



İMKB D E R G İ S İ
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 12 Sayı: 48

İmalat Şirketlerinin Ortaklık Yapılarının, Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi: İMKB Uygulaması (1998-2009)
Güven Sayılın, Yahya Sayman

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Ekonomik Büyüme
Mehmet Adak

Gölge Bankacılığa İlişkin Alınabilecek Önlemler:
Hakim Ortaklara Kredi Kullanımına İlişkin Türkiye Deneyimi
İhsan Uğur Delikanlı, Ali Alp, Saim Kılıç

İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

Tayfun DEMİRÇARK
Hukuk Başmüşavir Yardımcısı

Genel Yayın Yönetmeni

Dr. Ali KÜÇÜKÇOLAK

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Saadet ÖZTUNA

Yayın Kurulu

Mustafa BALTACI
Dr. Esin AKBULUT
Dr. Aydın SEYMAN
Adalet POLAT
Hikmet TURLİN
Kudret VURGUN
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

Ofset Hazırlık ve Baskı

UFUK REKLAMCILIK
Maltepe Mah. Gümüşsuyu
Cad. Çiftelavuzlar Yolu
1. Matb. Sitesi No:1/68
Topkapı / İSTANBUL
Tel: 0212 544 92 30
Fax: 0212 544 92 29
www.ufukmat.com
Basım Tarihi: Ocak 2012



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

İMKB'yi bağlamaz.

Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.

Bu yayın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Strateji Geliştirme ve 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: evren.arik@imkb.gov.tr, elif.mutlu@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi Hakem Heyeti

Akademisyen

Prof. Dr. Alaeddin TİLEYLİOĞLU, Çankaya Üniversitesi
Yrd. Doç. Dr. Ali ÇOŞKUN, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Asaf Savaş AKAT, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Birol YEŞİLADA, Portland State University
Prof. Dr. Burç ULENGİN, İstanbul Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Cengiz EROL, İzmir Ekonomi Üniversitesi
Prof. Dr. Coşkun Can AKTAN, Dokuz Eylül Üniversitesi
Doç. Dr. Çağlar MANAVGAT, Bilkent Üniversitesi
Doç. Dr. Emre ÖZDENÖREN, London Business School
Prof. Dr. Erdoğan ALKİN, İstanbul Ticaret Üniversitesi
Prof. Dr. Gülnur MURADOĞLU, Cass Business School
Prof. Dr. Halil KIYMAZ, Rollins College
Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI, Çukurova Üniversitesi
Doç. Dr. Hüseyin GÜLEN, Purdue University
Prof. Dr. İhsan ERSAN, İstanbul 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. Nejat SEYHUN, University of Michigan
Yrd. Doç. Dr. Neslihan YILMAZ, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Nicholas M. KIEFER, Cornell University
Prof. Dr. Niyazi BERK, Bahçeşehir Üniversitesi
Prof. Dr. Nuran Cömert DOYRANGÖL, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Oral ERDOĞAN, Bilgi Üniversitesi
Prof. Dr. Osman GÜRBÜZ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Reena AGGARWAL, Georgetown University
Prof. Dr. Reşat KAYALI, Yeditepe Üniversitesi
Prof. Dr. Robert JARROW, Cornell University
Prof. Dr. Robert ENGLE, NYU-Stern
Prof. Dr. Targan ÜNAL, Okan Üniversitesi
Prof. Dr. Taner BERKSOY, Bahçeşehir Üniversitesi
Prof. Dr. Ümit EROL, Bahçeşehir Üniversitesi
Prof. Dr. Ünal BOZKURT, İstanbul Üniversitesi
Dr. Veysi SEVİĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Zühtü AYTAC, Bilkent Üniversitesi

Profesyonel

Adnan CEZAIRLI
Dr. Ahmet ERELÇİN
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN
Dr. Atilla KÖKSAL
Bedii ENSARI
Dr. Berra KILIÇ
Prof. Dr. Erol KATIRCIOĞLU
Dr. Cahit SÖNMEZ
Çetin Ali DÖNMEZ
Emin ÇATANA
Erhan TOPAÇ
Dr. Erik SIRRI
Filiz KAYA
Doç. Dr. Hasan ERSEL
Prof. Dr. Kenan MORTAN
Dr. Mahfi EĞİLMEZ
Dr. Meral VARIŞ KIEFER
Muharrem KARSLI
Doç. Dr. Ömer ESENER
Reha TANÖR
Serdar ÇITAK
Sezai BEKGÖZ
Tolga SOMUNCUOĞLU
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP
Prof. Dr. Vedat AKGIRAY

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

İMKB Dergisi'nde yayınlanmış tüm makalelere tam metin olarak web sitemiz üzerinden pdf formatında erişim sağlanabilmektedir.

Elektronik Erişim için:

<http://www.imkb.gov.tr/publications/ISEReview.aspx>

İMKB Dergisi Fiyat ve Ödeme Bilgileri:

Basılı Yayın No: 48 Fiyatı 7.50 TL

İMKB Dergisi ücreti T. İş Bankası Borsa Şubesi
1125000038 no'lu hesaba yatırılarak,
banka dekontu aşağıdaki adrese gönderilmelidir.

İMKB Strateji Geliştirme ve Araştırma Müdürlüğü

Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad.

Emirgan 34467 İstanbul

Tel : 0212 298 26 88, 0212 298 21 52

Fax : 0212 298 21 89

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen bize ulaşınız.

İÇİNDEKİLER

İmalat Şirketlerinin Ortaklık Yapılarının, Finansman..... 1 Kararları Üzerindeki Etkisi: İMKB Uygulaması (1998-2009) <i>Güven Sayılğan, Yahya Sayman</i>	
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Ekonomik Büyüme..... 17 <i>Mehmet Adak</i>	
Gölge Bankacılığa İlişkin Alınabilecek Önlemler: 35 Hakim Ortaklara Kredi Kullanımına İlişkin Türkiye Deneyimi <i>İhsan Uğur Delikanlı, Ali Alp, Saim Kılıç</i>	
Global Sermaye Piyasaları..... 59	
İMKB Piyasa İstatistikleri..... 67	
İMKB Yayınları 71	

İMKB Dergisi 1997'den itibaren Institute of European Finance'in (IEF) yayınladığı "World Banking Abstracts" endeksinde, 2000'den itibaren American Economic Association tarafından yayınlanan Econlit (Jel on CD) endeksinde ve 2005'ten itibaren TÜBİTAK-ULAKBİM Sosyal Bilimler veritabanı kapsamında yer almaktadır.

İMALAT ŞİRKETLERİNİN ORTAKLIK YAPILARININ, FİNANSMAN KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB UYGULAMASI (1998–2009)

Güven SAYILGAN*
Yahya SAYMAN**

Özet

Bu çalışmada şirketlerin ortaklık yapılarının sermaye yapıları üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur. Bunun için, hisse senetleri İMKB’de işlem gören imalat şirketlerinin 1998–2009 yılları arasındaki panel verileri kullanılmıştır. Kurulan model ile sermaye yapısının ortaklık yapısındaki değişikliklerden nasıl etkilendiği ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda, ortak sayısı azalan şirketlerin sermaye yapılarını, şirket değerini arttırmak adına, daha riskli hale getirdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, şirketlerin ortak sayısı diğer bir ifade ile halka açıklık oranları arttığında, şirketlerde profesyonel yöneticilerin istihdam edilmesi gereği söz konusu olacaktır. Bu durumda yöneticiler, şirketin finansal sıkıntıya girmemesi için sermaye yapısındaki özkaynak oranının artmasını isteyeceklerdir. Özetle, şirketlerin ortaklık yapılarının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye yapısı, ortaklık yapısı, temsilcilik teorisi.
JEL Sınıflandırması: G32, G39

Abstract

In this study, the impact of capital structure on firms’ ownership structure is examined. Therefore, manufacturing firms whose stocks are quoted on the Istanbul Stock Exchange (ISE) over the period 1998 and 2009 are covered using pooled data. On the developed model, it was investigated how ownership structure is affected by the capital structure. According to the results of the regression model, it has been found that firms which have less shareholders choose higher-risk capital structures because of increasing firm value.

* Prof. Dr. Güven Sayılğan, Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD. Tel: 0312 362 97 80 E-posta: sayilgan@ankara.edu.tr

** Yahya Sayman, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Öğrencisi.
İMKB Kotasyon Müdürlüğü, Uzman. Tel: 0212 298 26 92
E-posta: yahya.sayman@imkb.gov.tr

Furthermore, provided that capital intensity becomes higher, firms must hire professional managers. In this instance, professional managers prefer equity financing for preventing financial distresses. In summary, this study concludes that firms' ownership structure affects capital structure.

Keywords: Capital structure, ownership structure, agency theory.

JEL Classification: G32, G39

I. Giriş

Sermaye yapısı, şirketlerin varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların bileşimini ifade eder. Şirket yöneticileri şirketlerin faaliyetlerini devam ettirebilmek için gereksinim duydukları varlıklarını finanse ederken, alacakları finansman kararlarıyla bilançonun kaynak kısmını biçimlendirmekte; diğer bir ifadeyle, sermaye yapısını belirlemektedirler. Bilançonun varlıklar kısmında ise, vadesi gelen yükümlülüklerin karşılanması ve faaliyetlerin aksamadan sürdürülebilmesi için sermaye yapısının durumuna göre likit varlıklar bulundurulmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları risk (likidite riski ve faaliyet riski) ile değer (kâr) arasında bir denge kurmayı gerektirir.

1958 yılına kadar finans yöneticilerinin sermaye yapısı üzerinde odaklandıkları nokta her koşul için sabit optimum bir sermaye yapısına ulaşmakken, bu yılda Modigliani ve Miller (M&M) tarafından yapılan çalışma ile sermaye yapısı ile sermaye maliyeti, dolayısıyla şirket değeri, arasında bir ilişki olmadığı ortaya konulmuş ve dikkatler şirketin riski üzerine çekilmiştir (Modigliani ve Miller, 1958). Diğer bir deyişle, modern anlamda işletme finansı teorisi ilk olarak M&M'nin sermaye yapısı konusunda ortaya koydukları model ile başlamıştır. M&M'nin (1958) finans teorisinde yeni ufuklar açan bu modellerini takiben; şirketlerin sermaye yapılarını oluşturmalarında etkili olan faktörler üzerinde çok sayıda araştırma yapılmıştır.

Sermaye yapısını açıklayan teoriler, vurguladıkları faktöre göre çok değişik sonuçlara ulaşmaktadırlar. Ödünleşme teorisi (trade-off theory) vergilere, finansman hiyerarşisi teorisi (pecking order theory) bilgi asimetrisine, Modigliani ve Miller modeli etkin piyasalara ve son olarak temsilcilik teorisi (agency theory) ise temsilcilik maliyetlerine vurgu yapmaktadır (Myers, 2001). Daha açık bir ifade ile, ödünleşme teorisi, şirketlerin sermaye ilavesi yerine vergi tasarrufu etkisi nedeniyle yabancı kaynak ile finansman sağlama yoluna gitmesini; finansman hiyerarşisi teorisi şirketlerin öncelikle dağıtılmayan karlar ve aktiflerin satılması gibi iç kaynaklar ile finansman sağlanmasını önermektedir. Bununla birlikte temsilcilik teorisi ise kaynağını şirketteki çıkar grupları (stakeholders) arasındaki

çatışmalarından almaktadır. İlk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan çalışmada değinilen temsilcilik sorunu teorisine göre şirketler, optimal sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak ve yeni hisse senedi ihracıyla elde edilecek kaynağın temsilcilik maliyetlerini minimize eden noktayı bulmaya çalışmaktadırlar.

Ortaklık yapısından; dar anlamda özkaynakların ortaklara oransal dağılımı anlaşılırken, geniş anlamda; hissedarların niteliksel özellikleri (aile şirketi mi kurumsal yatırımcılar tarafından mı yönetiliyor), hissedarların yönetimle olan ilişkisi ve hissedarların işletme kontrolünü ellerinde bulundurup bulundurmadıkları anlaşılmalıdır. Ortaklık yapısı türleri ise; aile şirketleri, geniş tabanlı katılımcıların olduğu ortaklık yapısı, kurumsal yatırımcıların olduğu ortaklık yapısı, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği ve işçi sahipliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilindiği gibi, kurumsal yatırımcılar genellikle yatırım bankaları olmakla birlikte, temel olarak diğer işletmeleri kendi aktif büyüklüğü içinde toplayan finansal kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

II. Literatür Taraması

Sermaye yapısı, yalnızca iç ve dış etkenlerin etkisi altında pasif olarak şekillenmemekte, şirket yönetiminin büyüme stratejileri, kısa vadeli hedefleri, yatırımcı tercihleri, istekleri yanında; şirket yatırımlarının (varlıklarının) büyüklüğü ve niteliği (kısa/uzun vadeli, teknoloji/sermaye yoğun vb.) ile belirlenmektedir. Bu kapsamda şirketlerin yöneticilerini atayan ve onlara yatırım politikalarında yön veren ortakların da sermaye yapısının oluşmasında etkili olacağı söylenebilir. Şirketin kaynak bileşimi, ortaklık yapısı içinde yabancı kurumsal bir ortağın bulunup bulunmadığı, şirketin devlet kontrolünde bir şirket olup olmadığı, şirketin aile şirketi özelliği gösterip göstermediğine bağlı olarak şekillenmektedir.

Brailsford ve diğerleri (2002) ile Driffield ve diğerleri (2007) tarafından yapılan çalışmalar, sermaye yapısı ile ortaklık yapısını ilişkilendiren temel çalışmalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Brailsford ve diğerleri (2002) tarafından yapılan çalışma Avustralya, Driffield ve diğerleri (2007) tarafından yapılan çalışma ise Uzakdoğu Asya kökenli şirketlerin ortaklık yapılarının borçlanma üzerine etkilerini panel veri kullanarak belirlemeye yöneliktir.

Brailsford ve diğerleri (2002) tarafından; finansman yapısı ile ortaklık yapısı arasındaki ilişkiyi belirlemek amacı yapılan çalışma, Avustralya Borsası'nda yer alan şirketleri kapsamaktadır. Bu çalışmada, sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler; ortaklık yapısı değişkenleri, şirket risklilik

düzeyi, temsilcilik maliyetleri, şirket varlıklarının özgüllüğü (maddi olmayan duran varlıklar) ve vergi oranı olarak belirlenmiştir. Brailsford ve diğerleri (2002)'e göre şirketlerin sermaye yoğunluğundaki artışa paralel olarak borçlanma oranı da artmaktadır. Söz konusu çalışma sonuçlarında vurgulandığı üzere, artan yoğunlukla birlikte hisse senetlerinin büyük çoğunluğunu elinde bulunduran ortaklar, şirket yöneticilerini denetlemek için daha fazla gözetim çabası verecek ve böylece temsil sorunu azalacaktır. Şirketin hisse senetleri kurumsal bir yatırımcı elinde toplanmışsa, yöneticilerin denetim etkinliği sağlanacaktır. Bu sayede, yöneticiler şirket değerini artırıcı yatırımların hayata geçirmek, net bugünkü değeri negatif olan yatırımlardan ise vazgeçmek durumunda kalacaklardır.

Driffieldve diğerleri (2007) Uzakdoğu şirketlerini inceledikleri çalışmada, ortaklık yapısının şirket değeri ve sermaye yapısı üzerindeki etkisini inceleyerek; özellikle makroekonomik krizlerin çıkış ve yayılış süreçlerinin anlaşılmasında önemli katkı sağlayabileceğini belirtmişlerdir. Uzakdoğu ülkelerinde 1990'ların sonunda meydana gelen kriz, bölgede faaliyet gösteren şirketlerin daha önce fazla sorgulanmamış olan kurumsal yönetim uygulamaları hakkında ciddi bazı eleştiri noktalarını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda çalışmada, ortaklık yapısı, büyük hissedarların yönetimdeki baskın hâkimiyeti, oy hakkı ile şirket faaliyetlerine müdahaleler arasındaki ilişkiler ele alınmıştır. Driffieldve diğerleri (2007) şirketlerin sermaye yapısının ortaklık yapısından etkilenip etkilenmediğini test ederken, “mülkiyet yoğunlaşması” olarak ifade edilen bir değişken tanımlamışlardır. Bu değişken, en büyük beş hissedar arasında ortaklık yapısının ne oranda yoğunlaştığını yüzdesel olarak ölçmektedir. Araştırmacılar sermaye yapısını etkileyen bir diğer değişken olarak, sermaye payı içindeki en büyük ortağın nakit akışları üzerindeki kontrolünü oransal olarak tanımlamışlardır. Bu değişken, mülkiyet haklarının büyük ortak ya da ortakların elinde yoğunlaştığı durumlarda borçlanmaya dayalı (sermaye yapısını borca ağırlık vererek değiştiren) bir büyüme modelini tercih ettikleri gözlemine dayanmaktadır. Çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri; şirket büyüklüğü, şirket yaşı, yatırım ve büyüme olanakları, varlık çeşitlendirmesi olarak sıralanmaktadır. Araştırma sonuçlarına göre, ortaklık yapısındaki konsantrasyon arttıkça, borçluluk oranı da artmaktadır. Dolayısı ile ortaklık yapısının dar olduğu durumlarda, büyük ortakların bu durumu korumak amacıyla borçlanmaya dayalı büyüme stratejisi benimsedikleri savı ampirik olarak doğrulanmıştır.

Bununla birlikte, Cespedesve diğerleri (2010) tarafından yapılan bir diğer çalışmada Latin Amerika ülkelerinin sermaye yapılarının belirleyicileri

araştırılmış olup, şirket düzeyinde kullanılan ve sektördeki rekabet düzeyini gösteren Herfindahl endeksi sermaye yoğunluğunun hesaplanmasında kullanılmıştır. Bulunan sonuçlara göre, yüksek Herfindahl endeksi, diğer bir ifade ile yüksek sermaye yoğunluğu olan işletmelerin sermaye yapılarını yabancı kaynak ağırlıklı olarak finanse ettikleri tespit edilmiştir.

Mehranve diğerleri (1999) tarafından yapılan çalışmada yönetici (CEO) sahipliğinin şirketlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Tahmin edileceği üzere CEO sahipliğinin matematiksel ifadesinin olmaması nedeniyle çalışmada Tobit regresyonu kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak toplam yabancı kaynakların, sermayenin piyasa değeri ve toplam yabancı kaynaklara oranı kullanılmıştır. Ayrıca yönetici sahipliği kukla değişkenini daha iyi açıklamak adına, faaliyet kârının toplam varlıklara oranı, temettülerin özkaynaklara oranı, faaliyet kârının toplam varlıklara oranının standart sapması, yabancı kaynakların tahmini piyasa değerinin toplam yükümlülüklerin tahmini piyasa değerine oranı, satışların doğal logaritması, piyasa değerinin defter değerine oranı ve vergi oranı kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre yönetici sahipliğinin sermaye yapısı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmakta olduğu, diğer bir ifade ile hisse senetleri içindeki yönetici payı arttıkça işletmelerin daha fazla yabancı kaynak kullanacakları sonucu ulaşılmıştır. Mehranve diğerleri (1999) bunun temel nedeninin yöneticinin şirket üzerindeki kontrol gücünün korumak istemesi olduğunu iddia etmektedir (Mehranve diğerleri, 1999).

Live diğerleri (2009) tarafından Çin'de faaliyet gösteren şirketler için yapılan çalışmada ise kamu sahipliği, yabancı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği kukla değişkenleri kullanılarak sermaye yapısının bu etkenlerden etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. Bu bağımsız değişkenlere ilave olarak şirket büyüklüğü, varlık özgünlüğü, varlıkların vadesi ve endüstri kukla değişkenleri kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Çalışma sonucunda, sahiplik yapısının her durumda da sermaye yapısını belirlediği bulunmuş olup, kamu sahipliğindeki işletmelerin daha fazla yabancı kaynak kullandığı tersine yabancı yatırımcı sahipliğindeki işletmelerin daha az yabancı kaynak kullandığı tespit edilmiştir.

Pushner (1995) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliğinin şirketin sermaye yapısı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu şirketlerin diğer şirketlere göre sermaye yapılarını daha az yabancı kaynak kullanarak finanse etmeyi tercih etmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak toplam yabancı

kaynakların toplam kaynaklara oranı kullanılmış olup, kurumsal yatırımcı, yönetici ve yatırımcı şirket sahipliği oranının toplam sermayeye oranı ayrı ayrı test edilmiştir. Buna ilave olarak varlıkların özgünlüğü, kârlılık, işletmenin büyüklüğü ve işletme riski kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir.

III. Veri Seti ve Kullanılan Yöntem

Bu çalışmada, şirketlerin ortaklık durumunun ve ortaklık yapılarının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Araştırma, 1998–2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda işlem gören, uygun verisi sağlanabilen 179 imalat şirketini kapsamaktadır. Çalışmada söz konusu yılların kullanılmasının temel gerekçesi ortaklık yapısı değişkenleri verilerinin sadece ilgili dönemler için ulaşılabilir olmasıdır.

Araştırmada kullanılan veri seti İMKB, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Merkezi Kayıt Kuruluşu internet sitelerinden derlenmiş olup, ampirik modelinin geliştirilmesi çerçevesinde, modelde kullanılan değişkenler derinleştirilmiş bir literatür taraması yoluyla incelenmiştir. Sermaye yapısı ile ortaklık yapısını belirleyen (etkileyen) değişkenler aynı faktör evreninden etkileniyor olması model için bir içsellik sorunu ortaya çıkarmaktadır. Bu teknik sorunu aşmak amacı ile literatürdeki çalışmalarda panel veri kullanan modeller için sermaye yapısındaki yüzde değişimin kullanılması tavsiye edilmiştir (Berger ve diğerleri, 1997; Cho, 1998).

