



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



ISSN 1301-1650

Yıl: 13 Sayı: 50

İMKB Dergisi / Yıl: 13 Sayı: 50

**Türkiye Ekonomisinde Üçüz Açık Hipotezinin Geçerliliği:
Sınır Testi Yaklaşımı
Merter Akıncı, Ömer Yılmaz**

**Bankalarda Karlılık Analizi:
Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama
Gözde Çerçi, Serkan Yılmaz Kandır, Yıldırım Beyazıt Önal**

**İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin Performansının
Oluşturulan İki Yeni Endeksle Karşılaştırılması
Hakan Güçlü**



İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

Dr. M. İbrahim TURHAN

Genel Yayın Yönetmeni

Doç. Dr. Mustafa K. YILMAZ

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Dr. R. Ali KÜÇÜKÇOLAK

Yayın Kurulu

Mustafa BALTACI Dr. Salih AKKILIÇ
Adalet POLAT Nuri AYDIN
Dr. Aydın SEYMAN Asım Erdener AYHAN
Dr. Nihat GÜMÜŞ Dr. Korkmaz ERGUN
Dr. Recep BİLDİK Tuncay ERSÖZ
Korhan ERYILMAZ Dr. Hakan GÜÇLÜ
Gürsel KONA Dr. Güzhan GÜLAY
Osman PARLAK Dr. Yusuf İzzettin MUĞALOĞLU
Ali İhsan DİLER Dr. Levent ÖZER
Dr. Ercan KIRAN Dr. Evrim ŞENKESEN
Dr. Sedat UĞUR

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: Ağustos 2012



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

Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.

Bu yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Araştırma Müdürlüğü tarafından üç ayda bir yayınlanır.
İMKB, vergiden muaf tüzel kişiliğe haiz bir kamu kuruluşudur.
Yönetim Yeri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,
Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad. Emirgan 34467 İstanbul
Yazışma Adresi: İMKB Araştırma Müdürlüğü
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,
Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad. Emirgan 34467 İstanbul
Telefon: (0212) 298 21 00 Faks: (0212) 298 25 00
Türkçe web sitesi: <http://www.imkb.gov.tr>
E-posta: evren.arik@imkb.gov.tr, elif.mutlu@imkb.gov.tr

Amaç ve Kapsam

İMKB Dergisi, 3 aylık dönemler halinde yayınlanan süreli bir dergidir. Dergi içeriği sermaye piyasası ve borsa konuları başta olmak üzere ekonomi, para, banka, kredi ve diğer mali konulara ilişkin bilimsel nitelikli çalışmalarından oluşmaktadır.

Yayınlanacak Çalışmalara İlişkin Kurallar:

İMKB Dergisi'ne gönderilen makale veya incelemeler, Yazı İşleri Müdürü ve Genel Yayın Yönetmeni'nin incelemesinden sonra Hakem Heyeti ve 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 yayını 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 ile 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 veya daha çok yazarlı 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 ayırt edilmelidir (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 veya 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 açılımları veya uzun matematik işlemleri ek olarak çalışmanın sonunda verilmelidir.

İMKB Dergisi Hakem Heyeti

Akademisyen

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

Profesyonel

Prof. Dr. Vedat AKGİRAY
Dr. Sezai BEKGÖZ
Adnan CEZAILRİ
Dr. Emin ÇATANA
Dr. Çetin Ali DÖNMEZ
Dr. Mahfi EĞİLMEZ
Bedii ENSARİ
Doç. Dr. Yakup ERGİNCAN
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN
Dr. Berra KILIÇ
Dr. Atilla KÖKSAL
Dr. Necla KÜÇÜKÇOLAK
Prof. Dr. Kenan MORTAN
Dr. Erik SIRRI
Tolga SOMUNCUOĞLU
Dr. Cahit SÖNMEZ
Avşar SUNGURLU
Dr. Reha TANÖR
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP
Erhan TOPAÇ
Dr. Gökhan UGAN
Dr. Meral VARIŞ KIEFER
Doç. Dr. Feyzullah YETKİN
Dr. Celali YILMAZ
Doç. Dr. Reha YOLALAN

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

Erişim için:

İMKB Dergisi'nde yayınlanan tüm makalelere tam metin olarak web sitemizden pdf formatında erişim sağlanabilmektedir.
(<http://www.imkb.gov.tr/publications/ISEReview.aspx>)

Basılı İMKB Dergisi Fiyat ve Ödeme Bilgileri:

Sayı: 50 Fiyatı 7,50 TL.

Dergi bedeli T. İş Bankası Borsa Şubesi 11250000038 no'lu hesaba yatırılarak, banka dekontu aşağıdaki adrese gönderilmelidir.

İMKB Araştırma Müdürlüğü
Reşitpaşa Mah. Tuncay Artun Cad.
Emirgan 34467 İstanbul
Tel : 0212 298 26 88, 0212 298 21 52
Faks : 0212 298 21 89

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen bize ulaşınız.

İÇİNDEKİLER

Türkiye Ekonomisinde Üçüz Açık Hipotezinin Geçerliliği:	1
Sınır Testi Yaklaşımı <i>Merter Akıncı, Ömer Yılmaz</i>	
Bankalarda Karlılık Analizi:.....	29
Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama <i>Gözde Çerçi, Serkan Yılmaz Kandır, Yıldırım Beyazıt Önal</i>	
İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Performansının	49
Oluşturulan İki Yeni Endeksle Karşılaştırılması <i>Hakan Güçlü</i>	

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE ÜÇÜZ AÇIK HİPOTEZİNİN GEÇERLİLİĞİ: SINIR TESTİ YAKLAŞIMI

Merter AKINCI*
Ömer YILMAZ**

Özet

Küreselleşme sürecinin hız kazanması ile birlikte birçok ülkede kritik boyutlara ulaşan cari işlem açıkları, araştırmacılar ve politika yapıcıları arasında büyük bir ilgi uyandırmıştır. Bu bağlamda, cari açıkların makroekonomik sonuçlarının anlaşılabilmesi için çok sayıda çalışma yapılmış ve bu çalışmalar, artan cari açıkların ülkeleri finansal krizlere sürüklediğini göstermiştir. Tüm ülkeler için artan önemi dolayısıyla, cari açıklar, tasarruf açıkları ve bütçe açıkları arasındaki ilişkiler Türkiye ekonomisi 1975 – 2010 dönemi için ekonometrik yöntemler kullanılarak analiz edilmiştir. Değişkenlere ilişkin zaman serisi verileri ADF ve PP birim kök testleri ile sınanmış ve cari açık değişkeninin seviye değerinde, tasarruf açığı değişkeni ile bütçe açığı değişkeninin birinci fark değerlerinde durağan oldukları gözlenmiştir. Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin belirlenebilmesi amacıyla sınır testi analizi uygulanmış ve ilgili değişkenler arasında eşbütünleşik ilişkilerin varlığı belirlenmiştir. Analiz sonuçları, tasarruf açıkları ile bütçe açıklarının cari açıklar üzerinde hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğunu ve Türkiye ekonomisi için üçüz açıkların geçerli olduğunu göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Cari Açıklar, Tasarruf Açıkları, Bütçe Açıkları, Üçüz Açıklar, Sınır Testi

Jel Sınıflandırması: C22, E62, I32, H62, H72

* Arş. Gör. Merter Akıncı, Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat ABD, Erzurum. Tel: 0536 658 42 25 Faks: 0442 236 09 49 E-posta: makinci86@gmail.com

** Doç. Dr. Ömer Yılmaz, Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonometri Bölümü, Erzurum. Tel: 0538 669 41 40 Faks: 0442 236 09 49 E-posta: omeryilmaz@atauni.edu.tr

Abstract

The current account deficits that reached the critical proportions together with the acceleration of the globalization process, have excited considerable interest among researchers and policy makers. To have a clear understanding of its role in macroeconomic outcomes, a lot of researches were made and these showed that increasing current deficits had dragged the countries into the financial crises. Therefore, due to its growing importance for all countries, the relationships among the current deficits, saving deficits and budget deficits of Turkey in the period of 1975 – 2010 were analysed through econometrical methods. Time series datas belong to the variables were tested with ADF and PP unit root tests and it was observed that the variable of the current deficit was stable in its level value and the variables of the saving deficit and budget deficit were stable in their first difference values. In order to determine the cointegration relationship between the variables, the bounds test analysis was applied and the cointegrated relations between the variables was found. The results of the analysis showed that the saving deficits and budget deficits had a positive effect on the current deficits both in short and long-run and triple deficits were valid for the Turkish economy.

Keywords: Current Account Deficits, Saving Deficits, Budget Deficits, Triple Deficits, Bounds Test Approach

Jel Classification: C22, E62, F32, H62, H72

I. Giriş

Günümüzde politika yapımçıları ve ekonomistler kısa ve uzun dönemli makro ekonomik göstergeler üzerinde istikrarın sağlanmasında temel belirleyici faktörlerin cari açıklar, bütçe açıkları ve tasarruf-yatırım dengesizliği biçiminde de ifade edilen tasarruf açıkları olduğunu belirtmektedirler. Bu görüşler ekonomi dünyasında üzerinde hemfikir olunan noktalar olmakla birlikte, başta yükselen piyasa ekonomileri olmak üzere birçok ülkenin ifade edilen göstergeler bazında bir denge sağladığını söylemek oldukça güçtür. Bu bağlamda, adı geçen ülkeler sürdürülebilirlik özelliği kaybolmadıkça mevcut açıklarını dikkate alarak ekonomi politikalarını devam ettirmeye çalışmaktadırlar.

Dünya ekonomisinde küreselleşme hareketlerinin hız kazanmaya başladığı 1980’li yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ve giderek gelişmekte olan ülkelere de yayılan cari açık ve bütçe açığı problemleri, bu açıklar üzerinde yoğun tartışmalara ve araştırmalara neden olmuştur. Yapılan uygulamalı çalışmalar ve ülke deneyimleri söz konusu iki açık arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuş ve literatürde “ikiz açık hipotezi” olarak

adlandırılmıştır. Ülkelerin ekonomik yapılarına, dünya konjonktürüne, üretim şartlarına ve ülkeler arası ekonomik ve mali ilişkilere bağlı olarak bu açıkların boyutları da farklılık göstermiştir. Bu bağlamda, dış dünya ile entegre olmuş ekonomilerde ilgili açıklar arasında nedensellik ilişkisini ve bunun yönünü araştırmak büyük önem taşımaktadır (Papadogonas ve Stournaras, 2006).

Bütçe ve dış ticaret değişkenleri arasındaki etkileşimin yönünün bilinmesi ve etkileşimin içinde rol alan diğer makroekonomik değişkenlerin tespiti, ikiz açığın giderilmesi için uygulanacak politikalar açısından kritik bir öneme sahiptir (Uğur ve Karatay, 2009). Söz konusu iki açığın giderilmesi için para ve maliye politikaları birlikte uygulanarak aralarında bir eşgüdüm sağlanmalıdır. Çünkü her iki açığı etkileyen ve birbirleriyle ilişkisi olan enflasyon, işsizlik, borçlanma ve döviz kurlarındaki artışlar gibi makroekonomik sorunların çözülmesi için ekonomi politikalarının uyumlaştırılması gerekmektedir (Klein, 2006).

İkiz açık hipotezine ilişkin teorik yaklaşımlar, “Keynesyen Görüş” ve “Ricardocu Eşdeğerlik Hipotezi” etrafında toplanmıştır. Keynesyen Görüş’e göre, bir ekonomide vergi oranlarının azaltılması ya da kamu harcamalarının artırılması ulusal tasarrufları azaltacak ve bütçe açığını artıracaktır. Bütçe açığının artmasına bağlı olarak yükselen faiz oranları ile birlikte yabancı sermaye ülkeye girecek ve ulusal para değer kazanacaktır. İthal mallarının ulusal para ile ucuzlamasına ve ihraç mallarının da yabancı para ile pahalılaşmasına neden olan bu süreç sonucunda esnekliklere bağlı olarak ithalat hacmi artarken ihracat hacmi daralacak ve böylece dış ticaret açığı meydana gelecektir (Froyen, 1999). Artan kamu harcamaları veya azalan vergi oranları nedeniyle bütçe açıklarının ortaya çıkması ve buna bağlı olarak da dış ticaret bilançosunda meydana gelen açıklar “ikiz açık” olarak değerlendirilmektedir (Parkin, 2000).

