerinin sunulması (veya mevcut hizmet kalitesinin geliştirilmesi) mümkündür. Aracı kurumlar sektöründe daha yaygın biçimde, şirketler kesimine ve kamu kurumlarına yönelik danışmanlık hizmetlerinde bulunması da ilave gelir elde edilmesine yardımcı olacaktır.

Ancak asıl önemlisinin kurumsal hizmetler ve yatırım bankacılığı hizmetlerine dayalı gelirlerin yaygın ve istikrarlı biçimde artırılabilmesi olduğuna şüphe yoktur. Aracı kurumların gelişimi üzerinde düzenlemelerin, borsada yatırım kültürünün, kurumsallaşma ve yabancı aracı kurumların olası etkileri izleyen bölümde değerlendirilmektedir.

#### **5.4. Aracı Kurumların Gelişimi Üzerinde Mevzuatın Etkisi**

Aracı kurumların risk alma ve faaliyetlerini geliştirme konusundaki tutumunu belirleyen unsurlar arasında, aracı kurumlar mevzuatının etkisinin bulunup bulunmadığının eleştirel bir gözle değerlendirilmesinde fayda vardır.

Aracı kurumların aktif ve finansman yönetimi bağlamında sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan kısıtları vardır. Aracı kurumlar Seri:V, No: 46 sayılı Tebliğ'in 58 inci maddesi uyarınca aracılık amacıyla alıp sattıkları sermaye piyasası araçlarına ilişkin veya bunlardan bağımsız olarak borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası araçları dışında, kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkarmamakta,

kendi hisse senetlerini temsil eden depo edilen menkul kıymet sertifikalarını ihraç edememekte, ticari amaçlı gayrimenkul alım satımında bulunamamakta ve kredili menkul kıymet işlemlerine ilişkin mevzuatın imkan verdiği haller hariç olmak üzere ödünç para verme işlemleri yapamamaktadır. Ayrıca SPK'nın ilke kararlarıyla aracı kurumların halka arz yoluyla kaynak sağlaması da, belli bir ölçüğün üzerindeki aracı kurumların halka açılmasına imkân verilmesi suretiyle, güçleştirilmiştir.<sup>18</sup> Bu yaklaşımın altında geçmişten gelen olumsuz tecrübeler bulunduğu haklı olarak düşünülse bile sonuç; sermaye piyasası finansmanına erişimin buna en yakın (ve en fazla ihtiyaç duyan) kurumlar için zorlaştırılması olmuştur.

Aracı kurumların girişim özgürlüğünün önündeki asıl dikkat çekici engel ise yukarıda kısmen değindiğimiz faaliyet sahasındaki kısıtlardır. Menkul kıymet işlemleri ve yatırım bankacılığı hizmetlerinin birleştiği ABD ve İngiltere (Augar, 2006) finansal aracılık modelinin aksine, ülkemizdeki aracı kurumlar yapısal nedenlerle ürün/hizmet çeşitliliği ve talep yönünden yetersiz görünen sermaye piyasasında atomize olmuştur. Örneğin aracı kurumlar ABD'li yatırım bankalarının aksine; menkul kıymet işlemleri dışında müşterilerine kredi verememekte, kredi kartı çıkaramamakta, gayrimenkul-sigorta-kıymetli maden alım satımı gibi faaliyetlerde bulunamamaktadır. Yeterince girişimci bir sektörün bütün kısıtların üstesinden gelebileceğine ilişkin rezervimiz ile birlikte, ürün ve hizmet çeşitliliğinin gelişmesini engelleyen faaliyet sahasındaki kısıtların da, aracı kurumların geniş ölçekli hizmet sunan finansal araçılara dönüşmesine engel olduğunu tespit etmemiz gereklidir.

Aracı kurumlar sektöründe faaliyet gösterilmesinin genel işlem maliyetleri de yüksektir.<sup>19</sup> Ancak bu noktada, işlem teminatı/blokaj gibi bazı teminat türleri ile kredili işlemlerde genel olarak gözlenen aşırı teminatlandırma uygulamalarının işlem maliyetlerini artırmakla birlikte; sermaye piyasalarının güven içinde çalışmasına katkı sağladığını da belirtmek gereklidir.

Yukarıda çerçevesi çizilmeye çalışılan yapı, ilgili mevzuatlardan kaynaklanan kısıtların yanı sıra, Banker Krizi sonrasında şekillenen aracı kurum faaliyet sahasına yönelik geleneksel düzenleyici anlayışın izlerini de taşımaktadır. ABD'de sermaye piyasalarında gerçekleştirilen finansal aracılık çerçevesi ile yatırım bankacılığına terfi eden kurumlar ile ülkemizde faaliyet gösteren aracı kurumlar

<sup>18</sup> SPK'nın 30.12.2009 tarih ve 38/1170 sayılı Kararı ile 01.01.2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, finans piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin halka açılma ve kayıtlı sermayeye geçiş başvuruları için asgari tutar 32,7 milyon TL olarak belirlenmiştir. Aracı kurumları da kapsayan söz konusu karar ile öngörülen asgari sermaye tutarı ortalama aracı kurum sermayesinin oldukça üzerindedir.

<sup>19</sup> Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunan 104 aracı kurumun, sermaye piyasası mevzuatında yer alan 39 adet bilgi verme ve raporlama yükümlülüğüne uyum amacıyla gerçekleştirdikleri 257 adet faaliyet için yıllık bazda katlandıkları 255 uyum maliyetinin değeri, standart maliyet modeli uygulanarak 2007 yılı itibarıyla yaklaşık 181 milyon YTL olarak hesaplanmıştır. Bu maliyet tutarı, aynı tarihteki ortalama döviz kuruna göre yaklaşık 135 milyon dolara tekabül etmektedir. Aracı kurumların katlandığı toplam uyum maliyetlerinin 31.12.2006 tarihli sektör mali tablolarında yer alan aktif toplamlarına oranı % 6,6, öz sermaye toplamlarına oranı % 12, brüt faaliyet gelirlerine oranı % 22 ve faaliyet giderlerine oranı % 26 yapmaktadır. Öte yandan, büyük ölçekli aracı kurumlar orta ölçekli olanlara göre 4,3 kat, orta ölçekli aracı kurumlar da küçük ölçekli olanlara göre 2,7 kat maliyete katlanmaktadır (Kılıç, 2007: 254-255, 266, 268).



arasındaki yetkisel farkları da ifade eden yukarıdaki muhafazakâr finansman/ varlık/yükümlülük yönetimi yapısının girişim gücünü azalttığına şüphe yoktur.

Bununla birlikte mevzuatı (veya düzenleyici ve denetleyici otoritenin düzenleme konusundaki yaklaşımını) sektörün az gelişmesinin temel nedeni olarak görmenin de doğru olmadığı düşünülmektedir. Kanaatimizce, sektörün az gelişmişliğinde, aracı kurumların komisyon aracılığı dışındaki sahalarda risk alma ve girişimcilik konusundaki eksiklerinin de payı bulunmaktadır. Nitekim Gart (1994) menkul kıymetlerini halka arz eden şirketlerin, NYSE'nin üyelerinin halka açık olmama şartının ortadan kalkmasına neden olduğunu belirtmektedir. Ülkemizde ise İMKB (2008) verilerine göre; halka açık banka ve katılım bankası sayısı 17; sigorta şirketi sayısı 7; finansal kiralama ve factoring şirketi sayısı 8; holding ve yatırım şirketi sayısı 18 iken aracı kurum sayısı sadece 1'dir.<sup>20</sup> Söz konusu veri; ölçek, kurumsal yapı ve vizyon açısından sektörün nerede olduğunu özetler niteliktedir.

Sermaye piyasası mevzuatının aracı kurumlar sektörünün faaliyet sahasının bazı yönlerinde rijit tutumunun bulunduğunu tespit etmekle birlikte, mevzuatın sektörde istenen gelişmeye neden olamasa da “fırsat sunan/yaratan” yönlerinin bulunduğu da belirtilmesi gereklidir. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatında rijitlikten serbestiye giden yolda Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ'e ilave edilen 4/A maddesinin, komisyon oranları ve blokaj uygulamasındaki serbestleşmelerin önem taşıdığı düşünülmektedir.

### **5.5. Borsada Yatırım Kültürü ve Aracı Kurumlar**

Sermaye piyasası araçlarına yönelik kurumsal kesim ve hane halkı talebinin sınırlı olması, aracı kurum finansal aracılığının yeterince büyüyememesine neden olan başlıca etkenler arasında yer almaktadır. Bu kapsamda ülkemizdeki gelir seviyesinin düşüklüğü, borsa yatırıma ilişkin olumsuz tecrübeler, borsanın manipülatif yapısının olduğu ve yatırımcının korunmasında yeterli özenin gösterilmediği düşüncesi gibi hususların, borsa kaynaklı finansal araçların yeterli itibar görmemesi ve sermaye piyasalarına özgü aracılığın yeterince gelişmemesi üzerinde etkili olduğu düşünülebilir.

Toplumdaki yatırım kültürünü alışkanlıklar ve koşullar yönlendirebilir. Bunun için ülkemizden verilebilecek en iyi örnek, altın ve gayrimenkulün ekonomik koşullar ve yatırım alışkanlıklarının da etkisiyle, en önemli yatırım araçları arasında yer almasıdır. Yatırımcı geleneksel olarak anladığını ve bildiğini düşündüğü sahaya yatırım yapmaktadır. Altının, gayrimenkulün, DİBS'in veya mevduatın yanında “riskli borsa” Türkiye için mahalledeki yeni çocuk gibi görünmektedir.

Ülkemizde özellikle bireysel yatırımcıların finansal okuryazarlığının yetersiz olması ve finansal varlıklarda değerlendirilen yatırımların risklerinin yönetilmesinde temel risk yönetim ilkelerinin yeterince göz önünde bulundurulmaması; sermaye piyasaları ile ilintili yatırımlarda ortaya çıkan tekil/sistemsel finansal başarısızlıkların nedenleri arasında kabul edilebilir. Anılan olguya; Banker Krizi, İmar Bankası'nın iflası (bkz. Coşkun, 2008 vd.) ve Anadolu'daki bazı şirketlerin

<sup>20</sup> İMKB (2010) verilerine göre 2 adet aracı kurum daha halka arz için başvuruda bulunmuştur.

menkul kıymetlerini mevzuata aykırı olarak halka arz etmek suretiyle izinsiz para toplamasına dayalı hukuk dışı finansman temin edilmesi (bkz. Coşkun, 2010) gibi olaylarda ortaya çıkan olumsuz tecrübeler örnek olarak verilebilir. Farklı nitelikler taşımakla birlikte; günümüzde Forex işlemlerinde görülen kontrolsüz büyümenin de, benzer sonuçlara neden olma riskini taşıdığını belirtmekte fayda vardır.

Dolayısıyla, aracı kurumların yeterince büyümemesinin gerekçelerini sorgularken, işe önce sermaye piyasaları finansmanının ve borsa kültürünün gelişememe nedenlerini incelemekle başlamak doğru gibi görünmektedir.

### **5.6. Kurumsallaşma, Yabancı Sermaye ve Aracı Kurumlar Sektörü**

Şirketlerin büyümesinde kurumsallaşmanın önemi büyüktür. Ülkemizdeki şirket tipolojisine bakıldığında egemen yapının, profesyonel kadroları bulunsa da, aile şirketlerine dayandığı görülmektedir. Aracı kurumlar sektörü de bu genel eğilimden etkilenmiştir.

99 aracı kurumun 31.12.2005 tarihli kamuyu aydınlatma platformu (KAP) formları üzerinde çalışmalarda bulunan Sağlam (2006) da yer alan dikkat çekici bulgular aşağıda yer almaktadır. Buna göre;

- 99 aracı kurumun 26 adedi banka iştirakidir. Geriye kalan aracı kurumların 50 adedi doğrudan aile şirketi ve 23 adedi de holding iştiraki olmak suretiyle aile şirketi niteliği taşımaktadır.
- Aile şirketi niteliğindeki aracı kurumların aktif büyüklüğü, müşteri sayısı ve işlem hacmi açısından sektördeki payları sırasıyla % 14; %11 ve % 23 olmakla birlikte sermaye piyasasındaki etkileri fazladır.
- 50 adet olan aile şirketi niteliğindeki aracı kurumların 42 adedinde yönetim kurulu üyeleri arasında ve 28 adedinde de genel müdür ile yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkileri bulunmaktadır. Söz konusu aracı kurumların 15 adedinde yönetim kurulu başkanı ve genel müdür arasında ayırım bulunmazken, 30 adedinde de genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesidir.
- Buna karşılık holding iştiraki 23 aracı kurumun 4 ünde yönetim kurulu üyeleri arasında ve 1 inde de genel müdür ve yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık bulunmaktadır. Söz konusu aracı kurumların tamamında yönetim kurulu başkanı ve genel müdür arasında ayırım varken, 14 ünde genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesidir.
- Banka iştiraki 26 adet aracı kurumda ise; yönetim kurulu üyeleri ve genel müdür ile yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkisi bulunmamaktadır. Buna karşılık söz konusu aracı kurum sınıfında da 7 aracı kurumda genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu gözlenmiştir.

Sektörel büyüme fırsatlarının sürekli ve dengeli olmadığı aracı kurumlar sektöründe sermayenin yönetiminde güvenlik motifinin ön plana çıkması; özellikle banka kökenli (ve yabancı sermayeli) olmayan aracı kurumlarda aile şirketlerine

dayalı yapının oluşumuna zemin hazırlamıştır. Dolayısıyla, aile şirketlerinin kendine özgü niteliklerinin yanı sıra, aracı kurumlar sektöründe güvenilir/yetişmiş üst düzey profesyonel arzının yetersiz olduğunun düşünülmesinin de mevcut yapıda etkisi olabilir. Sayıları az ve sektörleri farklı olsa da ülkemizde de köklü ve başarılı aile şirketleri bulunmaktadır. Dolayısıyla aile şirketlerine peşinen iyi veya kötü demek doğru değildir. Bununla birlikte kurumsallaşma, yeniliklerin adaptasyonu, girişimcilik gibi konularda aile şirketi hüviyetindeki aracı kurumların muhafazakâr davrandığı ve söz konusu yapının büyük kaynaklara erişiminin sınırlı olduğu değerlendirilebilir.

Sektörde birleşme ve devralmaların yaygın olmamasının altında (sektördeki oynak/düşük karlılık yapısı ile ilgili mevzuatın birleşme/devralmaları yeterince teşvik etmemesinin<sup>21</sup> yanı sıra), aile işletmesine dayalı muhafazakâr yapının da payı olduğu düşünülmektedir.

Son yıllarda aracı kurumlar sektöründe yabancıların payının hızla artması aile işletmesi niteliği taşıyan küçük aracı kurumların sayısının azalmasına yol açmıştır. Dolayısıyla 2005 yılına ilişkin Sağlam (2006) da yer verilen değerlendirmelerin görece etkisinin azaldığını düşünmemiz yanlış olmayacaktır. SPK'nın aracı kurum kurumsal yönetim yapısının etkinliğini artırmaya yönelik politikaları yanında, aile şirketleri yerine yabancı sermayeli aracı kurumların sayısının artması aracı kurumlar sektöründe ve sermaye piyasalarında neleri değiştirebilir?