IV. Model

Sermaye yapısını ölçmek için literatürde farklı ölçüler kullanılabilir. Bunlardan en sık karşılaşılanı, yabancı kaynaklar / özkaynaklar oranıdır. Literatürde ayrıca; toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı ve kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı da kullanılabilir. Bu ölçülerin finansal olarak birbirinden önemli bir farkı bulunmamakta olup, bu çalışmada sermaye yapısı; yabancı kaynakların özkaynaklara oranı olarak kabul edilmiştir.

Ampirik çalışmalarda, ortaklık yapısı ölçülürken şirketlerin aile şirketi olup olmadığı ya da büyük ortakların hisse payları göz önüne alınmaktadır. (Thomsen ve diğerleri, 2000; Anderson ve diğerleri, 2003) Türkiye’deki şirketler göz önüne alındığında aile şirketlerinin ağırlığı bilinmekle birlikte, bu unsuru matematiksel bir modelde tanımlamanın güç olması nedeniyle çalışmaya doğrudan dâhil edilememiştir. Bununla birlikte, ortaklık yapısının önemli bir göstergesi olan sermaye payı yüksek olan ortakların şirketin ortaklık yapısı içinde sahip oldukları pay, bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Çalışmada

kullanılan veri setindeki birçok şirket için ulaşılabilen tek veri sermaye payı en büyük birinci ve sermaye payı en büyük ikinci ortağın ortaklık payları olmuştur. Bu iki değişkenin kullanımı ile aile şirketleri dolaylı da olsa modele dahil edilmiştir. Büyük ortakların paylarının yanı sıra, modelde ortaklık yapısını ölçmek için kullandığımız başlıca değişken, İMKB’de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranıdır.

Bağımlı değişken üzerinde sayısal etkisi olduğu düşünülen şirket büyüklüğü, kârlılık ve varlıkların özgüllüğü (intangibles) kontrol değişkenleri de modele dâhil edilerek modelin açıklayıcılık gücü arttırılmaya çalışılmıştır. Bu faktörlerin kontrol değişkenleri olarak modele katılması ve birincil önemdeki bağımsız değişkenler olan; halka açıklık oranı ve ortaklık paylarının, bağımlı değişkene olan etkisinin daha doğru olarak ortaya konulması amacına hizmet edecektir. Modellerin tahmini Eviewsprogramının 7. sürümü kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Panel veri tahminlerinde sıklıkla kullanılan sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri öncelikle ayrı ayrı kullanılmış ardından yapılan Hausman testi ile seçim yapılmıştır.

Öncelikle sermaye yapısı ile ortaklık yapısı arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere literatürde teorik olarak belirtilen tüm değişkenleri içeren bir model kurulmuştur. Sonrasında, istatistiki olarak anlamsız çıkan değişkenler çıkarılarak ikinci bir model kurulmuş olup, bu çalışmada yalnızca ikinci model sonuçları üzerinde durulmuştur. Son olarak yapılan Hausman testi ile sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinin uygunluğu karşılaştırılmıştır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, sermaye yapısı ile ortaklık yapısı arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere literatürde belirtilen tüm faktörlerin yer aldığı modelde kullanılan değişkenlerden; ikinci büyük ortağın toplam sermaye içindeki payı, şirket varlıklarının özgüllüğü ve kârlılıkkurulan model sonuçlarına göre istatistiksel olarak anlamsız çıktığından son modele dahil edilmemiştir. Bununla birlikte, son modelde kullanılan (bağımlı ve bağımsız) tüm değişkenler ve değişkenlerin hesaplanış şekli aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

Tablo 1: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Açıklamaları

Değişkenler	Terimler	Hesaplanma Şekli
Sermaye Yapısı	BORC	Yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı
Ortaklık Yapısı Etkisi	HALK	Şirketin halka açıklık oranındaki değişim
Ortakların Durumu	BUYUK	Sermaye payı en büyük olan ortağın sermaye payının toplam sermayeye oranı
Şirket Büyüklüğü	AKTIF	Toplam aktiflerin doğal logaritması

Panel verilerin kullanıldığı regresyon modellerinde sabit terim için sabit ve rassal etki olmak üzere iki ayrı etki belirtilmektedir. Sabit etkiler, regresyon denkleminde belirtilen α teriminin, bütün yatay kesitler için tüm zaman serileri boyunca sabit kabul edildiği durumu ifade ederken rassal etkiler ise, α_i ve α_t terimlerinin değerinin ϵ_{it} istatistiksel hata terimi gibi, pek çok bireysel faktör tarafından etkileneceğini bu nedenle her çapraz kesit için farklı olduğu durumu ifade etmektedir. (Greene, 2003: 615) Bu çalışmada, verileri kullanılan işletmelerin bireysel durumları ve model için baz alınan oranların zaman sürecinde işletmeler için bireysel olarak değişimleri göz önünde bulundurulması gerektiği için, öncelikle sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birlikte kullanılmış ardından hangi etkinin daha doğru sonucu verdiğinin testi yapılmıştır (Hsiao, 2003).

Ayrıca denklemden ϵ_{it} ise istatistiksel hata terimini ifade etmektedir. Regresyon denklemi “Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Metodu” ile çözülecektir.

V. Ampirik Sonuçlar

Model sonuçlarının yanıltıcı olmamasını temin etmek için verilerin durağan olup olmadığı test edilmesi gerekmektedir. Verilerin durağan olduğunu tespit etmek için birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Ekonometri literatüründe panel veri setlerinde kullanılmak üzere geliştirilmiş birden fazla birim kök test yöntemi bulunmaktadır. Ancak bu testlerden önemli bir kısmı yalnızca dengeli veri setlerinde kullanılabilir. Bu testler MADF testi (Sarno ve Taylor, 1998), LLC testi (Levin ve Lin, 1993), IPS testi (Im ve diğerleri, 1997) ve Hadri LM test (Hadri, 2000) olarak sıralanabilmektedir. Söz

konusu testler arasında özellikle LLC testi ampirik uygulamalı çalışmalarda sıklıkla kullanılmakla birlikte gerçekçi olmayan bir takım kısıtlara dayalı olduğundan bazı araştırmacılar IPS testini daha uygulanabilir bulmaktadırlar (Maddala ve Wu, 1999).

Bu çalışmada kurulan modelde kullanılan veri seti İMKB’de işlem gören şirketler arasından seçildiğinden ve yıllar boyunca İMKB’ye yeni şirketler eklendiğinden ve eksildiğinden veri setinde eksik veriler bulunmakta ve veri setinin tamamıyla dengeli olması çalışmanın genel yapısına uygun olmamaktadır. Bu nedenlerle, yukarıda bahsi geçen birim kök testlerini kullanılamamıştır. Bununla birlikte, Maddala ve Wu (1999) dengeli olmayan panel veri çalışmalarında Fisher testinin kullanılmasını önermişlerdir. Buna göre, modelde kullanılan veriler AugmentedDickey-Fuller metodolojisi baz alınarak Fisher birim kök testine tabi tutulmuş ve bunun sonucunda hiçbir değişkende “durağan olmama” durumuna rastlanmamıştır.

Tablo 2: Birim Kök Testi Sonuçları

	Gecikme Uzunluğu	Chi²Testi	p değeri
BORC	(1)	449,658	0,0001
HALK	(1)	1152,13	0,0000
BUYUK	(1)	233,633	0,0590
AKTIF	(1)	1340,66	0,0000

Tablo 2 birim kök testi sonuçlarını göstermekte olup, test sonuçları verilerin durağan olduğunu teyit etmektedir.

Bununla birlikte, sabit etkiler modeli ile rassal etkiler modeli arasında, panel veri setinden çıkan sonuçları açıklaması açısından bir seçim yapılması söz konusu olduğunda Hausman testine başvurulmaktadır. Bu çalışmada, verileri kullanılan şirketlerin bireysel durumları ve model için baz alınan oranların zaman sürecinde şirketler için bireysel olarak değişimleri göz önünde bulundurulması gerektiği için başlangıçta, sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birlikte kullanılmış daha sonra bu etkiler ayrı ayrı test edilmiştir. Temel olarak sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri birbirinden çok farklı sonuçlanmamakla birlikte, Tablo 3’ten de anlaşıldığı üzere Hausman testi sonuçlarına göre elde edilen p değeri güven oranından küçük (sıfıra yakın) çıktığından, bir tercih yapılması gerektiğinde sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği sonucuna varılabilmektedir.

Tablo 3: Hausman Testi Sonuçları

	Chi² testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	35,700450	0,0000

Yapılan Hausman testi sonuçlarına göre nihai olarak kurulan model aşağıda ifade edilmektedir:

$$\text{Sabit Etkiler Modeli: } \text{BORC}_{it} = \beta_1 \text{HALK}_{it} + \beta_2 \text{BUYUK}_{it} + \beta_3 \text{AKTIFLN}_{it} + \alpha_{it} + \epsilon_{it}$$

Bununla birlikte, regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi de, farklı gözlemler için aynı hatalar arasında korelasyon ilişkisinin olmaması durumu olarak karşımıza çıkmaktadır. Denklemdaki hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon olarak adlandırılmaktadır. Panel veri setlerinde otokorelasyon testi için klasik Durbin-Watson veya Breusch-Godfrey testi uygulanamamaktadır (Bhargavave diğerleri, 1982). Bunların yerine literatürde, Bhargavave diğerleri (1982) tarafından önerilen panel setler için ayarlanmış Durbin-Watson testi ve Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilmiş LBI istatistiği kullanılmaktadır. Aşağıdaki tabloda bu testlerin sonuçları özetlemektedir.

Tablo 4: Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Durbin-Watson Testi	LBI Testi
1,28	1,85

Tabloda görülen sonuçlara göre, sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen modelde, Durbin-Watson ve LBI testi sonuçlarına göre modelin pozitif otokorelasyon sorunu ile karşı karşıya olduğunu işaret eden değerler tespit edilmiştir. Buna göre denklemdaki hatalar arasında otokorelasyonun varlığı tespit edilmiş ve otokorelasyonun olmadığı savunan boş hipotez 0,05 anlamlık düzeyinde reddedilmek durumunda kalınmıştır.

Panel regresyon analizlerinde hatalar arasında otokorelasyonun olup olmadığı araştıran Wooldridge süreci aşağıda işlenmektedir (Greene, 2003).

Tablo 5: OtokorelasyonWald Testleri Sonuçları

	Değer	Olasılık (p)
t - testi	20,61	0,0000
F - testi	424,86	0,0000
Chi ² testi	424,86	0,0000

Wooldridgeotokorelasyon test süreci sonuçlarına göre, modelde standart hatalar arasında korelasyon olmadığını savunan boş hipotez reddedilmiş olup, regresyon denklemindeki hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu belirlenmiştir. Modeldeki otokorelasyon sorunu White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi (White periodstandarderrorsandcovariance) ile standart hataların düzeltilmesi yoluyla giderilmeye çalışılmıştır. Bu yöntem ile periyotlar arası korelasyon sorununa bir çözüm getirilmeye çalışılacak olup, aynı zamanda her bir yatay kesitteki farklı hata varyanslarının olması (heteroskedasticity) sorununa da bir çözüm getirilmiş olacaktır.

Buna göre White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi ile sorunları giderilmiş sabit etkiler modeli aşağıda verilmektedir.

Tablo 6: Modelinin Sonuçları

Bağımlı Değişken	BORC			
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Sapma	t testi	Olasılık (p)
HALK	-0,068719	0,032101	-2,140709	0.0326
BUYUK	0,003357	0,000989	3,392748	0.0007
AKTIF	-0,074273	0,031913	-2,327365	0.0202
C	2,131656	0,630865	3,378942	0.0008
R ²	0,798060	F testi		20,67012
Düzeltilmiş R ²	0,759451	F testi Olasılığı		0,000000
Standart Sapma	0,277155	Durbin-Watson İstatistiği		1,612742

(***) %99 oranında istatistiki olarak anlamlı.

(**) %95 oranında istatistiki olarak anlamlı.

(*) %90 oranında istatistiki olarak anlamlı.

Tablodan da anlaşılacağı üzere whiteperiyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılarak elde edilen çözüm sonucunda; R² anlamlılık düzeyleri (0,76), F istatistik anlamlılık düzeyleri (p=0,000) model için yeterli açıklama gücüne sahip olduğu sonucuna ulaşılmış ve periyot düzeltilmesi ile

birlikte modeldeki otokorelasyon sorununa çözüm getirilmiştir. Bununla birlikte son kurulan modelde, tüm değişkenler için t istatistikleri 0,95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır.

VI. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören imalat şirketlerinin sahiplerinin çeşitliliği ve şirketlerin halka açık olup olmadığı gibi şirketin ortaklık yapısını ilgilendiren koşulların, şirketlerin finansman kararlarını etkileyip etkilemediği incelenmeye çalışılmıştır. 1998–2009 yılları arasındaki dönemini kapsayan çalışmada elde edilen sonuçlara göre, şirketlerin sermaye yapılarını oluştururken ortaklık yapısından bağımsız olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Yukarıda detayları verildiği üzere, kurulan model sonuçlarına göre ortaklık yapısı katsayısı negatif bulunmuştur. Bunun ekonomik olarak anlamı, İMKB’de işlem gören imalat şirketlerin halka açıklık oranları arttıkça veya şirketin büyük ortağının sermaye içindeki payı azaldıkça, sermaye yapısında yabancı kaynak oranı düşmekte olduğudur. Başka bir deyişle, şirketlerin ortaklık yapısı çeşitlendikçe, özkaynaklara dayalı büyüme tercih edilmektedir.

Buna göre, şirketler aile şirketi özelliğinden uzaklaştıkça, kurumsal yatırımcılar, kamu gibi büyük pay sahipleri tarafından yönetilmekten uzaklaştıkça varlıklarının finansmanında özkaynakların kullanımı artmaktadır. Artan özkaynakların, ofofinansman şeklinde mi sermaye artırımı şeklinde mi olduğu ise başka bir araştırmanın konusu olabilir. Bununla birlikte, araştırmanın bu bulgusu, sermaye tabana yayıldıkça sermayenin yayılım hızının arttığı şeklinde de yorumlanabilir.

Hisse senedi sahiplerinin sayısının nicelik olarak azlığı sermaye yoğunluğu olarak tanımlanabilmektedir. Diğer bir ifade ile hisse senedi sahiplerinin sayısı çok olan şirketler, “düşük sermaye yoğunluğuna sahip şirketler”, hisse senedi sahiplerinin sayısı az olan şirketler ise “yüksek sermaye yoğunluğuna sahip şirketler” olarak belirtilmektedir. Jensen ve Meckling (1976)’e göre, şirketlerin sermaye yoğunluğu azaldıkça profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı artacaktır. Profesyonel yöneticiler ise, temsilcilik teorisinde (agencytheory) ifade edildiği üzere, işletmenin sermaye yapılarını; kaldıraç oranını azaltmak suretiyle oluşturmaya çalışacaklardır. Bu nedenle de şirketlerin hisse senedi sahipleri ile profesyonel yöneticileri arasında temsilcilik sorununun doğmasına neden olacaktır.

Özetle; hisse senetleri İMKB’de işlem gören imalat şirketlerinin halka açıklık oranlarının ve belirli bir ortağın sermaye içindeki yüksek paya sahip olduğu şirketlerin finansman kararları diğer şirketlere göre farklı olduğu değerlendirilmesi yapılabilmektedir. Sonuçlarda sermaye yapısı ile şirket kârlılığı ve maddi olmayan duran varlıkları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bunun aksine sermaye yapısı ile şirket büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ulaşılan sonuçlar yalnızca İMKB’de işlem gören imalat şirketleri için geçerli olduğu düşünülebileceği gibi ülkemizdeki diğer şirketler için de geçerli olabileceği başka bir araştırmada ele alınabilecektir. Çalışmada elde edilen sonuçların temsilcilik sorunu teorisi ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Buna göre, sermaye yoğunluğu artan şirketlerin temsilcilik sorunları azalacak ve bu durum şirket yöneticilerinin sermaye yapılarını daha riskli ancak hisse senedi sahiplerinin refahını artırıcı düzeye getirmelerine neden olacaktır. Bununla birlikte, şirketlerin halka açıklık oranları arttığında, (sermaye yoğunlukları azaldığında) profesyonel yönetici istihdamı gereği ortaya çıkacaktır. Bu durumda temsilcilik sorunları nedeniyle profesyonel yöneticiler şirketin sermaye yapısını finansal sıkıntı içine girme riskinden korunmak amacıyla özkaynak ağırlıklı olarak oluşturacaktır.

Referanslar

- Anderson, Ronald C., Reeb, David M., “*Founding – Family Ownership and Firm Performance: Evidence From The S&P 500*”, The Journal of Finance, Vol: 58, No: 3, 2003, ss. 1301-1328.
- Berger, P., Ofek, E., Yermack, D., “*Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*”, Journal of Finance, Vol: 52, 1997, ss. 1411-1437.
- Bhargava, A., Franzini, L., Narendranathan, W., “*Serial Correlation and the Fixed Effects Model*”, Review of Economic Studies, Vol: 49, 1982, ss. 533–549.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., PUA, S. L. H., “*On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*”, Journal of Accounting and Finance, Vol: 42, 2002, ss. 1-26.
- Céspedes, J., González, M., Molina, C. A., “*Ownership and Capital Structure in Latin America*”, Journal of Business Research, Vol: 63, 2010, ss. 248–254.
- Cho, M. H., “*Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis*”, Journal of Financial Economics, Vol: 47, 1998, ss. 103-121.
- Driffield, N., Mahambre, V., PAL, S., “*How Does Ownership Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia*”, CEDI Discussion Paper Series, Working Paper No: 07-04, 2007.
- Greene, William H., Econometric Analysis, Fifth Edition, New York: Prentice-Hall Inc., 2003.
- Hsiao, Cheng, Analysis of Panel Data, Second Edition, Cambridge: Cambridge University Pres, 2003.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, Journal of Financial Economics, Vol: 3, No: 4, 1976, ss. 305-60.
- Li, K., Yue, H., Zhao, L., “*Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China*”, Journal of Comparative Economics, Vol: 37, 2009, ss. 471–490.
- Maddala, G. S., Wu, Shaowen, “*A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test*”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol: 61, No: 1, 1999, ss. 631–652.
- Mehran, H., Taggart, R. A., Yermack, D., “*CEO Ownership, Leasing, and Debt Financing*”, Financial Management, Vol: 28, No: 2, 1999, ss. 5-14.

- Modigliani, F., Miller, M., “*The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*”, The American Economic Review, Vol: 48, No: 3, 1958, ss. 261-297.
- Myers, S. C., “*Capital Structure*”, The Journal of Economic Perspective, Vol: 15, No: 2, 2001, ss. 81-102.
- Pushner, G. M., “*Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan*”, Pacific-Basin Finance Journal, Vol: 3, 1995, ss. 241-255.
- Thomsen, S., Pedersen, T., “*Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*”, Strategic Management Journal, Vol: 21, No: 6, 2000, ss. 689-705.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI VE EKONOMİK BÜYÜME

Mehmet ADAK*

Özet

Bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firma sayısında yaşanan gelişmeler ile Türkiye'de yaşanan ekonomik büyüme arasındaki ilişki test edilmeye çalışılmıştır. 23 yılı kapsayan (1986-2009) azalan kareler yöntemi ile yapılan analiz sonuçlarına göre borsada işlem gören firma sayısında yaşanan artışın ekonomik büyümede yaşanan olumlu gelişmenin %18'ini açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan model otokorelasyon ve değişken varyans (heteroskedasticity) testleri ile sınanmıştır. Test sonuçlarına göre modelin yüksek güvenilirlik düzeyinde olduğu kanısına varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Azalan Kareler Yöntemi, Değişken Varyans (Heteroskedasticity), Ekonomik Büyüme, Menkul Kıymetler Borsası, Otokorelasyon

JEL Sınıflandırması: G10, O11, O16

Abstract

The causality between the number of companies that are transacted in the Istanbul Stock Exchange Market and economic growth in Turkish economy has been analyzed in this study. The analysis covers the 23 years between 1986 and 2009. The study shows that the number of new firms transacted in the stock exchange market account for 18% of annual national economic growth according to least square test results. These test results have been examined using serial correlation and heteroskedasticity tests whereby significant reliable results were found.