Ricardocu Eşdeğerlik Hipotezi’ne göre ise, kamu harcamaları sabitken vergilerdeki bir azalmadan kaynaklanabilecek olan bütçe açıkları borçlanma ile finanse edilirse, özel kesimin harcamaları üzerinde net bir etki söz konusu olmayacaktır. Çünkü böyle bir durumda, vergiyi toplamamanın zamanı değişecek ve cari dönemden gelecek dönemlere kaydırılmış olacaktır (Vamvoukas, 1999). Bu bağlamda, bir vergi indirimi tasarruf düzeyini etkilemeyecektir. Karar birimleri, cari dönemde azalan vergi yüklerini gelecek dönemlerde ödeyeceklerini bildikleri için özel tasarruflarını artıracaklar ve dolayısıyla dış ticaret bilançosu üzerinde herhangi bir etki ortaya çıkmayacaktır (Colander,

1998). Sonuç olarak, Ricardocu Eşdeğerlik Hipotezi, ikiz açıkların geçersiz olduğunu savunmaktadır (Alkswani, 2000).

İkiz açık hipotezinden hareketle, son yıllarda ekonomistler tarafından üzerinde sıkça durulan konulardan bir tanesi de cari açıkların ve bütçe açıklarının temel kaynağının yetersiz yurtiçi tasarruflardan kaynaklandığı olmuştur. İkiz açıkların ortaya çıkışını tasarruf açıklarına bağlayan bu görüş, bahsi geçen üç açığın birbirleriyle ilintili olduğunu ve bunlardan herhangi birisinde meydana gelen bir değişimin diğerlerini de etkileyeceğini vurgulamıştır (McTeer, 2008). Literatürde “üçüz açık hipotezi” olarak adlandırılan bu olgunun ortaya çıkışının nedeni, son yıllarda birçok gelişmiş ülkenin bütçe açıklarının azalmasına karşın cari açıkların artma eğilimi içinde olmasıdır.

Gelişmekte olan ülkeler için hızlı kalkınmanın en önemli reçetesi, milli gelirin önemli bir payının yatırımlara ayrılmasıdır. Kalkınmanın gerektirdiği yatırımları finanse eden tasarruflar ise bu ülkeler için bir iç darboğaz oluşturmaktadır. Milli gelirin yetersiz olması sonucu ortaya çıkan düşük tasarruflar nedeniyle yatırımlar artırılmamakta, verimlilik düzeyi geri kalmakta ve düşük milli gelir düzeyi devam etmektedir. Sonuçta, yetersiz tasarruflar yatırımları tam olarak finanse edememekte ve böylece bütçe açığı problemi ile karşılaşmaktadır. Tasarruf açığından ayrı olarak, ekonomik kalkınma sürecinde önemli bir dış darboğaz oluşturan unsur ise döviz açığıdır. Ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi başlangıçta büyük ölçüde sermaye malı ithalatını gerektirmektedir. Ancak döviz gelirlerinin büyük bir bölümünün temel tarımsal ürünün ihracından sağlanması, bu gelirlerin düzeyinin hedeflenen kalkınma oranının gerektirdiği düzeyin çok altında kalmasına ve böylece ekonomide cari açık sorununun ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Zengin, 2000). Bu bağlamda, sadece bütçe açıkları için değil, aynı zamanda cari açıkların da sürdürülebilir bir boyut kazanabilmesi için toplam tasarrufların artırılmasına büyük bir gereksinim duyulmaktadır. Aksi takdirde, tasarruf açığı ile işlemeye başlayacak olan mekanizma, bütçe açığı ve cari açık problemleriyle son bulmuş olacaktır (Langdana, 1990).

Tasarruf açığı, bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkinin teorik temeli, milli gelir özdeşliği ile elde edilebilir: (Ay ve diğerleri, 2004)

$$Y = C + I + G + (X - M) = C + S + T \quad (1)$$

(1) numaralı özdeşlikte Y , milli geliri; C , tüketim harcamalarını; I , yatırım harcamalarını; G , kamu harcamalarını; X , mal ve hizmet ihracatını; M , mal ve hizmet ithalatını; S , tasarrufları ve T ise vergileri ifade etmektedir. Bu özdeşlikte, milli gelir akımına ilaveler ile milli gelir akımından sızıntılar birbirine eşit olacaktır. Dolayısıyla (1) numaralı eşitlik şu şekilde de gösterilebilir:

$$I + G + X = S + T + M \quad (2)$$

Elde edilen (2) numaralı özdeşlik yardımıyla tasarruf açığı, bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkiyi belirlemek mümkündür:

$$(X - M) = (T - G) + (S - I) \quad (3)$$

(3) numaralı özdeşlik, özel kesimin tasarruf ve yatırım dengesi ile kamu kesimi gelir ve gider dengesi toplamının cari dengeye eşit olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda, yurtiçi yatırımlara kıyasla yurtiçi tasarrufların yetersiz kalmasına bağlı olarak ortaya çıkacak olan tasarruf açığı, ikiz açık probleminde eşlik ederek üçüz açıkları oluşturmaktadır (Szakolczai, 2006). Bir ekonomide yurtiçi tasarruf-yatırım dengesi iki unsurdan oluşmaktadır. Bunlar, kamu ve özel kesim tasarruf-yatırım dengesidir. İkiz açıklar hipotezine göre, özel kesim tasarruf-yatırım dengesi belli bir zaman diliminde sabit kabul edildiğinden dolayı bütçe açığı ve buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığın temel nedeni kamu kesimi tasarruf açığından kaynaklanmaktadır (Sachs, 1988). Bu bağlamda, bir ekonomide yatırımlar tasarruflarla karşılanamıyor ve kamu harcamaları da vergi gelirini aşıyorsa, yani bir bütçe açığı oluşuyorsa, cari işlemler hesabı açık verecektir (Boucher, 1991). (3) numaralı denklemin sağ tarafındaki iki dengenin toplamı bir ülkenin iç ekonomik dengesini, sol tarafı ise dış ekonomik dengesini gösterir. Yani bir ülkenin iç ekonomik dengesi ile dış ekonomik dengesi birbirine eşittir ve bir ülkenin iç ekonomik dengesi ne kadar açık veriyorsa dış ekonomik dengesi de o kadar açık veriyor demektir. Bunun anlamı, iç ekonomik denge açığının dış ekonomik denge açığı yoluyla finanse ediliyor olmasıdır. İç ekonomik dengeyi oluşturan unsurlardan özel kesimin tasarruf-yatırım dengesi ya da kamu kesimi gelir gider dengesi tek başına açık veriyor ve buna cari denge eşlik ediyorsa ikiz açık söz konusudur. Eğer iç ekonomik dengelerin ikisi de açık

veriyor ve cari denge de bunlar kadar açık veriyorsa o zaman üçüz açık söz konusu demektir (Eğilmez, 2006).

Çalışmada 1975 – 2010 dönemi Türkiye ekonomisi yıllık verileri dikkate alınmış ve üçüz açıklar arasındaki etkileşim Sınır Testi Yaklaşımı kullanılarak araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmalara değinilmekte; “yöntem ve veriler” başlıklı üçüncü bölümde, çalışmanın uygulama kısmına ait yöntem ve veriler tanıtılmakta; dördüncü bölümde ise uygulama bulgularına yer verilmektedir. Çalışma, genel bir değerlendirmenin yapıldığı sonuç bölümüyle bitmektedir.

II. Literatür Özeti

Ticari ve mali küreselleşme hareketlerinin yoğunluk kazanmaya başladığı 1980’li yıllardan itibaren çoğu ülkenin cari işlemler bilançosunda ortaya çıkan dengesizliklerin nedeninin bütçe açıkları ve tasarruf-yatırım dengesinin sağlanamamasına bağlandığı görüşü üzerine temellendirilmiş çalışmalar iktisat literatüründeki yerini almıştır. Yatay kesit, zaman serisi ve panel verileri kullanılarak yapılan analizler temel olarak ikiz açık hipotezine yönelmiş, ancak son yıllarda üçüz açıklar olgusu da üzerinde durulan bir konu olma niteliği kazanmıştır.

İkiz açık hipotezinin geçerliliğini test etmeye yönelik çalışmalar, artan bütçe açıklarının cari açıkların nedeni olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Darrat (1988), Bernheim (1988), Miller ve Russek (1989), Zietz ve Pemberton (1990), Latif-Zaman ve DaCosta (1990), Biswas ve diğerleri (1992), Rosensweig ve Tallman (1993), Egwaikhide (1999), Khalid ve Guan (1999), Chinn ve Prasad (2000), Piersanti (2000), Kulkarni ve Erickson (2001), Leachman ve Francis (2002), Fidrmuc (2003), Zanghieri (2004), Kouassi ve diğerleri (2004), Pattichis (2004), Corsetti ve Müller (2006), Mukhtar ve diğerleri (2007), Lau ve Tang (2009), Yapraklı (2010) ve Altıntaş ve Taban (2011) tarafından yapılan çalışmalar, bütçe açıklarının cari açıklar üzerinde önemli bir baskı unsuru olduğunu göstermiştir. Bu bulguların yanı sıra, Abell (1990), Kearney ve Monadjemi (1990), Feldstein (1992) ve Erceg ve diğerleri (2005) tarafından yapılan çalışmalarda ilgili değişkenler arasında sınırlı bir ilişki bulunmuş; Dewald ve Ulan (1990), Boucher (1991), Kim (1995), Anoruo ve Ramchander (1998), Kaufmann ve diğerleri (2002) ve Kim ve Roubini (2008)’nin elde ettikleri sonuçlar ise bütçe açıklarının dış denge üzerinde etkisinin olmadığını göstermiştir.

Bir ekonomide ortaya çıkan bütçe açıklarının temel nedenini tasarruf açıklarına bağlayan ve buna bağlı olarak da cari işlemler bilançosunun bozulacağını öne süren üçüz açıklar hipotezini kanıtlamaya yönelik çalışmalar genel olarak uygulamalı analizlerden ziyade teorik düzeyde gerçekleştirilmiştir. Penati ve Dooley (1984), 19 sanayileşmiş ülke üzerinde İkinci Dünya Savaşı'ndan itibaren yerli ve yabancı tasarrufların sermaye bileşimi üzerindeki etkilerini yatay kesit analizleri kapsamında incelemişlerdir. Yurtiçi tasarruflarda meydana gelen değişimlerin yurtiçi yatırımlar üzerinde sistematik olarak bir dalgalanma ortaya çıkardığını vurgulayan yazarlar, finansal piyasalarda artan liberal hareketlerin tasarruflar, yatırımlar ve cari işlemler bilançosu üzerinde önemli bir etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Tasarruf hacminde meydana gelen değişme sonucunda cari işlemler bilançosunda ortaya çıkacak olan dengesizliklerin vurgulandığı çalışmada, üçüz açıklar olgusuna atıfta bulunulmuştur.

Zaidi (1985), gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının belirleyicilerini zaman serisi analizleri kapsamında değerlendirdiği çalışmasında, yatırım harcamalarında meydana gelen genişlemenin tasarruf oranları üzerinde baskı yaratacağını ve böylece bütçe açıklarının artarak dış açıkları olumsuz etkileyeceğini belirtmiştir. Dolayısıyla yazar, gelişmekte olan ülkeler için üçüz açıkların söz konusu olabileceğini vurgulamıştır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri dikkate alarak 1960 – 1984 döneminde tasarruf-yatırım dengesizliği ve olası sonuçlarını En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile analiz eden Dooley ve diğerleri (1987), tasarruf açıkları sonucunda ortaya çıkacak olan cari işlem bilançosu dengesizliklerinin özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kredi ve borç şeklindeki kaynaklarla finanse edilmesi gerektiğini ortaya koymuşlardır. Cari açıkların azaltılabilmesini tasarruf oranlarındaki artışlara bağlayan yazarlar, ekonomi genelinde yaratılacak olan fon fazlalarının verimli alanlarda kullanılması sonucunda dünya refahının olumlu etkileneceğini belirtmişlerdir.