Öncelikle şunu tespit etmekte fayda vardır. Aracı kurumlar sektörü; kurumsallaşma, sermaye yetersizliği, aşırı rekabet, borsa kültürünün gelişmemesi, gelir kaynaklarının çeşitlendirilememesi, geçmiş dönemde borsada yaşanan sorunlar ve düzenleme/denetime tabi olmaktan kaynaklanan maliyetler gibi sorunlar karşısında yabancı alıcıyı adeta kurtarıcı olarak görmüş ve sektörde yabancı aracı kurumların payı önemli ölçüde artmıştır. Dolayısıyla bağımsız aracı kurum sayısının azalmasına neden olan söz konusu gelişmeyi, sadece doğal seleksiyon ve piyasa ekonomisi mantığıyla açıklamaya çalışmak olgunun ancak bir yönüyle ilgilendirilmesi anlamına gelmektedir.

Yabancı aracı kurumlarda görülen artışın aracı kurumlar sektöründeki kurumsallaşmayı ve yurt dışı pazarlama olanaklarını geliştirmesi beklenebilir. Küresel kriz koşullarında şüphe uyandıran bir önerme gibi görünse de, yukarıda bahsedilen beklentilere; ana ortağın son kredi mercii rolünü üstleneceğine yönelik kabul çerçevesinde, yabancı aracı kurumlar sayesinde sektördeki iflas riskinin azalması beklentisini de ilave etmek olasıdır. Bununla birlikte yabancıların (ana grubun finansman olanaklarından ve bilgi birikiminden yararlanarak yatırım

<sup>21</sup> Vergi kanunlarını bir kenara koyarsak sektöre özgü düzenleme olarak aracı kurumların birleşme/devralma sürecinde tabi olacağı kurallar SPK'nın 7.12.2001 tarih ve 57/1621 sayılı kararı ile belirlenmiştir. Buna karşılık Seri:5, No: 34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği'nin sermayenin güçlendirilmesine ilişkin 11 inci maddesinde birleşme yoluyla oluşturulan yeni aracı kurumlar ve bir veya birden fazla aracı kurumu devralan aracı kurumlar için çeşitli yükümlülüklerden istisnalara yer verilmiştir. Ayrı bir incelemenin konusu olmakla birlikte, söz konusu düzenlemelerin bugüne kadar birleşme/devralma için yeterli müşevviki sağlayamadığını belirtmek gereklidir.

bankacılığı yapmak yerine) komisyon aracılığına yönelmesi ve sektörde eksikliği hissedilen girişimcilikten uzak durması halinde; aracı kurumlar sektörünün büyümesini/yeniden şekillenmesini beklemek gerçekçi olmayacaktır. Bu çerçevede, borsanın gelişimi ile ilgili önemli bir altyapı ve kültür açmazının bulunduğu dikkate alındığında; sektöre yönelik yabancı doğrudan yatırımların artmasının sektörün gelişimi üzerindeki etkisinin sınırlı olabileceği düşünülmektedir.

## VI. Sonuç

Ülkemizde aracı kurum faaliyetlerinin geçmişi 1980'li yılların başına kadar gitmektedir. Banker Krizi'nin ardından ortaya çıkan sermaye piyasası mevzuatında yer alan aracı kurumlar sektörüne yönelik düzenleme felsefesinin altında yatan önemli unsurlardan birisi de; aracı kurumların yatırım bankacılığı faaliyetleri yapabilmesine zemin hazırlanmasıdır. Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerle birlikte 1990'lı yılların başlarına kadar aracı kurumlar sektöründe görülen canlanmanın ardından; sektör finansal aracılık sisteminde etkisini yeterince artıramamış, ürün/hizmet ve gelir çeşitliliği açısından öngörülen gelişmeyi gösterememiştir.

Bu çalışmada literatür taraması ve veri analizi yoluyla; aracı kurumların neden gerçek bir yatırım bankasına dönüşemediği sorusundan hareketle, sektörün gelişmemesindeki nedenler incelenmiştir.

Ekonomik ve finansal altyapıdaki az gelişmişlik, yatırım kültürü ve fon akımlarında sermaye piyasaları dışına doğru yönelimler yapısal etkenler olarak sektörel az gelişmişlik üzerinde etkili olmuştur. Bunlara ilaveten sektördeki girişim sermayesinin yetersiz olmasının, komisyon aracılığına dayalı egemen faaliyet anlayışının, şirketler ve yatırımcılarla uzun vadeli ilişki kurma güçlüklerinin ve komisyon aracılığı faaliyetleri dışında risk alma ve girişimcilik yetersizliklerinin de, yapısal etkenlerle etkileşim gösteren sektöre özgü etkenler olarak aracı kurumlar sektörünün az gelişmesinde etkili olduğu görülmektedir.

Banka odaklı olan ülkemiz finansal sisteminde sermaye piyasalarına yönelen yurt içi bireysel ve kurumsal varlıklar kısıtlı ve kısa vadeli. Aracı kurumların bilançosunun kısa vadeli olması ve faaliyet sahasındaki kısıtlar, şirketlerin sermaye piyasası finansmanının öngörülen boyutlarda olmaması ve piyasada manipülasyonun etkili olduğunun düşünülmesi başta olmak üzere, sermaye piyasasına yönelik itibarın azalmasına neden olan yapı, aracı kurumların yakın gelecekte hızlı bir gelişme göstermesinin güç olduğunu düşündürmektedir. Ayrıca sıcak para ekonomisinin getirdiği dalgalanmaların, sektörde zaten zor olan yaşamı daha da güçleştirmesinin muhtemel olduğunu da not etmekte fayda vardır.

Aracı kurumlar sektörünün geliştirilmesi için son yıllarda SPK'nın çeşitli girişimlerde bulunduğu görülmektedir. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatında aracı kurumların, ilgili kurumlardan ve SPK'dan gerekli izinleri almak suretiyle, sermaye piyasası faaliyetleri dışında kalan finansal ürün ve hizmetleri sunabilmesini mümkün kılan bir değişikliğe gidilmiştir. Ayrıca komisyon oranlarının serbest

bırakılmasının sektördeki rekabetçi yapıyı güçlendireceği, vadeli ve türev işlemlerdeki gelişmelerin gelir yapısını çeşitlendireceği ve blokaj uygulamasındaki serbestleşmenin de aktif yönetiminde karlılığa katkı sağlayacağı öngörülmüştür. Bununla birlikte söz konusu gelişmelerin sektörel gelişim üzerinde yapısal bir değişikliğe neden olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir.

Aracı kurumlar sektörünün gelişmesi esas itibarı ile; istikrarlı bir büyüme/kalkınma süreci içinde sermaye piyasalarının ve dolayısıyla sermaye piyasasında sunulan finansal aracılık hizmetlerinin önem kazanması ve sektörün girişimci bir ruh ile bu yapıda geniş ölçekli yatırım bankacılığı hizmetlerini sunabilmesi ile ilişkilidir. Sektörün, yeni bir ürün veya borsanın çıkış konjonktüründe yükselen komisyon gelirleri ile dönemsel olarak karlılığını artırması kötü bir şey değildir. Ne var ki; bu tür sektörel eğilimlerin sektörün misyonuna uygun bir gelişme trendi ile bütünleşememesi ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin gelişmesini sağlayacak ekonomik ve kültürel koşulların oluşmaması durumunda, sektördeki egemen işlem biçiminin komisyonculuktan yatırım bankacılığına geçiş yapması kolay görünmemektedir.

### Kaynakça

- Augar, Philip, “*The Greed Merchant*’s, London: Penguin Books, 2006, s. 29-146.  
BDDK, *Finansal Piyasalar Raporu*, Sayı 16 (Aralık 2009), Basım Tarihi: 13 Nisan, 2010.
- Coşkun, Yener, “*Bankalarda Öz Disiplin Süreçlerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi*”, Ankara: SPK Yayınları (No: 210), 2008, s. 152 vd.
- Coşkun, Yener, “*Bay Ponzi’den Bay Madoff’a Ponzi Finansman*”, Sermaye Piyasası Dergisi 1 (1), 2010, s. 10-13.
- Dombalagian, Onnig H, “*Requiem for the Bulge Bracket?: Revisiting Investment Bank Regulation*”, 2009, s.5. Internet:papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1249441 (Erişim Tarihi: 17.05.2009).
- Dünya Bankası, *Turkey: Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets Report*, February. Report No: 25467-TU, 2003, s. 13.
- Euroweek, *All Investment Banking Revenue* (July 18, 2007), 20.07.2007 Tarihli Elektronik Nüsha, 2007. Internet: <http://web.ebscohost.com>. (Erişim Tarihi: 21.02.2008), 2007.
- Gart, Alan, “*Regulation, Deregulation, Reregulation: The Future of Banking, Insurance, and Securities Industries*”, March, New York: John Wiley & Sons, 1994, pp. 249-256.
- Gilpin, Kenneth N., “*Split in Tombstone Ranks*”, 05.09.1987 Tarihli Elektronik Sayı, 1987, The New York Times, 1987.
- Government Accountability Office (U.S. GAO), “*Investment Banks: The Role of Firms and Their Analysts with Enron and Global Crossing*”, 2003. Internet: <http://www.gao.gov/new.items/d03511.pdf> (Erişim Tarihi: 08.12.2007).
- Huang, Rongbing, Zhaoyun Shangguan, Donghang Zhang, “*The Networking Function of Investment Banks: Evidence From Private Investments in Public Equity*”, Journal of Corporate Finance, 14 (5), 2008, s. 1-752.
- Hung, Angela, Noreen Clancy, Jeff Dominitz, Claude Berrebi, Farrukh Suvankulov, “*Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers*”, Technical Report. Pre-Publication Copy (December). RAND Corporation, 2007, s. Xiv, xxiii, 24, 36. Internet: [www.rand.org/pubs/technical\\_reports/TR556/](http://www.rand.org/pubs/technical_reports/TR556/) (Erişim Tarihi: 18.02.2008).
- IFSL Research Internet Sitesi, “*Banking*”, City Business Series, March, 2006. Internet: [ifsl.org.uk](http://ifsl.org.uk) (Erişim Tarihi: 19.11.2008).
- İMKB İnternet Sitesi, *Halka Arz ve Borsada İşlem Görmeye İlişkin Veriler*, 2008. Internet: [http://www.imkb.gov.tr/halka\\_arz.htm](http://www.imkb.gov.tr/halka_arz.htm) (Erişim Tarihi: 29.02.2008).
- İMKB İnternet Sitesi, *Hisse Senetleri Piyasası İşlem Görme Başvuruları*, 2010. Internet: [http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/IPOs/IPO\\_StockMarket/ipo\\_application.aspx](http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/IPOs/IPO_StockMarket/ipo_application.aspx) (Erişim Tarihi: 16.06.2010).
- İnceoğlu, Mehmet Murat, “*Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki*

- Sorumluluğu*”, (1. Baskı) Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 41.
- Kay John, “*Culture and Prosperity: Why Some Nations Are Rich but Most Remain Poor*”, New York: HarperCollins, 2004, s. 319.
- Kidwell, David S., Richard L. Peterson, David W. Blackwell, “*Financial Institutions, Markets and Money*”, Fifth Edition, USA, 1993.
- Kılıç, Saim, “*Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Fayda-Maliyet Analizleri: Teoriler, Araçlar ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma*”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007.
- Pedük, Türkben, “*Servet Yönetimi Hizmetleri*”, Nisan, Maliye Finans Yazıları, (83), 2009, s. 131-139.
- Rybczynski T. M., *Investment Banking: Its Evolution and Place in the Financial System*, (in Gardener, Edward, Philip Molyneux (Eds), *Investment Banking: Theory and Practice*, 2 nd Edition). Euromoney Publication, 1995, s. 3-8.
- Sağlam, Uğur, “*Yatırımcının Korunması Açısından Aracı Kurumlarda Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye’deki Uygulamanın Değerlendirilmesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2006, s. 147-152.
- TCMB *Finansal İstikrar Raporu* (No. 6), Mart, 2008.  
*Finansal İstikrar Raporu* (No. 10), Mayıs, 2010.
- The Banker Dergisi, “*The Banker Investment Banking Awards 2007*”, 2007. Internet: <http://www.thebanker.com> (Erişim Tarihi: 05.03.2008).
- The Department of the Treasury, “*Financial Regulatory Reform: A New Foundation*”, 17 June, 2009, (Internet: [http://www.cfr.org/publication/19659/us\\_treasury\\_department.html](http://www.cfr.org/publication/19659/us_treasury_department.html), Erişim Tarihi: 10.06.2010).
- Tuch, Andrew, “*Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions*”, December 2006-February 2007, Commercial Law Quarterly, 2006, s. 37-46.
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), “İstanbul’un Uluslararası Finans Merkezi Olma Potansiyelinin Değerlendirilmesi”, Mayıs, 2009 (Internet: <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/ArastirmaveRaporlar/iufm.pdf>, Erişim Tarihi: 10.09.2009).
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB)  
(2007), *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2006*, 92-118.  
(2008), *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2007*, s. 116 vd.  
(2009), *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2008*, s. 87- 125.  
(2010), *Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2009*, s. 89-102.
- UBS, *Viewpoints 2008 Building Change Communities*, UBS Philanthropy Services, 2008 (Internet: <http://www.ubs.com>)
- Yeloğlu, Okan, “*Örgütsel Ekoloji ve Popülasyonlar Arası Etkileşimler: Türkiye Sermaye Piyasasındaki Aracı Kurumlar Örneği*”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007.





## **BANKA HİSSE SENETLERİNİN DÖVİZ KURU RİSKİNE AÇIKLIĞININ İNCELENMESİ: İMKB ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Serkan Yılmaz KANDIR\***  
**Ahmet ERİŞMİŞ\*\***

### **Özet**

Bu çalışmada, Türk bankalarının döviz kuru riskine açıklıkları ve söz konusu açıklığın nedenleri incelenmiştir. Bu çerçevede, Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 11 bankaya ait verilerden yararlanılmıştır. Çalışmada, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli'ne ve Fama-French üç faktör modeline döviz kuru faktörü eklenerek geliştirilen regresyon modelleri kullanılmıştır. Analiz sonuçları, döviz kuru riskinin iki banka için önemli risk faktörü olduğunu ortaya koymuştur. Diğer yandan, döviz kuru riskinin, Türk bankalarını farklı düzeyde etkilediği gözlenmiş ve döviz kuru riskine açık oldukları belirlenen iki bankanın diğer bankalara kıyasla daha küçük oldukları ve daha az türev araç kullandıkları belirlenmiştir.

### **Abstract**

In this study, exchange rate exposure of Turkish banks and the reasons of this exposure are investigated. In this manner, data of 11 banks whose shares are traded in Istanbul Stock Exchange for the time period that spans from July of 1999 to June of 2009 are used. Regression models that are developed by adding Exchange rate factor to capital asset pricing model and Fama-French Three Factor Model are employed. Analysis results suggest that exchange rate risk is significant for two banks. On the other hand, exchange rate risk seems to impact Turkish banks at different levels. The two banks that are found to be affected by exchange rate risk appear to be smaller and tend to use fewer derivatives when they are compared with other banks.

### **I. Giriş**

Döviz kuru değişiklikleri, firmaların beklenen nakit akışlarını ve böylece değerlerini önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca döviz kurundaki değişiklikler,

\* 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

\*\* Ahmet Erişmiş, Advansa SASA Polyester Sanayi A.Ş., Tarsus Yolu Üzeri, 14.km, PK: 371, Adana.  
Tel: 322-4411993 E-posta: [ahmet.erismis@advansa.com](mailto:ahmet.erismis@advansa.com)

Anahtar Kelimeler: Döviz kuru riskine açıklık, banka hisse senetleri, türev araçlar.