Keywords: Economic Growth, Heteroskedasticity, Least Square Method, Serial Correlation, Stock Market

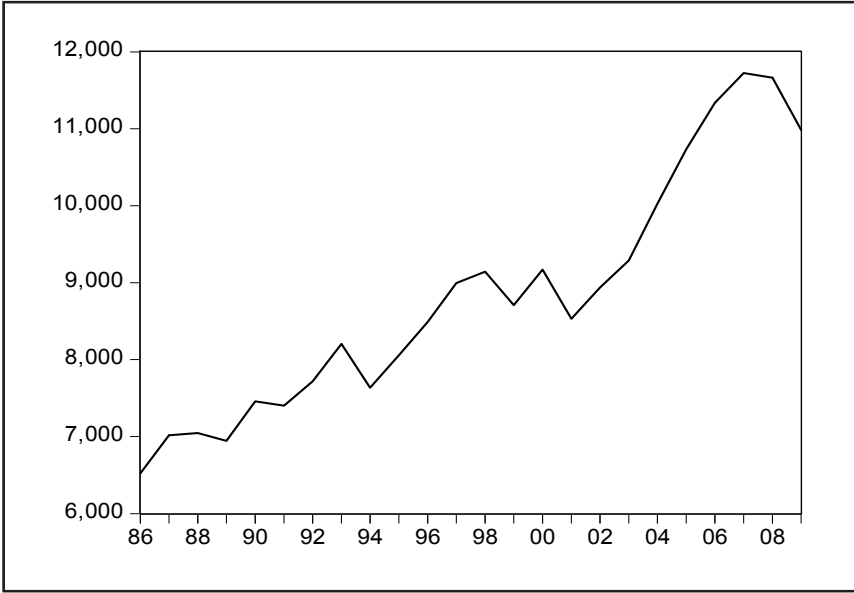
JEL Classification: G10, O11, O16

* Yrd. Doç. Dr. Mehmet Adak, Yalova Üniversitesi, İ.İ.B.F, İktisat Bölümü.
Tel: + 90 (226) 811 50 38 / 450 E-posta: madak@yalova.edu.tr

I. Giriş

1980 yılı sonrası Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisine entegre olma çabası ve bunun için gerekli yasal ve uygulamadaki değişiklikler beraberinde üretim, verimlilik, gelir artışını getirmiştir. 1980 yılından 2007 yılına gelene kadar kişi başına düşen milli gelir artışı yaklaşık iki kat artmıştır. Bunun yanında yabancı para birimlerinin yurt içinde alım – satımı serbestleşmiş, dış ticaret mevzuatı global dünya ile uyumlu hale getirilmeye çalışılmış, ulusal ulaşım ağının geliştirilmesi, yurt satında enterkonekte elektrik dağıtım ağının devreye girmesi, telekomünikasyon sisteminin modernleşmesi, yeni enerji sağlayıcıların inşa edilmeleri özel sektör için uzun dönem maliyet düşürücü pozitif dışsallıklar olarak ulusal ekonominin büyümesine katkı sağlamıştır.

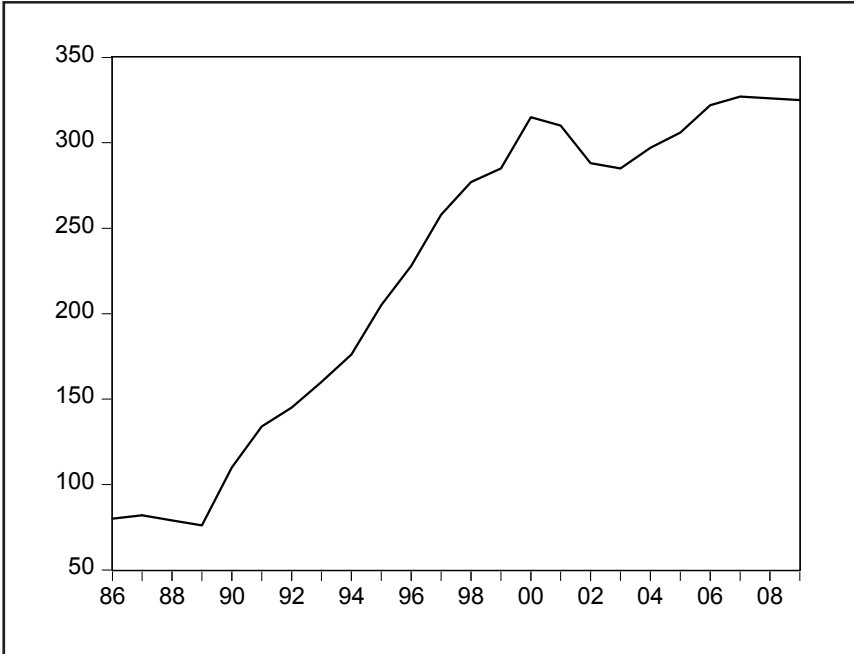
Şekil 1: Kişi Başına Düşen Milli Gelir (ABD Doları)



Bu dönemde özelleştirmeler büyük hız kazanmış ve ekonominin büyümesi için özel sektöre büyük ödem verilmiştir. Özel sektörün gelişmesi için ihracatçılara vergi iadesi ve eximbank kredi olanaklarının sağlanması, üretimde öncelikli bölgelerde vergi indirimleri ve istisnalarının getirilmesi ile özel sektörün finansal açıdan kuvvetlenmesine çalışılmıştır.

Özel sektörün finansal olarak diğer bir açıdan kuvvetlenmesi için sermaye piyasalarında yeni yapılanmalara gidilmiştir. Bu dönemde Sermaye Piyasası Yasası yürürlüğe girmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası modern hukuki kimliğine kavuşmuştur. Sermaye ihtiyacı duyan ve büyümek isteyen üreticilerin birincil piyasada şirket hisselerini arz etmeleri ve söz konusu hisselerin ikincil piyasalarda alım satım işlemlerini kolaylaştıran bu gelişmeler Türkiye'nin modern bir sermaye ülkesi olma yolunda atılan adımlar olarak kabul edilmektedir. Önceleri çok basitçe çalışan İMKB seans odası dijital sisteme geçmekle hisselerin dijital sistemde korunmasına ve arz - talebin dijital sistemde karşılaşılarak alım-satım işleminin sistem içerisinde eş anligerçekleşmesine imkan sağlamıştır. İMKB'de hissesi bulunan firma sayısı 1986 yılında 80 iken 2010 yılında bu sayı 327'ye ulaşarak 4 kat artış sergilemiştir. Borsada işlem görmek isteyen Türkiye ekonomisinin gelenekselci büyük firmaları işlem görme kısıtlarını sağlamak için kurumsallaşma çalışmalarına yönelmek zorunda kalmışlar buda ekonominin uluslararası normlara kavuşmada bir başka dönüm noktası olmuştur.

Şekil 2: İMKB'de İşlem Gören Firma Sayısı



Bu çalışmada 1980 yılı sonrasında sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler ve üretim artışı ışığında her yıl İMKB’de işlem görmeye başlayan firma sayısı ile söz konusu yılın ekonomik büyümesi arasında bir ilişkinin olası olup olmadığı test edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci kısmında konu ile ilgili özet literatür verilmeye çalışılmıştır. Üçüncü kısmında analizde kullanılacak zaman serileri incelenerek, her bir serinin özelliği tespit edilmeye çalışılmıştır. Dördüncü kısımda Azalan Kareler Yöntemi kullanılarak regresyon analizi yapılmış, analiz sonucunda ulaşılan değerlerin güvenilirlikleri diğer testler yardımı ile sınanmaya çalışılmıştır. Beşinci bölümde ise sonuç kısmı olarak ilişkinin ana hatları özetlenmeye çalışılmıştır.

II. Literatür

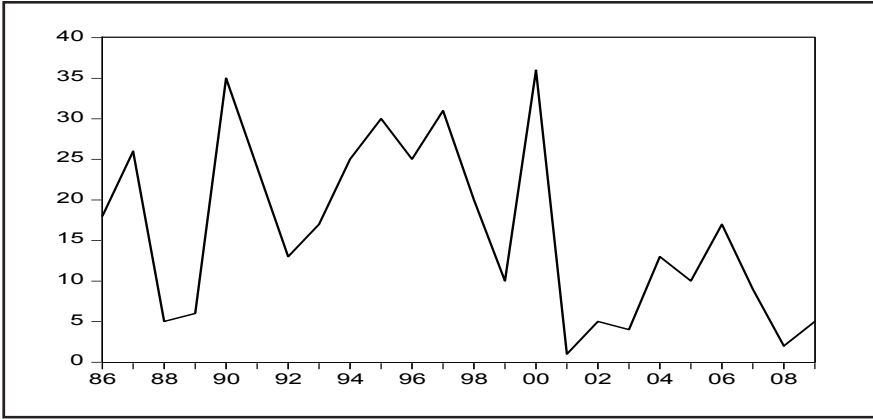
Cooray Menkul Kıymet Borsalarındaki gelişmeleri bütüncül üretim fonksiyonunabağımsızdeğişken olarak dahil ederek gelişmekte olan 30 ülke için büyüme analizi yapmıştır (Cooray, 2010). Sonuçta ilgili menkul kıymet borsalarının uzun dönemde ülke ekonomilerinin büyümelerine olumlu katkılar bıraktıklarını ve gelişmekte olan menkul kıymet borsalarına sahip ülke ekonomilerinin birbirlerine ekonomik büyüklük olarak yaklaştıkları (convergence) sonucuna ulaşmıştır. Minier 40 ülkeyi kapsayan analizi sonucunda ülkelerin yerel borsalarındaki gelişmeler ile ekonomik büyümeleri arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu, 1960 ile 1998 yılları arasında bu ülkelerde açılan menkul kıymet borsalarının özellikle ilk 5 yıl boyunca ekonomilerinin büyümelerine olumlu katkı sağladıkları sonucuna varmıştır (Minier, 2010). Gelişmekte olan 30 ülkeyi inceleyen diğer bir çalışmada ise menkul kıymet borsalarının bağımsız değişken olarak belirgin ve pozitif yönlü bir şekilde ekonomik büyüme ile ilişki içinde oldukları sonucuna ulaşılmıştır (Saci, Giorgioni ve Holden, 2009). Fengqiang ve ZhenlingulusalÇin ekonomisinde yaşanan pozitif gelişmeler ile Şangay borsasında yaşanan gelişmeleri eş-bütünleme testi ile sınımış ancak iki değişken arasında belirgin bir ilişkiye ulaşamamıştır (Fengqiang ve Zhenling, 2010). Ülkemizde ise sermaye piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki eş-bütünleme ve nedensellik analizi ile sınanmaya çalışılmıştır (Çetintaş, Barışık, 2003). Çalışmanın sonuçlarına göre uzun dönem için sermaye piyasasındaki gelişmeler ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu, her iki ekonomik değişken arasında Granger nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu alanda bölgesel çalışmalarda yapılmıştır. Özellikle Avrupa Birliğinde menkul kıymetler

piyasalarındaki gelişme ile borsalardaki sermayeleşme ve likititenin artması uzun dönemde ekonomik kalkınma üzerinde olumlu katkılar bıraktığı sonucuna ulaşılmıştır (Wu, Hou ve Cheng, 2010). Bir başka bölgesel çalışma ise Afrika kıtası ülkeleri için yapılmıştır (Adjasi ve Biekpe, 2006). Bu çalışmada 14 tane Afrika ülkesinin dahil edildiği dinamik panel data modeli kullanılmış, yapılan analiz sonucunda menkul sermaye piyasalarında yaşanan gelişme ile ekonomik büyüme arasında olumlu bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Menkul kıymetler borsalarının liberalleşmesi ve uluslararası yatırımcılara açılmasından dolayı üretim ve verimlilik üzerine çalışmalar da yapılmıştır (Kose, Prasad ve Terrones, 2009). Sermaye piyasalarının uluslararası yatırımlara açılmasının beraberinde Toplam Faktör Verimliliğinde olumlu sonuçlar bıraktığı sonucuna ulaşılmıştır.

III. Veri Kümesi

İMKB’de işlem görmeye başlayan firma sayıları İMKB borsası veri tabanından sağlanmıştır. Seri yıllık olarak düzenlenmiştir.

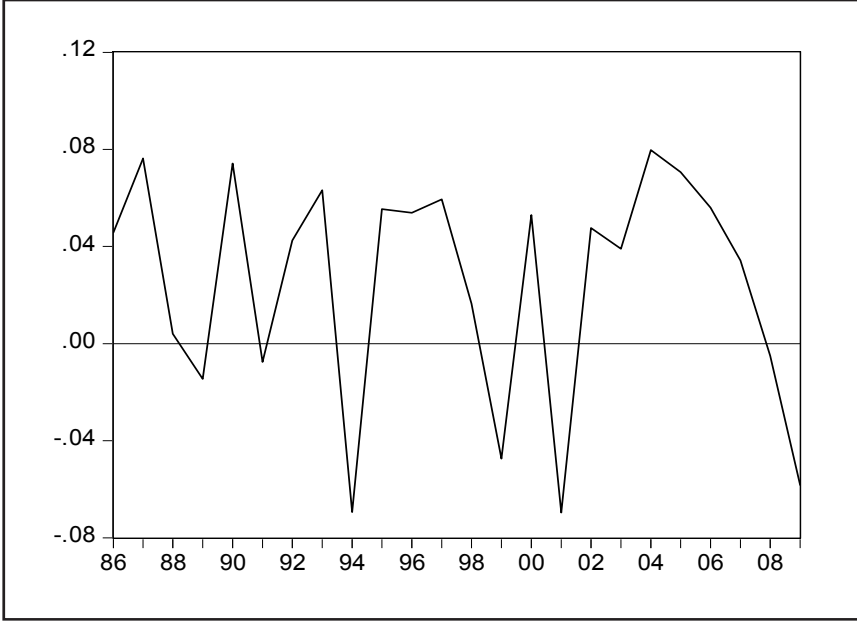
Şekil 3: Yıllık İMKB’de İşlem Görmeye Başlayan Firma Sayısı



Kişi başına düşen Milli Gelir rakamları OECD veri tabanından sağlanmıştır. Söz konusu rakamlar ABD Doları cinsinden değerler olup, seri yıllık olarak düzenlenmiştir. Kişi başına düşen milli gelir rakamlarında meydana gelen değişimlerin hesaplanması için söz konusu yılın gelir değeri bir önceki yılın gelir değerinden çıkartılarak iki yıl arasında ulaşılan fark bir önceki yılın değerine

bölünmesi sonucu yüzde olarak gelişim hesaplanmaya çalışılmıştır. Bu hesaplama analizdeki her yıl için yapılmıştır.

Şekil 4: Kişi Başı Milli Gelirde Yıllık Gelişme



Kişi Başına Milli Gelir analiz süresini kapsayan 24 yıl boyunca her yıl ortalama %2,4 oranında artış sergilemiştir. Aynı dönem boyunca kişi başına milli gelir en yüksek artış değeri 2004 yılında % 7,9 oranıyla sergilerken, en düşük artış değeri ise 2001 yılında % - 6,96 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 1: Değişkenlerin İstatistiksel Özellikleri

	Gelirdeki Değişim	Firma Sayısı
Ortalama	0.024961	16.12500
Ortanca Değer	0.044138	15.00000
Maksimum	0.079726	36.00000
Minimum	-0.069658	1.000000
Standart Sapma	0.047495	10.82795
Skewness	-0.842590	0.326815
Kurtosis	2.431993	1.883835
Jarque-Bera	3.162460	1.673055
Olasılık	0.205722	0.433212
Gözlem Sayısı	24	24

İMKB borsasında 1986 – 2009 yılları arası her yıl ortalama 16 firma işlem görmeye başlamıştır. Aynı dönem içinde borsaya en fazla katılım 2000 yılında 36 firma ile gerçekleşirken, en düşük katılım ise 2001 yılında 1 firma ile gerçekleşmiştir.

Her iki serisinde dağılımları incelendiğinde Jarque-Bera Olasılık değerinin %50'nin altında kaldığı gözlemlenmiştir. Böylelikle her iki serisinde normal bir dağılıma sahip olmadıkları anlaşılmaktadır.

Söz konusu değişkenlerin birbirleri ile ilişkileri hakkında bilgi sahibi olabileceğimiz kovaryans ve korelasyon matrisleri Tablo 2 ve Tablo 3'de verilmektedir. Tablolardaki veriler ışığında her iki zaman serisinin birbirleri ile aynı yönlü gelişim sergiledikleri anlaşılmaktadır.

Tablo 2: Kovaryans Matrisi

	Gelirdeki Değişim	Firma Sayısı
Gelirdeki Değişim	0.00216	0.20909
Firma Sayısı	0.20909	112.35937

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

	Gelirdeki Değişim	Firma Sayısı
Gelirdeki Değişim	1	0.42427
Firma Sayısı	0.42427	1

Her iki zaman serisinin de durağanlık testi yapılmıştır. Geniştirilmiş Dickey Fuller Test'i yardımı ile yapılan durağanlık analizi sonuçları Tablo 4'de verilmektedir. Söz konusu zaman serileri için hazırlanan test denklemleriyalnız sabitle ve sabit ile birlikte trendli olarak düzenlenmiştir. Test sonuçlarına göre her iki serisinde % 5 anlamlılık düzeyinde seviyede I(0) durağan oldukları ve birim köke sahip olmadıkları anlaşılmaktadır.

Tablo 4: Durağanlık Test Sonuçları (ADF)

Zaman Serisi	Seviye	
	Sabitli	Trend + Sabit
Gelirdeki Değişim	-4.894511 (0.0007)	-4.788107 (0.0045)
%5 Kritik Değer	-2.998064	-3.622033
Firma Sayısı	-3.586075 (0.0145)	-4.214694 (0.0152)
%5 Kritik Değer	-2.998064	-3.622033

Analiz sonuçlarının değerlendirilmesi için parantez içinde Mac Kinnon tek yönlü olasılık değerleri verilmiştir. Durağanlık testinde bağımlı değişkenlerin gecikme uzunlukları Schwarz Bilgi Kriterine göre düzenlenmiştir.

IV. Analiz

Çalışmada azalan kareler yöntemi kullanılmıştır. Azalan kareler yöntemi ile her yıl İMKB'de işlem görmeye başlayan firma sayısının söz konusu yılın kişi başı milli gelirindeki artışı üzerinde açıklayıcı bir güce sahip olup olmadığını test edilmek istenmiştir.

4.1. Azalan Kareler Yöntemi

Analizde bağımlı değişken yıllık kişi başına düşen reel milli gelirdeki artış oranı iken bağımsız değişken ise İMKB'de her yıl işlem görmeye başlayan firma sayısıdır. Modelin nedensellik ilişkisini gösteren fonksiyon aşağıda verilmektedir;

$$\begin{aligned} & \text{Kişi Başı Reel Milli Gelirdeki Gelişim} \\ & = f(\text{İMKB'de İşlem Görmeye Başlayan Firma Sayısı}) \end{aligned}$$

Nedensellik ilişkisinin doğrusal model şeklinde aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz;

$$\text{Gelir} = \beta_0 + \beta_1 \text{Firma} + \varepsilon$$

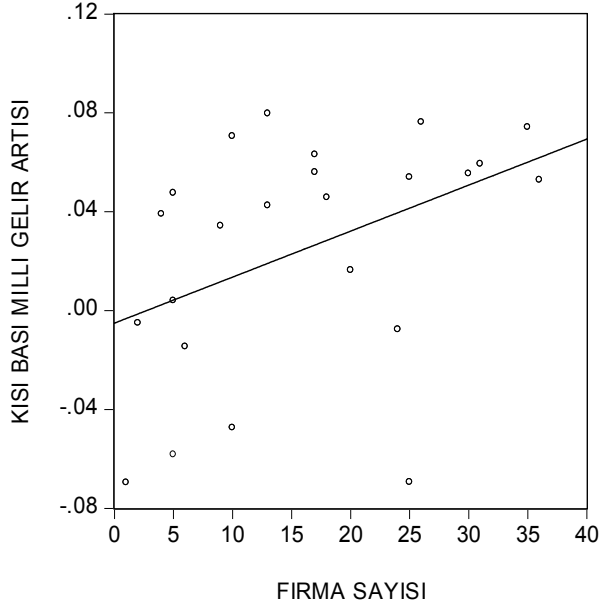
β_0 ve β_1 model parametrelerini ε ise model hata terimini göstermektedir. Durağanlık test sonuçlarına göre her iki serinin seviyede durağan I(0) oldukları anlaşılmıştır. Bu nedenle serilerin seviyedeki veri değerleri ile azalan kareler yöntemi aracılığıyla yapılacak analize dahil edilmelerinde herhangi bir sakınca olmadığı kanısı doğmaktadır.

Tablo 5'de azalan kareler yöntemi ile yapılan analiz sonuçlarını irdelediğimizde regresyon sabitinin negatif, bağımlı değişken parametresinin ise pozitif değer aldıklarını gözlemlenmektedir.

Tablo 5: Azalan Kareler Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken:Kişi Başı Milli Gelir Artışı				
Yöntem:Azalan Kareler				
Gözlem Aralığı:1986 2009				
Ayarlanmış Gözlem Sayısı:24				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık
Sabit	-0.005047	0.016341	-0.308874	0.7603
Firma Sayısı	0.001861	0.000847	2.197597	0.0388
R-Kare	0.180005	Bağımlı Değişken Ortalaması		0.024961
Ayarlanmış R-Kare	0.142733	Bağımlı Değişken Standart Hatası		0.047495
Regresyon Standart Hatası	0.043975	AkaikeinfoKriteri		-3.330750
Hata Kareleri Toplamı	0.042543	SchwarzKriteri		-3.232579
Loglikelihood	41.96900	Hannan-Quinn Kriteri		-3.304705
F-İstatistik	4.829434	Durbin-Watson İstatistiği		1.721331
F-İstatistik Olasılığı	0.038800			

Her iki parametrenin hesaplanan t-istatistik değerlerini tablo değerleri ile karşılaştırdığımızda bağımsız değişkenin t-istatistik değerinin % 95 kritik bölge sınırını aşarken regresyon sabitinin aynı bölge sınırlarını aşmadığı gözlemlenmiştir. Regresyon analizi sonucu ulaşılan model tarafından bağımlı değişkendeki değişimin açıklanma oranını gösteren R-Kare ve Ayarlanmış R-Kare katsayıları %18 ve %14 olarak bulunmuştur. Daha öz bir ifade ile her yıl İMKB’de işlem gören firma sayısındaki gelişmeler Kişi Başına Düşen Milli Gelir Artış Oranındaki gelişimin %18’ini açıklayabilmektedir.