Hatsopoulos ve diğerleri (1988), Amerikan ekonomisinin artan dış ticaret açıklarının ve uluslararası piyasalardaki bozulan rekabet gücünün temel nedenini yatırımlara göre düşük seviyede kalan tasarruflara ve bunun sonucunda ortaya çıkan bütçe açıklarına bağlamışlardır. Yazarlar, artan bütçe açıkları nedeniyle iç ve dış borç hacminin yükseldiğini ve dış ticaret bilançosunun yüksek borçlanmaya bağlı olarak da bozulduğunu belirtmişlerdir. Benzer görüşler Hakkio (1995), Higgins ve Klitgaard (1998), Cooper (2001), Mann (2002),

Labonte (2005), Hubbard (2006) ve Elwell (2008) tarafından da destek görmüş ve yazarlar Amerikan ekonomisindeki tasarruf açıklarının bütçe açıklarını tetikleyerek dış ticaret bilançosu üzerinde olumsuz etkiler yarattığını vurgulamışlardır.

Roubini (1988), 1960 – 1985 dönemi için 18 OECD ülkesini dikkate alarak yapmış olduğu zaman serisi analizleri kapsamında, tasarruf açıkları ve buna bağlı olarak ortaya çıkan bütçe açıklarının dış açıkları artırıcı etkiler yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Böylece, yazar tarafından üçüz açıklar olgusunun geçerliliği ortaya konmuştur.

Fischer ve Easterly (1990), kamu bütçe açıklarının makroekonomik etkilerini inceledikleri çalışmalarında, bütçe açıklarının ortaya çıkmasındaki temel etkenin yetersiz yurtiçi tasarruflar, yani tasarruf açığı olduğunu ifade etmişlerdir. Tasarruf-yatırım dengesizliğine bağlı olarak ortaya çıkan bütçe açıklarının emisyon hacmini artırarak enflasyona neden olduğu ve böylece dış rekabet gücünün bozularak ödemeler bilançosunun olumsuz etkilendiği de belirtilmiştir.

Ulusal tasarruf-yatırım arasındaki korelasyon ilişkisini ve bunun sonucunda ortaya çıkabilecek olan etkileri sekiz gelişmiş ülkeyi dikkate alarak 1960:1 – 1985:4 dönemi için inceleyen Baxter ve Crucini (1993), küçük ülkelere kıyasla gelişmiş ülkelerde tasarruf-yatırım korelasyonunun daha yüksek olduğu ve gelişmiş ülkelerde yatırım hacminde meydana gelecek olan artışların cari açıkları yükselteceği sonucuna ulaşmışlardır. Bu bağlamda yazarlar, ikiz açıklara ilaveten üçüncü bir açık kapsamında olan tasarruf açıklarının ekonomi üzerindeki etkilerini ortaya koymuşlardır.

Eisner (1994), 1972 – 1991 döneminde Amerikan ekonomisini baz alarak yapmış olduğu Vektör Otoregresif Analizi (VAR)'nde, kamu harcamalarında meydana gelecek bir azalma sonucunda kamusal tasarrufların artacağını ve böylece bütçe açıklarının daralacağını belirtmiştir. Döviz kurlarında meydana gelen düşüş ve dış ticaret açıklarının nedenini artan kamu harcamaları dolayısıyla ortaya çıkan bütçe açıklarına bağlayan yazar, üçüz açık olgusunu teyit eden sonuçlara ulaşmıştır.

Cari açıkların sürdürülebilir bir nitelik kazanabilmesi için önemli olan makroekonomik faktörleri belirlemeye çalışan Milesi-Ferretti ve Razin (1996), birkaç yıl boyunca devam eden ve GSYİH'nin %5'ine ulaşan cari açıkları sürdürülemez olarak nitelendirmişler ve düşük tasarrufların borç-servis oranlarını artırarak cari açıklara neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bütçe açıklarının ekonomik etkilerini inceledikleri çalışmalarında Gale ve Orszag (2003), bütçe açıkları ile tasarruflar arasında çift yönlü bir etkileşimin belirterek, bütçe açıklarının ulusal tasarrufları ve böylece gelecek dönemlerdeki ulusal gelir düzeyini azaltacağını vurgulamışlardır. Bununla birlikte, artan bütçe açıklarının gelecekte beklenen bütçe açığı düzeyinin yükseleceği algısını da artıracığı ifade edilmiştir. Yazarlar, tasarruf açığı nedeniyle ortaya çıkan bütçe açıklarının yabancı sermaye ile finanse edileceğini ve bu durumun da yurtiçi faiz oranlarını yükselterek dış ticaret bilançosu üzerinde zorlayıcı etkiler ortaya çıkaracağını savunmuşlardır.

Freund (2005), 25 sanayileşmiş ülke üzerinde 1970 – 1997 döneminde zaman serisi analizlerini kullanarak cari açıkların sürdürülebilir bir boyut kazanabilmesi için gerekli olan faktörleri analiz ettiği çalışmada, yatırım harcamalarında meydana gelen bir daralmanın tasarruf oranlarını artırmak suretiyle cari açıkları tersine çevirebileceğine işaret etmiştir.

Çin ekonomisinde 1980 – 2005 dönemi için tasarruf-yatırım dengesinde meydana gelen değişimlerin ekonomi üzerindeki etkilerini zaman serisi analizleri kapsamında inceleyen Kuijs (2006), artan tasarruf oranlarının bütçe ve buna bağlı olarak cari işlem bilançosu fazlalarına neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu bağlamda, Çin ekonomisi için yapılan çalışma, üçüz açıklar hipotezinin ters bir mekanizma yoluyla çalıştığını göstermiş ve üçüz fazla olarak değerlendirilmesine yol açmıştır.

Gruber ve Kamin (2007), panel veri analizleri yardımıyla 61 ülkeyi dikkate alarak 1982 – 2003 döneminde cari açıkların belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Yazarlar, küresel boyutta artan tasarruflar dolayısıyla, tasarruf açığı içinde bulunan ekonomilerin bu durumdan olumsuz etkilendiğini ve sonuçta cari işlemler açığının genişlediğini ifade etmişlerdir. Bu bağlamda, elde edilen sonuçlar üçüz açık hipotezinin geçerli olduğu savını ortaya koymuştur.

Yapmış olduğu çalışmada Amerikan ekonomisindeki yetersiz tasarruflara değinen Feldstein (2008), kamu harcamalarında meydana gelen bir daralma ile birlikte ithal mallarına olan talebin de azalacağını vurgulamıştır. Ayrıca yazar, ulusal tasarruflarda meydana gelecek bir artışın ekonomik faaliyet hacmini düşürerek istihdamı daraltacağını, ancak bu durumun cari işlem dengesizliklerini giderebileceğini savunmuştur.

Üçüz açıklar hipotezinin geçerli olduğunu ortaya koyan çalışmaların yanı sıra, ilgili değişkenler arasında sınırlı bir ilişki elde eden veya hiçbir nedensellik bağı bulamayan çalışmalar da literatürde mevcuttur. Bachman (1992), Amerikan

ekonomisi 1974 – 1988 dönemi için yapmış olduğu VAR analizinde, bütçe açıklarının cari açıklar üzerinde etkin olduğunu belirtmekle birlikte, yatırım hacminde meydana gelen değişimlerin cari açıkları açıklayabilme gücünün yetersiz olduğunu da vurgulamıştır. Yazar, ilgili dönemde ikiz açık hipotezinin geçerli olduğunu, ancak üçüz açıklar ile ilgili net bir sonuca ulaşamayacağına işaret etmiştir.

Winner (1993), Avustralya ekonomisinde bütçe açıkları ile cari açıklar arasındaki ilişkileri regresyon analizleri yardımıyla incelemiş ve Ricardocu Eşdeğerlik Hipotezi'nin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu bağlamda yazar, tasarruf açıklarından ziyade bütçe açıklarının farklı makro faktörler tarafından belirlendiğini ve dolayısıyla bütçe açıkları nedeniyle cari açıkların ortaya çıktığını söylemenin güç olduğunu ifade etmiştir. Bu bağlamda Winner, üçüz açıkların geçerli olmadığını sonucuna ulaşmıştır.

Domenech ve diğerleri (2000), 1962 – 1994 dönemi için 18 OECD ülkesi üzerinde yapısal VAR analizi yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, bütçe açıklarının temel nedeninin tasarruf açıkları olmadığını ve böylece ilgili ülkelerde geleneksel görüşün aksine, Ricardocu Eşdeğerlik Hipotezi'nin geçerli olduğunu belirtmişlerdir. Bu bağlamda yazarlar, ilgili ülkelerde üçüz açıkların söz konusu olmadığı ve dış açıkların kaynaklarının farklı değişkenler gözetilerek açıklanması gerektiği sonucuna varmışlardır.

Süreççi (2011), Türkiye'de 1987:1 – 2007:3 dönemine ait çeyrek yıllık verilerle VAR analizi kapsamında üçüz açık hipotezinin geçerliliğini tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmanın bulguları, kamu açıkları ile cari açıklar arasında bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymuş, ancak tasarruf-yatırım oranı ile cari açık arasında böyle bir ilişki tespit edilememiştir. Bu bağlamda yazar, Türkiye ekonomisinde ilgili dönemde ikiz açıkların geçerli olduğunu belirtmesine rağmen, üçüz açıkların söz konusu olmadığını göstermiştir.

III. Yöntem ve Veriler

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde tasarruf açığı ve bütçe açığının cari açıklar üzerindeki etkilerini araştırabilmek için Sınır Testi Analizi (ARDL)'nden yararlanılmıştır. Söz konusu etkilerin tahmininde, Türkiye için 1975 – 2010 dönemine ait yıllık zaman serileri kullanılmıştır. İlgili dönemin dikkate alınmasının temel nedeni, özellikle bu yıllarda artış eğilimi gösteren cari açıkların, uygulanan liberal ekonomi politikaları dönemindeki seyrini incelemektir. Zaman serisini oluşturan veriler Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin resmi

internet sitelerinden derlenmiştir. Çalışmaya konu olan ve modelin bağımlı değişkenini oluşturan cari açıkların GSYİH içindeki yüzdesi dikkate alınmış; bağımsız değişkenleri temsil eden tasarruf-yatırım farkı ile bütçe açıklarının da GSYİH'ye olan oranı kullanılmıştır.

Çalışmada, tasarruf açığı ile bütçe açığının cari açıklar üzerindeki etkilerinin araştırılmasında aşağıdaki temel eşitlikten yararlanılmıştır:

$$CA_t = \alpha_0 + \alpha_1 TA_t + \alpha_2 BA_t + e_t \quad (4)$$

Bu modelde CA , cari açığı; TA , tasarruf açığını; BA , bütçe açığını ve e ise hata terimini temsil etmektedir.