Jel Kodu: G12, G21.

firmaların sistematik risklerini etkileyerek piyasa değerlerini değiştirebilir (Choi, 1986). Söz konusu döviz kuru etkisi, özellikle yabancı para ile çalışan firmalar için daha kuvvetli olmaktadır. Örneğin, ihracat ve ithalat yapan şirketlerde, nakit akışları ve firma değeri, döviz kurlarının bir fonksiyonu haline gelebilmektedir (Bartram, 2008). Böylece, döviz kurundaki değişiklikler önemli bir risk kaynağı haline gelmekte ve firmaların finansal kararlarını da önemli ölçüde etkilemektedir. Bu noktada, döviz kuru riski ve döviz kuru riskine açıklık kavramlarının da ayırt edilmesi uygun olacaktır. Döviz kuru riski, yabancı paraların değerlerindeki potansiyel hareketlerden kaynaklanmaktadır (Jorion, 2009). Döviz kuru riskine açıklık ise hisse senedi getirileri ile döviz kurundaki değişiklik arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır (Dominguez ve Tesar, 2006).

Döviz kuru riski, bankaları doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yoldan etkilemektedir. Döviz kurunun bankalar üzerindeki doğrudan etkisi, döviz kuru değişikliklerinin yabancı para cinsinden aktif ve pasif kalemler ile bilanço dışı işlemleri üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. Böylece bankanın nakit akışları değişmektedir (Martin ve Mauer, 2003). Diğer yandan, döviz kuru değişiklikleri, bankanın müşterilerinin, rakiplerinin ve fon sağlayanların nakit akışlarını etkileyerek bankayı dolaylı biçimde de etkileyebilmektedir (Chamberlain ve diğerleri, 1997).

Döviz kuru riskinden korunmak için kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır. Bunlar, finansal korunma (financial hedging) ve operasyonel korunmadır (operational hedging). Operasyonel korunma stratejileri büyük ölçüde, şirket faaliyetlerinin coğrafik temelde çeşitlendirilmesine dayanmaktadır (Allayannis ve diğerleri, 2001; Pantzalis ve diğerleri, 2001; Kim ve diğerleri, 2009). Finansal korunma ise büyük ölçüde türev araç kullanımı ile ilişkilendirilmektedir. Türev araç kullanımı, riski azaltmak yoluyla şirketlerin performanslarını ve değerlerini olumlu etkilemektedir (Allayannis ve Weston, 2001). Uygulamalı çalışmaların sonuçları, türev araçların döviz kuru riskinin yönetiminde önemli araçlar olduklarını göstermektedir. Grant ve Marshall (1997) büyük İngiliz şirketlerinin döviz kuru ve faiz oranı riskinin yönetiminde türev araçlardan geniş ölçüde yararlandıklarını belirlemişlerdir. Brown (2001) çokuluslu bir Amerika Birleşik Devletleri (ABD) şirketi üzerinde yaptığı çalışmada, döviz üzerinde yazılan türev araçların döviz kuru riskinin yönetiminde yoğun biçimde kullanıldığını ortaya koymuştur. Allayannis ve Ofek (2001) mali sektör dışındaki Standard & Poor's 500 (S&P 500) şirketlerinin döviz kuru riskinden korunmak için dövize dayalı türev araçlardan geniş ölçüde yararlandıklarını belirlemişlerdir. Schiozer ve Saito (2009) dört Latin Amerika ülkesinde hisse senetleri Depo Edilebilir Menkul Kıymet Sertifikası (ADR) olarak işlem gören şirketlerin döviz kuru riski yönetiminde türev araçlardan geniş ölçüde yararlandıklarını belirlemişlerdir. Bartram ve diğerleri (2010) 16 ülkeden 1150 firma üzerinde yaptıkları çalışmada döviz kuru riskinin %40 gibi önemli bir kısmının türev araçlar kullanılarak giderildiğini saptamışlardır. Choi ve Elyasiani (1997), döviz kuru riskinin yönetiminde türev araçların 59 büyük ABD

bankası tarafından yoğun olarak kullanıldığını belirlemiştir. Benzer biçimde, Chamberlain ve diğerleri (1997) ABD ve Japon bankalarının döviz kuru riskinden korunmak için türev araçlardan yararlandıklarını göstermişlerdir. Diğer yandan, Mun ve Morgan (2003), döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı birlikte korunmanın bankalar açısından daha başarılı sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur.

Finansal ve operasyonel korunma yöntemleri arasındaki ilişki tartışmalıdır. Birinci görüş, operasyonel ve finansal korunmanın birbirlerini tamamlayıcı özellikte olduğu yönündedir (Wong, 2007; Kim ve diğerleri, 2009). İkinci görüş ise finansal korunmanın operasyonel korunmadan daha yararlı bir araç olduğu şeklindedir. Buna göre sadece operasyonel korunma yöntemlerinin uygulanması döviz kuru riskini yeterince azaltmamaktadır. Ancak finansal korunma ile desteklenen bir operasyonel korunma stratejisi firma değerini olumlu etkilemektedir (Allayannis ve diğerleri, 2001).

Döviz kuru riskinin yönetiminde bankaların yararlanabilecekleri bir diğer araç da yabancı para pasifler ile yabancı para aktiflerin eşleştirilmesidir. Bu stratejinin uygulanması için bankanın yabancı para cinsinden borçlarını yabancı para cinsinden varlıklarla dengelemesi gerekmektedir. Böylece varlıktan sağlanacak gelirlerin borçların gerektireceği giderleri karşılaması beklenmektedir. Bu strateji döviz kuru riski seviyesi azaltılırken, daha uygun faiz oranları ile borçlanmaya da olanak sağlayabilir (Horcher, 2005).

Bu çalışmanın amacı, Türk bankalarının döviz kuru riskine açıklıklarını ve söz konusu açıklığın nedenlerini incelemektir. Bu çerçevede, Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören ve aralıksız verisi bulunan 11 bankaya ait verilerden yararlanılmıştır. Ancak çalışmada kullanılan regresyon modellerinin gerektirdiği diğer veriler de kullanılmıştır. Bu çerçevede, araştırmanın örneklemini Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde İMKB’de listelenmiş, bütün firmaları kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan iki temel regresyon modeli bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli’ne (SVFM) döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak ilave edildiği modeldir. Çalışmada kullanılan ikinci model, Fama ve French (1992) ile Fama ve French (1993) tarafından geliştirilen Fama-French üç faktör modeline (FFM) döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak dahil edildiği modeldir. Söz konusu model, işletmelerin döviz kuru riskine açıklığını incelemek amacıyla sınırlı bir kullanım alanı bulmuştur. Üstelik bankaları veya Türk işletmelerini konu alan çalışmalarda bu modelin kullanıldığına tarafımızca rastlanılmamıştır. Ayrıca bankaların döviz kuru riskine açıklık düzeylerindeki farklılıkları araştırmak amacıyla bankaların büyüklükleri ve döviz üzerine yazılan türev araçlardan yararlanma dereceleri de incelenmiştir.

Çalışma, beş bölümden oluşmaktadır. İzleyen bölümde konuyla ilgili uygulamalı çalışmalar özetlenmiştir. Üçüncü ve dördüncü bölümlerde sırasıyla kullanılan veriler ve yöntem açıklanmış, uygulama sonuçları yorumlanmıştır. Çalışma sonuç bölümüyle sona ermektedir.

## II. Literatür Taraması

İşletmelerin döviz kurundaki değişikliklere olan duyarlılığını inceleyen çalışmaların farklı ülkeleri ve farklı sektörleri konu aldıkları gözlenmektedir. Ancak uygulamalı çalışmaların çoğunlukla gelişmiş piyasaları ve mali sektör dışındaki sektörler üzerinde yoğunlaştıkları belirlenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu uygulamalı çalışmaların bulguları özetlenmiştir.

Doukas ve diğerleri (2003) 1079 Japon işletmesinin döviz kuruna açıklık durumlarını GMM yöntemiyle incelemiştir. 25 farklı sektörü konu alan çalışma 1975-1995 dönemini kapsamaktadır. Bulgular, hisse senedi getirileri ve beklenmeyen döviz kuru değişiklikleri arasında önemli bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu ilişki, çok uluslu ve ihracatı yüksek şirketler için daha belirgin olmuştur. Kıymaz (2003), İMKB şirketlerinin döviz kuru riskine duyarlılıklarını sektörel temelde incelemiştir. Bulgular, tekstil, makine, kimya ve mali sektörlerin döviz kuru riskine duyarlı olduklarını göstermiştir. Ayrıca ihracat ve ithalat yapan şirketlerin de döviz kuru riskleri yüksek bulunmuştur. Solakoglu (2005) dış ticaret yapan 137 İMKB şirketinin döviz kuru riskine duyarlılıklarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Sonuçlar, büyük ve dış ticareti fazla olan işletmelerin döviz kuru riskinden daha az etkilendiklerini ortaya koymuştur. Jong ve diğerleri (2006) mali sektör dışındaki 117 Hollanda firmasının döviz kuru riskine açıklığını incelemiştir. Anket kullanılarak derlenen veriler ışığında Hollanda firmalarının yaklaşık yarısının döviz kuru riskine açık olduğu tespit edilmiştir. Entorf ve Jamin (2007) Alman şirketlerinin döviz kuru riskine açıklıklarını 1977-1995 dönemi için incelemiştir. Almanya Menkul Kıymetler Borsasında (DAX) yer alan 28 şirketi konu alan çalışmada bazı makroekonomik değişkenlerden kontrol değişkeni olarak yararlanılmıştır. Bulgulara göre, Alman şirketlerinin hisse senedi getirileri döviz kuru değişikliklerinden etkilenmektedir. Muller ve Verschoor (2007) döviz kuru riskinin 7 Asya ülkesinde faaliyet gösteren ve dış ticaret yapan 3634 şirketin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. 1993-2003 dönemini konu alan çalışmanın sonuçları Asya şirketlerinin döviz kuru riskinden genelde olumsuz biçimde etkilendiklerini ortaya koymuştur. Hsin ve diğerleri (2007) mali sektör dışındaki ve aktif büyüklükleri 500 milyon doları aşan ABD şirketlerinde döviz kuru riskine açıklığı araştırmışlardır. 1992-2002 dönemini konu alan çalışmada elde edilen bulgular, ABD şirketlerinin hisse senedi getirilerinin döviz kuru değişikliklerine gecikmeli olarak ve çoğunlukla olumsuz biçimde yanıt verdiğini ortaya koymuştur. Ayrıca, büyük ölçekli, daha az uluslararası faaliyeti olan ve faaliyetlerini çeşitlendirmiş şirketlerin döviz kuru riskine daha az maruz kaldıkları belirlenmiştir. Salifu ve diğerleri (2007) Gana şirketlerinin döviz kuru riskine açıklık durumlarını değerlendirmişlerdir. Çalışmada, piyasa riski dışında, ABD doları, Sterlin ve Euro'ya olan açıklık incelenmiştir. Bulgular, Gana şirketlerinin önemli bir kısmının döviz kuru riskine açık olduğunu göstermiştir. Diğer yandan, ABD dolarına olan açıklık daha yüksek bulunmuş ve döviz kuru riskine açıklık açısından sektörel farklılıklar gözlenmiştir. İmalat ve perakende sektörleri döviz

kuru riskine açıklık gösterirken; mali sektör şirketlerinin döviz kuru riskine maruz kalmadıkları belirlenmiştir. Jayasinghe ve Tsui (2008), döviz kuru riskinin 16 Japon imalat sektörü getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1992-2000 dönemini konu alan çalışmanın sonuçları sektörler arasında farklılık göstermiştir. Ancak genel sonuç, sektör getirilerinin döviz kuru riskine açık olduğu ve getirilerin dalgalanmasının da döviz kuru değişikliklerinden etkilendiği yönünde olmuştur. Koları ve diğerleri (2008) ABD şirketlerinin döviz kuru riskine açıklıklarını incelemişlerdir. 1973-2002 dönemini konu alan çalışmada FFM'ye momentum faktörü ve kur riskinin eklendiği bir modelden yararlanılmıştır. Bulgular, döviz kuru riskinin tüm hisse senedi getirilerini olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Huffman ve diğerleri (2010), 185 çokuluslu işletmenin döviz kuru riskine açıklıklarını SVFM ve FFM ile araştırmışlardır. Çalışmanın sonuçları, döviz kuruna açık işletme sayısının FFM kullanıldığında daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca küçük ölçekli ve döviz kuru riskine karşı korunmayan işletmelerin kur riskine açıklıklarının daha fazla olduğu belirlenmiştir.

Yukarıda özetlenen çalışmalar, mali sektör dışındaki şirketler üzerinde incelemeler yapmıştır. Doğrudan bankaların döviz kuru riskine açıklıklarını araştıran çalışmalar da bulunmaktadır. Chamberlain ve diğerleri (1997) ABD ve Japon bankalarının döviz kuruna açıklıklarını incelemişlerdir. 1986-1993 dönemini konu alan çalışmada, pazar modeline döviz kuru değişiminin eklenmesi yoluyla elde edilen bir regresyon modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçları, ABD bankalarının döviz kuruna açıklıklarının daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Choi ve Elyasiani (1997) 59 ABD bankasının döviz kuru ve faiz oranına olan açıklıklarını incelemişlerdir. 1975-1992 dönemini konu alan çalışmanın sonuçları, ABD bankalarının döviz kuruna olan açıklıklarının, faiz oranına karşı açıklıklarından daha fazla olduğunu göstermiştir. Döviz kurunun hisse senedi getirilerini çoğunlukla olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Öte yandan, döviz kuru ve faiz oranı risklerinin, bankaların türev araç kullanımından önemli ölçüde etkilendiği belirlenmiştir. Martin ve Mauer (2003) ABD bankalarının beş farklı para birimine karşı açıklıklarını araştırmışlardır. Çalışma, 1988-1998 döneminde öngörülen kriterleri sağlayan toplam 105 bankayı kapsamaktadır. Bulgular, döviz kuru riskinin bankaların büyük çoğunluğunun faaliyet gelirlerini etkilediğini göstermiştir. Öte yandan, yerel bazda çalışan bankaların, uluslar arası faaliyetleri olan bankalara göre döviz kuru riskinden daha fazla etkilendikleri belirlenmiştir. Ayrıca uzun vadeli döviz kuruna açıklığın etkisinin, kısa vadeli kur riskine açıklıktan daha yaygın olduğu gözlenmiştir. Hahm (2004) Kore bankalarının faiz ve döviz kuruna olan açıklıklarını araştırmıştır. 1990-1997 dönemini konu alan çalışmada regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, Kore bankalarının hisse senedi getirileri, faiz ve döviz kuru risklerinden olumsuz biçimde etkilanmaktadır. Ayrıca Kore bankalarının karlılıklarının da faiz ve döviz kuru değişikliklerinden olumsuz etkilendiği belirlenmiştir. Wong ve diğerleri (2009) 14 Çin bankasının döviz kuru riskine açıklığını araştırmışlardır. 2005-2008

dönemini konu alan çalışmanın sonuçları, Çin bankalarının döviz kuru riskinden etkilendiklerini göstermiştir. Diğer yandan, büyük bankaların döviz kuru riskinden daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir.