Şekil 5: Azalan Kareler Analiz Grafik Çıktısı

Regresyon standart hatası ve model hata kareleri toplamı 0.04 gibi oldukça çok küçük değerler almışlardır. Regresyon F-istatistik değeri % 5 anlamlılık düzeyinde kritik değeri aşmış bunun sonucu olarak F-istatistik olasılık değeri % 3 seviyesinde kalmıştır. Doğrusal model iki boyutlu sistemde Şekil 5’de verilmektedir. Şekilden de gözlemlendiği üzere model sabiti dikey eksenini sıfırın altından negatif bir değerle kesmekte, model eğrisi ise pozitif bir eğimle zaman içinde gelişim göstermektedir. Otokorelasyon hakkında bilgi veren Durbin Watson İstatistik değeri ise kritik değer olan 2 sayısına yakın bir değer almakla modelde otokorelasyon olmadığı yönünde fikir sahibi olmamıza yardımcı olmaktadır.

4.1.1. Otokorelasyon Testi

Otokorelasyon azalan kareler yöntemi ile yapılan analizlerde hata teriminin t dönemindeki değeri ile $t-1$, $t-2$, ..., $t-n$ dönemlerdeki değerleri arasında bir ilişki olması halidir. Modelin otokorelasyon barındırıp barındırmadığı konusunda Durbin Watson analizi bilgi verse de model ayrıca Breusch-GodfreyLM testi ve Korelogram yöntemi aracılığı ile otokorelasyon testlerine tabi tutulmuştur.

4.1.1.1. Breusch-Godfrey LM Testi

Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi aşağıdaki regresyon modeline göre çalışmaktadır;

$$e_t = \beta_1 + \beta_2(\text{Firma Sayısı}) + \beta_3 e_{t-1}$$

Modelde e_t regresyon analizi hata terimidir. Test AR(1) modeli temel alınarak e_t için bir dönem gecikme uzunluğu ile hesaplanmıştır. Testin amacı β_3 parametresinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını ulaşılan R-kare, F-istatistik ve t-istatistik değerlerinden yola çıkılarak test etmeye dayanmaktadır. Test yardımı ile β_3 parametresi için aşağıda yapılan hipotezler sınanır;

$$H_0: \beta_3 = 0$$

$$H_1: \beta_3 \neq 0$$

Tablo 6'da birinci satırda bulunan Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi F-istatistik değeri e_{t-1} bağımsız değişkeninin parametresinin (β_3) t-istatistik değerinin karesinin alınması ile hesaplanmaktadır;

$$F\text{-İstatistik} = t^2$$

$$0.206795 = (0.454747)^2$$

Tablo 6'da ikinci satırda bulunan Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Testi χ^2 değeri modelin R^2 değeri ile modelin gözlem sayısının (N) çarpımı ile hesaplanmaktadır;

$$LM = N X R^2$$

$$0.234032 = (24) X (0.009751)$$

% 5 belirlilik derecesine göre her iki hesaplanan değer kritik değerleri ile karşılaştırılmaları sonucu H_0 hipotezinin red edilemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır;

$$F_{0.95, 1, 21} = 4.324793 > 0.206795$$

$$\chi^2_{0.95, 1} = 3.841458 > 0.234032$$

Böylece LM testi yardımı ile modelde otokorelasyon olmadığı kanısına ulaşılmaktadır.

Tablo 6: Breusch-Godfrey LM Testi

LM Testi				
F-İstatistik	0.206795	Olasılık F(1,21)	0.6540	
(Gözlem) X (R-Kare)=χ^2	0.234032	Olasılık χ^2 (1)	0.6285	
Bağımlı Değişken: e_t				
Yöntem: Azalan Kareler Yöntemi				
Gözlem Aralığı: 1986 –2009				
Ayarlanmış Gözlem Sayısı (N): 24				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	-0.002198	0.017332	-0.126832	0.9003
Firma Sayısı	0.000119	0.000901	0.131817	0.8964
e_{t-1}	0.108502	0.238599	0.454747	0.6540
R-Kare	0.009751			

4.1.1.2. Korelogram Yöntemi

Otokorelasyon hakkında bilgi veren diğer bir yöntemde korelogram metodudur. Bu yöntemde göre otokorelasyon azalan kareler yöntemi ile ulaşılan modelin t gecikme uzunluğundaki hata teriminin $t-1$, $t-2$, ve $t-n$ dönemlerdeki hata terimleri ile korelasyonlarının hesaplanması ile ölçülür. Buna göre e_t 'nin e_{t-1} , e_{t-2} , ..., e_{t-n} ile olan korelasyon katsayıları tek, tek hesaplanır. Hata terimleri korelogramı Tablo 7'de verilmektedir. Tablodaki her yatay sütun t dönemindeki hata teriminin kendinden önceki dönemlerin ($t-1$, $t-2$, ... $t-12$) hata terimleri ile korelasyonunu göstermektedir. Rakamsal olarak hata terimlerinin kendi aralarındaki korelasyon değerleri de korelogramın sağındaki tabloda verilmektedir. Korelogramdan da görüldüğü üzere yatay sütunların hiçbirisi kesikli çizgilerle gösterilen % 5 güvenilirlik sınırını aşmamaktadır. Böylelikle % 5 güvenilirlik düzeyinde otokorelasyonun bulunmadığı kanısına ulaşılmaktadır.

Tablo 7: Korelogram

Gözlem Araligi: 1986 2009 Gözlem Sayisi: 24	
Otokorelasyon	Otokorelasyon
	1 0.090
	2 0.050
	3 0.029
	4 -0.267
	5 -0.052
	6 -0.197
	7 -0.026
	8 -0.071
	9 -0.048
	10 0.118
	11 -0.119
	12 -0.050

4.1.2. Değişken Varyans (Heteroskedasticity) Testi

White istatistik testi aşağıda belirtilen regresyon analizine dayanmaktadır.

$$e_i^2 = \beta_1 + \beta_2 \Delta(\text{Firma Sayısı}) + \beta_3 \Delta(\text{Firma Sayısı})^2 + v_i$$

Modelin hipotezleri ise aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir;

H_0 = Değişken Varyans (Heteroskedasticity) Yoktur

H_1 = Değişken Varyans (Heteroskedasticity) Vardır

Veya

$H_0: \beta_2 = \beta_3 = 0$

$H_1: \beta_2 \neq \beta_3 \neq 0$

White Test istatistiği modeldeki gözlem sayısı ile modelin regresyon analizi R-Kare değerinin çarpımı ile bulunmaktadır. Test istatistik değeri regresyon analizindeki sabit dışlanarak parametre sayısınca bağımsızlık derecesi (modelde 2 adet vardır) düzeyinde χ^2 dağılımı ile hesaplanmaktadır. Modelin gözlem

sayısıolan24 değeri ile 0.030749 R-Kare değerinin çarpılması sonucu 0.737965 White İstatistik değerine ulaşılmaktadır;

$$\chi^2 = NXR^2$$

$$0.737965 = 24 \times 0.030749$$

$$\chi^2_{0.95, 2} = 5.99146 < 0.737965$$

Söz konusu hesaplanan χ^2 istatistik değeri % 5 belirlilik seviyesinde ve 2 bağımsızlık derecesinde kritik değeri olan 5.99146'dan küçük olduğu için H_0 hipotezi red edilememektedir. H_0 'ın kabul edilip, H_1 'in red edilmesi sonucu azalan kareler modelinde Değişken Varyans (heteroskedasticity) olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer bir deyişle regresyon analizi hata terimi varyansının gelişimi söz konusu model bağımsız değişken değerleri veya söz konusu bağımsız değişken değerleri kareleri ile ilişki içinde olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 8: Değişken Varyans (Heteroskedasticity) Analizi

F-İstatistik	0.333102	Olasılık F(2,21)	0.7204	
(Gözlem) X (R-Kare)	0.737965	Olasılık $\chi^2(2)$	0.6914	
Bağımlı Değişken: e^2				
Yöntem: Azalan Kareler Yöntemi				
Gözlem Aralığı: 1986 2009				
Ayarlanmış Gözlem Sayısı: 24				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
Sabit	0.001359	0.001539	0.883236	0.3871
$\Delta(\text{FİRMA SAYISI})$	0.000115	0.000209	0.551967	0.5868
$\Delta(\text{FİRMA SAYISI})^2$	-3.88E-06	5.66E-06	-0.686182	0.5001
R-Kare	0.030749			

V. Sonuç

Bu çalışmada gelişen bir piyasa örneği olan İMKB’de her yıl işlem görmeye başlayan firma sayısı ile ulusal ekonomide yaşanan yıllık büyüme arasındaki ilişki doğrusal bir model ile açıklanmaya çalışılmıştır. Modelde hata terimi varyansının sabit olup olmadığı ve modelin otokorrelasyon barındırıp barındırmadığı test edilmiştir. Sonuçta model hata terimi varyansının değişken olmadığı ve modelde otokorelasyon olmadığı tespit edilmiştir. Modelin sahte sonuçlar vermemesi için her iki değişkenin zaman serileri durağanlık testine tabi tutulmuştur. Her iki zaman serisinin de seviyede durağan $I(0)$ olduğu gözlemlenmiştir. Regresyon analizi seviye düzeyinde durağan $I(0)$ değerlerle yapılmasında sakınca olmadığı görüldükten sonra analiz gerçekleştirilmiştir. Uygulanan regresyon analizi sonucu İMKB’de her yıl işlem görmeye başlayan firma sayısındaki değişime ekonomide yaşanan yıllık büyümenin % 18’ini açıklayabildiği görülmüştür.

Regresyon analizi yapı olarak değişkenler arasındaki ilişkiyi ana hatları ile ortaya koyarak modelin bu ana hattan sapmalarını minimize etme amacıyla çalışmaktadır. Bu çalışmada bazı istisnai yıllar dışında her iki değişkenin de birlikte (aynı yönlü) hareket ettikleri gözlemlenmektedir. Özellikle ağır ekonomik krizlerin yaşandığı 1994, 1999, 2001 ve 2008 yıllarında ulusal ekonomide küçülmeler yaşanırken (negatif büyüme), 1994 yılı hariç diğer kriz yıllarında (1999, 2001 ve 2008) İMKB’de işlem görmeye başlayan firma sayılarının bir önceki yıllara göre azalmalar sergilediği gözlemlenmektedir. Büyük krizlerin yanında 1989 ve 1991 yıllarında ekonomide küçük küçülmeler yaşanırken aynı yıllarda İMKB’de işlem görmeye başlayan firma sayıları 1991 yılında bir önceki yıla göre büyük düşüş sergilerken 1989 yılında yatay seyir göstermiştir. Ekonomide küçülme değil büyümenin yaşandığı yıllarda ise İMKB’de işlem görmeye başlayan firma sayılarında sürekli artışlar gözlemlenmiştir.

Ekonomideki büyüme ile menkul kıymetler piyasasında işlem gören firma sayısındaki artış arasındaki ilişkinin yönü pozitif yönlü bulunmuştur. Genel olarak ekonomi yazınında da finansal gelişmelerin ülke ekonomilerinin büyümelerine olumlu katkılar bıraktığı genel kabul görmektedir. Bu finansal gelişmelerin başında finansal piyasaların bölgesel konumları, menkul kıymet piyasalarının büyüklükleri, menkul kıymetler borsalarının uluslararası yatırımcılara açık olması gelmektedir. Bu çalışmada ise borsada işlem gören firma sayısındaki gelişmelerin ekonomik büyümeye etkisi sınanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmayı takip eden çalışmalarda ekonomik büyüme ile

yukarıda belirtilen menkul kıymet borsalarındaki gelişmelerinde temsil eden değişkenlerle detaylı çalışmalar yapılmasının uygun olacağı tahmin edilmektedir.

Sonuç olarak 1986 – 2009 yılları arasında 23 yılı kapsayan dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firma sayısında yıllık artış ile ekonomide yaşanan yıllık büyüme oranları arasında pozitif bir gelişme gözlemlenmiş, firma sayılarındaki değişmelerin ekonomik büyümedeki değişiminin % 18'lik kısmının açıklayabildiği gözlemlenmiştir.

Referanslar

- Adjasi, C., K., D., Biekpe N., B. “Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Selected African Countries” *African Development Review*, (2006) 18, 1, s.s. 144-161
- Cooray, Arusha “Do stock markets lead to economic growth?” *Journal of Policy Modeling*, 32, (2010), s.s. 448-460
- Çetintaş, H., Barışık, S. “Türkiye’de Bankalar, Sermaye Piyasası ve Ekonomik Büyüme: Koentegrasyon ve Nedensellik Analizi (1989-2000)” *İMKB Dergisi*, 7, 25-26, (2003) s.s. 1-16
- Enders, W., (2003) *Applied Econometric Time Series*, 2nd Edition, Wiley
- Fengqiang, L., Zhenling, L., “Stock Market and Economic Growth: Does it Cointegrate or not in China?” *International Conference on Network and Finance Development*, (2010), 223-227
- Griffiths W., E., Hill, R., C., Guay, C. L., (2008) *Using Eviews for Principles of Econometrics*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc
- Gujarati, D. N., Porter, D., C., (2009) *Basic Econometrics*, Fifth Edition, McGraw-Hill International Edition
- Kose, M., A., Prasad, E., S., ve Terrones, M., E., “Does Openness to International Finance Flows Raise Productivity Growth?” *Journal of International Money and Finance*, 28, 4, s.s. 554-580
- Minier, J., “Opening a Stock Exchange” *Journal of Development Economics*, 90, 1, s.s. 135-143
- Saci, K., Giorgioni, G., ve Holden, K., “Does Financial Development Affect Growth?” *Applied Economics*, 41, 13, s.s. 1701-1707
- Wu, J., Hou, H., ve Cheng, S. “The Dynamic Impacts of Financial Institutions on Economic Growth: Evidence from the European Union” *Journal of Macroeconomics*, 32, 3, s.s. 879-891
- Vogelvang, B., (2005) *Econometrics Theory and Applications with Eviews*, Pearson

GÖLGE BANKACILIĞA İLİŞKİN ALINABİLECEK ÖNLEMLER: HAKİM ORTAKLARA KREDİ KULLANDIRIMINA İLİŞKİN TÜRKİYE DENEYİMİ

İhsan Uğur DELİKANLI*

Ali ALP**

Saim KILIÇ***

Özet

Bu çalışmada gölge bankacılığa karşı önlemler geliştirme ihtiyacı duyan düzenleyici otoritelere Türkiye'nin yaşadığı tecrübelerin aktarılması amaçlanmıştır. Çalışma literatür taraması ve olay analizi olmak üzere iki bölümde düzenlenmiştir. Literatür taramasında önce bankaların niçin düzenlenmesi gerektiği sorusu ele alınmış, sonrasında da gölge bankacılık, gölge kredi aracılığı faaliyetleri ile bu faaliyetlerin yürütülme yöntemleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Olay analizinde ise 1998-2001 yılları arasında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilen bankaların hakim ortaklarına yasal sınırları aşan tutarlarda kredi kullanılmak için, düzenlemelerin yetersiz olduğu ülkelerde veya bölgelerde kurdukları ortaklıklar üzerinden yaptıkları işlemler ele alınmıştır. Bu işlemler Shapiro tarafından (2003) geliştirilen çok uluslu şirketlerin kendi aralarında kredi kullanılmak yöntemleri dikkate alınarak değerlendirilmiş ve gölge kredi aracılığı faaliyeti ile benzerlikleri ortaya konulmuştur. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunca bunlara yönelik geliştirilen ve küresel krizde geçerliliği test edilmiş olan tedbirlerden hareketle de bir çıkarımda bulunulmuştur. Temel bulgumuz, gölge bankacılığa ilişkin yapılacak düzenlemelere Mishkin (2001) tarafından bankaların düzenlenme sebebi olarak öne sürülen "kontrollü büyümelerini" sağlama yaklaşımının hakim olması ve bu nedenle gölge bankacılık faaliyetlerinin

* Dr. İhsan Uğur Delikanlı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu,

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

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

Tel: 0312-292 41 17 E-posta: aalp@etu.edu.tr

*** Dr. Saim Kılıç, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teftiş ve Gözetim Kurulu Başkanı (Sermaye Piyasası Kurulu eski Başuzmanı), Türkiye.

Tel: 0212- 298 21 00 E-posta: saim.kilic@imkb.gov.tr

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

yürütülmesi sürecinde yer alan kuruluşlar ile ilişkileri sınırlayacak bir bakış açısıyla hareket edilmesi gerektiğidir.

Anahtar Kelimeler: Bankacılık Düzenlemesi, Gölge Bankacılık, Gölge Kredi Aracılığı.

JEL Sınıflandırması: G15, G21, G28.

Abstract

Paper aims to provide some lessons from the Turkish experiences to regulatory bodies which would like to take measures against shadow banking. It is organized as literature review and case study. The literature review firstly covered the need of banking regulation, then shadow banking and shadow credit intermediation process and the question of how these activities are implemented. The case study described how the banks transferred to Saving Deposit Insurance Fund between 1998-2001 extended more loan to their principal shareholders exceeding legal limits for connected lending via their affiliates or the entities set up in unregulated jurisdictions by considering Shapiro's (2003) models for intercompany lending activities of the multinational companies and the similarities with the shadow credit intermediation and countermeasures developed by the Turkish authority for them. Our main finding is that it would be needed to revitalize the forgotten justification for banking regulation, keeping them small, asserted by Mishkin (2001). This is why, it could help it to develop the regulations not only by function but also by form.

Keywords: Banking Regulation, Shadow Banking, Shadow Credit Intermediation.

JEL Classification: G15, G21, G28

I. Giriş

Gresham'ın kötü paranın iyi parayı kovduğu yönündeki önermesinin piyasa ekonomisindeki karşılığı, aç gözlülüğün erdemli davranışlar karşısında üstünlük sağlayacağıdır. Bunun bankacılıkta karşılığı ise gölge bankacılık faaliyetlerinin düzenlenen bankacılık faaliyetlerinin yerini almasıdır. Sınırlı miktarda olduğu sürece nasıl ki kötü paranın iyi parayı kovması gibi bir durum söz konusu olamayacaksa, gölge bankacılık için uygun şartlar oluşmadığı sürece de düzenlenen bankacılık faaliyetlerinin gölge bankacılık faaliyetleri ile ikame edilmesi gibi bir durum da düşünülemeyecektir.

Bununla birlikte, vergi cenneti veya işbirliği yapmayan ülke olarak adlandırılan bölgelerde düzenlemelerin hiç olmaması veya yetersiz kalmasının bankaların buralarda diğer ülkelere göre daha uygun şartlarda faaliyet göstermelerini sağladığı da bir gerçektir. Bu gibi ülkelerde faaliyet göstermek için kurulu olma şartı aranmamaktadır. Ancak, bankaların işbirliği yapsın ya da yapmasın başka bir ülkede bulunan kişi ya da kuruluşlar ile yapacakları bilanço içi veya dışı işlemlerine bankalar gerekse ülkeler arasında ekonomik ve finansal şokların aktarımını kolaylaştırdığı da yaşanan acı deneyimler ile görülmüştür.

Nitekim, Türkiye 1998-2001 yılları arasında 20 bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) devredilişine tanıklık etmiştir. Hakim ortaklara yasal sınırların üzerinde kredi kullanımından kaynaklanan sorunlar özellikle 12 bankanın finansal yapılarının bozulmasında önemli rol oynamıştır (BDDK, 2010: 15). Bu bankaların düzenlemelerin bulunmadığı veya yetersiz olduğu ülkelerde kurdukları bağlı ortaklıklar, kendi hakim ortaklarına yasal sınırların üzerinde kredi kullandırmalarını kolaylaştırmıştır. Uluslararası standartlara uyum sağlama çabalarına karşın, Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların belirtilen nitelikteki ülkelerde kuracakları ortaklıklar aracılığıyla uluslararası bir banka gibi faaliyet gösterme esnekliği kazanabilecekleri ve bunlar üzerinden kullanacakları gölge krediler ile yasal sınırlamaları aşabilecekleri gerçeği dikkate alınmaksızın düzenlemelerin tasarlanmış olması işlerin daha da kolaylaşmasını sağlamıştır. Bu eksiklik Kane (1999)’in “düzenleyici diyalektik” olarak tanımladığı sürecin bir aşaması olarak da düşünülebilir. Zira, Kane’in modelinde üç süreç vardır ;1- düzenleme yapılması, 2- düzenlemeye adaptasyon ve düzenlemeden kaçınma3-kaçınma davranışları dikkate alınarak yeni düzenleme yapılması. Bu perspektiften bakıldığında yaşanan deneyimlerden sonra Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların gölge bankacılık faaliyeti yapmalarını zorlaştırmak amacıyla geliştirilen düzenlemeleri üçüncü süreç olarak isimlendirmek mümkündür.

Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerin belli aralıklarla yenileyen bankacılık krizleri ile mücadele etmek için yeterli kaynağa sahip olmadığı dolayısıyla da bankacılık sektöründe aksaklıklara yol açabilecek düzenleme boşluklarını mümkün olduğu ölçüde hızlı bir şekilde tamamlamak zorunda oldukları gerçeği de gözden kaçırılmamalıdır. Ayrıca, son küresel kriz de gelişmiş yada gelişmekte olsun her ekonominin küresel finansal istikrarı

sürdürmede az veya çok payının bulunacağını göstermiştir. Bu nedenle, ihtiyatlı bankacılık düzenlemelerinin taşıdığı önem bir bütün olarak küresel ekonominin performansı bakımından da gözardı etmek mümkün değildir.

Bu çalışmada da, literatür taraması ve Türkiye deneyiminden hareketle olay analizi yöntemiyle, vergi cenneti veya işbirliği yapmayan ülke tanımlaması yapılan bölgelerde gerçekleştirilebilecek gölge bankacılık faaliyetlerinin yaratabileceği olumsuz etkileri azaltmaya yönelik düzenlemelerin geliştirilmesinde hakim olması gerektiği düşünülen yaklaşımler alınmıştır.