Zaman serisi verileri ile çalışırken, anlamlı sonuçlar elde edebilmek için bu verilerin bazı özelliklere sahip olup olmadığının tespit edilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda, zaman serisi analizlerinde verilerin durağan olması gerekmektedir. Durağan olmayan verilerle tahmin edilen bir model Granger ve Newbold (1974)'un ifade ettiği gibi, gerçekte olmayan ilişkilerin varmış gibi görünmesi olarak tanımlanabilen sahte regresyonlara neden olabilmektedir. Bu nedenle, model çözümlerinde kullanılacak olan değişkenlerin durağan olup olmadıkları ve eğer durağan iseler hangi seviyede durağan oldukları Dickey – Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile Phillips – Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile belirlenmiştir. Durağanlaştırma işlemi ile birlikte hem sahte regresyon sorunu ortadan kalkacak hem de analiz sonuçları daha güvenilir olacaktır (MacKinnon, 1991). ADF ve PP birim kök testlerinde kullanılan süreç, aşağıdaki (5) numaralı denklem yardımıyla gösterilmiştir:

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma Trend + \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

(5) numaralı denklemdeki Y , durağanlık testine konu olan değişkeni; Δ , birinci derece fark operatörünü; γ , doğrusal zaman trendini; ε , hata terimini ve k ise bağımlı değişken gecikme sayısını göstermektedir (Taban, 2008). ADF ve PP testleri, tahmin edilen (5) numaralı regresyon denkleminde ρ 'nun sıfıra eşit olup olmadığını test etmektedir. H_0 hipotezi, yani $\rho = 0$ reddedilebiliyorsa, Y

değişkeninin orijinal seviyesinde durağan olduğuna, aksi durumda durağan olmadığına karar verilir (Yamak ve Küçükkale, 1997). Orijinal seviye değerlerinde durağan olmayan serilerin durağanlaştırılması için fark alınması gerekecektir ki, (5) numaralı denklemdeki süreç bu defa serilerin birinci farkları için tekrarlanır ve seri için birinci dereceden bütünleşik denir (Kennedy, 2006). Yukarıdaki süreç, seriler durağan bulununcaya kadar tekrar edilir. Ancak sonuçların yanıltıcı olmaması için değişkenlerin I(2) seviyesinde durağan olmadıklarının tespit edilmesi gerekir. Değişkenler I(2) düzeyinde durağan iseler Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından hesaplanan F istatistikleri geçersiz olacaktır. Çünkü sınır testi yaklaşımı değişkenlerin I(0) ve I(1) oldukları varsayımına dayanmaktadır (Fosu ve Magnus, 2006). (5) numaralı regresyon denklemindeki $\rho = 0$ için hesaplanan t istatistiği, MacKinnon (1991) tarafından geliştirilen kritik değerler ile karşılaştırılarak değişkenin durağan olup olmadığına karar verilir. Hesaplanan t istatistiğinin mutlak değeri, çeşitli anlamlılık düzeylerine göre bulunan MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerinden küçükse serinin durağan olmadığı, aksi halde durağan olduğu sonucuna varılır (Tarı, 2005).

Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen Wald veya F istatistiğine dayalı sınır testi yaklaşımı sayesinde, değişkenlerin bütünleşme dereceleri dikkate alınmadan eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığını test etmek mümkündür (Yapraklı, 2010). Bu bağlamda, Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı; Engle ve Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından ortaya konan eşbütünleşme analizlerine göre hem değişkenlerin durağan olduğu düzeylere bakmaması ve hem de az sayıda gözlemden oluşan çalışmalara da uygulanabilmesi açısından önemli bir avantaja sahiptir (Başar ve diğerleri, 2009; Narayan ve Narayan, 2004; Şimşek ve Kadılar, 2005).

Sınır testi, EKK tahmincisi ile kısıtsız hata düzeltme modelinin tahminine dayanmaktadır. (4) numaralı denklemin eşbütünleşme ilişkisi, kısıtsız hata düzeltme modelinin sınır testi yaklaşımı ile tahmin edilmesiyle tespit edilebilmektedir. Söz konusu model aşağıdaki gibidir:

$$\Delta CA_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^m \alpha_{1j} \Delta CA_{t-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{2j} \Delta TA_{t-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{3j} \Delta BA_{t-j} + \alpha_4 CA_{t-1} + \alpha_5 TA_{t-1} + \alpha_6 BA_{t-1} + e_t \quad (6)$$

(6) numaralı model önce EKK yöntemiyle tahmin edilmekte ve “m” olarak gösterilen gecikme uzunluğu belirlenmektedir. Gecikme uzunlukları belirlenirken AIC, SBC, FPE ve HQ gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmakta ve en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu, model için en uygun gecikme değeri olarak seçilmektedir. F testinin sağlıklı sonuç vermesi için hata terimlerinde otokorelasyon olmaması gerekmektedir. Modelde, bağımlı değişken ΔCA ’nın gecikmeli değeri de yer aldığı için otokorelasyon sınavında Breusch-Godfrey sınavı kullanılmıştır.

Bu işlemlerden sonra uzun dönemli ilişkinin bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi, (6) numaralı modeldeki CA_{t-1} , TA_{t-1} ve BA_{t-1} gecikmeli değişkenlerinin katsayılarına sıfır kısıtı getirilerek test edilmektedir. (6) numaralı denklemdaki değişkenlerin seviye değerlerine ait katsayılar, F testi ile ($H_0 : \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0$) hipotezi dikkate alınarak test edilmektedir. Hesaplanan F istatistik değeri, Pesaran ve diğerleri (2001)’nin çalışmasında verilen alt ve üst kritik değerlerle karşılaştırılır. Hesaplanan F istatistiği üst kritik değer üzerindeyse seriler arasında bir eşbütünlüşme ilişkisinin olduğuna, alt değerlerin altında kalmasında ise eşbütünlüşme ilişkisinin olmadığına karar verilmektedir. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerinin arasına düşmesi durumunda eşbütünlüşme hakkında kesin bir yorum yapılamamaktadır (Taban, 2008).

Sınır testi analizi yardımıyla uzun ve kısa dönem katsayıları da tahmin edilebilmektedir. Negatif işaretle çarpılan gecikmeli bağımsız değişkenlerin katsayıları toplamının, bağımlı değişkenin katsayıları toplamından 1 çıkarılmasıyla elde edilen sonuca bölünmesi suretiyle uzun dönem katsayılarına ulaşılmaktadır (Bardsen, 1989; Yapraklı, 2010; Şimşek ve Kadılar, 2005). Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin tahmin edilmesinde kullanılan ARDL modeli aşağıda gösterilmiştir:

$$CA_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} CA_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} TA_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} BA_{t-i} + e_t \quad (7)$$

Bağımsız değişkenlerin cari dönem farklarına ait katsayılar ise doğrudan kısa dönem katsayılarını temsil etmektedir (Yapraklı, 2010). Bu bağlamda, değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Kısa dönem ilişkisine ait model aşağıda gösterilmiştir:

$$\Delta CA_t = \alpha_0 + \alpha_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta CA_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta BA_{t-i} + e_t \quad (8)$$

(8) numaralı modelde yer alan EC_{t-1} değişkeni, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değerini temsil etmektedir.

ARDL modelinde gecikme uzunluklarının tespitinde AIC kullanılmış ve maksimum gecikme uzunluğu 5 alınarak her gecikme için AIC hesaplanmıştır. Gecikme uzunluklarının belirlenmesinde Kamas ve Joyce (1993) tarafından belirtilen yöntem esas alınmıştır. Buna göre, ilk önce belirlenen en büyük gecikme uzunluğu üzerinden bağımlı değişkenin sadece kendi gecikmeli değerlerine göre regresyonu gerçekleştirilmiş ve en küçük AIC değerine sahip olan gecikme sayısı seçilmiştir. Daha sonra bağımlı değişkenin seçilen gecikme sayısı sabit tutulup, birinci bağımsız değişkenin tüm gecikmeleri ile regresyon oluşturularak en küçük AIC değeri bu bağımsız değişkenin gecikme sayısı olarak atanmıştır. Aynı süreç, diğer değişkenler için de yapılmıştır.

IV. Uygulama Bulguları

Zaman serisi verileriyle çalışılırken serilerin durağan olmaması kuvvetle muhtemeldir. Durağan olmayan verilerle oluşturulan modellerde ise sahte regresyon ile karşılaşma olasılığı büyüktür. Dolayısıyla, tahmin sonuçlarının da sahte bir ilişkiyi yansıtması söz konusu olabilmektedir. Serilerin seviye değerlerinde durağan olmadığının belirlenmesi durumunda, farkları alınarak durağan hale getirilebilir. Böylece, sahte regresyon problemi giderilerek, daha sağlıklı sonuçlara ulaşmak mümkün olabilir (MacKinnon, 1991).

Çalışmada kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadıklarının test edilmesinde ADF ve PP birim kök testleri kullanılmıştır. Birim kök testinde süreç işletilirken öncelikle sabit trendli sına yapılr; burada durağanlık elde edilmiş ise sabitli ve sabitsiz sına sürecine geçilmeksizin bu değerler esas alınır (Enders, 1995).

Tablo 1, durağanlık test sonuçlarını göstermektedir. ADF ve PP birim kök testleri sonuçlarına göre CA değişkeni %10 önem düzeyi ile seviye değerinde; TA ve BA değişkenleri ise %1 önem düzeyinde birinci fark değerlerinde durağan çıkmışlardır.

Tablo 1: Değişkenlere Ait ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları *

Değişken Adı		ADF Testi		PP Testi	
		Seviye	I. Fark	Seviye	I. Fark
CA		-3.453(0) ^(c)	-----	-3.595(4) ^(b)	-----
TA		-2.017(0)	-5.438(0) ^(a)	-2.202(2)	-5.438(0) ^(a)
BA		-2.298(0)	-6.545(0) ^(a)	-2.355(2)	-6.550(2) ^(a)
Kritik Değerler	a=%1	-4.243	-2.634	-4.243	-2.634
	b=%5	-3.544	-1.951	-3.544	-1.951
	c=%10	-3.204	-1.610	-3.204	-1.610

* ADF testinde parantez içindeki değerler AIC'ye göre belirlenen uygun gecikme uzunluklarını göstermektedir. PP testinde ise parantez içindeki değerler Bandwith değerlerini göstermekte olup, bu değerler Newey-West'e göre belirlenen uygun gecikme uzunluklarını yansıtmaktadır.

ADF ve PP birim kök testleri sonucunda değişkenlerin farklı derecede durağan çıkmaları, Engle – Granger ve Johansen eşbütünleşme testlerinin sağlıklı sonuçlar verecek bir şekilde yapılmasına imkan tanımamaktadır. Bu nedenle, çalışmada Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen ve değişkenlerin durağanlık derecelerini dikkate almadan eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasına olanak sağlayan sınır testi yaklaşımı uygulanmıştır. Bu analizde ilk önce gecikme uzunluklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmanın veri seti yıllık olduğu için maksimum gecikme uzunluğu 5 olarak alınmış ve her gecikme için AIC değerleri hesaplanmıştır. Tahminlerin güvenilir sonuç verebilmesi için hata terimlerinde ardışık bağımlılık bulunup bulunmadığı da Breusch – Godfrey otokorelasyon sınaması ise test edilmiştir. Tablo 2, uygun gecikme uzunluklarının tespiti için hesaplanan AIC değerleri ile otokorelasyon test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 2: Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi*

Gecikme Sayısı (m)	AIC	Breusch-Godfrey Otokorelasyon Testi
1	4.246	0.006 ^(a)
2	4.130	0.017 ^(b)
3	4.316	0.161
4	4.389	0.011 ^(b)
5	4.308	0.527

^(a) ve ^(b) ifadeleri sırasıyla %1 ve %5 önem düzeyinde hata teriminde otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 2’de, 1 ve 2 gecikme uzunlukları en küçük AIC değerlerine sahip olmalarına rağmen hata terimlerinde otokorelasyon olmasından dolayı, bu değerlerden sonra gelen en küçük ve hata terimlerinde otokorelasyon olmayan gecikme uzunluğu seçilmelidir. Bu bağlamda, 5 gecikme uzunluğunda AIC değerinin en küçük olması ve otokorelasyon içermemesi nedeniyle optimum gecikme uzunluğu olduğunu söylemek mümkündür.

Uygun gecikme sayısı belirlendikten sonra sınır testi yaklaşımıyla seriler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin araştırılmasına geçilmiştir. Tablo 3, sınır testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 3: Sınır Testi Sonuçları

k*	F İstatistiği	%1 Kritik Değer		%5 Kritik Değer	
		Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
2	5.47	5.15	6.36	3.79	4.85

k, (6) numaralı denklemdeki bağımsız değişken sayısını temsil etmektedir. Kritik değerler Pesaran ve diğerleri (2001)’deki Tablo CI(iii)’den alınmıştır.

Tablo 3, (6) numaralı denklemin 5 gecikme ile tahmin edilmesinden sonra hesaplanan F istatistiği değeri ile Pesaran ve diğerleri (2001)’den alınan kritik değerleri göstermektedir. Bu kritik değerler, iki bağımsız değişken ve %5 anlamlılık düzeyi için geçerlidir. Hesaplanan F istatistiğinin (5.47), %5 anlamlılık düzeyindeki üst sınırdan (4.85) büyük olması dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda, seriler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilerinin belirlenmesinde ARDL modeli kullanılabilir.

Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin incelenmesi için (7) numaralı ARDL modelindeki gecikme uzunlukları AIC yardımıyla belirlenmiştir. Maksimum gecikme uzunluğunun 5 olarak alındığı bu analizin sonucunda, ARDL (1, 4, 2) modelinin tahmin edilmesine karar verilmiştir. Tablo 4, ARDL (1, 4, 2) modelinin tahmin sonuçlarını ve bu sonuçlardan hareket edilerek hesaplanan uzun dönem katsayılarını göstermektedir.

Tablo 4: ARDL (1, 4, 2) Modeli Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişken Adı	Katsayı	t İstatistiği (p Değeri)	Değişken Adı	Katsayı	t İstatistiği (p Değeri)
C	-1.979	-2.511 (0.019)	TA(-3)	0.278	1.192 (0.245)
CA(-1)	0.219	1.127 (0.271)	TA(-4)	0.283	1.405 (0.173)
TA	0.110	0.386 (0.702)	BA	0.485	1.795 (0.086)
TA(-1)	0.594	1.750 (0.094)	BA(-1)	-0.310	-1.656 (0.098)
TA(-2)	-0.363	-1.173 (0.253)	BA(-2)	-0.088	-0.313 (0.756)
$R^2 = 0.609$ $F(p) = 3.815 (0.004)$ $\chi_{BG}^2 = 6.195 (0.185)$ $\bar{R}^2 = 0.449$ $DW = 2.086$ $\chi_{WHITE}^2(4) = 22.749 (0.200)$					
ARDL ile Hesaplanan Uzun Dönem Denklemi					
Değişken Adı	Katsayı	t İstatistiği	Not: ^(a) ve ^(c) ifadeleri sırasıyla %1 ve %10 önem düzeyinde ilgili değişkenin anlamlı olduğunu göstermektedir.		
TA	1.154	2.898 ^(a)			
BA	0.111	1.968 ^(c)			
C	-2.533	-1.614			

Tablo 4'teki uzun dönem denklemi sonuçları, cari açıkların bir dönem gecikmeli değeri ile kendisi arasında pozitif, ancak istatistik açıdan anlamlı olmayan bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Bu bağlamda, cari işlemler bilançosunun gelecek dönem tahminlerinde kendisinin geçmiş dönem

değerlerinin dikkate alınmadığı söylenebilir. Ayrıca, tasarruf açıklarının bir gecikmeli değeri ile cari açıklar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki; bütçe açıklarının seviye ve bir gecikmeli değerleri ile cari açıklar arasında ise sırasıyla pozitif ve negatif anlamlı bir ilişki vardır. Bu sonuç; cari açık olgusunun temel olarak yapısal kaynaklı bir süreç izlediğine, dış dengesizlikler konusundaki beklentilerin büyük ölçüde tasarruf açığının geçmiş dönem değerleri ile bütçe açığının cari dönem değerlerine bağlı olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, Türkiye’de tasarruf açıklarındaki bir birimlik artışın cari açıkları 1.154 birim ve bütçe açıklarındaki bir birimlik artışın ise cari açıkları 0.111 birim artırdığı görülmektedir. Dolayısıyla, 1975 – 2010 döneminde Türkiye ekonomisi için tasarruf açıkları ile bütçe açıklarının cari açıkları harekete geçiren en önemli faktörler olduğu ve üçüz açıklar olgusunun ilgili zaman periyodunda ortaya çıktığı sonucuna ulaşmak mümkündür.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise (8) numaralı ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Modelde, maksimum gecikme uzunluğu yine 5 olarak dikkate alınmış ve kısa dönem ilişkisinin ARDL (1, 4, 4) modeli ile araştırılması uygun görülmüştür. Modele ait tahmin sonuçları Tablo 5’te sunulmuştur.

Tablo 5: ARDL (1, 4, 4) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişken Adı	Katsayı	t İstatistiği (p Değeri)	Değişken Adı	Katsayı	t İstatistiği (p Değeri)
C	0.025	0.086 (0.932)	ΔBA	0.384	1.768 (0.091)
$\Delta CA(-1)$	-0.016	-0.059 (0.953)	$\Delta BA(-1)$	-0.283	-1.695 (0.097)
ΔTA	0.022	0.086 (0.932)	$\Delta BA(-2)$	0.036	0.142 (0.887)
$\Delta TA(-1)$	0.565	1.798 (0.088)	$\Delta BA(-3)$	-0.054	-0.196 (0.846)
$\Delta TA(-2)$	-0.501	-1.772 (0.093)	$\Delta BA(-4)$	0.182	0.639 (0.530)
$\Delta TA(-3)$	0.266	0.923 (0.368)	$EC(-1)$	-0.941	-2.185 (0.042)
$\Delta TA(-4)$	0.052	0.170 (0.866)			

Tablo 5'teki hata düzeltme modeli sonuçları, cari açıkların bir dönem gecikmeli değeri ile kendisi arasında negatif, ancak istatistiki açıdan anlamlı olmayan bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Bu bağlamda, cari işlemler bilançosunun gelecek dönem tahminlerinde kendisinin geçmiş dönem değerlerinin dikkate alınmadığı söylenebilir. Ayrıca, tasarruf açıklarının bir ve iki gecikmeli değeri ile cari açıklar arasında sırası ile pozitif ve negatif anlamlı bir ilişki; bütçe açıklarının seviye ve bir gecikmeli değerleri ile cari açıklar arasında ise sırasıyla pozitif ve negatif anlamlı bir ilişki vardır. Bu bağlamda, Tablo 5'teki hata düzeltme modeli sonuçlarının, Tablo 4'teki sonuçlarla paralellik gösterdiği söylenebilir. Buna göre, kısa dönemde tasarruf açıkları ile bütçe açıklarının cari açıklara neden olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca, tablodaki hata düzeltme değişkeninin katsayısı, beklentiler dahilinde, negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuca göre hata düzeltme terimi, kısa dönemdeki dengesizliğin yaklaşık %94'ünün uzun dönemde düzeltileceğini göstermektedir.

V. Sonuç

Çalışmada, Türkiye ekonomisi için 1975 – 2010 dönemine ait yıllık zaman serileri kullanılarak, tasarruf açıkları ile bütçe açıklarının cari açıklar üzerindeki etkileri sınır testi yaklaşımıyla incelenmiştir.

Birim kök testleri; cari açık değişkeninin seviye düzeyinde, tasarruf açığı ile bütçe açığı değişkenlerinin ise birinci fark düzeylerinde durağan olduklarını göstermiştir. Değişkenlerin farklı derecede durağan olmaları nedeniyle ilgili değişkenler arasındaki ilişkiler, Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı ile araştırılmıştır. Analiz sonuçları, uzun dönemde cari açıkların; tasarruf açıkları ve bütçe açıklarından pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı olarak etkilendiğini göstermiştir. Diğer taraftan, uzun dönemde elde edilen bulguların kısa dönemde de geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda, kısa ve uzun dönemli ilişkilerin paralellik arz ettiğini söylemek mümkündür. Ayrıca, hata düzeltme modeli, kısa dönemde ortaya çıkabilecek olan dengesizliklerin yaklaşık %94'ünün uzun dönemde düzeltileceğini ortaya koymuştur.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar, Türkiye'de cari açıkları etkileyen temel faktörlerin tasarruf açıkları ile bütçe açıkları olduğunu ve hem kısa hem de uzun dönemde ilgili değişkenlerin cari açıklar üzerinde pozitif bir etki doğurduğunu ortaya koymuştur. Bu bağlamda, dikkate alınan dönemde üçüz açıkların Türkiye

ekonomisi için geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Dolayısıyla, Türkiye’de cari açıkların azaltılabilmesi için para ve maliye politikalarının eşgüdümlü olarak kullanılmasının ve enflasyon hedeflerine dayalı bir ekonomik programla paralel yürütülmesinin gerekli olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca, iç ve dış dengenin sağlanması için aşırı değerli kur politikasının gevşetilmesi ile kamu harcamalarının azaltılarak mali disiplinin oluşturulması bu süreç üzerinde olumlu etki yaratacaktır. İlaveten, kamusal tasarrufların artırılması amacıyla alınacak tedbirlerin ivedilikle uygulanması hedeflenen amaca katkı sağlayacaktır. Diğer taraftan, ihracatın ithalata olan bağımlılığı ile yatırımların ithalata olan duyarlılığını azaltacak politikalar üzerinde durulması, ilgili açıkların olumsuz etkilerini hafifletecektir. İfade edilen önlemlerin yanı sıra, dış tasarrufların siyasi ve ekonomik istikrara paralel olarak artan oranlarda ülkeye çekilebilmesi sonucunda üçüz açıklardan ikiz açıklara geçilebilecek ve mali dengenin sağlanması ile birlikte bu süreç, tek açıklı ekonomik dengeye doğru yönelecektir. Bu bağlamda, adı geçen ekonomi politikalarının cari açık probleminin giderilmesi için hem doğrudan hem de dolaylı yoldan etkilerinin olduğunu söylemek mümkündür.

Referanslar

- Abell, J. D., “*Twin Deficits During the 1980s: An Empirical Investigation*”, Journal of Macroeconomics, Vol: 12, No: 1, 1990, ss. 81-96.
- Alkswani, M. A., “*The Twin Deficits Phenomenon in Petroleum Economy: Evidence from Saudi Arabia*”, 2000, ss. 1-25, <http://www.mafhoum.com/press2/79E15.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.09.2011)
- Altıntaş, H.; S. Taban, “*Twin Deficit Problem and Feldstein-Horioka Hypothesis in Turkey: ARDL Bound Testing Approach and Investigation of Causality*”, International Research Journal of Finance and Economics, Vol: 74, 2011, ss. 30-45.
- Anoruo, E.; S. Ramchander, “*Current Account and Fiscal Deficits: Evidence from Five Developing Economies of Asia*”, Journal of Asian Economics, Vol: 9, No: 3, 1998, ss. 487-501.
- Ay, A.; Z. Karaçor; M. Mucuk; S. Erdoğan, “*Bütçe Açığı-Cari İşlemler Açığı Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği (1992-2003)*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 12, 2004, ss. 75-82.
- Bachman, D. D., “*Why Is the U.S. Current Account Deficit so Large? Evidence from Vector Autoregressions*”, Southern Economic Journal, Vol: 59, No: 2, 1992, ss. 232-240.
- Bardsen, G., “*Estimation of Long Run Coefficients in Error Correction Models*”, Oxford Bulletin of Economics & Statistics, Vol: 51, No: 3, 1989, ss. 345-350.
- Başar, S.; H. Aksu; M. S. Temurlenk; Ö. Polat, “*Türkiye’de Kamu Harcamaları ve Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı*”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 13, Sayı: 1, 2009, ss. 301-314.
- Baxter, M.; M. J. Crucini, “*Explaining Saving-Investment Correlations*”, The American Economic Review, Vol: 83, No: 3, 1993, ss. 416-436.
- Bernheim, B. D., “*Budget Deficits and the Balance of Trade*”, NBER Working Paper, No: 10935, 1988, ss. 1-32.
- Biswas, B.; G. Tribedy; P. Saunders, “*Further Analysis of the Twin Deficits*”, Contemporary Economic Policy, Vol: 10, No: 1, 1992, ss. 104-107.