Bankalar dışındaki bazı finansal kurumların döviz kuruna açıklığını inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Martin (2000), döviz piyasasında faaliyet gösteren en büyük 26 finansal kurumun döviz kuru riskine açıklıklarını incelemiştir. 1994-1996 dönemine ilişkin haftalık verilerin kullanıldığı çalışmanın sonuçları, finansal kurumların büyük kısmının döviz kuru riskinden etkilendiği yönünde olmuştur. Li ve diğerleri (2009) ABD sigorta şirketlerinin döviz kuru riskine olan açıklıklarını incelemiştir. 1990-2003 dönemini konu alan çalışmada, ABD'nin en önemli yedi ticaret ortağı olan ülkelerin paralarına olan açıklıklar değerlendirilmiştir. Bulgular, hayat ve hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren ABD sigorta şirketlerinin döviz kuru riskinden benzer biçimde etkilendiklerini göstermiştir.

Uygulamalı çalışmaların büyük kısmı işletmelerin döviz kuru riskine açık olduğunu ortaya koymuştur. Ancak bazı çalışmalarda, bankaların döviz kuru riskine açıklıklarının sınırlı olduğu ileri sürülmüştür. Saporoschenko (2002) Japon banka hisse senetlerinin döviz kuru riskine açıklıklarını 1986-1992 döneminde dört faktörlü bir model kullanarak araştırmıştır. Söz konusu modelde döviz kurunun yanı sıra, piyasa getirisi, vade primi ve tahvil getirisinden yararlanılmıştır. Analiz sonuçları sınırlı sayıda Japon bankasının döviz kuru riskinden etkilendiğini ortaya koymuştur. Joseph ve Vezos (2006) ABD bankalarının döviz kuru ve faiz oranı risklerine olan açıklıklarını incelemiştir. 1990-2001 dönemini ve 50 ABD bankasını konu alan çalışmada günlük verilerden yararlanılmıştır. Sonuçlar, hisse senedi getirilerinin piyasa hareketlerinden etkilendiğini, ancak döviz kuru ve faiz oranı etkilerinin sınırlı olduğunu göstermiştir. Chi ve diğerleri (2010) dokuz Avustralya bankasının döviz kuru riskinden etkilenme derecelerini araştırmışlardır. 1997-2007 dönemini konu alan çalışmada döviz kuru değişimi ve piyasa getirisinin kullandığı bir regresyon modelinden yararlanılmıştır. Bulgulara göre, Avustralya bankalarının hisse senedi getirileri, döviz kuru riskine önemli bir açıklık göstermemiştir.

### III. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışma, Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve aralıksız verisi bulunan 11 bankayı konu almaktadır. Ancak çalışmada kullanılan regresyon modellerinin gerektirdiği diğer verilerden de yararlanılmıştır. Bu çerçevede, araştırmanın örneklemini Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde İMKB'de listelenmiş, bütün firmaları kapsamaktadır. Ancak belirlenen kriterlere uygun olmayan bazı hisse senetleri örnekleme dışında kalmıştır. Öncelikle, Fama ve French (1995) ile uygun olarak, özsermayesi negatif olan firmalar ilgili yılda örnekleme kapsamı dışında tutulmuşlardır. Benzer biçimde, Strong ve Xu (1997) ile uyumlu olarak birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler çalışmaya dâhil edilmemişlerdir. Hisse senetlerine ait aylık fiyat ve getiri verileri, İMKB resmi

internet sitesinden elde edilmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>).

Çalışmada kullanılan iki temel regresyon modeli bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, SVFM'ye ilave olarak döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı modeldir. Orijinal biçimiyle SVFM, Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilmiş olan ve yaygın biçimde kullanılan bir fiyatlama modelidir:

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) + \varepsilon_i \quad (1)$$

$\alpha$ : sabit terimi,

$R_i$  : i menkul kıymetinin getiri oranını,

$R_m$  : pazar portföyünün getiri oranını,

$R_f$  : risksiz getiri oranını,

$\varepsilon_i$ : rastgele hata terimini göstermektedir.

Öte yandan, firmaların döviz kuru riskine açıklığını inceleyen çalışmalarda sıklıkla kullanılan bir yaklaşım SVFM'ye döviz kuru değişikliklerinin ilave edilmesidir (Jong, 2006; Entorf ve Jamin, 2007; Muller ve Verschoor, 2007; Salifu ve diğerleri, 2007; Chi ve diğerleri, 2010). Söz konusu model, genişletilmiş SVFM (GSVFM) olarak adlandırılmış olup aşağıdaki biçimde formülle gösterilebilir (Jorion, 1991):

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) + r_i(\text{USD}) + \varepsilon_i \quad (2)$$

USD: ABD dolarına ilişkin aylık değişiklikleri göstermektedir.

Çalışmada kullanılan ikinci model, Fama ve French (1992) ile Fama ve French (1993) tarafından geliştirilen FFM döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak dahil edildiği modeldir. Orijinal haliyle FFM, piyasa risk primine ilave olarak SMB ve HML de açıklayıcı değişkenler olarak kullanan bir modeldir:

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i(R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + h_i(\text{HML}) + \varepsilon_i \quad (3)$$

SMB: Getirilere ait firma büyüklüğü ile bağlantılı olan risk faktörünü,

HML: Defter değeri / Piyasa değeri (B/M) oranına bağlı olan risk faktörünü,

$R_m - R_f$ : Pazar portföyüne ilişkin risk primini göstermektedir.



Bu model, genişletilmiş FFM (GFFM) olarak adlandırılmış olup sınırlı sayıda uygulamalı çalışmada döviz kuru riskine açıklığın değerlendirilmesinde yararlanılmıştır (Hsin, ve diğerleri, 2007; Koları ve diğerleri, 2008; Huffman ve diğerleri, 2010):

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i(R_m - R_f) + s_i(\text{SMB}) + h_i(\text{HML}) + r_i(\text{USD}) + \varepsilon_i \quad (4)$$

Her iki regresyon modeli örnekleme yer alan 11 banka için tahmin edilmiştir. Böylece tahmin edilen regresyon modeli sayısı 22 olarak gerçekleşmiştir. Regresyon modellerinde otokorelasyon probleminin varlığı Breusch-Godfrey Langrange Multiplier testi ile sınanmıştır (Breusch, 1978; Godfrey, 1978). Değişen varyans probleminin incelenmesinde ise White testinden yararlanılmıştır (White, 1980). Bazı regresyon modellerinde otokorelasyon belirlenmiş ve tahminlerin düzeltilmesi için Newey ve West Değişen Varyans ve Otokorelasyonla Uyumlu Standart Hataları'ndan yararlanılmıştır (Newey ve West, 1987). Bazı regresyon modellerinde ise, değişen varyans problemi belirlenmiş ve sorunun giderilmesi için White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hataları'ndan yararlanılmıştır (White, 1980).

GFFM'nin uygulanması için büyük öneme sahip olan firma büyüklüğü ve B/M oranına dayalı faktörlerin oluşturulması için bazı ön çalışmaların yapılması gerekmektedir. Bu ön çalışmaların özetlenmesi yararlı olacaktır.

HML ve SMB portföylerinin oluşturulmasında firma büyüklüğü ve B/M oranı faktörleri, portföy oluşturma kriterleri olarak kabul edilmiştir. Portföylerin oluşturulmasında şirketlerin normal faaliyet dönemleri olan Ocak-Aralık dönemleri kullanılmamıştır. Çünkü 12 aylık bilançoların açıklanması, genellikle takip eden yılın ilk altı aylık dönemi süresince tamamlanmaktadır (Fama ve French, 1992). Böylece, portföy oluşturma dönemleri her t yılının Haziran ayı sonunda başlamıştır ve her t+1 yılının Haziran ayında sona ermiştir. Bu doğrultuda, t-1 yılının mali tablo verileri ile t yılının Haziran ayı hisse senedi getiri verileri eşleştirilmiştir. Getiriler hesaplanırken her t yılının Temmuz ayından her t + 1 yılının Haziran ayı arasındaki döneme ait veriler temel alınmıştır.

Firma Büyüklüğü, hisse senedi getirileri üzerinde etkisi daha önce gerçekleştirilmiş olan çalışmalarda gözlenmiş olan bir faktördür. Portföylerin oluşturulmasında firma büyüklüğünün ölçütü olan piyasa değeri kullanılmıştır. Örneklem kapsamına dahil edilen her bir şirketin piyasa değeri; şirketin dolanımdaki hisse senedi sayısı ile hisse senedinin kapanış fiyatının çarpımı olarak hesaplanmıştır. Fama ve French (1995) ile uyumlu olarak her bir hisse senedinin her bir t yılına ait olan piyasa değeri, ilgili yılın Haziran ayındaki piyasa değerlerinin hesaplanması suretiyle elde edilmiştir. Haziran ayı piyasa değerleri hesaplandıktan sonra ilk aşamada her t yılının Haziran ayı itibariyle, getiri verisi bulunan tüm



hisse senetleri, ilgili şirketlerin piyasa değerlerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. İkinci aşamada, sıralamaya tabi tutulan hisse senetleri iki hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Bu ayırımın yapılmasında ise medyan değer temel alınmıştır. Piyasa değerleri medyan değere eşit ve medyan değerinin altında olan hisse senetleri küçük portföy grubuna dahil edilirken; piyasa değerleri medyan değerinin üzerinde olan hisse senetleri büyük portföy grubuna dahil edilmiştir. Son olarak, her iki portföyün getirileri aylık zaman serileri haline dönüştürülmüştür. Aylık portföy getirileri, portföyde yer alan hisse senetlerinin getirilerinin değer-ağırlıklı ortalamalarının hesaplanması suretiyle elde edilmiştir.

Hisse senedi getirilerini etkilediği kabul edilen önemli faktörlerden bir diğeri, B/M oranıdır. Fama ve French (1995) ile uyumlu olarak her bir şirketin B/M oranı, t-1 yılının özsermayesinin yine t-1 yılı Aralık ayındaki piyasa değerine oranlanması suretiyle elde edilmiştir. Bu şekilde hesaplanan B/M oranları, t yılının Temmuz ayından başlayıp t+1 yılının Haziran ayına kadar devam eden dönem için portföylerin oluşturulmasında kullanılmıştır. B/M oranına göre oluşturulan portföylerin getirilerinin hesaplanması üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, tüm hisse senetleri, ilgili şirketlerin B/M oranlarına göre küçükten büyüğe doğru sıralanmıştır. İkinci aşamada ise sıralanan bu hisse senetleri; en alt gruptaki %30, orta gruptaki %40 ve en üst gruptaki %30 olmak üzere üç hisse senedi portföyüne dahil edilmiştir. Son aşamada, her üç portföyün getirileri aylık zaman serileri haline dönüştürülmüştür. Aylık portföy getirileri, portföyde yer alan hisse senetlerinin getirilerinin değer-ağırlıklı ortalamalarının hesaplanması yoluyla elde edilmiştir.

Portföyler oluşturulurken izlenen sonraki adım, keşişim portföylerinin oluşturulmasıdır. Fama ve French (1995) temel alınarak altı keşişim portföyü oluşturulmuştur. Keşişim portföyleri yıllık olarak oluşturulmuş olup, firma büyüklüğü ile ilişkili olarak iki grup ve B/M oranı ile ilişkili olarak üç grup portföyün keşişimi ile elde edilmiştir. Bu doğrultuda keşişim portföyleri kapsamında yer alan hisse senetleri aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

- SL = Firma büyüklüğü açısından küçük grup. B/M oranı açısından düşük grup.
- SM = Firma büyüklüğü açısından küçük grup. B/M oranı açısından orta grup.
- SH = Firma büyüklüğü açısından küçük grup. B/M oranı açısından yüksek grup.
- BL = Firma büyüklüğü açısından büyük grup. B/M oranı açısından düşük grup.
- BM = Firma büyüklüğü açısından büyük grup. B/M oranı açısından yüksek grup.
- BH = Firma büyüklüğü açısından büyük grup. B/M oranı açısından yüksek grup.

Keşişim portföylerinin getirilerinin hesaplanmasında değer-ağırlıklı hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Bu altı portföy için getiriler her t yılı Temmuz ayından t + 1 yılı Haziran ayını içine alan dönem için hesaplanmıştır.

SMB ve HML faktörlerinin oluşturulması için gerekli olan son adım keşişim portföylerinden yararlanılarak SMB ve HML portföylerinin oluşturulmasıdır. SMB portföyü aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur (Charoenrook ve Conrad, 2005):

$$SMB = 1/3(SL + SM + SH) - 1/3(BL + BM + BH)$$

HML portföyünün oluşturulması da şu şekilde gösterilebilir (Charoenrook ve Conrad, 2005):

$$HML = \frac{1}{2} (SH + BH) - \frac{1}{2} (SL + BL)$$

Yukarıda özetlenen her iki regresyon modelinde yararlanılan verilerden İMKB-100 endeksine ait aylık veriler İMKB resmi internet sitesinde yer alan hisse senetleri piyasası veri tabanından elde edilmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated.aspx>). Risk primlerinin hesaplanmasında yararlanılan risksiz faiz oranı verileri ise “Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları” aylık değerlere dönüştürülerek elde edilmiştir. Bu veriler Hazine Müsteşarlığı resmi internet sitesinden elde edilmiştir (<http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://9112c820afa766dd72d871ec89aba011>). Firma büyüklüğü ve defter değerlerinin hesaplanması için gerekli olan firmaların mali tablo verileri İMKB resmi internet sitesinden derlenmiştir (<http://www.imkb.gov.tr/FinancialTables/companiesfinancialstatements.aspx>). GFFM’de kullanılan son açıklayıcı değişken (USD), 1 ABD dolarının TL karşılığı olarak ifade edilen döviz kurundaki aylık değişimleri temsil etmektedir. Döviz kuru verileri TCMB resmi internet sitesinden elde edilmiştir (<http://evds.tcmb.gov.tr/>).

#### **IV. Araştırma Bulguları**

Çalışmanın bu bölümünde iki ve dört faktörlü modeller kullanılarak banka hisse senetlerinin döviz kuru riskine açıklıkları araştırılmış ve bulgular raporlanmıştır. Modellere ilişkin analiz sonuçlarından önce veriler özetlenmiştir. Tablo 1’de araştırma kapsamına alınan şirket sayıları ve ortalama büyüklük ve B/M oranı bilgileri yer almaktadır.

**Tablo 1: 1999 – 2008 Periyodunda Örneklem İlişkin Özet Bilgiler**

Yıllar	Firma Sayısı	Ortalama Firma Büyüklüğü (Bin TL)	Ortalama B/M Oranı
1999	185	80.557	0,79
2000	190	211.293	0,37
2001	220	191.762	0,77
2002	212	173.892	0,65
2003	221	206.437	1,00
2004	230	346.234	0,90
2005	245	487.466	1,06
2006	258	666.931	0,73
2007	276	891.556	0,91
2008	287	707.363	0,82
<b>Ortalama</b>	<b>232,40</b>	<b>396.349</b>	<b>0,80</b>

Tablo 1’de gözlemlendiği gibi araştırma kapsamındaki şirket sayıları 1999-2008 döneminde genelde istikrarlı biçimde artarak 185’den 287’ye yükselmiştir. Firma Büyüklüğü açısından incelendiğinde örneklem kapsamındaki şirketlerin ortalama piyasa değeri 2007 yılında en yüksek değerine ulaşmış olup, 10 yıllık ortalama 400.000.000 TL civarında gerçekleşmiştir. Şirketlerin ortalama B/M oranı yıllar arasında önemli farklılıklar göstermiş ve 10 yıllık ortalama 0,80 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 2’de keşişim portföylerinin ve pazar portföyünün getirileri özetlenmiştir.