II. Bankacılığın Düzenleme Gerekçeleri

Hancher ve Moran (1989; cited in Cobb, 1997), düzenlemeyi, genel kuralların tasarlanması, bunların uygulanmasından sorumlu olacak kurumların oluşturulması, genel bir kuralın belirli durumlarda nasıl uygulanacağını açıklığa kavuşturulması, yaptırımlar ile de desteklenmesi şeklinde tanımlamaktadır.

“Bankacılıkta düzenlemeye gerek olup olmadığı veya varsa ne şekilde olması gerektiği konusunda hala görüş birliği bulunmamaktadır” (Santos, 2000). Fakat, bankaların finansal açıdan sağlamlığını idame ettirmek gerektiği konusundaherkes hemfikirdir (Borio ve Filoso, 1994; Eisenbeis, 1990; Lemieux, 1993; Mullineux, 1987, Cobb atıfta bulunmuş, 1997; Mishkin, 2001; Croushore, 2007). Zira, ancak sağlam bir bankacılık sistemi ile sistemik kriz riskinin azaltılabileceği ve piyasadaki aksaklıklardan, asimetrik bilgiden kaynaklanabilecek başarısızlıkların önlenebileceği düşünülmektedir. Bankaların düzenleme gerekçeleri olarak da bu rasyonalitelerden hareket edilmekte ve ayrıca aşırı büyümelerinin engellenmesi gereği de dayanak alınmaktadır.

2.1. Sistemik Riskin Azaltılması

Bankalar diğer finansal kuruluşlara da kolaylıkla bulaşabilecek şekilde temerrüt potansiyeli taşıyan kuruluşlardır. Zira, bir bankanın batacağı endişesi diğer bankalarda mevduatı bulunan müşterilerin de mevduatlarını çekmesine sebep olabilecek bir etki yaratabilmektedir. Bankacılığın esas işlevi özel olarak bilgi sahibi olan kişi ya da kuruluşlar tarafından yapılabilecek ters seçime karşı koruyacak özel bir borç türü yaratmaktır. (Gorton and Pennacchi, 1990; Holmström, 2008 and Dang, Gorton and Holmström 2009; cited in Gorton, 2009: p.3). Bunun da başlıca örneği vadesiz mevduatlardır.

Diamond ve Dybvig (1983), banka temerrüdünü modelleyen ilk kişilerdendir. Önerdikleri model, tüm mevduat sahiplerinin hesaplarını

kapatmaya çalıştığı ve dolayısıyla finansal olarak sağlam bankalar için dahi vadesiz mevduatların hemen geri çağrılmayacak ve değeri belirli olmayan nitelikte kredilere dönüştürülmesinden kaynaklanan temerrüt olasılığının ortaya çıktığı bir denge durumunu ifade etmektedir.

Öte yandan, piyasa başarısızlığının her şekli banka temerrütlerinin bulaşıcılığına işaret etmektedir (Baltensperger ve Dermine, 1987). Bir bankadaki başarısızlık bankalararası piyasa gibi bankaların doğrudan kendi aralarındaki işlemler yoluyla veya finansal olarak sağlam bankanın mudilerinin algılarının değişmesi nedeniyle diğer bankalarda da başarısızlık ortaya çıkması riskinin artmasına yol açabilir. Bulaşıcı başarısızlıklar makro ekonomide de ciddi hasarlara neden olabilir. Bilhassa, ödeme mekanizmasında sorun varsa ve sorunlardan etkilenen kredi kurumlarına bağımlı olan borçlulardan kredilerini erken geri ödemelerinin istenilmesi ya da bunlara yeni kredi kullanılmaması gibi durumlarda bu hasarlar belirginleşmektedir. Dolayısıyla, ihtiyatlı bankacılık düzenlemeleri bütün ekonomik aktivitelerin olumsuz etkilenmesine yol açacak derecede finans sistemine zarar verebilecek potansiyel tehlikelerden koruyucu mekanizma gibidir. Bahse konu dışsallıklar, bankaların neden diğer kuruluşlardan daha fazla düzenlemelere ve devletin gözetimine tabi tutulmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır (Croushore, 2007: 248).

2.2. Piyasadaki Aksaklıklara ve Asimetrik Bilgiye Bağlı Başarısızlıkların Önlenmesi

Llewelyn (1999)'e göre bankaların verdikleri kredilerin kalitesi ve aktiflerinin niteliği hakkında mevduat sahiplerinden daha çok bilgiye sahip olmalarına bağlı olarak ortaya çıkan asimetrik bilginin varlığı piyasa başarısızlıklarının temel sebebinin oluşturmaktadır. Asimetrik bilgi ise iki soruna neden olmaktadır: ters seçim¹ ve ahlaki riziko² (Mishkin, 2001: 2 ; Croushore, 2007: 221).

Mevduat sahiplerinin ancak bankaları sürekli izlemeleri halinde onlar hakkında daha fazla bilgiye sahip olması mümkündür. Fakat bankaların yükümlülüklerini yerine getirme yeterliliğini izlemek pahalı bir iştir ve küçük mevduat sahiplerinin sahip olamayacağı derecede bilgiye sahip olmayı gerektirir. Bu yüzden, Goodhart'a (LSE, 2010:167) göre bankacılık

¹ Yatırım için uygun olmayan bir kişi ya da firmanın veya işlemin icra edilmesi için yetersiz bir aracının tercih edilme olasılığı.

² Kişi ya da kuruluşların veya araçların kendi çıkarlarını müşterilerinin veya bazı müşterilerinin çıkarlarını diğer müşterilerinin çıkarlarından daha fazla gözetmeleri ve hatta usulsüzlükler yapmaları olasılığı.

düzenlemesinin/denetiminin teorik nedenlerinden biri de bankacılık hizmetlerinden faydalanan profesyonel olmayan müşterilerin asimetrik bilginin yaratabileceği sorunlardan korunmalarını sağlamaktır.

Dewatripont ve Tirole (1992), bir bankanın finansal sıkıntıya düşmesi durumunda banka yöneticilerinin ve hissedarlarının, bankayı kurtarmak adına adeta kumar oynama derecesinde riski göze alacakları görüşündedir. Bu gibi zamanlardabankadan alacaklıların yani mevduat sahiplerininrisk alma eğilimleri sınırlı olacağı için de bankanın kontrolünü ele almaları gerekecektir. Ancak, çok sayıdaki ve üstelik herhangi ilave masraf üstlenmek istemeyen küçük mevduat sahibi böyle bir girişimde bulunamayacağı için kamu müdahalesi ihtiyacı ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, önceden bir kamu kurumunun sermaye yükümlülüğü getirerek ve mevduat büyümesini sınırlandırarak bankaları düzenlemesi gerekmektedir.Buna ilaveten, yine bir kamu kuruluşunun herhangi bir finansal sıkıntının ortaya çıkması durumunda küçük mevduatsahipleri adına müdahalede bulunması da zorunlu olmaktadır. İhtiyatlı bankacılık düzenlemeleri hem bilgi hem de mali imkan itibarıyla bankaların finansal sağlamlığını izlemeye yeterli olmayan mevduat sahiplerini koruyucu bir mekanizmaoluşturmaktadır.

2.3. Bankaların Aşırı Büyümesinin Engellenmesi

Bankacılık otoriteleri, bankaları küçük tutma adına, birleşmelerini engelleyen ve faaliyet gösterecekleri alanları sınırlayan çeşitli düzenlemelere giebilmektedir. Diğer bir ifade ile, bankaların diğer şirketler gibi sınırsızca faaliyet göstermesine izin vermeyebilmektedir. Buna bağlı olarak, bankalar da kar edebilecekleri birçok piyasaya yasalar izin vermediği sürece girememektedir (Croushore, 2007:253). Böyle bir sınırlamaya verilebilecek en iyi örnek, ABD’de 1993 yılında Büyük Buhrana çözüm olarak yürürlüğe konulan ve 1999’a kadar yürürlükte kalan Glass-Steagall Yasasıdır. Bu yasa ile bankaların tahvilleri underwrite etmeleri veya müşterileri ya da fonlar adına tahvil alıp satmaları engellenmiştir.

Mishkin bu durumu, devletlerin veya bankacılık otoritelerinin bilmeden veya bilerek sağladığı garantinin yarattığı ahlaki rizikoyu ve ters seçimi sınırlamak için atılması gereken bir adım olarak değerlendirmektedir (Mishkin, 2001:8). Burada devlet ya da bankacılık otoriteleri tarafından riski azaltacak düzenlemeler yapılması ve sonra denetleyiciler aracılığıyla bu düzenlemelere uyulup uyulmadığının, banka yöneticilerinin risk alıp almadığınınizlenmesi söz

konusudur. Bu da ihtiyatlı düzenleme, denetimin özünü oluşturmaktadır. Bu tip düzenlemeler yapılacak yatırımların, faaliyetlerin sınırlandırılması veya sermaye yükümlülüğü ya da riske dayalı mevduat sigortası primi şeklinde olabilmektedir. Bunlar ayrıca, büyük bir bankanın batıp mevduat sahiplerini zarara uğratmasını doğal olarak arzulamayacak banka düzenleyicilerinin karşı önlemleri olarak da değerlendirilebilir. Çünkü devletin sağlayacağı güvencenin yaratabileceği ahlaki riziko ve bankaların batmasına engel olma arzusu banka düzenleyicileri için de bir ikilem temsil etmektedir (Mishkin ve Eakins, 2006: p.516). Nitekim, Kay (2010)'da, sıkı kurallar ile mevduat toplayan kuruluşların faaliyetleri ve kapsamının kısıtlanması suretiyle finansal hizmetler mimarisinde işlev ayrılığının gidilmesi gerektiği ve ancak bu şekilde bankaların küçük tutulmalarının sağlanabileceği görüşündedir.

III. Gölge Bankacılık ve Gölge Kredi Aracılığı

Geleneksel olarak ticari bankalar ile tasarruf kuruluşlarının yükümlülükleri mudilerden ve şirketlerden kabul ettikleri mevduatlardan oluşmaktadır. Bu tür yükümlülükler herhangi bir cezai müeyyideye maruz kalmaksızın ya da çok az bir cezaya katlanılarak herhangi bir zamanda çekilebilmekte ve belli bir limite kadar da sigortalanmaktadır. Mevduat sahipleri yatırdıkları mevduat karşılığında faiz almaktadır. Bankalar da temin ettikleri mevduatları kullanarak uzun vadeli kredi arz etmektedir. Tasarruf sahipleri ile kredi kullananlar arasındaki bu faaliyet - riskin dönüştürülmesi ve/veya nakit akışları arasındaki zamanlamanın uyumlaştırılması- finansal aracılık olarak adlandırılmaktadır. Ancak, yıllar ilerledikçe, finansal aracılık faaliyeti ticari bankaların tekelinden çıkarak diğer yurtiçi veya uluslararası piyasalara ve kuruluşlara yaymaya başlamıştır. Bu süreçte yer alan ancak bankalar gibi düzenlemelere tabi tutulmamış bulunan finansal kuruluşlar ve piyasalar üzerinden gölge bankacılık sistemi oluşturulmuştur. Dolayısıyla, geleneksel bankacılık sisteminde olduğu gibi gölge bankacılık sistemi de esas olarak kredi aracılığı işlevini yerine getirmek amacıyla oluşturulmuştur.

3.1. Gölge Bankacılık

Gölge bankacılık geleneksel ticari bankacılık sisteminin dışında ve çoğunlukla da bankacılık ile ilgili herhangi bir düzenlemenin bulunmadığı ya da oldukça esnek olduğu bölgelerde gerçekleştirilen finansal faaliyetleri içeren bir

bankacılık türüdür. Banka sağlamlığına yoğunlaşan düzenlemeler üç şekilde gölge bankacılığın gelişimine yol açmıştır : 1-Bankacılık faaliyetleri üzerindeki sınırlamalar banka dışı kuruluşların yeni hizmetler geliştirmesini teşvik etmiştir; 2- Sermaye yükümlülükleri, bankaların yatırımlarını ve faaliyetlerini düzenleme arbitrajı imkanı bulunan bölgelere ve bilanço dışı işlemlere kaydırmalarına neden olmuştur; 3-Düzenleme ve denetim bazı bölgelerde ve banka dışı finansal kuruluşlar üzerinde ya hiç yoktu ya da yetersizdi. Ayrıca, gölge bankacılık sisteminin gelişimi hem kişiler hem de şirketler için finansal yatırım seçeneklerinin çoklaştığı bir dönem ile de kesişmiştir. Kişiler ve şirketler de tasarruflarını yerel ticari bankalardan, kredi birliklerinden daha çok ticari bankaların dışında yatırım yaparak değerlendirme tercihinde bulunmuştur.

Düzenleme arbitrajı yapma imkanı, pek çok gölge bankanın ortaya çıkışında önemli bir rol oynamıştır. Ancak, düzenleme arbitrajı yapma imkanından yararlanma amacıyla oluşturulan gölge bankaların her zaman var olacağı ve özellikle de küresel bazda koordine edilmemiş her düzenlemeye karşılık, büyük bir ihtimalle yine gölge yapılar aracılığıyla arbitraj tepkisinin ortaya konulma riskinin devam edeceği de bir gerçektir (Pozsar ve diğerleri, 2010: 72).

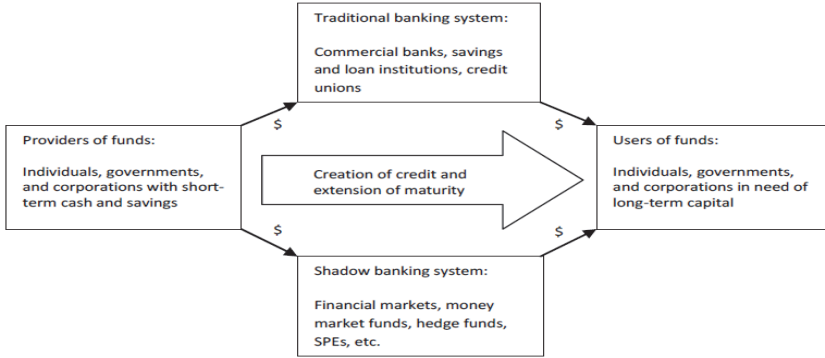
Geleneksel bankacılık gibi gölge bankacılık sisteminde de üç taraf vardır: mevduat sahipleri, kredi kullananlar ve banka dışı finansal kuruluşlar veya gölge bankalar. Pozsar ve diğerleri (2010: 20), gölge bankaları, merkez bankası likiditesine veya kamunun kredi garantisine başvurmaksızın vade, kredi ve likidite dönüşümünü gerçekleştiren finansal araçlar olarak tanımlamakta ve üç gruba ayırmaktadır. Bunlar: 1- Devlet destekli gölge bankacılık; 2- Dahili gölge bankacılık ve 3- Harici gölge bankacılıktır.

3.2. Gölge Kredi Aracılığı

İzleyen sayfada verilen Şekil 1’de, geleneksel bankacılık ve gölge bankacılığa ilişkin finansal aracılık kanalları verilmektedir. Görüleceği gibi, her iki bankacılıkta esas olarak kişilerin, şirketlerin ve devletlerin ekonomik faaliyetlerini yürütmelerini sağlayacak şekilde kısa vadeli tasarrufların uzun vadeli sermaye kaynaklarına dönüşümüne hizmet etmektedir. Hem gölge bankacılık hem de geleneksel bankacılık sistemlerinde yeralan kurumlar da kredi aracılığı yaptıkları için doğal olarak her iki bankacılık sisteminin kesişen noktaları ortaya çıkmaktadır.

Pozsar ve diğerleri (2010)'ne göre kredi aracılığı, kredi, vade ve likidite dönüşümünü içeren bir faaliyettir. Kredi dönüşümü, öncelik hakkının kullanımı yoluyla finansal araçlar tarafından verilen borcun kredi kalitesinin yükseltilmesi faaliyetidir. Örneğin, bir kredi alacağı karşılık gösterilmek suretiyle alınan mevduatın kredi kalitesi ikincil özsermayenin varlığından dolayı dayanak olduğu kredinin kalitesinden daha fazladır. Vade dönüşümü kısa vadeli mevduatlar ile uzun vadeli kredi verilmesi anlamına gelmektedir. Bu işlem, fon ihtiyacı içinde olanlar için likidite yaratırken aracıyı vade ve borç çevirme riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Likidite dönüşümü, likit finansal araçlar ile likit olmayan aktiflerin finanse edilmesinin ifade etmektedir. Örneğin, likit olmayan uzun vadeli bir kredi portföyü aynı kredi portföyüne dayalı ancak kredibil bir dercelendirme kuruluşu tarafından -kredi kullananlar ile tasarruf sahipleri arasındaki bilgi asimetrisini azaltmak için - likit olarak derecelendirilmiş bir sermaye piyasası aracına göre daha düşük fiyatla alım satıma konu edilebilir.

Şekil : Geleneksel ve Gölge Bankacılıkta Kredi Süreci



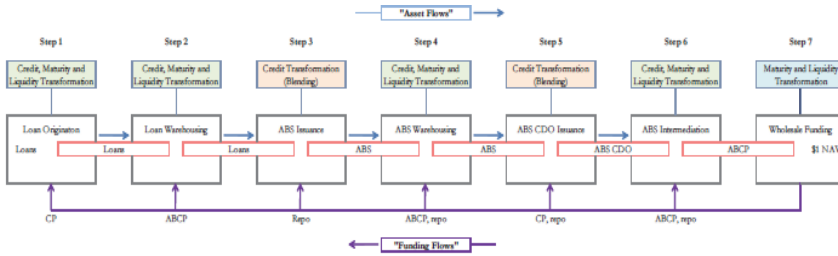
Kaynak : FCIC, 2010 :10.

Gölge bankalar kredi aracılığı fonksiyonunu geleneksel bankacılık sisteminin dışında ve vade ve likidite dönüşümü (örneğin, toptan fonlama piyasasından temin ettikleri kısa vadeli likit fonlar ile uzun vadeli likit olmayan aktifleri fonlayarak) sağlayarak yürütmektedir. Bu kuruluşlar, bankalarla ve/veya aracı kurumların (ve bunların şirketleriyle) bağlı ortaklığı olarak yada düzenleme ve denetime tabi bir kuruluş ile herhangi bir bağlantısı olmaksızın -finans şirketi, varlık teminatlı fon kuruluşu, özel yatırım kuruluşu, kredi hedge fonu,

yatırım fonu şeklinde- kurulabilmektedir. Kredi aracılığının tek çatı altında (genellikle bir bankanın çatısı altında) yürütüldüğü geleneksel bankacılıktan farklı olarak, gölge bankacılıkta kredi aracılığı birbiriyle bağlantılı bankadışı finansal araçlar üzerinden ve birbirini takip eden süreçler halinde yürütülmektedir. Bu süreç Şekil:2’de gösterilmektedir.

İlk aşamada, finansman bonoları ve orta vadeli tahviller ile kendilerini fonlayan finans şirketleri tarafından kredi kullanılmaktadır. İkinci aşamada, krediler varlık teminatl menkul kıymet ihraç ederek kendini fonlayacak bir veya birden fazla özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Üçüncü aşamada, aracı kurumların ilgili birimlerince kredilere dayalı varlıkteminatlı menkul kıymetlerin ihracına aracılık edilmektedir. Dördüncü aşamada, varlık teminatl dayalı menkul kıymetler ticari portföylere alınarak, bunların repo, toplam getiri takası veya bir başka hibrit işlem yoluyla piyasada alım-satıma konu edilmesi sağlanmaktadır. Beşinci aşamada, aracı kurumların ilgili birimlerince varlık teminatl menkul kıymetlerden teminatl borçlanma yükümlülükleri (CDO-Collateralized Debt Obligation) oluşturulmaktadır. Altıncı aşamada, sınırlı amaçlı finansal kuruluşlar, özel amaçlı yatırım kuruluşları, menkul kıymet arbitraj kuruluşları ve kredi hedge fonları tarafından varlık teminatl menkul kıymetlerin içinde olduğu teminatl borçlanma yükümlülüklerinin alım satımına aracılık yapılmaktadır. Yedinci aşamada ise bu faaliyetler ve kuruluşların fonlama ihtiyacı için düzenleme ve denetime tabi olan ya da olmayan para piyasası araçları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları gibi kuruluşlar tarafından toptan fonlama piyasalarına fon arzı yapılmaktadır.

Şekil2 : Gölge Bankacılık Süreçleri



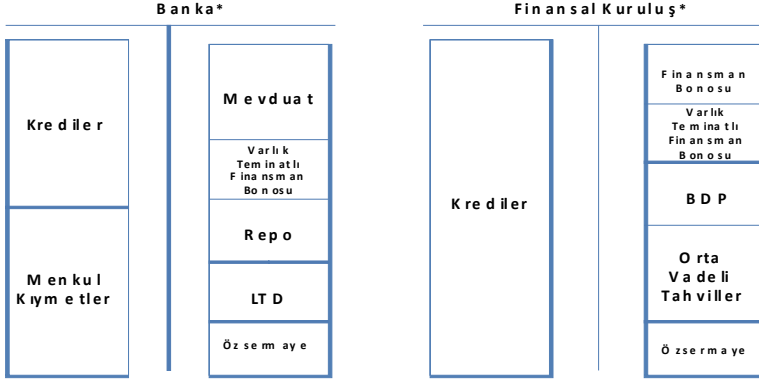
Kaynak: Pozsar ve diğerleri, 2010:13.