- Boucher, J. L., “*The U.S. Current Account: A Long and Short Run Empirical Perspective*”, Southern Economic Journal, Vol: 58, No: 1, 1991, ss. 93-111.
- Chinn, M. D.; E. S. Prasad, “*Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration*”, NBER Working Paper, No: 7581, 2000, ss. 1-42.
- Colander, D. C., Macroeconomics, Third Edition, Irwin/McGraw-Hill, Boston 1998.
- Cooper, R. N., “*Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained?*”, Brookings Papers on Economic Activity, Vol: 2001, No: 1, 2001, ss. 217-226.
- Corsetti, G.; G. J. Müller, “*Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense*”, Economic Policy, Vol: 21, No: 48, ss. 597-638.
- Darrat, A. F., “*Have Large Budget Deficits Caused Rising Trade Deficits?*”, Southern Economic Journal, Vol: 54, No: 4, 1988, ss. 879-887.
- Dewald, W. G.; M. Ulan, “*The Twin-Deficit Illusion*”, Cato Journal, Vol: 9, No: 3, 1990, ss. 689-707.
- Dickey, D. A.; W. A. Fuller, “*Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root*”, Journal of the American Statistical Association, Vol: 74, No: 366, 1979, ss. 427-431.
- Dickey, D. A.; W. A. Fuller, “*Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series With a Unit Root*”, Econometrica, Vol: 49, No: 4, 1981, ss. 1057-1072.
- Domenech, R.; D. Taguas; J. Varela, “*The Effects of Budget Deficit on National Saving in the OECD*”, Economics Letters, Vol: 69, 2000, ss. 377-383.
- Dooley, M.; J. Frankel; D. J. Mathieson, “*International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us?*”, IMF Staff Papers, Vol: 34, No: 3, 1987, ss. 503-530.
- Egwaikhide, F. O., “*Effects of Budget Deficit on Trade Balance in Nigeria: A Simulation Exercise*”, African Development Review, Vol: 11, No: 2, 1999, ss. 265-289.
- Eğilmez, M., “*Üçüz Açık*”, Radikal, 30.05.2006, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=188787>, (Erişim Tarihi: 20.09.2011)
- Eisner, R., “*National Saving and Budget Deficits*”, The Review of Economics and Statistics, Vol: 76, No: 1, 1994, ss. 181-186.

- Elwell, C. K., “*The U.S. Trade Deficit: Causes, Consequences and Cures*”, CRS Report for Congress, 2008, ss. 1-26.
- Enders, W., *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, New York 1995.
- Erceg, C. J.; L. Guerrieri; C. Gust, “*Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit*”, *International Finance Discussion Papers*, No: 825, 2005, ss. 1-43.
- Feldstein, M., “*The Budget and Trade Deficits Aren’t Really Twins*”, NBER Working Paper, No: 3966, 1992, ss. 1-11.
- Feldstein, M., “*Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate*”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 22, No: 3, 2008, ss. 113-125.
- Fidrmuc, J., “*The Feldstein-Horioka Puzzle and Twin Deficits in Selected Countries*”, *Economics of Planning*, Vol: 36, 2003, ss. 135-152.
- Fischer, S.; W. Easterly, “*The Economics of the Government Budget Constraint*”, *The World Bank Research Observer*, Vol: 5, No: 2, 1990, ss. 127-142.
- Fosu, O. A. E.; F. J. Magnus, “*Bounds Testing Approach to Cointegration: An Examination of Foreign Direct Investment Trade and Growth Relationship*”, *American Journal of Applied Sciences*, Vol: 3, No: 11, 2006, ss. 2079-2085.
- Freund, C., “*Current Account Adjustment in Industrial Countries*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol: 24, 2005, ss. 1278-1298.
- Froyen, R. T., *Macroeconomics: Theories and Policies*, Sixth Edition, Prentice Hall Inc., New Jersey 1999.
- Gale, W. G.; P. R. Orszag, “*Economic Effects of Sustained Budget Deficits*”, *National Tax Journal*, Vol: 56, No: 3, 2003, ss. 463-485.
- Granger, C. W. J.; P. Newbold, “*Spurious Regressions in Econometrics*”, *Journal of Econometrics*, Vol: 12, No: 2, 1974, ss. 111-120.
- Gruber, J. W.; S. B. Kamin, “*Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol: 26, No: 4, 2007, ss. 500-522.
- Hakkio, C. S., “*The U.S. Current Account: The Other Deficit*”, *Economic Review*, Vol: 80, No: 3, 1995, ss. 11-24.

- Hatsopoulos, G. N.; P. R. Krugman; L. H. Summers, “*U.S. Competitiveness: Beyond the Trade Deficit*”, *Science*, Vol: 241, No: 4863, 1988, ss. 299-307.
- Higgins, M.; T. Klitgaard, “*Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow*”, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol: 4, No: 13, 1998, ss. 1-6.
- Hubbard, R. G., “*The U.S. Current Account Deficit and Public Policy*”, *Journal of Policy Modeling*, Vol: 28, 2006, ss. 665-671.
- Kamas, L.; J. P. Joyce, “*Money, Income and Prices Under Fixed Exchange Rates: Evidence from Causality Tests and VARs*”, *Journal of Macroeconomics*, Vol: 15, No: 4, 1993, ss. 747-768.
- Kaufmann, S.; G. Winckler; J. Scharler, “*The Austrian Current Account Deficit: Driven by Twin Deficits or by Intertemporal Expenditure Allocation?*”, *Empirical Economics*, Vol: 27, No: 3, 2002, ss. 529-542.
- Kearney, C.; M. Monadjemi, “*Fiscal Policy and Current Account Performance: International Evidence on the Twin Deficits*”, *Journal of Macroeconomics*, Vol: 12, No: 2, 1990, ss. 197-219.
- Kennedy, P., *Ekonometri Kılavuzu*, 5. Baskı, Çev: Muzaffer Sarımeşeli ve Şenay Açıkgöz, Gazi Kitabevi, Ankara 2006.
- Khalid, A. M.; T. W. Guan, “*Causality Tests of Budget and Current Account Deficits: Cross-Country Comparisons*”, *Empirical Economics*, Vol: 24, No: 3, 1999, ss. 389-402.
- Kim, Ki-Ho, “*On the Long-Run Determinants of the U.S. Trade Balance: A Comment*”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 17, No: 3, 1995, ss. 447-455.
- Kim, S.; N. Roubini, “*Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account and Real Exchange Rate in the U.S.*”, *Journal of International Economics*, Vol: 74, No: 2, 2008, ss. 362-383.
- Klein, L. R., “*Issues Posed by Chronic US Deficits*”, *Journal of Policy Modeling*, Vol: 28, No: 6, 2006, ss. 673-677.
- Kouassi, E.; M. Mougoue; K. O. Kymn, “*Causality Tests of the Relationship Between the Twin Deficits*”, *Empirical Economics*, Vol: 29, No: 3, 2004, ss. 503-525.
- Kuijs, L., “*How Will China’s Saving-Investment Balance Evolve?*”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 3958, 2006, ss. 1-32.

- Kulkarni, K. G.; E. L. Erickson, “*Twin Deficit Revisited: Evidence from India, Pakistan and Mexico*”, Journal of Applied Business Research, Vol: 17, No: 2, 2001, ss. 97-104.
- Labonte, M., “*Is the U.S. Trade Deficit Caused by a Global Saving Glut?*”, CRS Report for Congress, 2005, ss. 1-14.
- Langdana, F. K., Sustaining Budget Deficits in Open Economies, Routledge, London 1990.
- Latif-Zaman, N.; M. N. DaCosta, “*The Budget Deficit and the Trade Deficit: Insights into This Relationship*”, Eastern Economic Journal, Vol: 16, No: 4, 1990, ss. 349-354.
- Lau, E.; T. C. Tang, “*Twin Deficits in Cambodia: Are There Reasons for Concern?: An Empirical Study*”, Monash University Working Paper, No: 11/09, 2009, ss. 1-15.
- Leachman, L. L.; B. Francis, “*Twin Deficits: Apparition or Reality?*”, Applied Economics, Vol: 34, No: 9, 2002, ss. 1121-1132.
- MacKinnon, J. G., “*Critical Values for Cointegration Tests*”, R. F. Engle ve C.W.J. Granger (Ed.), Long-Run Economic Relationship: Readings in Cointegration, (ss. 267-276), Oxford University Press, New York 1991.
- Mann, C. L., “*Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability*”, Journal of Economic Perspectives, Vol: 16, No: 3, 2002, ss. 131-152.
- McTeer, B., “*Our Triple Deficits*”, National Center for Policy Analysis, No: 613, 2008, ss. 1-2.
- Milesi-Ferretti, G. M.; A. Razin, “*Sustainability of Persistent Current Account Deficits*”, NBER Working Paper, No: 5467, 1996, ss. 1-24.
- Miller, S. M.; F. S. Russek, “*Are the Twin Deficits Really Related?*”, Contemporary Economic Policy, Vol: 7, No: 4, 1989, ss. 91-115.
- Mukhtar, T.; M. Zakaria; M. Ahmed, “*An Empirical Investigation for the Twin Deficits Hypothesis in Pakistan*”, Journal of Economic Cooperation, Vol: 28, No: 4, 2007, ss. 63-80.
- Narayan, S.; P. K. Narayan, “*Determinants of Demand for Fiji’s Exports: An Empirical Investigation*”, The Developing Economies, Vol: 42, No: 1, 2004, ss. 95-112.

- Papadogonas, T.; Y. Stournaras, “*Twin Deficits and Financial Integration in EU Member-States*”, Journal of Policy Modeling, Vol: 28, No: 5, 2006, ss. 595-602.
- Pattichis, C., “*Budget and Trade Deficits in Lebanon*”, Applied Economics Letters, Vol: 11, No: 2, 2004, ss. 105-108.
- Parkin, M., Economics, Fifth Edition, Addison-Wesley Publishing, USA 2000.
- Penati, A.; M. Dooley, “*Current Account Imbalances and Capital Formation in Industrial Countries, 1949-1981*”, IMF Staff Papers, Vol: 31, No: 1, 1984, ss. 1-24.
- Pesaran, H. H.; Y. Shin; R. J. Smith, “*Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships*”, Journal of Applied Econometrics, Vol: 16, No: 3, 2001, ss. 289-326.
- Phillips, P. C. B.; P. Perron, “*Testing for a Unit Root in Time Series Regression*”, Biometrika, Vol: 75, No: 2, 1988, ss. 335-346.
- Piersanti, G., “*Current Account Dynamics and Expected Future Budget Deficits: Some International Evidence*”, Journal of International Money and Finance, Vol: 19, No: 2, 2000, ss. 255-271.
- Rosensweig, J. A.; E. W. Tallman, “*Fiscal Policy and Trade Adjustment: Are the Deficits Really Twins?*”, Economic Inquiry, Vol: 31, No: 4, 1993, ss. 580-594.
- Roubini, N., “*Current Account and Budget Deficits in an Intertemporal Model of Consumption and Taxation Smoothing: A Solution to the Feldstein-Horioka Puzzle?*”, NBER Working Paper, No: 2773, 1988, ss. 1-52.
- Sachs, J. D., “*Global Adjustments to a Shrinking U.S. Trade Deficit*”, Brookings Papers on Economic Activity, Vol: 19, No: 2, 1988, ss. 639-674.
- Sürekcı, D., “*Türkiye’de Üçüz Açıklar Olgusunun Analizi: Dinamik Bir Yaklaşım*”, Yönetim ve Ekonomi, Cilt: 18, Sayı: 1, 2011, ss. 51-69.
- Szakolczai, G., “*The Triple Deficit of Hungary*”, Hungarian Statistical Review, No: 10, 2006, ss. 40-62.
- Şimşek, M.; C. Kadılar, “*Türkiye’nin İhracat Talebi Fonksiyonunun Sınır Testi Yöntemi İle Eşbütünleşme Analizi*”, Doğu Üniversitesi Dergisi, Cilt: 6, Sayı: 1, 2005, ss. 144-152.
- Taban, S., “*Türkiye’de Enflasyon-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı*”, TİSK Akademi, Cilt: 3, Sayı: 5, 2008, ss. 144-167.
- Tarı, R., Ekonometri, 3. Baskı, Kocaeli Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2005.

- Uğur, A. A.; P. Karatay, “İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Çerçeve ve Hipoteze Yönelik Yaklaşımlar”, *Sosyoekonomi*, Yıl: 5, Sayı: 9, 2009, ss. 101-122.
- Vamvoukas, G., “*The Twin Deficits Phenomenon: Evidence from Greece*”, *Applied Economics*, Vol: 31, No: 9, 1999, ss. 1093-1100.
- Winner, L. E., “*The Relationship of the Current Account Balance and the Budget Balance*”, *American Economist*, Vol: 37, No: 2, 1993, ss. 78-84.
- Yamak, N.; Y. Küçükale, “*Türkiye’de Kamu Harcamalarının Ekonomik Büyüme İlişkisi*”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 12, Sayı: 131, 1997, ss. 5-14.
- Yapraklı, S., “*Türkiye’de Esnek Döviz Kuru Rejimi Altında Dış Açıkların Belirleyicileri: Sınır Testi Yaklaşımı*”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Vol: 65, No: 4, 2010, ss. 141-164.
- Zaidi, I. M., “*Saving, Investment, Fiscal Deficits and the External Indebtedness of Developing Countries*”, *World Development*, Vol: 13, No: 5, 1985, ss. 573-588.
- Zanghieri, P., “*Current Accounts Dynamics in New EU Members: Sustainability and Policy Issues*”, *CEPII Working Paper*, No: 2004-07, 2004, ss. 1-51.
- Zengin, A., “*İkiz Açıklar Hipotezi (Türkiye Uygulaması)*”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 11, Sayı: 39, 2000, ss. 37-67.
- Zietz, J.; D. K. Pemberton, “*The U.S. Budget and Trade Deficits: A Simultaneous Equation Model*”, *Southern Economic Journal*, Vol: 57, No: 1, 1990, ss. 23-34.