**Tablo 2: Keşişim ve Pazar Portföylerine Ait Değer-Ağırlıklı Getiriler**

	<b>Pazar Portföyü</b>	<b>SL</b>	<b>SM</b>	<b>SH</b>	<b>BL</b>	<b>BM</b>	<b>BH</b>
<b>Ortalama Getiri</b>	2,68	3,52	3,48	4,18	2,68	3,17	3,68
<b>Standart Hata</b>	14,86	14,32	15,72	15,15	14,26	13,91	15,02

Tablo 2’de gösterilen bulgulara göre; SH portföyü 120 aylık dönemde % 4.18 ile en yüksek getiriye elde etmiştir. Diğer taraftan, BL portföyü % 2.68 ile en düşük getiriye sahip olmuştur. En yüksek ve en düşük getiriye sahip olan bu iki portföy arasındaki fark aylık bazda % 1.50 iken, yıllık bazda % 18 olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, keşişim portföylerinin getirileri pazar portföyü ile kıyaslandığı BL portföyü pazar portföyü ile eşit getiri elde ederken diğer beş keşişim portföyü pazar portföyüne göre daha yüksek getiri elde etmişlerdir.

**Tablo 3: Firma Büyüklüğü ve B/M Portföylerinin Değer-Ağırlıklı Getirileri**

	<b>S</b>	<b>B</b>	<b>SMB</b>	<b>H</b>	<b>L</b>	<b>HML</b>
<b>Ortalama Getiri</b>	3,73	3,18	0,55	3,93	3,10	0,83
<b>Standart Hata</b>	14,00	14,50	6,76	14,54	13,42	5,29

Tablo 3’de yer alan araştırma bulguları, şirket büyüklüğü açısından incelendiğinde; küçük ölçekli şirketlerin büyük ölçekli şirketlere kıyasla daha üstün getiri performansı gösterdiği belirlenmiştir. Bu iki portföyün getirileri arasındaki farkı temsil eden SMB’nin 120 aylık dönemde ortalama değeri % 0.55 olmuştur. Ayrıca küçük ölçekli ve büyük ölçekli şirketler, pazar portföyüne kıyasla daha yüksek getiri elde etmişlerdir. Aradaki fark sırasıyla %1.05 ve %0.50 olarak gerçekleşmiştir. Analiz sonuçları B/M oranı temel alınarak incelendiğinde ise; yüksek B/M oranına sahip hisse senetlerinden oluşan portföy, düşük B/M oranına sahip hisse senetlerinden oluşan portföye kıyasla daha yüksek getiri elde etmiştir. Bu farkı temsil eden HML portföyünün getirisi aylık bazda %0.83’dür. Ayrıca her iki B/M portföyü de sırasıyla %1.25 ve %0.42 olmak üzere pazar portföyüne kıyasla daha yüksek getiri sağlamıştır.

**Tablo 4: Banka Hisseleri ve Pazar Portföyünün Risksiz Faiz Oranını Aşan Getirileri ile SMB ve HML Portföylerinin Getirileri**

	Ortalama Getiri	Standart Hata
RM	0,07	14,93
SMB	0,55	8,37
HML	0,83	9,13
USD	1,24	12,60
BANKA 1	3,68	37,50
BANKA 2	3,81	40,76
BANKA 3	5,22	51,47
BANKA 4	4,06	41,88
BANKA 5	4,19	42,46
BANKA 6	3,24	34,79
BANKA 7	3,57	38,83
BANKA 8	3,24	35,57
BANKA 9	3,76	44,18
BANKA 10	4,18	42,18
BANKA 11	2,94	33,13

Tablo 4’de yer alan getiri ve risk verileri incelendiğinde, bankaların risk ve getiri yapılarının oldukça farklı olduğu gözlenmektedir. En yüksek getiri ve risk değerlerinin Banka 3 hisse senetlerine; en düşük risk ve getiri değerlerinin ise Banka 11’e ait olduğu görülmektedir. Tablodan elde edilen ilginç bir sonuç, SMB ve HML portföylerinin pazardan daha yüksek getiri sağladıkları halde risklerinin daha düşük düzeyde olmasıdır. Diğer yandan, ABD dolarının getirisi ve riski pazar, SMB ve HML portföylerinden daha yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Tablo 5’de regresyon tahminlerine ilişkin bulgular özetlenmiştir.

**Tablo 5: GSVFM ve GFFM Regresyon Analizi Sonuçları**

Panel A: GSVFM: $R_i - R_f = \alpha + b_1(R_m - R_f) + u_1(\text{USD}) + \varepsilon_i$								
$R_i - R_f$	$\alpha$	b	u	t( $\alpha$ )	t(b)	t(u)	F - ist	R <sup>2</sup>
BANKA 1 <sup>a</sup>	0,010	1,01	-0,01	1,36	16,13*	-0,07	150,86	0,72
BANKA 2	0,015	1,14	-0,32	1,22	13,36*	-1,45	105,65	0,64
BANKA 3	0,023	1,03	0,17	1,66	10,66*	0,69	52,25	0,50
BANKA 4	0,013	1,11	0,04	1,11	13,65*	0,22	79,58	0,77
BANKA 5 <sup>b</sup>	0,019	1,10	-0,35	2,61*	6,48*	-1,40	204,85	0,85
BANKA 6 <sup>b</sup>	0,008	1,17	-0,17	1,16	14,79*	-0,99	329,68	0,85
BANKA 7 <sup>b</sup>	0,021	0,67	-1,02	1,29	3,02*	-3,00*	32,37	0,35
BANKA 8	0,012	0,88	-0,51	0,86	9,17*	-2,05*	54,76	0,48
BANKA 9 <sup>b</sup>	0,005	1,52	0,45	0,33	3,50*	0,83	83,91	0,58
BANKA 10	0,022	0,95	-0,54	2,02*	12,90*	-2,85*	108,04	0,64
BANKA 11	0,005	1,14	-0,25	0,59	17,61*	-1,51	180,53	0,75

Panel B: GFFM: $R_i - R_f = \alpha + b_1(R_m - R_f) + u_1(\text{USD}) + s_1(\text{SMB}) + h_1(\text{HML}) + \varepsilon_i$												
$R_i - R_f$	$\alpha$	b	u	s	h	t( $\alpha$ )	t(b)	t(u)	t(s)	t(h)	F-ist	R <sup>2</sup>
BANKA 1 <sup>a</sup>	0,018	1,00	-0,11	-0,29	-0,65	2,65*	13,92*	-1,07	-2,05	-2,71	93,12	0,76
BANKA 2 <sup>b</sup>	0,003	1,17	-0,17	0,44	0,93	0,32	11,99*	-0,75	2,98	3,21	68,26	0,69
BANKA 3	0,019	1,02	0,23	0,05	0,43	1,30	9,96*	0,92	0,22	1,63	30,99	0,50
BANKA 4	0,009	1,14	0,08	0,33	0,14	0,81	13,46*	0,39	1,80	0,63	52,24	0,63
BANKA 5 <sup>b</sup>	0,018	1,09	-0,33	-0,04	0,14	2,31*	6,25*	-1,35	-0,32	0,98	101,58	0,77
BANKA 6 <sup>b</sup>	0,007	1,14	-0,16	-0,15	0,15	1,00	12,81*	-1,03	-1,16	0,84	167,70	0,85
BANKA 7 <sup>b</sup>	0,016	0,69	-0,95	0,22	0,46	0,91	2,98*	-2,83*	0,73	1,40	16,96	0,35
BANKA 8	0,003	0,94	-0,41	-0,53	0,49	0,27	9,53*	-1,72	2,55	1,92	31,59	0,51
BANKA 9 <sup>b</sup>	0,003	1,59	0,45	0,43	-0,11	0,21	3,51*	0,89	1,67	-0,38	42,92	0,58
BANKA 10	0,011	1,01	-0,42	0,57	0,71	1,13	14,23*	-2,40*	3,81	3,84	72,77	0,71
BANKA 11 <sup>b</sup>	0,003	1,07	-0,21	-0,32	0,42	0,36	14,30*	-1,14	-2,09	1,38	101,23	0,77

\* ilgili katsayının %5 düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.

<sup>a</sup> Katsayıların t istatistikleri, Newey ve West Değişen Varyans ve Otokorelasyonla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.

<sup>b</sup> Katsayıların olasılıkları, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.

Tablo 5’de iki regresyon modeline ait bulgular yer almaktadır. Pazar ve ABD doları getirilerinin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı GSVFM sonuçları, pazarın 11 bankanın tamamı için önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Öte yandan,

döviz kurundaki değişiklikler, sadece üç banka (Banka 7, Banka 8 ve Banka 10) için önemli bir faktör olmuştur. GFFM için değerlendirme yapıldığında, pazar ve döviz kuru faktörleri için benzer bulgular gözlenmiştir. Pazar faktörü tüm hisse senetlerini etkilerken; döviz kuru riski, Banka 7 ve Banka 10 hisse senetlerini etkilemektedir. SMB ve HML faktörleri için elde edilen sonuçlar bankalar arasında farklılık göstermiştir. Söz konusu iki faktör, bazı bankaları etkilerken; diğer bazı bankaların hisse senetleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmamıştır. Diğer yandan, modellere ilişkin  $R^2$  değerleri önemli ölçüde değişkenlik göstermiştir. Ancak GFFM'nin, GSVFM'nin açıklama kabiliyetini artırdığı gözlenmiştir. Her iki model açısından ortak olan önemli bir bulgu, kur riskine ilişkin istatistiksel bakımdan önemli olan beta katsayılarının negatif değer almasıdır. Buna göre, döviz kuru riskinin önemli olduğu bankalar, döviz kuru riskinden olumsuz etkilenmektedir. Bu bulgu, uygulamalı çalışma sonuçlarıyla büyük ölçüde örtüşmektedir (Choi ve Elyasiani, 1997; Hahn, 2004; Koları ve diğerleri, 2008; Hsin, ve diğerleri, 2007; Muller ve Verschoor, 2007).

Döviz kuru riskinden etkilenme bakımından Türk bankaları arasında önemli farklılıklar gözlenmiştir. Banka 7 ve Banka 10 için her iki regresyon modeline göre döviz kuru riskine açık bir yapı gözlenirken; Banka 8 GSVFM modeline göre döviz kuru riskine açık bulunmuştur. Ancak Banka 8'in döviz kuru riskine açıklığı, daha gelişmiş bir regresyon modeli olan GFFM'de ortadan kalkmaktadır. Bu noktada GFFM sonuçlarının daha geçerli olduğu düşünülmektedir. Çok faktörlü modellerin uygulamada tek faktörlü modellere göre daha üstün olduğu kabul edilmektedir (Conover, 1997). Söz konusu üç banka dışındaki bankaların her iki modele göre döviz kuru riskine açık olmadıkları belirlenmiştir. Bankaların döviz kuru riskine olan açıklık düzeylerinin farklı olması, birbiriyle ilişkili olan iki faktöre dayandırılmaktadır. Bu faktörler, banka büyüklüğü ve türev araç kullanım düzeyidir. Genel olarak piyasa değerinin firma büyüklüğünü temsil etmek üzere kullanılması yaygın bir uygulamadır. Ancak bankaların büyüklüğünün bazı çalışmalarda aktif büyüklüğü ile temsil edildiği gözlenmektedir (Pasiouras ve Kosmidou, 2007; Zhao ve Moser, 2009; Tregenna, 2009). Bu nedenle bankaların büyüklüğü, toplam aktifler ve piyasa değeri ile ölçülmüştür. Tablo 6'da Türk bankalarının 1999-2008 yıllarına ait ortalama büyüklük ve döviz dayalı türev araç kullanımının aktif toplamına oranı verileri yer almaktadır.

**Tablo 6: Türk Bankalarının 1999-2008 Yıllarına Ait Ortalama  
Büyüklikleri ve Döviz Dayalı Türev Araç Kullanımlarının  
Aktif Toplamına Oranları**

Bankalar	Piyasa Değeri (1.000 TL)	Toplam Aktifler (TA-1.000 TL)	Döviz Üzerine Türev Araçlar (DÜTA-1.000 TL)	DÜTA/TA (%)
BANKA 1	8,673,500	39,050,621	764,043	1.96%
BANKA 2	194,252	1,608,529	607,393	37.76%
BANKA 3	2,554,816	10,563,119	1,722,865	16.31%
BANKA 4	795,001	5,974,073	497,805	8.33%
BANKA 5	5,349,892	34,681,820	2,106,291	6.07%
BANKA 6	8,752,400	44,849,975	2,023,867	4.51%
BANKA 9	576,746	583,075	0	0.00%
BANKA 11	3,811,617	28,634,112	1,325,824	4.63%
BANKA 8	213,492	1,689,343	406,114	24.04%
BANKA 7	369,589	3,322,690	46,837	1.41%
BANKA 10	265,910	2,566,705	49,349	1.92%

Tablo 6'daki veriler incelendiğinde, Banka 7 ve Banka 10'un diğer bankalardan gerek büyüklük ve gerekse türev araç kullanımı yönünden önemli ölçüde farklı olduğu gözlenmektedir. Ortalama piyasa değerleri dikkate alındığında, diğer bankaların Banka 7 ve Banka 10'dan yaklaşık on kat daha büyük olduğu belirlenmiştir. Aktif büyüklükleri açısından ise söz konusu ortalama büyüklük farkı diğer bankalar lehine altı kat civarında gerçekleşmiştir. Döviz dayalı türev araç kullanımı bakımından da, diğer bankaların yaklaşık yedi kat daha fazla türev araç kullandıkları gözlenmektedir. Bu gözlemler ışığında, Banka 7 ve Banka 10'un döviz kuru riskinden daha fazla etkilenmelerinin nedeninin, daha küçük ölçekte olmaları ve türev araçlardan daha az yararlanmaları olduğu söylenebilir.

Uygulamada büyüklük ve türev araç kullanımı arasında aynı yönlü ve dolaysız bir ilişki kurulmaktadır. Üstelik bu ilişki sadece bankalara özgü değildir. Buna göre, kur riski yönetiminin gerektirdiği organizasyon, kabiliyet ve kaynaklar ancak büyük şirketler tarafından sağlanabilmektedir (Martin ve Mauer, 2003). Dolayısıyla, büyük ölçekli şirketlerin risk yönetiminde türev araçları daha yaygın biçimde kullandıkları belirlenmiştir (Nance ve diğerleri, 1993; Geczy, ve diğerleri, 1997; Grant ve Marshall, 1997; Nguyen ve Faff, 2002; Nguyen ve Faff, 2003). Benzer bir yaklaşımla, Banka 7 ve Banka 10'un türev araçlardan daha az yararlanmaları olgusu ölçek ekonomisi ile ilişkilendirilebilir. Her iki bankanın da en küçük bankalar olmaları, risk yönetiminde türev araçlardan sınırlı ölçüde yararlandıklarını düşündürmektedir. Diğer yandan, türev araçların bankaların etkinliklerini artırdığı ileri sürülmektedir (Rivas, 2006). Bu çerçevede, türev araçlardan sınırlı biçimde yararlanan bu iki bankanın etkinlikleri açısından da sorunlar olabileceği düşünülebilir.

## V. Sonuç

Döviz kuru riski, firmaların beklenen nakit akışlarını ve değerlerini etkileyen önemli bir faktördür. Döviz kuru riski, bankaları doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yoldan etkilemektedir. Döviz kurunun bankalar üzerindeki doğrudan etkisi, döviz kuru değişikliklerinin yabancı para cinsinden aktif ve pasif kalemler ile bilanço dışı işlemleri üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan, döviz kuru değişiklikleri, bankayla ilişkili ekonomik birimlerin nakit akışlarını etkileyerek bankayı dolaylı biçimde de etkileyebilmektedir.