Görüldüğü gibi, gölge kredi aracılığı süreci gölge bankaları gölge bankacılık sisteminin merkezinde yer aldığı bir ağa bağlamakta ve geleneksel bankacılık sisteminde bankalar tarafından yerine getirilen kredi aracılığı sürecine benzer bir rolü oynamaktadır. Herhangi bir aracılık sistemi uzun da olsa kısa da olsa da sürecin özünü kredi kullandırımı ile oluşturmaktadır. Toptan fonlama piyasasında gerçekleştirilen bu kredilere dayalı menkul kıymetleştirme ve türev işlemlerin sayısınca da sürecin uzatılması söz konusu olmaktadır. Ancak, gölge kredi aracılığı sürecinde her bir gölge banka sadece bir kez ortaya çıkmaktadır.

Devlet destekli gölge bankacılıkta, devlet destekli kuruluşlar kredilerini ve menkul kıymet portföylerini vade uyumsuzluğu ile finanse etmektedir. Ancak, bunlar, bankalardan farklı olarak, fonlamayı mevduat ile değil sermaye piyasalarında yatırımcılara kısa ve uzun vadeli bono tahvil gibi borçlanma araçları ya da sabit getirili yatırım fonları ihraç ederek sağlamaktadır (Pozsar ve diğerleri, 2010:20). Bu yüzden, devlet destekli gölge bankacılıkta kredi kullandırımı değil sadece kredilere dayalı menkul kıymetleştirme ve türev işlem yapılması söz konusu olmaktadır.

Dahili gölge bankacılık Finansal Holding Şirketi yapılanması şeklinde çalışmaktadır. Kredi aracılığı süreci, geleneksel bankacılıktaki kredi verme sürecinin dikey (fonksiyonel) olarak birbirinden farklı adımlarda gerçekleştirildiği ve kredi portföylerinin yatay olarak (risk ve vade itibarıyla) dilimlere ayrıldığı bir işleyişe sahiptir. Bu faaliyetlerin her biri Finansal Holding Şirketinin bilançosunda veya bilanço dışındadır az sermaye yükümlülüğü doğuracak işlemler olarak yansımaktadır. Vade ve risk itibarıyla ayrıştırılan kredi portföyü dilimlerinin yine benzer şekilde Finansal Holding Şirketi tarafından sermayenin en etkin şekilde kullanımını sağlayacak şekilde fonlaması yapılmaktadır. Çoğu Finansal Holding Şirketinin çok uluslu olarak faaliyet göstermesinden dolayı, bu işlemler düzenleme ve denetimin olmadığı ya da çok az olduğu bölgelerden—çoğunlukla, kredi kullandırımı, kredilerin özel amaçlı kuruluşlara devri, bunlar tarafından varlık teminatlı menkul kıymetler ihraç edilmesi gibi işlemler New York'ta, fonlama işlemleri Londra'da ve diğer off-shore merkezlerde- yürütülmektedir (Pozsar ve diğerleri, 2010: 26). Şekil 3'ten görüleceği gibi, bu tarz gölge bankacılıkta kredi kullandırımı Finansal Holding Şirketine bağlı bir finansal kuruluş üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Şekil 3: Dahili Gölge Bankacılıkta Kredi Kullanımını



*Finansal Holding Şirketinin Bağlı Ortaklığı

Kaynak : Pozsar ve diğerleri, 2010:2.

Harici gölge bankacılık çeşitli broker-dealerların ve banka dışı uzman finansal aracı kuruluşların içinde yer aldığı ve özel kredi riski bilgilerini kullanarak finansman imkanları sunan kuruluşlar tarafından sağlanan kredi kullanım imkanlarının bulunduğu bir aracılık süreci olarak tanımlanmaktadır (Pozsar ve diğerleri, 2010:34).

IV. Türkiye Örneği

Türkiye’de 1998-2001 yılları arasında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na devredilen bankaların çoğunda devir gerekçesini banka kaynaklarının hakim ortaklar lehine kullanılması oluşturmuştur. Tablo 1’den görüleceği gibi, hakim ortaklar için öngörülen yasal kredi limiti bankalarca herhangi bir düzenlemenin bulunmadığı bölgelerde kurulan bağlı ortaklıklar üzerinden gölge krediler verilmek suretiyle aşılabılmıştır.

Tablo 1

TMSF'ye Devredilen Banka	Bağlı Ortaklık	Bağlı Ortaklığın Kurulduğu Bölge	TMSF'ye Devredilen Bankanın Hakim Ortaklarına Bağlı Ortaklık Üzerinden Kullanılan Kredi Tutarı	TMSF'ye Devredilen Bankanın Özkaynak Tutarı
<i>Egebank</i>	Egebank Offshore Ltd.*	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	73 milyon USD	54,9 milyon USD
<i>EGS Bank</i>	EGS Bank Offshore Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	81 milyon USD	78,7 milyon USD
<i>Etibank</i>	New York Bank Offshore Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	105 milyon USD 38 milyon DM 10 milyon TL	63,8 milyon USD
<i>Iktisat Bankası</i>	Trade Deposit Offshore Bank Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	412 milyon USD	53,5 milyon USD
<i>Kentbank</i> <i>(Atlas Yatırım Bankası)</i>	Atlasbank Offshore Ltd. Kentbank Offshore Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	30 milyon TL	73,4 milyon TL
<i>Toprakbank</i>	Toprak Offshore Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	123,9 milyon USD 133 milyon DM	108,7 milyon USD
<i>Yurtbank</i>	Yurt Security Offshore Ltd.*	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	23 milyon TL 3,4 milyon USD 1,5 milyon DM	22,5 milyon USD
<i>Sümerbank</i>	Efektifbank Offshore Ltd.	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	46 milyon USD 14 milyon DM 361.000 TL	73,1 milyon USD

DM = Deutsche Mark – Alman Markı

Kaynak: TMSF, 2009a: 51,71; 2009b: 35,36; 2009c:49,64; 2009d: 43,66; 2009e: 41,42; 2009f: 23,33,34; 2009g: 36,56;2009h:37,49'da verilen bilgiler kullanılarak tarafımızca hesaplanmıştır.,

* TMSF'ye devredilen bankanın bağlı ortaklığı şeklinde değil hakim ortakların sahibi olduğu paralel banka şeklinde kurulmuştur .

TMSF'ye devredilen bankaların hakim ortaklarına doğrudan kullanılan krediler ile belirtilen şekilde kullanılan gölge gölge kredilerin ve bunlardan kaynaklanan zararın toplam tutarı 14 milyar ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Bu tutar Hazine tarafından karşılanmış toplam zararın %81,3'üne karşılık gelmektedir (BDDK,2003). Ancak, Türkiye örneğinde, gölge kredi aracılığının ilk aşaması olan kredi kullandırımı hakim ortaklar için öngörülen kredi sınırlamalarını dolanmak amacıyla gerçekleştirilmiştir.

Pozsar ve diğerlerinin (2010:6) bulgularına benzer şekilde, Tablo 1'den hakim ortaklara gölge bankalar aracılığıyla kullanılan kredilerin büyüklüğünün 1998-2001 yılları arasında TMSF'ye devredilen bankaların öz kaynaklarının oldukça üzerinde olduğu görülmektedir.

4.1. Gölge Bankalar Üzerinden Hakim Ortaklara Kredi Kullandırımı

“Banka hissedarlarına, yöneticilerine ve bunların kontrolündeki şirketlere verilen krediler hakim ortaklara kredi kullandırımı olarak değerlendirilmektedir. Hakim ortaklara kredi kullandırımı hem ticari bankalar ve hem de kalkınma ve yatırım bankaları arasında yaygın görülen bir uygulamadır” (Goldstein ve Turner, 1996: 20). Bu tür kredi kullandırmalarında temel risk kredi kullandırım kararlarının çoğunlukla nesnel bir değerlendirmeye dayanmaması hatta bazen mali hilelere bile başvurulabilmesi ve kredi riskinin yoğunlaşmasına sebebiyet verilmesidir. Bir kaç büyük hakim ortağın kullandıkları kredileri geri ödeyememesi banka sermayesinin yok olmasına neden olabilmektedir. Nitekim, Lindgren ve diğerleri (1996) ve Sheng (1996; Goldstein ve Turner atıfta bulunmuşlardır, 1996) de hakim ortaklara kredi kullandırımını önemli bir banka yönetim sorunu olarak değerlendirmiş ve bu sorunun Arjantin, Bangladeş, Brezilya, Şili, Endonezya, Malezya, İspanya ve Tayland gibi ülkelerde bankacılık sektöründe sıkıntılara yol açtığını sonucuna ulaşmıştır.

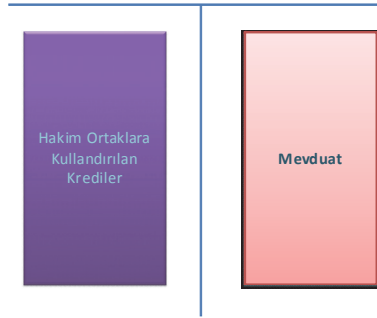
Hakim ortaklara kredi kullandırım yöntemleri Shapiro'nun (2003) çok uluslu şirketlerin kendi aralarında borç alış-verişi için geliştirdiği modeller ile karşılaştırılabilir. Shapiro (2003) şirketlerin kendi arasındaki borç alış-verişlerini dış finansal faaliyetlerin ve uluslararası kaynak transferlerinin başlıca yöntemi olarak görmekte ve kredi kısıtlaması kaynaklı piyasa aksaklıkları ortaya çıkmadıkça, bu şekilde borç kullanımının şirketler açısından dışarıdan borçlanmaya göre daha faydalı olacağı görüşünü taşımaktadır. Şirketlerin kendi arasında borç alış-verişinin çok farklı yöntemleri olmakla birlikte, en sık

görülenler doğrudan ve dolaylı borç alış-verişidir. TMSF'ye devredilen bankaların gölge bankalar üzerinden hakim ortaklarına kredi kullanım yöntemleri de Shapiro (2003) tarafından geliştirilen doğrudan ve dolaylı borç alış-veriş modelleri örnek alınarak analiz edilebilir.

4.1.1. Hakim Ortaklara Kredi Kullanımında Gölge Bankaların Doğrudan Kredi Aracılığı

Shapiro (2003: 692), doğrudan borçlanmayı ana ortaklıktan bağlı ortaklığa veya bir bağlı ortaklıktan diğer bir bağlı ortaklığa borç verilmesi şeklinde tanımlamaktadır.

Şekil 4: Bağlı Ortaklık Üzerinden Doğrudan Kredi Kullanımı



Yukarıdaki şekilden görüldüğü gibi doğrudan banka hakim ortaklarına kredi kullandırmaları TMSF'ye devredilen bankaların herhangi bir düzenlemeye tabi tutulmayan bölgelerde kurulu bulunan bağlı ortaklıklar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu krediler Türk tasarruf sahiplerinden söz konusu bankaların şubeleri aracılığıyla bağlı ortaklıklar adına daha yüksek faiz teklif edilerek toplanan mevduatlar ile fonlanmıştır (TMSF, 2009d: 39; 2009 g: 35).

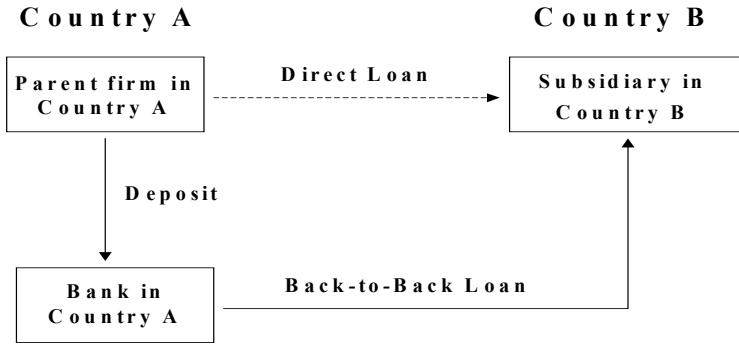
4.1.2. Hakim Ortaklara Kredi Kullanımında Gölge Bankaların Dolaylı Kredi Aracılığı

Shapiro (2003)'ün modeline göre, dolaylı kredi kullanımı bir aracı üzerinden veya karşılıklı kredi ya da paralel kredi ilişkisinin kurulması şeklinde gerçekleşmektedir.

4.1.2.1. Karşılıklı (Back-to-Back) Kredi Kullandırımı

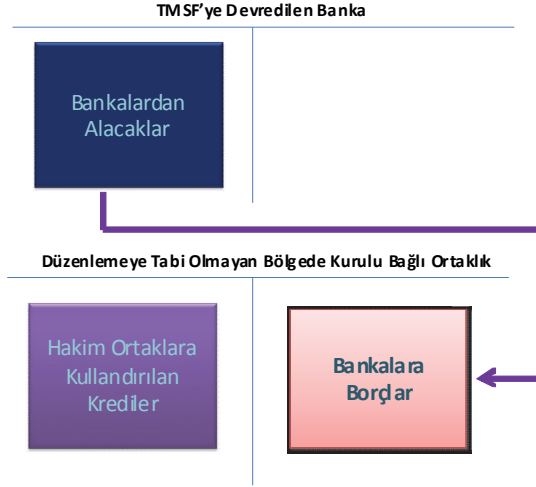
Tipik bir karşılıklı (back to back) kredi kullandırımında, ana şirket fazla fonlarını A ülkesindeki bir bankaya yatırmakta, A ülkesindeki banka da Şekil 5’de görüldüğü gibi, bu fonları B ülkesindeki ana şirketin bağlı ortaklığına kredi olarak vermektedir (Shapiro,2003). Bu yöntem, özellikle, finansal kuruluşlar tarafından kullanılan kredilerin faizlerine yönelik vergi uygulamalarının avantajlı olması halinde tercih edilmektedir.

Şekil5 : Karşılıklı (Back-to-Back) Kredi İlişkisinin Kurulma Şekli



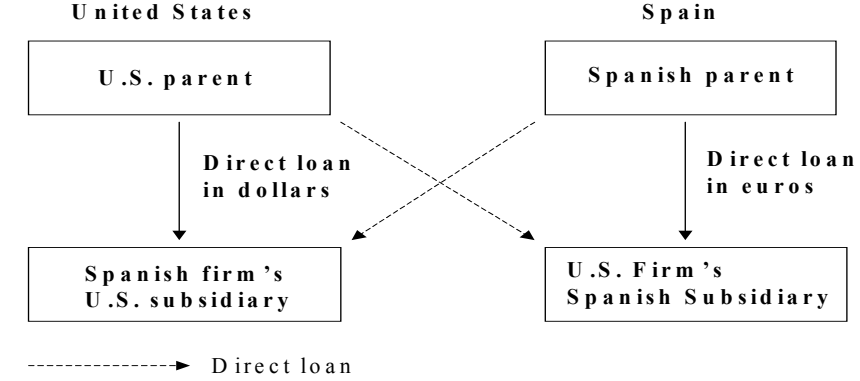
Kaynak : Shapiro (2003:693).

Aşağıdaki şekilden görüleceği gibi TMSF’ye devredilen bankaların hakim ortaklarına dolaylı kredi kullandırımında da Shapiro’nun (2003) Şekil 5’te verilen çok uluslu şirketlerin karşılıklı kredi kullandırım yöntemine benzer bir ilişki kurulmuştur. Kullanılan kredilerin fonlaması için önce TMSF’ye devredilen bankalarından düzenlemelere tabi olmayan bölgelerde kurulu bulunan bağlı ortaklıklarına veya hakim ortaklarının sahip olduğu ve yine bu bölgelerde faaliyet gösteren ortaklıklara borç verilmiş sonra da bu fonlar bahse konu kuruluşlar tarafından da hakim ortaklara kredi olarak kullanılmıştır (TMSF, 2009f: 34).

Şekil 6 : Hakim Ortaklara Karşılıklı (Back to Back) Kredi Kullanılması**4.1.2.2. Paralel Kredi Kullanımı**

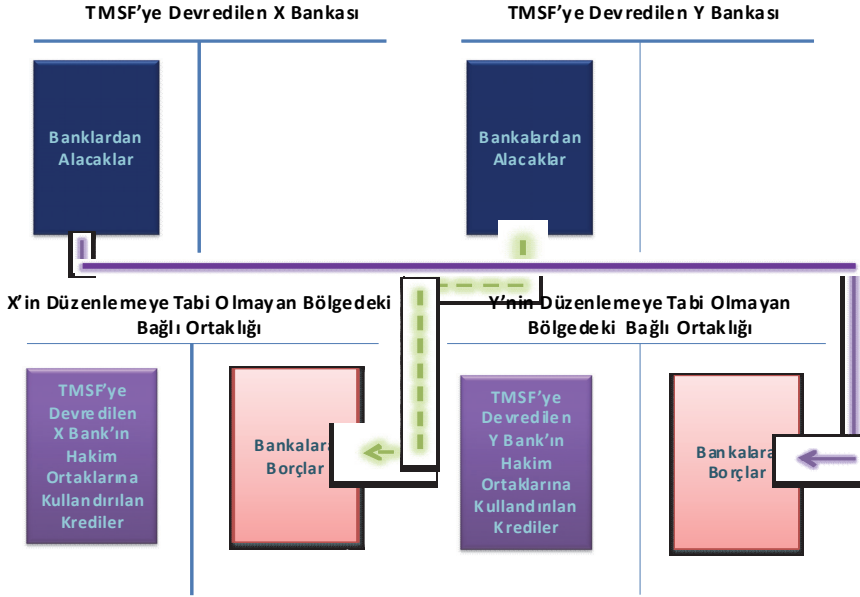
Paralel kredi kullanımı, birbiriyle ilişkili ancak birbirinden ayrı borçlanma ilişkisinin kurulduğu, genellikle dört tarafı bulunan ve en az iki farklı ülkede gerçekleştirilen bir işlemi ifade etmektedir (Shapiro, 2003:695). Bu şekilde kredi kullanımı ile ilave döviz kuru riski üstlenmeksizinhem yabancı bir ülkede bulunan ortaklığın finansmanı sağlanmakta hem de kambiyo kısıtlamalarının aşılabilmesi mümkün olmaktadır. Şekil 7’den görüleceği gibi, İspanya’da yatırım yapmak isteyen bir Amerikan şirketi, ABD’de yatırım yapmak isteyen bir İspanyol şirketinin Amerika’daki bağılı ortaklığına ABD doları cinsinden kredi vermekte, buna karşılık İspanyol şirket de Amerikan şirketinin İspanya’daki bağılı ortaklığına EURO cinsinden eşit tutarda kredi kullanmaktadır. Başlangıçtaki para alış verişinin yanısıra faiz ve anapara taksitlerinin geri ödemeleri eş zamanlı gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, “eş zamanlı gerçekleştirilen bahsekonu işlemler çok uluslu şirketlerin kendi aralarında doğrudan kredi kullanımının fonksiyonel olarak benzeri nitelikte işlemler olarak da değerlendirilebilir” (Shapiro, 2003: 695).

Şekil 7 : Paralel Kredi İlişkisinin Kurulma Şekli



Kaynak : Shapiro (2003 :695).

Şekil 8'den görüleceği gibi, ilk aşamada, kendi hakim ortaklarına kredi olarak kullanılmak amacıyla, TMSF'ye devredilen bankanın düzenlemeye tabi tutulmayan bölgede kurduğu bağlı ortaklığına karşılıklı (back to back) kredi kullandırımına benzer bir şekilde mevduat yapılmıştır. Ancak, bu yöntemde kredi olarak kullanılmak üzere yapılan mevduatlar doğrudan ilgili bankanın kendi bağlı ortaklığına değil TMSF'ye devredilen bir başka bankanın bağlı ortaklığına gönderilmiştir. Bağlı ortaklıklarca da karşılıklı olarak fonlamayı sağlayan bankanın hakim ortaklarına faiz oranı, faiz ödeme dönemi ve vade tarihi aynı olan kredi kullandırımı gerçekleşmiştir (TMSF, 2009e: 41-42).

Şekil8 : Hakim Ortaklara Paralel Kredi Kullanımı

Shapiro'nun (2003) modelinde, paralel kredi kullanımı birbirine ilişkili ancak iki farklı ülkede yerleşik dört tarafı bulunan farklı borçlanmalardan oluşan bir ilişkiyi içermesine karşın Türkiye örneğinde birbirine ilişkili dört ayrı kredi sürecinin oluştuğu, taraf sayısının ise altıya yükseldiği değerlendirilmesinde bulunulabilir. Ancak, bu değerlendirme yanıltıcı olacaktır. Zira, TMSF'ye devredilen bankalar ile bağlı ortaklıklarının konsolide edilmesi ve böylece tek finansal tablo düzenlenmesi halinde Shapiro'nun modelindeki gibi kredi kullanım süreci ikiye, işleme taraf olanların sayısı da dörde düşmektedir.

4.2. Alınan Tedbirler

Türkiye'de yaşanan deneyimler TMSF'ye devredilen bankaların da hakim ortaklarına yasal sınırların üzerinde kredi kullanılabilmek için bankacılık düzenlemelerinin olmadığı ya da yetersiz olduğu bölgelerde kurdukları bağlı ortaklık niteliğindeki finansal kuruluşları gölge banka gibi kullandıklarını göstermektedir. Söz konusu kuruluşların gölge banka gibi kullanım aşamaları Pozsar ve diğerleri (2010)'ningeliştirdiği dahili gölge bankacılık modelinde bir

Finansal Holding Şirketinin bağlı ortaklığı tarafından gerçekleştirilen kredi kullandırım sürecine çok benzemektedir. Zira, TMSF'ye devredilen bankalar geleneksel bankacılık sisteminin dışında ve vade ve likidite dönüşümü yapmak suretiyle hakim ortaklarına yasal sınırları aşan tutarlarda kredi kullandırmışlardır. Bahse konu krediler, gölge bankacılıkta olduğu gibidevlet garantisi verilmeden temin edilenkısa vadeli likit fonlar ile finanse edilmiş uzun vadeli,likit olmayan yatırımlar ile benzeşmektedir.