BANKALARDA KARLILIK ANALİZİ: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Gözde ÇERÇİ*
Serkan Yılmaz KANDIR**
Yıldırım Beyazıt ÖNAL***

Özet

Bu çalışma, Ocak 2003-Mayıs 2010 tarihleri arasında, Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının karlılıklarını etkileyen faktörleri araştırmayı amaçlamaktadır. Çalışmada, çoklu doğrusal regresyon yönteminden yararlanılmıştır. Bağımsız değişkenler, takipteki alacaklar karşılığının takipteki kredilere oranı, faiz dışı giderlerin net kara oranı, kredilerin mevduata oranı faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı ve para arzındaki büyüme oranıdır. Çalışmanın sonuçları incelendiğinde; bankaların aktif karlılığının, toplam kredilerin toplam mevduata oranı ve faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranından olumlu yönde; faiz dışı giderlerin net kara oranından ise olumsuz yönde etkilendiği görülmektedir. Net faiz marjının ise, toplam kredilerin toplam mevduata oranından, faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranından ve takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranından olumlu yönde etkilendiği ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Aktif Karlılık, Net Faiz Marjı, Mevduat Bankaları, EKK Tahmin Yöntemi, Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi

Jel Sınıflandırması: G21, G30.

Abstract

This study aims to investigate the factors affecting the profitability of commercial banks, operating in Turkey, between 2003 January and 2010 May.

* Arş. Gör. Gözde Çerçi, Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F, İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü, Adana, Tel:0322 338 7263 E-posta: gcerci@cu.edu.tr

** Doç. Dr. Serkan Yılmaz Kandir, Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F, İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü, Adana, Tel:0322 338 7263 E-posta: skandir@cu.edu.tr

*** Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt Önal, Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B.F, İşletme Bölümü, Balcalı Kampüsü, Adana, Tel:0322 338 7263 E-posta: ybeyazit@cu.edu.tr

Multiple linear regression method has been used for the econometric analysis. Independent variables include; loan loss provisions to non performing loans, non interest expense to net profit, total loans to total deposits and non interest income to total assets and growth of money supply. The results suggest that, loans to deposit ratio and non interest income to total assets seem to have a positive affect, but non interest expenses to net income ratio appears to have a negative affect on banks' return on assets. Net interest margin of the commercial banks, which is another profitability proxy, seems to be positively affected by the ratio of total loans to total deposits, non interest income to total assets ratio and also provisions for non performing loans to non performing loans ratio.

Key Words: Return on Assets, Net Interest Margin, Commercial Banks, Least Squares Estimation Method, Multiple Linear Regression Method

Jel Classification: G21, G30.

I. Giriş

Türk bankacılık sistemi, geçmişten günümüze kadar yaşanan siyasal, sosyal ve ekonomik gelişmelerden etkilenmiş, özellikle 2001 yılında yaşanan mali kriz sonrasında alınan önlemler ile daha iyi bir alt yapıya kavuşmuştur. Günümüzde, Türk Bankacılık sektörünün göreceli olarak daha istikrarlı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Bankacılık sektörü, çoğunlukla, ülkelerin ekonomik gelişimlerinde itici bir güç olmaktadır. Bu bağlamda, bankaların finansal sistem içerisindeki payı arttıkça, makroekonomik denge ve ekonomik büyümedeki rolünün daha da önem kazanması beklenmektedir. Ülkemizde de, finans sektörünün bilanço büyüklüğünün dağılımına bakıldığında, sektör aktiflerinin %88,8'ini, bankacılık sektörünün oluşturduğu görülmektedir. Ayrıca 2009 yılı sonunda %87,6 olan bankacılık sektörü bilanço büyüklüğünün, GSYİH'ye oranı, 2010 yılının ikinci çeyreğinde, %88,6' ya yükselmiştir (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010). Bu rakamlar da, ülkemizde, bankacılık sektörünün, finans sektörü içerisinde ne kadar önemli bir yere sahip olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Dünyayı hızla etkisi altına alan mortgage krizi ile birlikte, tüm dünyada finans sektörünün, özelinde de bankacılık sektörünün, büyük bir çöküş yaşadığı söylenebilir. Buna karşılık Türk bankacılık sektörü; güçlü aktif kalitesi, likidite yapısı, sermaye yeterliliği ve iyi işleyen iç kontrol sistemleri ile küresel krize karşı oldukça sağlam durmuş, hatta yurtdışındaki birçok büyük bankanın iflas

ettiği 2009 yılında, net karını %52, aktif karlılığını %33 ve özkaynak karlılığını da %19 oranında artırmayı başarabilmiştir (Bankalarımız, 2009, I-42).

Bu çalışmanın amacı, bankacılık sektöründe karlılığı etkileyen faktörlerin belirlenmesidir. Türkiye’de ve dünyada, bankaların karlılığına ilişkin literatür oldukça geniş olmakla birlikte, bu çalışmanın kapsadığı dönem ve verilerin frekansı itibarı ile güncel literatüre katkıda bulunabileceği düşünülmektedir. Ayrıca bu araştırmaya dair önemli sayılabilecek özelliklerden biri de, çalışmanın uygulama kısmında yer alan bankaların karlılığına ilişkin açıklayıcı değişkenlerin, daha önce incelenen çalışmaların hiç birinde bir arada aynı modelde yer almamış olmasıdır. Bu çalışmada mevduat bankalarının aktif karlılıkları ve net faiz marjları; bankaların kredi riskleri, yönetsel etkinlikleri, likidite riski, bankacılık hizmetlerini çeşitlendirmedeki başarıları ve son olarak para arzındaki değişimler açısından değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Çalışma, dört ana bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün ardından gelen ikinci bölüm, konunun literatür taramasını kapsamaktadır. Üçüncü bölümde ise, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK), aylık olarak yayımladığı raporlardan derlenen verilerle, Türk mevduat bankalarının karlılıklarını etkileyen faktörler, ekonometrik analiz uygulanarak, belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bölümde uygulanan regresyon analizinin bulgularına da yer verilmiştir. Çalışmanın son bölümü olan sonuç bölümünde ise, analiz bulgularına ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

II. Literatür Taraması

Banka karlılığına ilişkin çalışmalar incelendiğinde, bazı çalışmaların tek bir ülkeyi incelediği (Smirlock 1985; Miller ve Noulas 1997; Mamatzakis ve Remeundos 2003; Chirwa 2003; Jeon ve Miller 2004; Sufian ve Chong 2008; Treganna 2009; Sufian 2009;), bazı çalışmaların ise (Demirgüç-Kunt ve Huizinga 2003; Goddart, Molyneux ve Wilson 2004; Pasiouras ve Kosmidau 2007; Kosak ve Cok 2008; Flamini, Mcdonald ve Schumacher 2009) birden fazla ülkeyi inceledikleri görülmektedir. Bununla birlikte incelenen çalışmaların gruplanması; bankaların karlılıklarını mikro veya içsel faktörler ile açıklamaya çalışan çalışmalar, (Miller and Noulas 1997; Goddart, Molyneux ve Wilson 2004; Kosmidau ve diğerleri 2006; makro veya dışsal faktörler ile açıklamaya çalışanlar, (Kwast and Rose 1982; Smirlock 1985; Mullineaux 1978, Dinç 2006) veya her iki grup değişken ile de açıklamaya çalışan çalışmalar (Mamatzakis ve Remeundos 2003; Demirgüç-Kunt ve Huizinga 2003; Tunay ve Silpagar 2006;

Kalluru ve Bhat 2008; Kosak ve Cok 2008) olarak yapılabildiği gibi; araştırmacıların banka karlılıklarını temsilen hangi oranları ele aldıkları üzerine de yapılabilmektedir. Bu bağlamda bazı çalışmalarda banka karlılığını temsilen aktif karlılığı (Miller and Noulas 1997; Özkul 2001; Pasiouras ve Kosmidau 2007; Aburime 2008; Sufian ve Chong 2008; Sufian 2009; Vong ve Chan 2009; Alp ve diğerleri 2010), bazı çalışmalarda ise özsermaye karlılığı (Bumin 2009; Goddard, Molyneux ve Wilson 2004) kullanılmıştır. Tabii yukarıda belirtilen tüm değişkenleri bir arada veya daha farklı değişkenler kullanan çalışmaların sayısı da oldukça fazladır.

Bu çalışmada, mevduat bankalarının karlılığının belirleyicilerini inceleyen önceki çalışmalar, uygulandıkları ülkeler açısından ele alınarak gruplanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda çalışmanın akışı, gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar, birden fazla ülkeyi kapsayan çalışmalar ve Türkiye’de yapılan çalışmalar olarak şekillenmiştir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, Uluslararası Para Fonu (IMF)’nun, Nisan 2010 yılında yayımladığı “Dünya Ekonomisine Bakış” isimli istatistiksel yayının verilerine göre düzenlenmiştir (International Monetary Fund, October 2010, World Economic Outlook Database).

Gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalara bakıldığında, diğer ülke gruplarına kıyasla, çalışmaların daha fazla sayıda olduğu görülmektedir. Smirlock (1985), 1973-1978 yılları arasında ABD’de faaliyette bulunan bankaların karlılıklarını; özsermayenin, aktifin ve sermayenin getirisi olarak üç boyutta incelemiş ve bankaların pazar paylarının tüm karlılık oranları ile aynı yönde, yoğunlaşma oranlarının ise ters yönde ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Miller ve Noulas (1997) yine ABD’de aktif büyüklüğü 1 milyar \$’ın üzerinde olan 201 bankanın, karlılıklarını etkileyen faktörleri araştırmış ve aktif büyüklüğünün, takipteki kredilerin ve faiz dışı giderlerin banka karlılığı ile ters yönde; menkul kıymetler oranının, krediler oranının, faiz dışı gelirlerin, mevduat oranının, personel giderlerinin ve tüketici kredilerinin toplam kredilere oranının bankaların aktif karlılığı ile aynı yönde ilişkili olduğunu savunmuşlardır. Mamatzakis ve Remoundos (2003)’un çalışmaları 1989-2000 yılları arasında Yunanistan’da faaliyette bulunan ticari bankaları kapsamaktadır. Araştırmacılar, banka karlılığının ölçütü olarak hem aktif hem de özsermaye karlılığını kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda; personel harcamalarının karlılığı ters yönde; banka büyüklüğünün ise belli bir noktaya kadar olumlu, belirli bir noktadan sonra olumsuz etkilediğini öne sürmüşlerdir. Jeon ve Miller (2004) 1991-1999 yılları arasında Güney Kore’de faaliyette bulunan bankaların özsermaye ve aktif