Bu çalışmada, Türk bankalarının döviz kuru riskine açıklıkları ve söz konusu açıklığın nedenleri incelenmiştir. Bu çerçevede, Temmuz 1999 ve Haziran 2009 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve aralıksız verisi bulunan 11 bankaya ait verilerden yararlanılmıştır. Çalışmada kullanılan iki temel regresyon modeli bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, SVFM’ye ilave olarak döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı modeldir. Çalışmada kullanılan ikinci model, FFM’ye döviz kuru değişikliklerinin de açıklayıcı değişken olarak dahil edildiği modeldir. Son olarak, bankaların döviz kuru riskine açıklık düzeylerindeki farklılıkları araştırmak amacıyla bankaların döviz üzerine yazılan türev araçlardan yararlanma dereceleri ve büyüklükleri de incelenmiştir.

Analiz sonuçları, döviz kuru riskinin Banka 7 ve Banka 10 için önemli bir risk faktörü olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, döviz kuru riskinin bankaların hisse senedi getirilerini olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Diğer yandan, döviz kuru riskinin, Türk bankalarını farklı düzeyde etkilediği gözlenmiştir. Banka 7 ve Banka 10 için her iki regresyon modeline göre döviz kuru riskine açık bir yapı gözlenirken; diğer bankaların döviz kuru riskine açık olmadıkları belirlenmiştir. Bankaların döviz kuru riskine olan açıklık düzeylerinin farklı olması, banka büyüklüğü ve türev araç kullanım seviyesine bağlanabilir. Banka 7 ve Banka 10, diğer bankalara kıyasla çok daha küçüktür ve çok daha az türev araç kullanmaktadır. Öte yandan, firma büyüklüğü ve türev araç kullanımı arasındaki yakın ilişki dikkate alındığında bu sonuç normal kabul edilebilir. Çünkü uygulamalı çalışmalar, büyük şirketlerin risk yönetiminde türev araç kullanımına daha fazla ağırlık verdiklerini göstermiştir.

Bu çalışmanın finans yazınına önemli katkılar sağlaması beklenmektedir. Öncelikle, Türk bankalarının döviz kuru riskine açıklıkları ve bu açıklığın nedenleri konusunda öncü bir çalışma özelliği göstermektedir. Ayrıca türev araçların, bankaların risk yönetim sistemlerindeki rolünün ortaya koyulmasının da önemli bir katkı olduğu düşünülmektedir. Ayrıca bu çalışma, tamamlayıcı nitelikteki yeni çalışmalara yön gösterici özelliğe sahiptir. Bankaların diğer finansal risk faktörlerine açıklıklarının incelenmesi ve mali sektör dışındaki şirketlerin döviz kuru riskine açıklıklarının araştırılması söz konusu yeni konular arasında yer almaktadır.



### **Kaynakça**

- Allayannis, G., ve diğerleri, “*Exchange-Rate Hedging: Financial Versus Operational Strategies*”, *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, 2001, ss. 391-395.
- Allayannis, G.; James P. Weston, “*The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value*”, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 1, 2001, ss. 243-276.
- Allayannis, G.; Eli Ofek, “*Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency Derivatives*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, 2001, ss. 273-296.
- Bartram, S. M., “*What Lies Beneath: Foreign Exchange Rate Exposure, Hedging and Cash Flows*”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, 2008, ss. 1508–1521.
- Bartram, S. M., ve diğerleri, “*Resolving the Exposure Puzzle: The Many Facets of Exchange Rate Exposure*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, 2010, ss. 148-173.
- Breusch, T., “*Testing For Autocorrelation in Dynamic Linear Models*”, *Australian Economic Papers*, Vol. 17, 1978, ss. 534-355.
- Brown, G. W., “*Managing Foreign Exchange Risk With Derivatives*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001, ss. 401-448.
- Chamberlain, S., ve diğerleri, “*The Exchange Rate Exposure of U.S. and Japanese Banking Institutions*”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21, 1997, ss. 871-892.
- Charoenrook, A.; Jennifer Conrad; “*Identifying Risk Based Factors*”, AFA 2006 Boston Meetings Paper, 2005.
- Chi, J., ve diğerleri, “*Do Exchange Rates Affect the Stock Performance of Australian Banks?*”, *International Journal of Banking and Finance*, Vol. 7, No. 1, 2010, ss. 36-53.
- Choi, J. J., “*A Model of Firm Valuation with Exchange Exposure*”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 17, No. 2, 1986, ss. 153-160.
- Choi, J. J.; Elyas Elyasiani, “*Derivative Exposure and the Interest Rate and Exchange Rate Risks of U.S. Banks*”, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 12, No. 2/3, 1997, ss. 267-286.
- Conover, T. L., “*A Comparative Analysis of the Market Model and the Multiple-Factor Market Model*”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, No. 5, 1997, ss. 657-665.
- Dominguez, K. M. E.; Linda L. Tesar, “*Exchange Rate Exposure*”, *Journal of International Economics*, Vol. 68, 2006, ss. 188– 218.
- Doukas, J. A., ve diğerleri, “*Exchange Rate Exposure at the Firm and Industry Level*”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 12 No. 5, 2003, ss. 291-346.
- Entorf, H.; Gösta Jamin, “*German Exchange Rate Exposure at DAX and Aggregate*

- Levels, International Trade and the Role of Exchange Rate Adjustment Costs*", German Economic Review, Vol. 8, No. 3, 2007, ss. 344-374.
- Fama, E.; Kenneth R. French, "*The Cross-Section of Expected Returns*", Journal of Finance, Vol. 47, No. 2, 1992, ss. 427-465.
- Fama, E.; Kenneth R. French; "*Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds*", Journal of Financial Economics, Vol. 33, 1993, ss. 3-56.
- Fama, E.; Kenneth R. French, "*Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*", Journal of Finance, Vol. 50, No. 1, 1995, ss. 131-155.
- Fama, E.; Kenneth R. French; "*Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*", Journal of Finance, Vol. 51, No. 1, 1996, ss. 55-84.
- Geczy, C., ve diğerleri, "*Why Firms Use Currency Derivatives*", Journal of Finance, Vol. 52, No.4, 1997, ss. 1323-1354.
- Godfrey, L. G., "*Testing Against General Autoregressive and Moving Average Error Models When the Regressors Include Lagged Dependent Variables*", Econometrica, Vol. 46, 1978, ss. 1293-1303.
- Grant, K.; Andrew P. Marshall, "*Large UK Companies and Derivatives*", European Financial Management, Vol. 3, No. 2, 1997, ss. 191-208.
- Hahm, J. H., "*Interest Rate and Exchange Rate Exposures of Banking Institutions in Pre-Crisis Korea*", Applied Economics, Vol. 36, 2004, ss. 1409-1419.
- Horcher, K. A., "*Essentials of Financial Risk Management*", John Wiley & Sons, Inc. (First Edition), USA, 2005.
- Hsin, C. W., ve diğerleri, "*Stock Return Exposure to Exchange Rate Risk: A Perspective From Delayed Reactions and Hedging Effects*", Journal of Multinational Financial Management, Vol. 17, No. 5, 2007, ss. 384-400.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated.aspx>, Erişim Tarihi: Nisan 2010.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>, Erişim Tarihi: Nisan 2010.
- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/FinancialTables/companiesfinancialstatements.aspx>, Erişim Tarihi: Nisan 2010.
- Huffman, S. P., ve diğerleri, "*A Three-Factor Model Investigation of Foreign Exchange-Rate Exposure*", Global Finance Journal, Vol. 21, No. 1, 2010, ss. 1-12.
- Jayasinghe, P.; Albert K. Tsui, "*Exchange Rate Exposure of Sectoral Returns and Volatilities: Evidence From Japanese Industrial Sectors*", Japan and the World Economy, Vol. 20, No. 4, 2008, ss. 639-660.
- Jong, A., ve diğerleri, "*A Firm-Specific Analysis of the Exchange-Rate Exposure of Dutch Firms*", Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 17, No. 1, 2006, ss. 1-28.
- Jorion, P., "*The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market*", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 26, No. 3, 1991, ss. 363 -376.
- Jorion, P., "*Financial Risk Manager Handbook (Fifth Edition)*", John Wiley & Sons, Inc.: USA, 2009.
- Joseph, N. L.; Panayiotis Vezos, "*The Sensitivity of US Banks' Stock Returns to*

- Interest Rate and Exchange Rate Changes*”, *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 2, 2006, ss. 182-199.
- Kıymaz, H., “*Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Emerging Market Application*”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 13, No. 1, 2003, ss. 71-84.
- Kim, Y. S., ve diğerleri, “*Is Operational Hedging a Substitute For Or a Complement to Financial Hedging?*”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No. 11, 2009, ss. 1973-1982.
- Kolari, J. W., ve diğerleri, “*Foreign Exchange Risk and the Cross-Section of Stock Returns*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, 2008, ss. 1074-1097.
- Li, D., ve diğerleri, “*Foreign Exchange Exposure: Evidence From the U.S. Insurance Industry*”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 19, No.2, 2009, ss. 306-320.
- Lintner, J., “*The Evaluation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, 1965, ss. 13-37.
- Martin, A. D., “*Exchange Rate Exposure of the Key Financial Institutions in the Foreign Exchange Market*”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 9, 2000, ss. 267–286.
- Martin, A. D.; Laurence J. Mauer, “*Exchange Rate Exposures of US Banks: A Cash Flow-Based Methodology*”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, 2003, ss. 851–865.
- Mossin, J., “*Equilibrium in Capital Asset Markets*”, *Econometrica*, Vol. 34, 1966, ss. 768-783.
- Muller, A.; Willem F. C. Verschoor, “*Asian Foreign Exchange Risk Exposure*”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 21, No. 1, 2007, ss. 16-37.
- Mun, K. C.; George Emir Morgan, “*Bank Foreign Exchange and Interest Rate Risk Management: Simultaneous Versus Separate Hedging Strategies*”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, 2003, ss. 277–297.
- Nance, D. R., ve diğerleri, “*On the Determinants of Corporate Hedging*”, *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, 1993, ss. 267-284.
- Newey, W. K.; Kenneth D. West , “*A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix*”, *Econometrica*, Vol. 55, No. 3, 1987, ss. 703-708.
- Nguyen, H.; Robert Faff, “*On the Determinants of Derivative Usage by Australian Companies*”, *Australian Journal of Management*, Vol. 27, No. 1, 2002, ss. 1-24.
- Nguyen, H.; Robert Faff, “*Further Evidence on the Corporate Use of Derivatives in Australia: The Case of Foreign Currency and Interest Rate Instruments*”, *Australian Journal of Management*, Vol. 28, No. 3, 2003, ss. 307-317.
- Pantzalis, C., ve diğerleri, “*Operational Hedges and the Foreign Exchange*

- Exposure of U.S. Multinational Corporations*”, Journal of International Business Studies, Vol. 32, 2001, ss. 793–812.
- Pasiouras, F.; Kyriaki Kosmidou, “*Factors Influencing the Profitability of Domestic and Foreign Commercial Banks in the European Union*”, Research in International Business and Finance, Vol. 21, 2007, ss. 222–237.
- Rivas, A., “*Does the Use of Derivatives Increase Bank Efficiency? Evidence From Latin American Banks*”, International Business & Economics Research Journal, Vol. 5, No. 11, 2006, ss. 47-56.
- Salifu, Z., ve diğerleri “*Foreign Exchange Risk Exposure of Listed Companies in Ghana*”, Journal of Risk Finance, Vol. 8, No. 4, 2007, ss. 380-393.
- Saporoschenko, A., “*The Sensitivity of Japanese Bank Stock Returns to Economic Factors: An Examination of Asset/Liability Differences and Main Bank Status*”, Global Finance Journal, Vol. 13, 2002, ss. 253–270.
- Schiozer, R. F.; Richard Saito, “*The Determinants of Currency Risk Management in Latin American Nonfinancial Firms*”, Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 45, No. 1, 2009, ss. 49-71.
- Sharpe, W. F., “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*”, Journal of Finance, Vol. 19, 1964, ss. 425-442.
- Solakoglu, M., “*Exchange Rate Exposure and Firm Specific Factors: Evidence From Turkey*”, Journal of Economic and Social Research, Vol. 7, No. 2, 2005, ss. 35-46.
- Strong, N.; Xinzhong G. Xu, “*Explaining the Cross-Section of UK Expected Stock Returns*”, British Accounting Review, Vol. 29, No. 1, 1997, ss. 1-23.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, [http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonym\\_ous?NavigationTarget=navurl://91112c820afa766dd72d871ec89aba011](http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonym_ous?NavigationTarget=navurl://91112c820afa766dd72d871ec89aba011), Erişim Tarihi: Nisan 2010.
- TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: Nisan 2010.
- Tregenna, F., “*The Fat Years: The Structure and Profitability of the US Banking Sector in the Pre-Crisis Period*”, Cambridge Journal of Economics, Vol. 33, 2009, ss. 609-632.
- White, H., “*A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test For Heteroscedasticity*”, Econometrica, Vol. 48, 1980, ss. 817-838.
- Wong, K. P., “*Operational and Financial Hedging For Exporting Firms*”, International Review of Economics & Finance, Vol. 16, No. 4, 2007, ss. 459-470.
- Wong, T. C., ve diğerleri, “*The Foreign Exchange Exposure Of Chinese Banks*”, China Economic Review, Vol. 20, 2009, ss. 174–182.
- Zhao, F.; Jim Moser, “*Use of Derivatives and Bank Holding Companies’ Interest-Rate Risk*”, Banking and Finance Review, Vol. 1, No.1, 2009, ss. 51-62.

## GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Dünya ekonomisinde toparlanma 2010 yılının ilk yarısında güçlü bir şekilde devam etmiştir. Yıllık bazda ekonomik büyüme %5,25 oranında gerçekleşmiştir. Bu oran World Economic Outlook Update raporuna göre beklenen büyüme oranından yaklaşık yarım puan fazladır.

Asya ülkelerinin öncülüğünde devam eden ekonomik toparlanma bölgeler arasında farklılık göstermiştir. Aynı dönemde, ABD ve Japonya ekonomilerinin toparlanma hızında önemli oranda yavaşlama meydana gelmiştir. Buna rağmen ABD ve Japonya'da üretim kriz öncesi seviyesine yakınlaşmıştır. Almanya'nın itici gücüyle Avrupa'da ekonomik aktivite sadece 2010 yılının ikinci çeyreğinde dikkate değer bir büyüme göstermiştir. 2010 yılının ilk altı aylık döneminde gelişen ekonomilerdeki büyüme oranı % 8 olarak gerçekleşmiştir.

Global finansal piyasalar ise devlet borçları nedeniyle önemli ölçüde olumsuz etkilenmiştir. Mali sektör ve Avrupa piyasaları başta olmak üzere bir çok piyasada hisse senetleri fiyatlarında düşüş meydana gelmiştir. Şirket tahvilleri piyasasında risk primleri büyümeye devam etmiş ve şirket tahvil ihraçları Mayıs ayında gerilemiştir. Tahvil ihraçları gelişmekte olan piyasalarda da hızlı bir şekilde düşmeye devam etmiştir.