TMSF'ye devredilen bankaların hakim ortaklarına yasal sınırların üzerinde kredi kullandırma yöntemlerinin bankacılık düzenlemelerinin bulunmadığı ya da yetersiz olduğu bölgelerde geliştirildiği dikkate alınarak buralarda şubesi veya bağlı ortaklığı, iştiraki bulunan bankalar için % 8 olarak uygulanmakta olan asgari sermaye yeterlik oranı hem konsolide hem de konsolide olmayan bazda % 12 olarak uygulanmaya başlanmıştır. Ayrıca, belirtilen nitelikteki bölgelerde kurulu bulunan bankalardan alacakların,doğrudan buralarda yerleşik kişi ya da kuruluşlara veya bunların kefaleti ya da garantisi ile üçüncü kişilere kullandırılan kredilerin ya da bunlar tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlerin veya bu menkul kıymetler teminat alınarak verilen kredilerin hem kredi limitlerinin hem de sermaye yükümlülüğünün hesaplamasında % 150 oranında dikkate alınması öngörülmüştür.

V. Sonuç

Pozsar ve diğerlerinin (2010) geliştirdiği gölge bankacılık modelleri esas itibarıyla bankaların maruz kaldığı kredi riskinin azaltılmasını sağlama amacıyla geliştirilen yöntemleri içermektedir. Zira, kredi kullandırımı sonrasında gerçekleşen işlemler oluşan kredi riskinin azaltılmasına ve böylece yeni kredi kullandırım imkanlarının yaratılmasına yöneliktir.Kredi riskinin azaltılmasına yönelik işlemler debankacılık düzenlemelerinin bulunmadığı ya da yetersiz olduğu bölgelerde kurulan özel amaçlı kuruluşlar ve/veya açık düzenlemelere konu edilmemiş finansal ürünler kullanılarak gerçekleştirilmiştir.Türkiye'nin 1998-2001 yılları arasında off-shore bankacılık adlandırması ile yaşadığı deneyim de bankaların hakim ortaklar kaynaklı kredi risklerini daha az gösterme çabalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.Gölge bankacılıkta olduğu gibi TMSF'ye devredilenbankalarca da bankacılık düzenlemelerinin bulunmadığı veya yetersiz olduğu bölgelerde kurulanözel amaçlı kuruluşlar kullanılmıştır.

Dolayısıyla, gölge bankacılık ile ilgili düzenlemelerin geliştirilmesi sürecinde Türkiye deneyiminden de yararlanılabileceği düşünülmektedir.

Pozsar ve diğerleri (2010) form esas alınarak yapılacak gölge bankacılığa ilişkin düzenlemelerin bankaların düzenleme arbitrajı yapabilecekleri alanları araştırmalarının neden olacağı ve gölge bankalar aracılığıyla da dolanılabileceği görüşündedir. Fakat hem bankalar hem de gölge bankalar aynı işlevi yani kredi aracılığı işlevini yürütmektedir. Bu nedenle, düzenlemelerin kredi aracılığı işlevi esas alınarak yapılması halinde gölge bankaların daha erken aşamalarda fark edilip denetim altına alınabileceği düşüncesindedirler. Buna örnek olarak da Türkiye tarafından alınan tedbirlerden biri olan gölge bankalarla yapılacak işlemlere daha yüksek risk ağırlığının uygulanması durumunu vermektedirler.

TMSF'ye 1998-2001 yılları arasında devredilen bankaların kurdukları gölge bankalar üzerinden hakim ortaklarına kullandırdıkları krediler dikkate alınarak benzeri işlemleri önlemek amacıyla alınan önlemler ise bankaların kontrollü büyütülmesi gereğini hatırlatmaktadır. Zira, gölge bankacılık ilişkisi olan bankalar için sermaye yükümlülüğünü yükseltmek ve bu yükümlülüğü hem konsolide hem de konsolide olmayan bazda uygulamak gölge bankacılığa yöneltecek geleneksel bankacılık faaliyetlerini de sınırlandırabilecektir. Bu nedenle, gölge bankacılık için geliştirilecek düzenlemelerde işlemlerin şekli kadar hangi kuruluşlar üzerinden gerçekleştirildiği de dikkate alınmalıdır. Aksi halde eskiden olduğu gibi yine bankacılık düzenlemelerinin önemli bir rasyonalitesini gözardı eden, sadece olumsuz etkileri görülen işlemlere çözüm geliştiren ve dolayısıyla, yeni keşfedilebilecek düzenlemeye tabi olmayan işlemler üzerinden bankalara yine arbitraj yapabilme imkanları sunan düzenlemelerin ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır.

Referanslar

- Baltensperger E. and Dermine J. (1987) Banking Deregulation in Europe, *Economic Policy*, 2 (4), pp. 63-109.
- BRSA (2003) *Banking Sector Restructuring Program Progress Report (VI)*, April 2003, Ankara : Banking Regulation and Supervision Agency.
- Bhattacharaya S. and Thakor, A. (1993) Contemporary Banking Theory, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, pp. 2-50.
- Cobb S. C. (1998) Global Finance and The Growth of Offshore Financial Centers : The Manx Experience, *Geoforum*, 29 (1), pp. 7-21.
- Croushore D. (2007) *Money & Banking, A Policy – Oriented Approach*, Houghton Mifflin Company.
- Dewatripont M. and Tirole J. (1994) *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge: MIT Press.
- Diamond D. and Dybvig P. (1983) Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 401-419.
- Fama E. (1980) Banking in the Theory of Finance, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, pp. 39-57.
- FCIC (2010), Preliminary Staff Report : Shadow Bankinn and Financial Crisis, Finnacial Crisis Inquiry Commission. Available at <http://www.fcic.gov/reports/pdfs/2010-0505-Shadow-Banking.pdf>
- Goodhart C. (2010) How Should We Regulate Bank Capital and Financial Products ? What Role for ‘Living Wills’, *The Future of Finance : The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, pp.165-187.
- Goldstein M. and Turner P. (1996) Banking Crises in Emerging Economies : Origins and Policy Options, *BIS Economic Papers*, 46, Monetary and Economic Department, Basle : Bank for International Settlements.
- Hellwig M. (1991) Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, In: A. Giovannini and C. Mayer, (eds.), *European Financial Integration*, New York: Cambridge University Press.
- Kane E. J. (1999) How Offshore Financial Competition Disciplines Exit Resistance by Incentive-Conflicted Regulators, *Working Paper*,

- 7156, National Bureau of Economic Research. Available at <http://www.nber.org/papers/w7156>
- Kay J. (2010) Should We Have ‘Narrow Banking’, *The Future of Finance : The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, pp.217-234.
- Llewelyn D. (1999) The Economic Rationale for Financial Regulation, *Occasional Paper Series*, No.1, Financial Services Authority.
- Llewelyn D. (2004) Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision, *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, ed. Jeffrey Carmichael, Alexander Fleming and Dawid Llewelyn, World Bank Institute.
- Mishkin F. S. (2001) Prudential Supervision - Why Is It Important and What Are The Issues, in Mishkin, F. S. (Ed.), *Prudential Supervision, What Works and What Doesn't*, The University of Chicago Press, pp. 1-30.
- Mishkin F. S. and Eakins S. G. (2006) *Financial Markets and Institutions*, Pearson Addison Wesley.
- Pawley M., Winstone D. and Bentley P. (1991) *UK Financial Institutions and Markets*, London : MC Millan Press Ltd.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A. and Boesky H. (2010) Shadow Banking, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, Staff Report No:458, Federal Reserve Bank of New York.
- Santos J.A.C. (2000) Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of The Literature, *BIS Working Papers*, No.90. Available at <http://www.bis.org/publ/work90.pdf>
- Shapiro A. C. (2003) *Multinational Financial Management*, Seventh Edition, U.S.A.: John Wiley & Sons Inc.
- TMSF (2009a) Egebank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009b) EGSBank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009c) EtiBank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009d) İktisat Bankası, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.

- (2009e) Kentbank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009f) Toprakbank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009g) Yurtbank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.
- (2009h) Sümerbank, *Raf Temizliği*, ed. Erdinç Y., Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu.

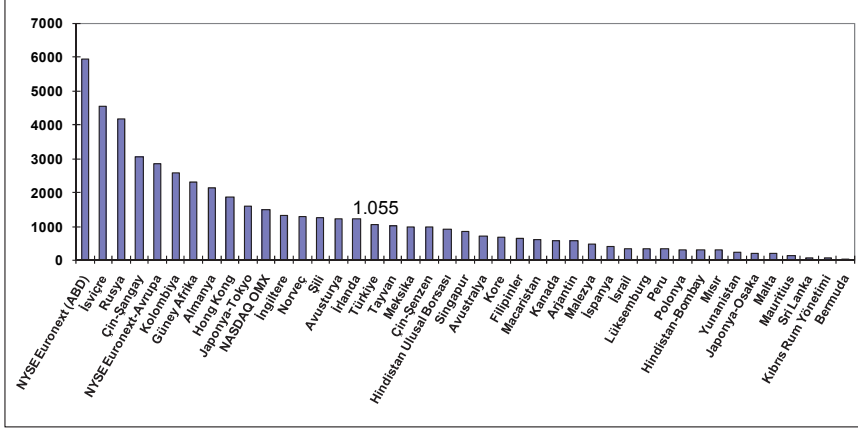
GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-2010)

	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6,514,199	6,275,582	238,617	938
1987	7,830,778	7,511,072	319,706	3,125
1988	9,728,493	9,245,358	483,135	1,128
1989	11,712,673	10,967,395	745,278	6,756
1990	9,398,391	8,784,770	613,621	18,737
1991	11,342,089	10,434,218	907,871	15,564
1992	10,923,343	9,923,024	1,000,319	9,922
1993	14,016,023	12,327,242	1,688,781	37,824
1994	15,124,051	13,210,778	1,913,273	21,785
1995	17,788,071	15,859,021	1,929,050	20,782
1996	20,412,135	17,982,088	2,272,184	30,797
1997	23,087,006	20,923,911	2,163,095	61,348
1998	26,964,463	25,065,373	1,899,090	33,473
1999	36,030,810	32,956,939	3,073,871	112,276
2000	32,260,433	29,520,707	2,691,452	69,659
2001	27,818,618	25,246,554	2,572,064	47,150
2002	23,391,914	20,955,876	2,436,038	33,958
2003	31,947,703	28,290,981	3,656,722	68,379
2004	38,904,018	34,173,600	4,730,418	98,299
2005	43,642,048	36,538,248	7,103,800	161,537
2006	54,194,991	43,736,409	10,458,582	162,399
2007	64,563,414	46,300,864	18,262,550	286,572
2008	35,811,160	26,533,854	9,277,306	117,930
2009	48,713,724	34,907,166	13,806,558	235,996
2010	54,540,941	39,309,690	15,231,251	306,662

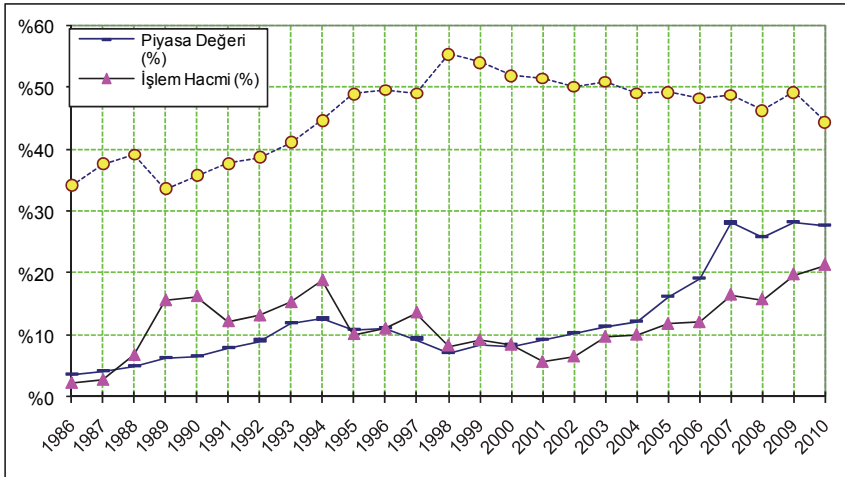
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2011.

Ortalama Şirket Başına Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Haziran 2011)



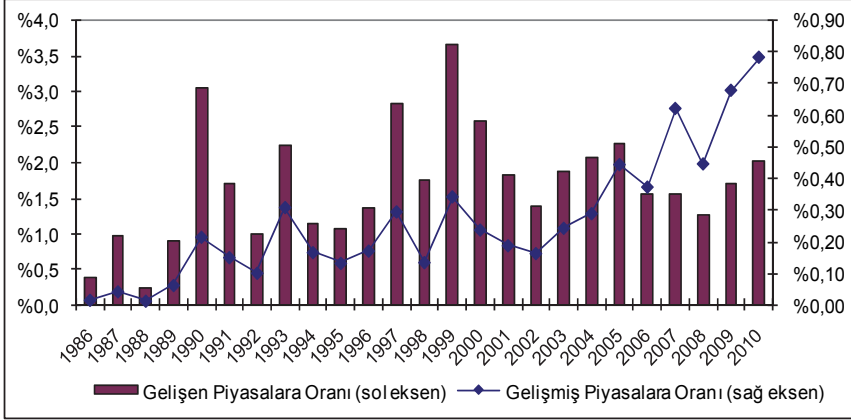
Kaynak: WFE

Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1986-2010)



Kaynak: Standard&Poor's Global Stock Markets Factbook, 2011.

İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-2011)



Kaynak: Standard&Poor's Global Stock Markets Factbook, 2011

Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Haziran 2011)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı (%)	NYSE Euronext (ABD)	İşlem Hacmi (Milyon ABD\$) (2009/1-2009/12)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABD\$) 2009/12
1	NASDAQ OMX	299,5%	NASDAQ OMX	8.730.761	NYSE Euronext (ABD)	13.791.198
2	Çin-Şenzen	184,6%	Çin-Şangay	6.007.704	NASDAQ OMX	4.067.515
3	Kore	151,6%	Japonya-Tokyo	2.219.294	İngiltere	3.849.447
4	Türkiye	129,2%	Çin-Şenzen	2.202.393	Japonya-Tokyo	3.655.396
5	NYSE Euronext (ABD)	122,7%	İngiltere	1.550.800	NYSE Euronext-Avrupa	3.248.195
6	Çin-Şangay	122,4%	NYSE Euronext-Avrupa	1.530.593	Çin-Şangay	2.804.002
7	Japonya-Tokyo	106,3%	Kore	1.128.970	Hong Kong	2.712.128
8	Tayvan	102,9%	Almanya	1.013.549	Kanada	2.230.778
9	Almanya	100,3%	Kanada	897.805	Almanya	1.622.302
10	İspanya	86,2%	Hong Kong	824.734	Brezilya	1.552.778
11	Avustralya	84,5%	İspanya	775.047	Hindistan-Bombay	1.505.720
12	Japonya-Osaka	83,2%	Avustralya	655.468	Hindistan Ulusal Borsası	1.470.778
13	Suudi Arabistan	76,7%	Brezilya	604.371	Avustralya	1.443.672
14	NASDAQ OMX-İskandinav	72,5%	Tayvan	473.364	İspanya	1.352.415
15	İngiltere	69,4%	İsviçre	465.223	İsviçre	1.319.613
16	Tayland	68,3%	NASDAQ OMX-İskandinav	461.325	Çin-Şenzen	1.283.472
17	Kanada	68,1%	Hindistan Ulusal Borsası	435.549	Kore	1.199.929
18	NYSE Euronext-Avrupa	65,2%	Türkiye	325.614	NASDAQ OMX-İskandinav	1.033.134
19	İsviçre	62,9%	Rusya	260.320	Rusya	1.023.085
20	Brezilya	59,0%	Güney Afrika	240.418	Güney Afrika	907.650
21	Norveç	58,7%	Suudi Arabistan	191.750	Tayvan	802.694
22	Hong Kong	55,3%	Singapur	154.518	Singapur	669.421
23	Macaristan	52,8%	Norveç	152.846	Meksika	460.422
24	Polonya	45,9%	Tayland	138.741	Malezya	437.608
25	Mısır	44,1%	Japonya-Osaka	113.240	Endonezya	407.914
26	Rusya	42,2%	Hindistan-Bombay	105.157	Suudi Arabistan	348.655
27	Yunanistan	41,2%	Malezya	88.452	Şili	334.986
28	İsrail	40,9%	Meksika	74.770	Norveç	307.697
29	Hindistan Ulusal Borsası	40,3%	Endonezya	64.924	Türkiye	282.807
30	Singapur	39,9%	İsrail	54.688	Tayland	279.196
31	Avusturya	34,7%	Polonya	49.119	Japonya-Osaka	253.253
32	Sri Lanka	31,2%	Şili	46.404	Kolombiya	213.706
33	Güney Afrika	30,8%	Avusturya	31.638	Polonya	211.208
34	Malezya	30,0%	Yunanistan	23.185	İsrail	209.208
35	Meksika	27,9%	Kolombiya	18.025	Filipinler	161.162
36	Şili	23,3%	Filipinler	17.544	Avusturya	131.815
37	Endonezya	22,5%	Mısır	13.078	Lüksemburg	99.068
38	Filipinler	16,1%	Macaristan	10.350	Peru	82.486
39	Ürdün	15,1%	İrlanda	10.172	İrlanda	69.140
40	Kolombiya	13,2%	Peru	4.372	Mısır	67.146
41	İrlanda	11,7%	Sri Lanka	3.991	Yunanistan	66.757
42	Hindistan-Bombay	10,6%	Ürdün	2.997	Arjantin	59.876
43	Slovakya	7,3%	Arjantin	2.351	Macaristan	32.416
44	Peru	7,1%	Slovakya	1.678	Ürdün	27.826
45	Arjantin	4,9%	Kıbrıs Rum Yönetimi	322	Sri Lanka	21.477
46	Kıbrıs Rum Yönetimi	4,8%	Mauritius	294	Slovakya	8.836
47	Mauritius	3,6%	Lüksemburg	176	Mauritius	8.815
48	Bermuda	1,2%	Malta	89	Kıbrıs Rum Yönetimi	6.335
49	Malta	0,9%	Bermuda	32	Malta	4.103
50	Lüksemburg	0,1%	NYSE Euronext (ABD)	15	Bermuda	1.605

Kaynak: WFE

İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-2010)

	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		11,84	3,59
2006	67.912.153	59.685.209	8.226.944		12,11	2,77
2007	98.816.305	82.455.174	16.361.131		16,55	1,85
2008	80.516.822	67.795.950	12.720.872		15,80	1,88
2009	80.418.059	64.458.380	15.959.679		19,85	1,98
2010	63.974.708	50.306.541	13.668.167		21,36	3,08

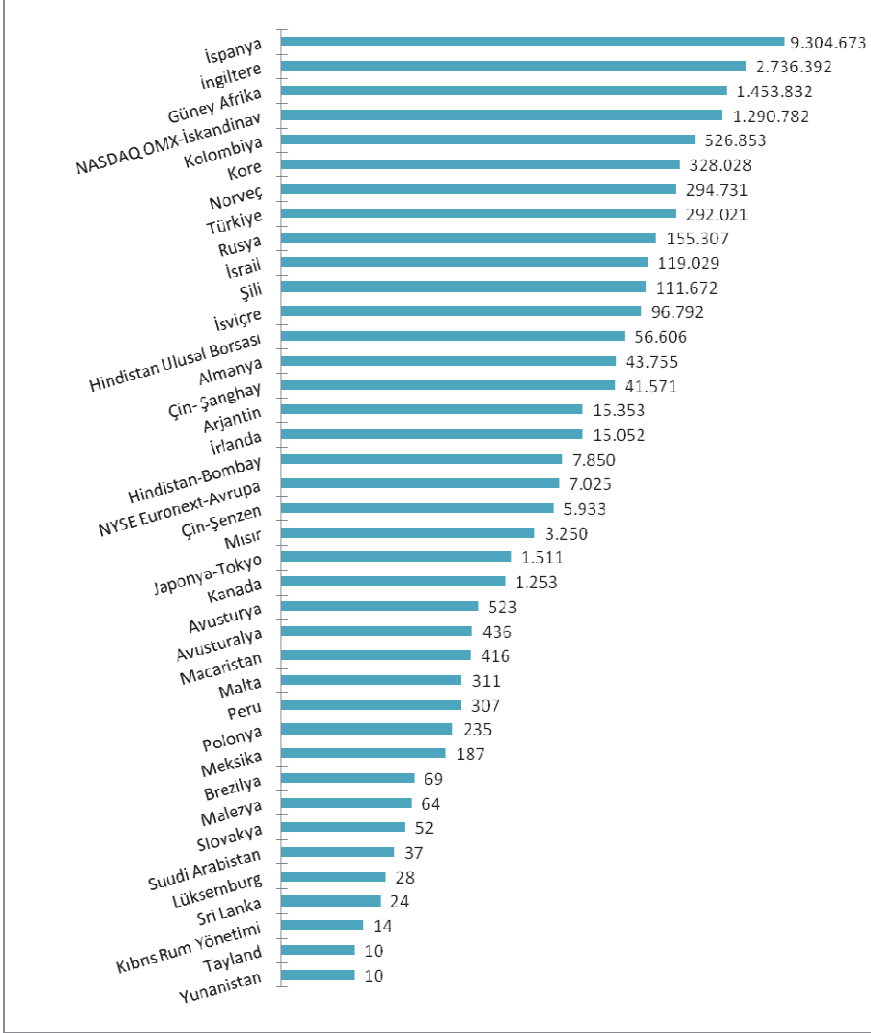
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2011.

İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2010)

	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
2009	48.561	24.635	23.926	267	49,27	1,12
2010	48.655	27.024	21.631	337	44,46	1,56

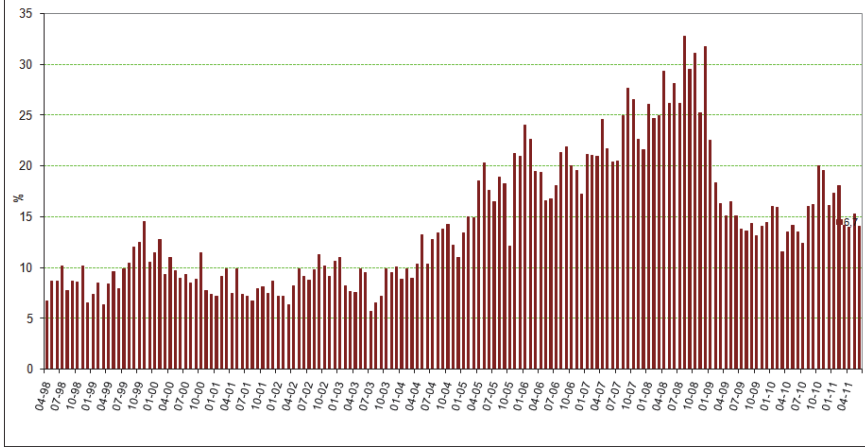
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2011.

Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, Ocak 2009-Haziran 2011)



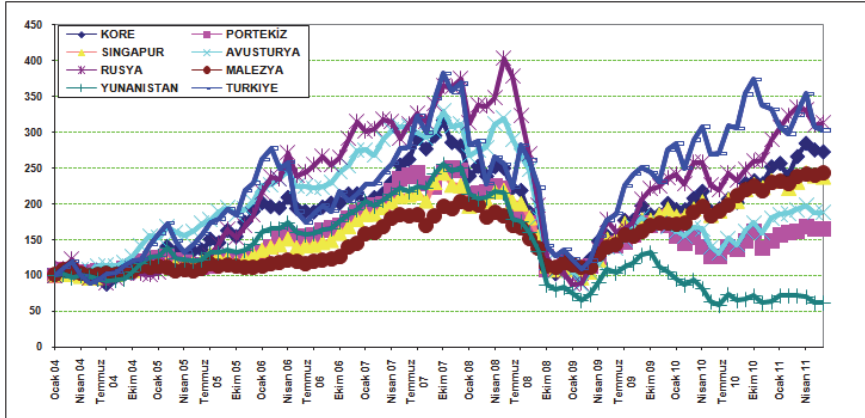
Kaynak: WFE

İMKB'de Yabancı Yatırımcıların İşlem Payı (Ocak 1998 – Haziran 2011)



Kaynak: İMKB

Hisse Senedi Piyasa Endeksleri Karşılaştırması (Ocak 2004 – Haziran 2011, 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\$	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	16,7	10,97
1995	205	2.374	52.357	9	209	1.265	20.782	3,56	9,23	7,67	5,48
1996	228	3.031	37.737	12	153	3.275	30.797	2,87	12,15	10,86	7,72
1997	258	9.049	58.104	36	231	12.654	61.879	1,56	24,39	19,45	13,28
1998	277	18.030	70.396	73	284	10.612	33.975	3,37	8,84	8,11	6,36
1999	285	36.877	84.034	156	356	61.137	114.271	0,72	37,52	34,08	24,95
2000	315	111.165	181.934	452	740	46.692	69.507	1,29	16,82	16,11	14,05
2001	310	93.119	80.400	375	324	68.603	47.689	0,95	108,33	824,42	411,64
2002	288	106.302	70.756	422	281	56.370	34.402	1,20	195,92	26,98	23,78
2003	285	146.645	100.165	596	407	96.073	69.003	0,94	14,54	12,29	13,19
2004	297	208.423	147.755	837	593	132.556	98.073	1,37	14,18	13,27	13,96
2005	304	269.931	201.763	1.063	794	218.318	162.814	1,71	17,19	19,38	19,33
2006	316	325.131	229.642	1.301	919	230.038	163.775	2,10	22,02	14,86	15,32
2007	319	387.777	300.842	1.539	1.194	335.948	289.986	1,90	12,16	11,97	13,48
2008	317	332.605	261.274	1.325	1.041	182.025	119.698	4,93	5,55	5,76	4,63
2009	315	482.534	316.326	1.915	1.255	350.761	235.996	2,37	17,89	16,83	17,34
2010	350	635.664	425.747	2.543	1.703	472.553	307.551	1,79	13,42	---	---
2011	366	416.843	267.000	3.257	2.086	470.138	291.179	2,04	13,17	---	---
2011/Ç1	354	229.353	146.150	3.584	12.284	479.568	312.382	2,21	13,28	---	---
2011/Ç2	366	187.490	120.851	2.930	1.888	470.138	291.179	2,04	13,17	---	---

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 edilmiştir.

İMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

TL Bazlı

	İMKB ULUSAL 100 (Ocak 1986=1)	İMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007 =48.082,17)	İMKB ULUSAL SINAI (31.12.1990=33)	İMKB ULUSAL HİZMETLER (27.12.1996 =1046)	İMKB ULUSAL MALI (31.12.1990=33)	İMKB ULUSAL TEKNOLOJİ (30.06.2000 =14.466,12)	İMKB MENKUL KIYMET Y.O. (27.12.1996=976)	İMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996=976)	İMKB YENİ EKONOMİ (02.09.2004 =20525,92)
1986	1,71	---	---	---	---	---	---	---	
1987	6,73	---	---	---	---	---	---	---	
1988	3,74	---	---	---	---	---	---	---	
1989	22,18	---	---	---	---	---	---	---	
1990	32,56	---	---	---	---	---	---	---	
1991	43,69	---	49,63	---	33,55	---	---	---	
1992	40,04	---	49,15	---	24,34	---	---	---	
1993	206,83	---	222,88	---	191,90	---	---	---	
1994	272,57	---	304,74	---	229,64	---	---	---	
1995	400,25	---	462,47	---	300,04	---	---	---	
1996	975,89	---	1.045,91	---	914,47	---	---	---	
1997	3.451,-	---	2.660,-	3.593,-	4.522,-	---	2.934,-	2.761,-	
1998	2.597,91	---	1.943,67	3.697,10	3.269,58	---	1.579,24	5.390,43	
1999	15.208,78	---	9.945,75	13.194,40	21.180,77	---	6.812,65	13.450,36	
2000	9.437,21	---	6.954,99	7.224,01	12.837,92	10.586,58	6.219,00	15.718,65	
2001	13.782,76	---	11.413,44	9.261,82	18.234,65	9.236,16	7.943,60	20.664,11	
2002	10.369,92	---	9.888,71	6.897,30	12.902,34	7.260,84	5.452,10	28.305,78	
2003	18.625,02	---	16.299,23	9.923,02	25.594,77	8.368,72	10.897,76	32.521,26	
2004	24.971,68	---	20.885,47	13.914,12	35.487,77	7.539,16	17.114,91	23.415,86	
2005	39.777,70	---	31.140,59	18.085,71	62.800,64	13.669,97	23.037,86	28.474,96	
2006	39.117,46	---	30.896,67	22.211,77	60.168,41	10.341,85	16.910,76	23.969,99	
2007	55.538,13	55.406,17	40.567,17	34.204,74	83.822,29	10.490,51	16.428,59	27.283,78	
2008	26.864,07	21.974,49	19.781,26	22.169,30	38.054,32	4.858,62	8.655,55	8.645,09	
2009	52.825,02	42.669,96	37.899,01	36.134,16	79.763,23	14.335,01	18.215,26	25.764,15	
2010	66.004,48	57.152,14	52.503,36	42.650,40	99.602,32	18.522,80	21.147,57	34.218,62	
2011	63.269,40	57.814,03	55.169,20	40.633,03	92.792,18	23.490,86	20.455,46	33.852,48	
2011/Ç1	64.434,51	59.809,76	55.612,73	41.655,03	94.451,52	22.215,53	19.925,98	38.517,21	
2011/Ç2	63.269,40	57.814,03	55.169,20	40.633,03	92.792,18	23.490,86	20.455,46	33.852,48	

ABD \$ Bazlı

Euro Bazlı

	İMKB ULUSAL 100 (Ocak 1986=100)	İMKB KURUMSAL YÖNETİM (29.08.2007 =2.114,37)	İMKB ULUSAL SINAI (31.12.1990=643)	İMKB ULUSAL HİZMETLER (27.12.96=572)	İMKB ULUSAL MALI (31.12.90=643)	İMKB ULUSAL TEKNOLOJİ (30.06.2000 =1.360,92)	İMKB MENKUL KIYMET Y.O. (27.12.1996=534)	İMKB İKİNCİ ULUSAL (27.12.1996=534)	İMKB YENİ EKONOMİ (02.09.2004=796,46)	İMKB ULUSAL 100 (31.12.98=48)
1986	131,53	---	---	---	---	---	---	---	---	
1987	384,57	---	---	---	---	---	---	---	---	
1988	119,82	---	---	---	---	---	---	---	---	
1989	560,57	---	---	---	---	---	---	---	---	
1990	642,63	---	---	---	---	---	---	---	---	
1991	501,50	---	569,63	---	385,14	---	---	---	---	
1992	272,61	---	334,59	---	165,68	---	---	---	---	
1993	833,28	---	897,96	---	773,13	---	---	---	---	
1994	413,27	---	462,03	---	348,18	---	---	---	---	
1995	382,62	---	442,11	---	286,83	---	---	---	---	
1996	534,01	---	572,33	---	500,40	---	---	---	---	
1997	981,99	---	756,91	1.022,-	1.287,-	---	835,-	786,-	---	
1998	484,01	---	362,12	688,79	609,14	---	294,22	1.004,27	---	
1999	1.654,17	---	1.081,74	1.435,08	2.303,71	---	740,97	1.462,92	1.912,46	
2000	817,49	---	602,47	625,78	1.112,08	917,06	538,72	1.361,62	1.045,57	
2001	557,52	---	461,68	374,65	737,61	373,61	321,33	835,88	741,24	
2002	368,26	---	351,17	244,94	458,20	257,85	193,62	1.005,21	411,72	
2003	778,43	---	681,22	414,73	1.069,73	349,77	455,47	1.359,22	723,25	
2004	1.075,12	---	899,19	599,05	1.527,87	324,59	736,86	1.008,13	1.689,45	
2005	1.726,23	---	1.351,41	784,87	2.725,36	593,24	999,77	1.235,73	1.294,14	
2006	1.620,59	---	1.280,01	920,21	2.492,71	428,45	700,59	993,05	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	
2008	1.027,98	840,87	756,95	848,33	1.456,18	185,92	331,21	330,81	569,76	
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	
2010	2.499,75	2.164,49	1.988,43	1.615,27	3.772,18	701,50	800,91	1.295,94	2.006,88	
2011	2.280,26	2.083,65	1.988,33	1.464,43	3.344,28	846,62	737,23	1.220,06	1.845,49	
2011/Ç1	2.442,36	2.267,06	2.107,97	1.578,91	3.580,14	842,07	755,28	1.459,98	2.015,13	
2011/Ç2	2.280,26	2.083,65	1.988,33	1.464,43	3.344,28	846,62	737,23	1.220,06	1.845,49	

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	446.183	297.710	1.785	1.191
2011	276.600	176.985	2.161	1.383
2011/Ç1	167.485	106.779	2.617	1.668
2011/Ç2	109.114	70.206	1.705	1.097

REPO-TERS REPO PAZARI				
Repo-Ters Repo İşlem Hacmi				
	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyon TL	Milyon ABD\$	Milyon TL	Milyon ABD\$
1993	59	4.794	0,28	22
1994	757	23.704	3	94
1995	5.782	123.254	23	489
1996	18.340	221.405	73	879
1997	58.192	374.384	231	1.486
1998	97.278	372.201	389	1.489
1999	250.724	589.267	1.011	2.376
2000	554.121	886.732	2.208	3.533
2001	696.339	627.244	2.774	2.499
2002	736.426	480.725	2.911	1.900
2003	1.040.533	701.545	4.162	2.806
2004	1.551.410	1.090.476	6.156	4.327
2005	1.859.714	1.387.221	7.322	5.461
2006	2.538.802	1.770.337	10.115	7.053
2007	2.571.169	1.993.283	10.203	7.910
2008	2.935.317	2.274.077	11.694	9.060
2009	2.982.531	1.929.031	11.835	7.655
2010	3.012.293	2.010.217	12.049	8.041
2011	1.486.851	951.572	11.616	7.434
2011/Ç1	768.592	489.812	12.009	7.653
2011/Ç2	718.259	461.761	11.223	7.215

Ç: 3 aylık dönem

DİBS Fiyat Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

TL Bazlı						
	3 AY (91 Gün)	6 AY (182 Gün)	9 AY (273 Gün)	12 AY (365 Gün)	15 AY (456 Gün)	GENEL
2001	102,87	101,49	97,37	91,61	85,16	101,49
2002	105,69	106,91	104,87	100,57	95,00	104,62
2003	110,42	118,04	123,22	126,33	127,63	121,77
2004	112,03	121,24	127,86	132,22	134,48	122,70
2005	113,14	123,96	132,67	139,50	144,47	129,14
2006	111,97	121,14	127,77	132,16	134,48	121,17
2007	112,67	122,83	130,72	136,58	140,49	128,23
2008	112,56	122,69	130,63	136,65	140,81	128,03
2009	114,96	127,78	138,50	147,29	154,03	131,08
2010	115,16	128,35	133,63	149,18	156,85	139,22
2011	114,75	127,31	137,75	146,22	152,65	139,84
2011/Ç1	114,82	127,45	137,98	146,55	153,08	137,56
2011/Ç2	114,75	127,31	137,75	146,65	152,65	139,84

DİBS Performans Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

TL Bazlı					
	3 AY (91 Gün)	6 AY (182 Gün)	9 AY (273 Gün)	12 AY (365 Gün)	15 AY (456 Gün)
2001	195,18	179,24	190,48	159,05	150,00
2002	314,24	305,57	347,66	276,59	255,90
2003	450,50	457,60	558,19	438,13	464,98
2004	555,45	574,60	712,26	552,85	610,42
2005	644,37	670,54	839,82	665,76	735,10
2006	751,03	771,08	956,21	760,07	829,61
2007	887,85	916,30	1.146,36	917,23	1.008,52
2008	1.047,38	1.083,04	1.369,76	1.070,37	1.241,27
2009	1.165,91	1.227,87	1.558,64	1.247,88	1.421,58
2010	1.251,51	1.323,01	1.688,06	1.349,78	1.537,67
2011	1.295,41	1.365,82	1.742,69	1.389,52	1.576,86
2011/Ç1	1.271,23	1.340,34	1.710,17	1.362,45	1.545,01
2011/Ç2	1.295,41	1.365,82	1.742,69	1.389,52	1.576,86

DİBS Portföy Performans Endeksleri (31 Aralık 2003 = 100)

TL Bazlı							
	Eşit Ağırlıklı Endeksler			Piyasa Değeri Ağırlıklı Endeksler			REPO
	EA 180-	EA 180+	EA GENEL	PDA 180-	PDA 180+	PDA GENEL	
2004	125,81	130,40	128,11	125,91	130,25	128,09	118,86
2005	147,29	160,29	153,55	147,51	160,36	154,25	133,63
2006	171,02	180,05	175,39	170,84	179,00	174,82	152,90
2007	203,09	221,63	211,76	202,27	221,13	212,42	177,00
2008	240,13	264,15	251,95	239,21	263,57	252,36	203,07
2009	270,34	318,15	293,06	268,84	317,82	295,43	219,59
2010	291,44	351,18	320,00	289,99	351,20	323,14	232,28
2011	301,29	357,88	328,19	299,79	357,86	330,91	238,30
2011/Ç1	295,50	351,09	321,91	294,08	350,98	324,64	235,15
2011/Ç2	301,29	357,88	328,19	299,79	357,86	330,91	238,30

Ç: 3 aylık dönem

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi

İ.M.K.B. YAYINLARI		
I- SÜRELİ YAYINLAR		ISSN/ISBN
İMKB Dergisi Review	ISE	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 Karaşin</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 Sada- kat Borcu - <i>Dr. Murat Yusuf Akın</i>		ISBN 975-8027-99-9
2002		
Doğal Afetlerin Politik Ekonomisi - <i>Doç. Dr. Enver Alper Güvel</i>		ISBN 975-8027-91-3
2001		
An Analysis of Factor Influencing Accounting Disclosure in Turkey - <i>Dr. Turgut Çürük</i>		ISBN 975-8027-89-1
2001		
Sigortacılıkta Fon Yöntemi - <i>Prof. Dr. Niyazi Berk</i>		ISBN 975-8027-86-7
2001		
Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları - <i>Dr. Mehmet Günal</i>		ISBN 975-8027-85-9
2001		
Finansal Varlık Değerlendirme Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi - <i>Dr. Nevin Yörük</i>		ISBN 975-8027-77-8
2000		
Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması- <i>İbrahim Engin Üstünel</i>		ISBN 975-8027-76-X
2000		
Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma - <i>Dr. Recep Bildik</i>		ISBN 975-8027-73-5
2000		
Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi - <i>Dr. Ali Alp. M. Ufuk Yılmaz</i>		ISBN 975-8027-72-7
2000		
Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ye Etkileri- <i>Araştırma Müdürlüğü</i>		ISBN 975-8027-44-1
1998		
Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar - <i>Dr. Oral Erdoğan, Levent Özer</i>		ISBN 975-8027-51-4
1998		

İ.M.K.B. YAYINLARI

Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler - Prof. Dr. Coşkun Can Aktan, Yrd. Doç. Dr. Utku 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 Saltođlu	ISBN 975-8027-32-8	1998
Özel Emeklilik Fonları: Şili Örneğinden Alınacak Dersler - Çağatay Erge- nekon	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 Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar) - Vural Günel	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 Uzunođlu, 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 Karluk	ISBN 975-8027-04-2	1996
Repo ve Ters Repo İşlemleri - Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama - Yrd. Doç. Dr. Nuran Cömert Doyrangöl	ISBN 975-8027-12-3	1996
Fortunes Made Fortunes Lost - Abdurrahman Yıldırım	ISBN 975-7143-10-3	1996
Personel Yönetimi - Şebnem Ergül	ISBN 975-8027-07-7	1996
Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar	ISBN 975-8027-04-X	1996
Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası - Dr. Meral Varış Tezcanlı, Dr. Oral Erdoğan	ISBN 975-8027-05-0	1996
Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği, Sorunlar ve Çözüm Önerileri - Doç. Dr. Targan Ünal		1995
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroeko- nomik Etkileri ve Türkiye - Doç. Sadi Uzunođlu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlesel		1995
Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İMKB'da Bazı Değerlendirme ve Gözlemler - Dr. Berna Ç. Kocaman		1995
Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler - Kudret Vurgun		1994
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye İMKB Araştırma Müdürlüğü		1994
Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve fiyatlama Modeli - Oral Erdoğan		1994
Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi - Sibel Kumbasar Bayraktar		1994

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

Amaç ve Kapsam

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

Yayınlanacak Çalışmalara İlişkin Kurallar:

İMKB Dergisi'ne gönderilen makale veya incelemeler, Yazı İşleri Müdürlüğü 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, Microsoft Word ortamında A4 kağıt formatına uygun şekilde (21x29.7 cm) ve 1 satır aralığında hazırlanmış olarak elektronik ortamda <http://mts.imkb.gov.tr> adresine gönderilmelidir.
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. 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.
7. 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.
8. 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 ayırıldılmalıdır (Smith, 1974a gibi). Referanslar çalışmanın en sonunda alfabetik olarak verilmelidir.
9. Dipnotlar, numaralandırılarak ilgili sayfa altında verilmelidir. Dipnot yazımlarına ilişkin örnekler aşağıda verilmektedir:
 - Tek yazarlı kitaplar için:
¹Hormats, Robert D., Reforming the International Monetary System: From Roosevelt to Reagan, Foreign Policy Association, New York, 1987, ss. 21-25.
 - İki yazarlı kitaplar için:
³Hoel, P.G., Port, S., C., Introduction to Probability Theory, Houghton Mifflin Company, Abd, 1971, s. 241.
 - Üç ve daha çok yazarlı kitaplar için:
⁵Mendenhall, W., ve diğerleri, *Statistics for Management and Economics*, Sixth Edition, WPS-Kent Publishing Company, Boston, 1989, s. 54.
 - Makaleler için:
⁹Harvey, Campbell R., "The World Price of Covariance Risk", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.1, March 1991, ss. 11-157.
 - Bir kurum adına hazırlanmış eserler için:
Devlet Planlama Teşkilatı, Temel Ekonomik Göstergeler, Haziran 1994.
10. Tablo ve grafikler, bölüm başlıkları da dahil edilerek numaralandırılmalı ve açıklayıcı bir başlık taşımalıdır (Tablo 2.1: Enflasyon oranları gibi). Bilginin kaynağı ve açıklayıcı dipnotlar normal yazı karakterinden küçük bir punto ile tablo veya grafiğin altında yer almalıdır.
11. Denklemler numaralandırılarak ayrı bir satırda ortalanmış olarak yazılmalıdır. Denklem açıklmaları veya uzun matematik işlemleri ek olarak çalışmanın sonunda verilmelidir.