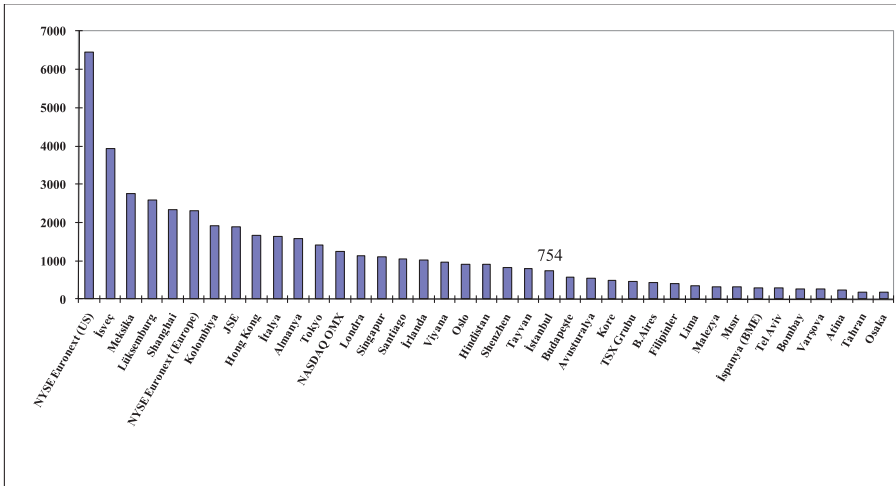
30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla, 2010 yılı başına göre, gelişmiş piyasalara ait endekslerden Nikkei-225 (%-6,4), FTSE-100 (%-15,8), DJIA (%-6,3), DAX (%-14,5) oranlarında ABD doları bazında değişmiştir. Aynı dönemde, gelişmekte olan piyasaların ABD doları bazlı getirileri karşılaştırıldığında en yüksek getiriler: Endonezya (%19,2), Kolombiya (%14,1), Tayland (%11,7), Malezya (%9,2) ve Şili (%4,9) borsalarının endekslerinde gerçekleşirken; dolar bazlı en düşük getiriler: Yunanistan (%-44,2), Macaristan (%-19,7) ve Çin (%-17,2) borsalarında oluştu. Gelişmekte olan piyasalar F/K oranları açısından karşılaştırıldığında, Haziran 2010 sonu itibarıyla en yüksek oranlar Ürdün (52,8), Endonezya (28,4), G.Afrika (20,5) ve Şili (20,4) borsalarında olurken; en düşük oranlar, Rusya (8,5), Türkiye (9,7), Macaristan(9,8) ve Pakistan (10,4) 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	47.689
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

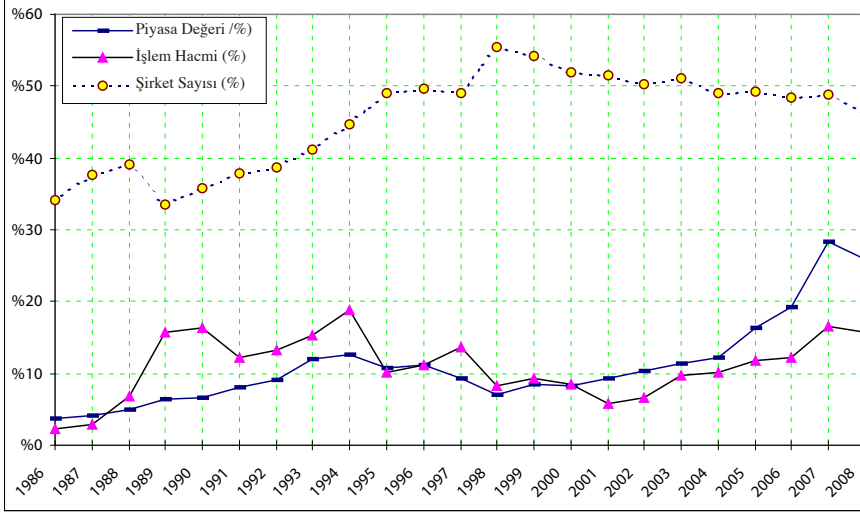
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

### Ortalama Şirket Başına Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Haziran 2010)



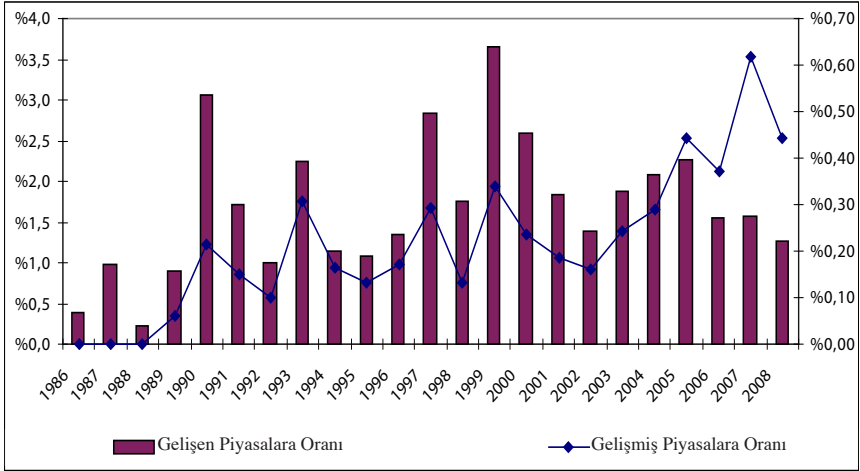
Kaynak: [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

### 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 (Haziran 2010)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı (%)	Piyasa	İşlem Hacmi (Milyon ABD\$) (2010/1-2010/6)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABD\$) 2010/6
1	NASDAQ OMX	407,5%	NYSE Euronext (US)	9.496.001	NYSE Euronext (US)	11.793.689,0
2	Shenzhen	263,8%	NASDAQ OMX	7.118.369	Tokyo	3.277.303,4
3	İtalya	231,3%	Tokyo	1.953.803	NASDAQ OMX	3.165.217,8
4	Kore	162,8%	Shanghai	1.886.872	Londra	2.407.407,2
5	NYSE Euronext (US)	160,8%	Shenzhen	1.425.280	NYSE Euronext (Europe)	2.294.915,5
6	Budapeşte	132,4%	NYSE Euronext (Europe)	1.099.793	Hong Kong	2.199.901,0
7	Almanya	126,6%	Londra	958.747	Shanghai	2.050.695,9
8	İstanbul	124,0%	Almanya	915.249	TSX Grubu	1.634.732,7
9	Tokyo	117,1%	Kore	779.441	Bombay	1.376.332,9
10	İspanya	114,3%	Hong Kong	697.950	Hindistan	1.341.185,4
11	Shanghai	111,6%	İspanya (BME)	685.152	Almanya	1.106.338,1
12	Tayvan	105,5%	TSX Grubu	673.201	Avusturya	1.058.967,0
13	Oslo	96,6%	İtalya	546.680	İspanya (BME)	1.018.473,7
14	NYSE Euronext (Avrupa)	90,0%	Avusturya	520.647	İsviçre	989.936,3
15	Avusturya	84,2%	İsviçre	416.329	Kore	836.187,3
16	Osaka	82,7%	Tayvan	403.703	Shenzhen	826.862,3
17	TSX Grubu	81,0%	Hindistan	374.467	JSE	666.099,2
18	İsviçre	71,7%	İstanbul	209.825	Tayvan	588.796,2
19	Londra	70,4%	Johannesburg	165.764	Singapur	507.972,7
20	Tel-Aviv	63,9%	Oslo	140.663	İtalya	477.240,8
21	Hindistan	54,9%	Singapur	133.069	Meksika	350.386,3
22	Hong Kong	50,5%	Bombay	124.399	Malezya	319.678,4
23	Viyana	47,7%	Osaka	97.674	Osaka	249.363,2
24	Mısır	46,9%	Meksika	59.939	İstanbul	245.057,8
25	Atina	44,7%	Tel-Aviv	53.906	Santiago	239.600,4
26	Singapur	43,0%	Malezya	49.180	Tel Aviv	176.684,5
27	Kolombo	42,5%	Varşova	32.767	Oslo	174.581,9
28	Varşova	40,8%	Atina	27.545	Kolombiya	158.662,1
29	Tahrán	39,4%	Viyana	27.206	Varşova	138.171,9
30	JSE G.Afrika	33,4%	Mısır	23.582	Filipinler	102.101,9
31	Meksika	29,2%	Santiago	20.808	Viyana	89.930,2
32	Malezya	23,8%	Budapeşte	15.746	Lüksemburg	77.712,3
33	İrlanda	20,8%	Kolombiya	10.502	Mısır	72.076,9
34	Filipinler	18,2%	Tahrán	8.719	Tahrán	71.312,6
35	Bombay	17,3%	Filipinler	8.548	Lima	69.463,3
36	Santiago	15,6%	İrlanda	4.985	Atina	64.080,9
37	Kolombiya	10,2%	Kolombo	1.782	İrlanda	54.633,0
38	Kıbrıs	8,3%	B.Aires	1.514	B.Aires	42.685,7
39	Ljubljana	4,5%	Lima	1.338	Budapeşte	23.895,5
40	Mauritüs	4,3%	Kıbrıs	412	Kolombo	13.241,6
41	B.Aires	3,7%	Ljubljana	248	Ljubljana	9.237,0
42	Lima	1,8%	Mauritüs	209	Mauritüs	6.350,2
43	Bermuda	1,2%	Luxembourg	121	Kıbrıs	6.213,9
44	Malta	1,0%	Bermuda	60	Malta	3.413,4
45	Lüksemburg	0,2%	Malta	25	Bermuda	1.439,7

Kaynak: [www.world-exchanges.org](http://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

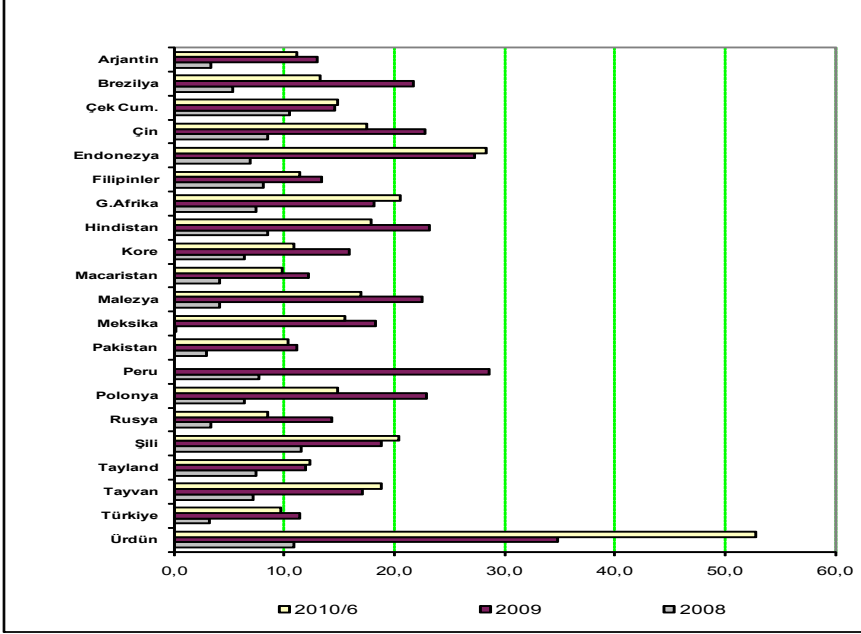
Kaynak: Standard &amp; Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

**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 &amp; Poor's Global Stock Markets Factbook, 2009.

### Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı Karşılaştırması



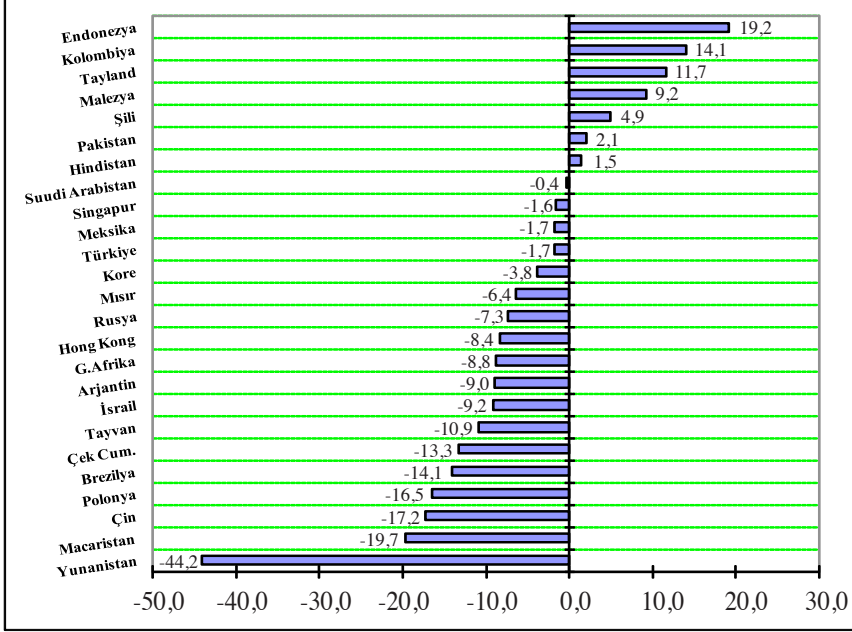
Kaynak: Standard & Poor's & Bloomberg

### Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010/6
Arjantin	32,6	-1,4	21,1	27,7	11,1	18,0	13,6	3,4	13,0	11,1
Brezilya	8,8	13,5	10,0	10,6	10,7	12,7	16,6	5,3	21,7	13,3
Çek Cum.	5,8	11,2	10,8	25,0	21,1	20,0	26,5	10,5	14,6	14,9
Çin	22,2	21,6	28,6	19,1	13,9	24,6	50,5	8,6	22,8	17,5
Endonezya	-7,7	22,0	39,5	13,3	12,6	20,1	31,7	7,0	27,3	28,4
Filipinler	45,9	21,8	21,1	14,6	15,7	14,4	17,7	8,2	13,4	11,4
G.Afrika	11,7	10,1	11,5	16,2	12,8	16,6	18,7	7,5	18,2	20,5
Hindistan	12,8	15,0	20,9	18,1	19,4	20,1	31,6	8,6	23,2	17,9
Kore	28,7	21,6	30,2	13,5	20,8	12,8	16,4	6,4	15,9	10,9
Macaristan	13,4	14,6	12,3	16,6	13,5	13,4	14,0	4,2	12,2	9,8
Malezya	50,6	21,3	30,1	22,4	15	21,7	20,1	4,2	22,6	17,0
Meksika	13,7	15,4	17,6	15,9	14,2	18,6	17,2	0,3	18,3	15,5
Pakistan	7,5	10,0	9,5	9,9	13,1	10,8	15,3	3,0	11,2	10,4
Peru	21,3	12,8	13,7	10,7	12,0	15,7	20,9	7,7	28,6	
Polonya	6,1	88,6	-353,0	39,9	11,7	13,9	15,6	6,4	23,0	14,8
Rusya	5,6	12,4	19,9	10,8	24,1	16,6	18,4	3,4	14,3	8,5
Şili	16,2	16,3	24,8	17,2	15,7	24,2	22,3	11,5	18,9	20,4
Tayland	163,8	16,4	16,6	12,8	10,0	8,7	11,7	7,5	11,9	12,4
Tayvan	29,4	20,0	55,7	21,2	21,9	25,6	27,9	7,2	17,1	18,8
Türkiye	72,5	37,9	14,9	12,5	16,2	17,2	25,2	3,2	11,4	9,7
Ürdün	18,8	11,4	20,7	30,4	6,2	20,8	28,0	10,9	34,8	52,8

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, 31/12/2009-30/06/2010)**

Kaynak: The Economist, July 3th 2010.

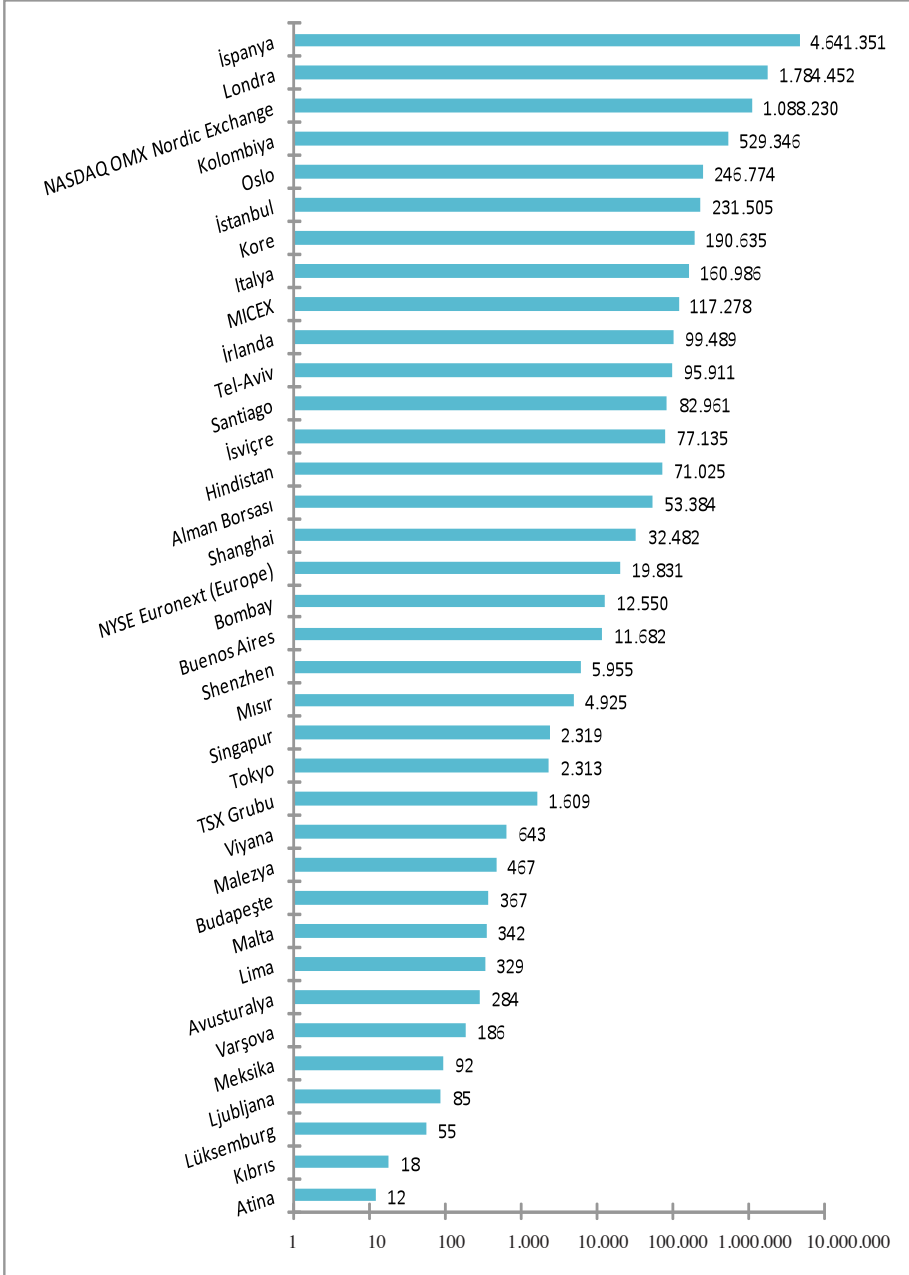
**Gelişen Piyasalar Piyasa Değeri / Defter Değeri**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010/6
Arjantin	0,6	0,8	2,0	2,2	2,5	4,1	3,2	0,8	1,5	1,1
Brezilya	1,2	1,3	1,8	1,9	2,2	2,7	3,3	1,0	2,2	1,8
Çek Cum.	0,8	0,8	1,0	1,6	2,4	2,4	3,1	2,0	1,4	1,3
Çin	2,3	1,9	2,6	2,0	1,8	3,1	6,3	1,9	3,3	2,5
Endonezya	1,7	1,0	1,6	2,8	2,5	3,4	5,6	1,6	2,7	2,8
Filipinler	0,9	0,8	1,1	1,4	1,7	1,9	2,8	1,3	2,0	2,1
G.Afrika	2,1	1,9	2,1	2,5	3,0	3,8	4,4	1,6	2,2	2,1
Hindistan	1,9	2,0	3,5	3,3	5,2	4,9	7,9	1,7	3,5	3,1
Kore	1,2	1,1	1,6	1,3	2,0	1,7	2,2	0,8	1,2	1,2
Macaristan	1,8	1,8	2,0	2,8	3,1	3,1	3,2	0,9	1,5	1,4
Malezya	1,2	1,3	1,7	1,9	1,7	2,1	2,5	0,7	2,3	2,2
Meksika	1,7	1,5	2,0	2,5	2,9	3,8	3,6	1,0	2,7	2,6
Pakistan	0,9	1,9	2,3	2,6	3,5	3,2	4,7	0,8	1,6	1,5
Peru	1,4	1,2	1,8	1,6	2,2	3,5	6,0	2,7	5,4	
Polonya	1,4	1,3	1,8	2,0	2,5	2,5	2,8	1,1	1,5	1,4
Rusya	1,1	0,9	1,2	1,2	2,2	2,5	2,8	0,1	1,0	1,0
Şili	1,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,4	2,5	1,4	2,4	2,2
Tayland	1,3	1,5	2,8	2,0	2,1	1,9	2,5	1,0	1,5	1,6
Tayvan	2,1	1,6	2,2	1,9	1,9	2,4	2,6	1,0	2,1	1,7
Türkiye	3,8	2,8	2,6	1,7	2,1	2,0	2,8	0,7	1,6	1,6
Ürdün	1,5	1,3	2,1	3,0	2,2	3,3	4,4	1,3	1,3	1,2

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

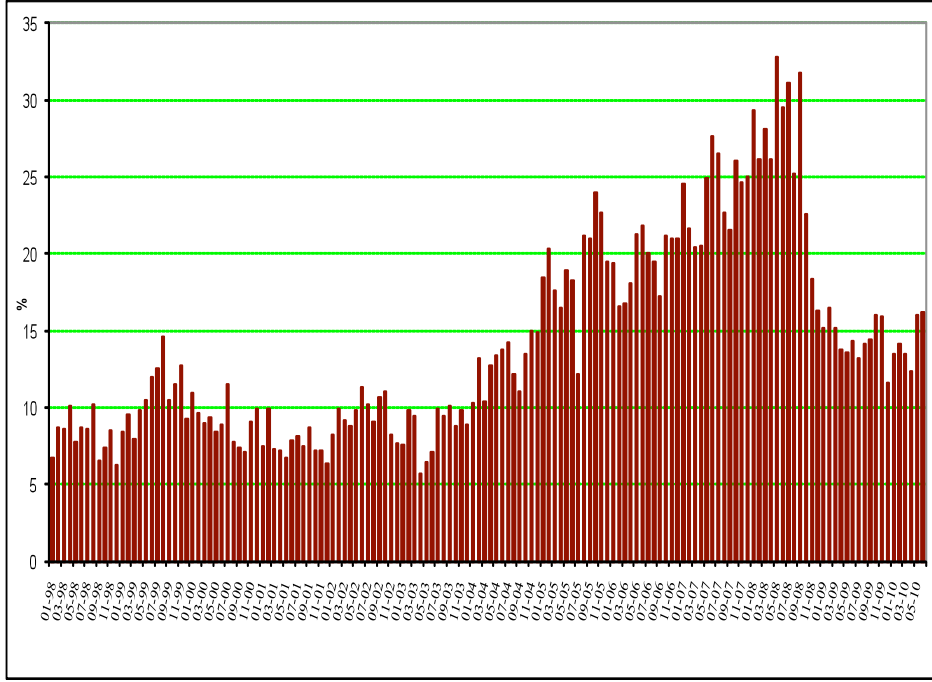
Not : S&amp;P / IFCI Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

**Tahvil Piyasası İşlem Hacmi**  
(Milyon ABD\$, Ocak 2010-Haziran 2010)



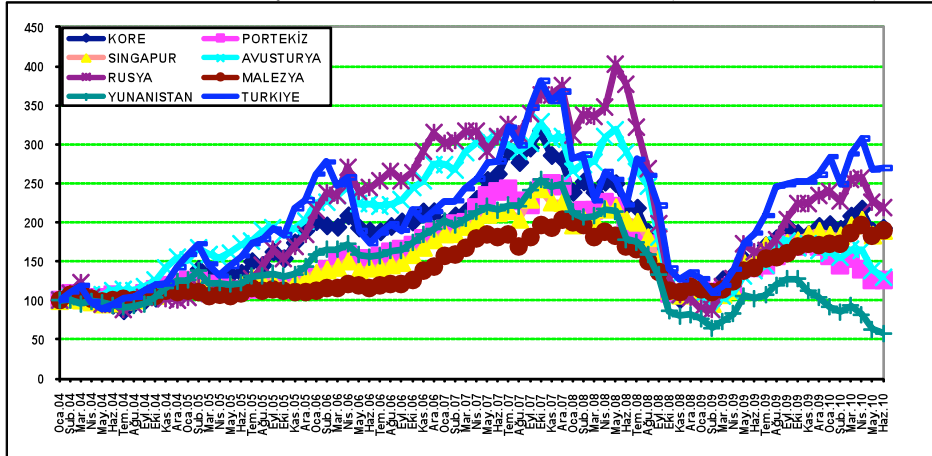
Kaynak: [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

### İMKB'de Yabancıların İşlem Payı (Ocak 1998-Haziran 2010)



Kaynak: İMKB Verileri.

### 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)	ABD\$
	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$	(%)	TL(1)	TL(2)	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	16.70	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
2010	326	328,380	217,389	2,606	1,725	388,000	246,725	1.92	12.92	11.08	10.59
2010/Ç1	326	175,589	117,179	2,787	1,860	388,063	256,215	2.41	13.85	13.65	13.70
2010/Ç2	334	152,791	100,211	2,425	1,591	388,000	246,725	1.92	12.92	11.08	10.59

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'nca 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 edilmemiştir.

### IMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

<b>TL Bazlı</b>									
	IMKB 100 (Ocak 1986-1)	IMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007=48.082,17)	IMKB SİNAİ (31.12.1990-33)	IMKB HİZMETLER (27.12.1996=1046)	IMKB MALLI (31.12.1990-33)	IMKB TEKNOLOJİ (30.06.2000=14.466,12)	IMKB MENKUL KIY.M.Y.O. (27.12.1996=976)	IMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996=976)	IMKB 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	39.240.73
2005	39.777.70	---	31.140.59	18.085.71	62.800.64	13.669.97	23.037.86	28.474.96	29.820.90
2006	39.117.46	---	30.896.67	22.211.77	60.168.41	10.341.85	16.910.76	23.969.99	20.395.84
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	32.879.36
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	14.889.97
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	25.795.58
2010	54.839.46	46.405.00	41.039.66	34.027.90	85.381.67	14.337.38	18.531.10	33.152.31	55.292.78
2010/C1	56.538.37	46.860.89	42.360.56	35.927.74	87.233.97	15.851.41	20.461.16	30.093.58	30.105.36
2010/C2	54.839.46	46.405.00	41.039.66	34.027.90	85.381.67	14.337.38	18.531.10	33.152.31	55.292.78

<b>ABD \$ Bazlı</b>									<b>Euro Bazlı</b>	
	IMKB 100 (Ocak 1986-100)	IMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007=2.114,37)	IMKB SİNAİ (31.12.90=643)	IMKB HİZMETLER (27.12.96=572)	IMKB MALLI (31.12.90=643)	IMKB TEKNOLOJİ (30.06.2000=1.360,92)	IMKB MENKUL KIY.M.Y.O. (27.12.1996=534)	IMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996=534)	IMKB YENİ EKONOMİ (02.09.2004=796,46)	IMKB 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	982.---	---	757.---	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
2010	2.029.23	1.717.13	1.518.59	1.259.14	3.159.38	530.53	685.71	1.226.74	2.046.00	1.940.04
2010/C1	2.172.21	1.800.40	1.627.49	1.380.35	3.351.53	609.01	786.12	1.156.20	1.156.65	1.890.97
2010/C2	2.029.23	1.717.13	1.518.59	1.259.14	3.159.38	530.53	685.71	1.226.74	2.046.00	1.940.04

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
2010	239,669	158,125	1,902	1,255
2010/Ç1	128,175	85,410	2,035	1,356
2010/Ç2	111,494	72,715	1,770	1,154

Repo-Ters Repo Pazarı				
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
2010	1,600,231	1,057,761	12,700	8,395
2010/Ç1	806,180	538,058	12,797	8,541
2010/Ç2	794,051	519,702	12,604	8,249

Ç : 3 aylık dönem

### DIBS 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
2010	114.87	127.60	138.24	146.96	153.66	132.61
2010/Ç1	115.03	127.93	138.75	147.65	154.52	133.79
2010/Ç2	114.87	127.60	138.24	146.96	153.66	132.61

### DIBS 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
2010	1,206.63	1,273.23	1,619.36	1,299.00	1,479.82
2010/Ç1	1,186.30	1,251.79	1,592.06	1,277.03	1,454.80
2010/Ç2	1,206.63	1,273.23	1,619.36	1,299.00	1,479.82

### DIBS Portföy Performans Endeksleri (31 Aralık 2003=100)

YTL Bazlı							
	Eşit Ağırlıklı Endeksler			Piyasa Değeri Ağırlıklı Endeksler			REPO
	EA180-	EA180+	EAGENEL	PDA180-	PDA180+	PDAGENEL	
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
2010	280.19	332.32	304.84	278.71	332.13	307.53	225.61
2010/Ç1	275.28	326.12	299.35	273.73	325.80	301.95	222.50
2010/Ç2	280.19	332.32	304.84	278.71	332.13	307.53	225.61

Ç : 3 aylık dönem

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 Günel</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 Utkulu, 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 Saltoğlu	ISBN 975-8027-32-8	1998
Özel Emeklilik Fonları: Şili Örneğinden Alınacak Derstler - Çağatay Ergenekon	ISBN 975-8027-43-3	1998
Hisse Senedi Opsiyonları ve İMKB'de Uygulanabilirliği - 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 Uzunoglu, 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 Cömeri 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 Uzunoglu, 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

<b>İ.M.K.B. YAYINLARI</b>		
<b>TÜREV PİYASA ARAŞTIRMALARI SERİSİ</b>		
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
<b>SEKTÖR ARAŞTIRMALARI SERİSİ</b>		
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
<b>KÜLTÜR YAYINLARI</b>		
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)		
<b>TANITIM YAYINLARI</b>		
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 ayırdedilmelidir (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:  
<sup>1</sup>Hormats, Robert D., Reforming the International Monetary System: From Roosevelt to Reagan, Foreign Policy Association, New York, 1987, ss. 21-25.  
- İki yazarlı kitaplar için:  
<sup>3</sup>Hoel, P.G., Port, S., C., Introduction to Probability Theory, Houghton Mifflin Company, Abd, 1971, s. 241.  
-Üç ve daha çok yazarlı kitaplar için:  
<sup>5</sup>Mendenhall, W., ve diğerleri, *Statistics for Management and Economics*, Sixth Edition, WPS-Kent Publishing Company, Boston, 1989, s. 54.  
-Makaleler için:  
<sup>9</sup>Harvey, 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 taşınmalıdır (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.