karlılıklarının; özsermayenin toplam aktiflere oranından, personel sayısından ve faiz dışı gelirlerden olumlu yönde, faiz dışı giderlerden ve kredi karşılıklarından olumsuz yönde etkilendiklerini ortaya koymuşlardır. Son olarak, Tregenna (2009), ABD’de, 1994-2005 yılları arasında, yoğunlaşmanın, pazar payının, banka büyüklüğünün ve yönetsel etkinliğin banka performansı üzerindeki etkilerini araştırmış ve yoğunlaşmanın, pazar payının ve büyüklüğün her iki karlılık göstergesi ile de aynı yönde ilişkiye sahip olduğunu belirlemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmaların ise, gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalardan daha az sayıda olduğu gözlenmektedir. Chirwa (2003), çalışmasında, 1970-1994 yılları arasında, Afrika-Malawi’de faaliyette bulunan, ticari bankaların karlılıkları ve pazar yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmanın sonuçları, yoğunlaşma ve kredi oranları ile vadesiz mevduatın karlılık göstergeleri ile aynı yönde; büyüklüğün ise ters yönde ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Chantapong (2005), Tayland’da bulunan yerli ve yabancı ticari bankaların, Asya krizi sonrası karlılıklarının nasıl etkilendiği üzerine bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda, aktif karlılığı ile aynı yönde ve anlamlı ilişkiye sahip tek değişkenin faiz dışı gelirler; aktif karlılığı ile ters yönde ve anlamlı ilişkiye sahip tek değişkenin ise takipteki krediler oranı olduğu ortaya çıkmaktadır. Çalışmanın bir diğer önemli bulgusu ise; yabancı bankaların aktif karlılığının yerli bankalara göre daha yüksek olduğudur. Ayrıca krizden sonra uygulanan finansal yapılandırma programının, yerli bankaları olumlu etkilediği belirlenmiştir. Kalluru ve Bhat (2008), Hindistan’da, 1992-2006 yılları arasında yaptıkları çalışmada, ticari bankaların karlılığının belirleyicilerini araştırmış ve bankaların aktif karlılığının, sermaye oranı ve kredi oranından aynı yönde; enflasyondan ise ters yönde etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmada ayrıca, banka karlılıklarının siyasi parti yönetimleri ile ilişkilendirilip ilişkilendirilemeyeceği konusunda da analizler yapılmış ve iktidarda bulunan partinin, özel bankaların karlılığı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Son olarak Sufian (2009), Çin’de kamu ve özel ticari bankalar üzerinde yaptığı çalışmasında, banka karlılıklarını 2000-2007 yılları arasında hangi faktörlerin etkilediğini araştırmış ve kredilerin toplam varlıklara oranı, genel yönetim giderlerinin toplam varlıklara oranı ve şubeleşme oranını temsilen kullanılan toplam mevduatın logaritmasının banka karlılığı ile ters yönde; aktif büyüklüğü, kredi karşılıklarını temsilen kullanılan takipteki kredilerin toplam kredilere oranı ve özsermayenin toplam varlıklara oranı yani sermaye yeterliliğinin ise karlılık ile aynı yönde ilişkili olduğunu saptamıştır.

Birden fazla ülkede yapılan çalışmaların sonuçları, ülkeler birbirleri ile de kıyaslandıklarından, tek ülkede yapılanların sonuçlarından daha detaylı olmaktadır. Birden fazla ülkede yapılan çalışmalara bakıldığında; Demirgüç-Kunt ve Huizinga (1999), Goddart, Molyneux ve Wilson (2004), Pasiouras ve Kosmidau (2007), ve Kosak ve Cok (2008)'un çalışmaları göze çarpmaktadır. Demirgüç-Kunt ve Huizinga (1999), 1988-1995 yılları arasında, toplamı sekseni bulan, tüm OECD ülkelerinin ve ayrıca bir çok gelişmekte olan ülkenin verilerini kullanmışlardır. Araştırmacılar, bankaların faiz marjı ve karlılık farklılıklarının, hangi değişkenler ile açıklanabileceğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre, sermaye oranı ve net faiz geliri ile karlılık arasında aynı yönde; ayrılan karşılıklar, sabit maliyetler ve krediler oranı ile karlılık arasında ise ters yönde bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. Ayrıca mevduat oranının fazla olması, bankanın karlılığını olumsuz etkilemekte; yabancı sahipliği de gelişmekte olan ülkelerin bankalarında karlılık üzerine olumlu etki etmekte iken; sanayileşmiş ülkelerde ise, bu durumun avantaj olmaktan uzaklaştığı gözlenmiştir. Bir diğer değişken olan enflasyonun da, karlılık ile doğru orantılı bulunmuş olması ortaya konan farklı sonuçlardan biri olmaktadır. Goddart, Molyneux ve Wilson (2004), Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, İspanya ve İngiltere'de 1992-1998 yılları arasında faaliyette bulunan, 665 ticaret ve yatırım bankasının özsermaye karlılıklarının; büyüklük, çeşitlendirme, risk ve sahiplik yapısından, ne yönde etkilendiklerini araştırmak için yaptıkları çalışmada, her ne kadar büyüklüğün bireysel olarak ülke bazında anlamlı sonuçlar verdiğini bulmuş olsalar bile, tüm ülkeler için yapılan analizde, büyüklük ve banka karlılığı arasında açıklayıcı bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir. Aynı şekilde bilanço dışı işlemler de karlılığı Almanya'da olumsuz, İngiltere'de olumlu etkilemekte; ancak tüm ülkeler analize dâhil edildiğinde, bilanço dışı işlemlerin karlılık üzerinde bir etkisi olmadığı görülmektedir. Çalışmada yalnızca sermaye oranının karlılık üzerine etkisinin, hem bireysel olarak, hem de tüm ülkeler bir arada incelendiğinde, olumlu olduğu görülmektedir. Kosak ve Cok (2008), 1995-2004 yılları arasında, Balkan ülkelerinde yaptıkları araştırmada, yerli ve yabancı bankaların karlılıklarını etkileyen etmenlerin, birbirlerinden farklılık gösterip göstermediğini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında; maliyet etkinliği olarak ele alınan toplam giderlerin toplam gelirlere oranının ve takipteki krediler için ayrılan kredi karşılıklarının, tüm karlılık oranları ile ters yönde ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Çalışmanın diğer önemli bulgusu ise; faiz marjının yerel bankalarda karlılığı olumsuz etkilerken, yabancı bankalarda olumlu yönde

etkilediğidir. Ayrıca GSMH’de büyüme ve döviz kurunda artışın, özellikle yabancı bankaların özsermaye ve aktif karlılıklarını olumlu etkilediği saptanmıştır.

Son olarak, Türkiye’de yapılan çalışmalara bakıldığında, çalışmaların uygulama sonuçlarının birbirleri ile benzerlik taşıdıkları görülmektedir. Özkul (2001), çalışmasında, 1990-1999 yılları arasında, Türkiye’de faaliyette bulunan yerli ve yabancı mevduat bankalarının karlılıklarını belirleyen faktörleri, yapı-davranış-performans modeli çerçevesinde, tahmin etmeye çalışmıştır. Çalışmanın sonuçları, takipteki krediler ve faiz dışı giderlerin toplam aktiflere oranının, banka karlılıklarını olumsuz yönde; özsermayenin toplam aktiflere oranının ise, karlılığı olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Bununla birlikte uygulamada kullanılan regresyon denkleminde yapılan 3 kısıtlama ile, geleneksel yapı-davranış-performans hipotezi desteklenmiş, yani Türkiye’de karlılık ve piyasa yoğunluğu arasında, aynı yönlü ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Kaya (2002)’nin kapsamlı çalışmasında ise, 1997-2000 yılları arasında, Türkiye’de faaliyette bulunan, kamu ve özel bankaların karlılığını açıklayan değişkenler incelenmiş ve sermaye yeterlilik oranının aktif karlılığı ile aynı yönde, personel harcamalarının ise ters yönde ilişkili olduğu belirlenmiştir. Ayrıca bankaların likidite oranları, hem aktif ve özsermaye karlılıkları hem de net faiz marjı ile anlamlı ve olumlu ilişkiye sahipken; toplam mevduat oranının, tüm göstergeler ile ters yönde ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Son olarak, makro değişkenlerin analizi sonucunda, enflasyonun ve dönemsel bütçe açığının artması ile bankaların, karlılıklarını artırdıkları da ileri sürülmüştür. Dinç (2006), çalışmasında, Türkiye’de 2002-2004 yılları arasında, faaliyet gösteren mevduat bankalarının karlılıklarında etkili olan makroekonomik faktörleri araştırmış ve bankaların aktif karlılığında; enflasyon, sanayi üretim endeksi, iç borç, faiz oranı değişkenlerinin etkilerinin olumlu; dış borç, döviz kuru ve GSMH’nin etkilerinin ise olumsuz olduğunu saptamıştır. Tunay ve Silpagar (2006), Türk Bankacılık sisteminde karlılığı araştırdıkları iki aşamadan oluşan uygulamalı çalışmalarında, Merkez Bankası gecelik faiz oranlarının, faiz dışı gelirler/toplam aktifler oranının, aktif büyüklüğünün ve özsermayenin toplam aktiflere oranının, bankaların aktif karlılığını olumlu; reel milli gelirin ve toplam aktifler/milli gelir oranlarının ise olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Sayılğan ve Yıldırım (2009), 2002-2007 yılları arasında, Türk Bankacılık Sektörünün karlılığını belirleyen mikro ve makro faktörleri incelemiş ve aktif karlılığının sermaye yeterliliğinden ve sanayi üretim endeksi ile bütçe dengesinin

iyileşmesinden olumlu yönde; bilanço dışı varlıklardan ve enflasyon oranlarından ise, olumsuz yönde etkilendiklerini saptamışlardır. Alp, Ban, Demirgüneş ve Kılıç (2010), 2002-2009 yıllarını kapsayan dönemde, Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının karlılıklarının içsel belirleyicilerini tespit etmeyi amaçladıkları çalışmalarında, bankaların aktif büyüklüklerinin ve sermaye oranlarının, karlılıklarını olumlu yönde etkilediğini; faaliyet giderlerinin ve likit varlık artışının ise karlılığı azalttığı yönünde bulgulara ulaşmışlardır.

Banka karlılığı üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde; gelişmiş ülkelerin, özellikle personel harcamaları ve yoğunlaşma oranı ile ilgili farklı sonuçlara sahip olduğu görülmektedir. Diğer yandan, gelişmiş ülkelerde yapılan tüm çalışmalar; sermaye oranının, verilen krediler oranının ve faiz dışı gelirlerin karlılığı artırıcı; kredi riskinin ise karlılığı azaltıcı faktörler olduğu ile ilgili aynı görüşü paylaşmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında ise; gelişmiş ülkeler ile aralarındaki en önemli fark enflasyon oranının banka karlılıkları üzerindeki etkisidir. Enflasyon oranı, Çin ve Nijerya gibi kimi ülkelerde karlılığı artırıcı etkiye sahipken, Hindistan gibi kimi ülkelerde de karlılık üzerinde ters yönde etkiye sahip olabilmektedir. Faiz dışı gelirler ve takipteki krediler oranları için de aynı şeyleri söylemek mümkündür. Birden fazla ülkeyi kapsayan çalışmalarda ise; mevduat bankalarında karlılığı artıran ortak faktörün sermaye oranı olduğu anlaşılmaktadır.

Diğer ülkelerde ve Türkiye’de yapılan çalışmaların analiz sonuçları karşılaştırıldığında ise, yoğunlaşma oranının ABD ve Yunanistan gibi ülkelerde mevduat bankalarının karlılığını azaltıcı; Türkiye’de ise artırıcı etkiye sahip olduğu görülmektedir. Yoğunlaşma oranı, aktif büyüklüğü bakımından ilk beş bankanın toplam aktif büyüklüğünün, sektör aktiflerine oranını ifade etmektedir. Türkiye’de 2009 yılı itibari ile yoğunlaşma oranı %63’tür. İlk 10 bankanın toplam aktifler içerisindeki payının da %87 olduğu göz önüne alındığında, bu oranın karlılığa olan olumlu etkisi anlamlı bir hale gelmektedir. Bununla birlikte, mevduat oranlarındaki artışın ABD ve Malavi’de karlılığı artıran, Türkiye’de ise azaltan bir etkiye sahip olduğu da gözlenmektedir. Son olarak mevduat bankalarının aktif büyüklüklerinin ABD, Avrupa Birliği ülkeleri, Hindistan ve Çin gibi ülkelerde karlılığı ters yönde; Türkiye’de yapılan çalışmalarda ise aynı yönde etkilediği ortaya konmuştur. İzleyen bölümde, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem ve analiz sonuçları sunulmaktadır.

III. Araştırmanın Yöntemi ve Ampirik Bulgular

Türk banka karlılıklarının analizinin yapıldığı bu bölümde kullanılan veriler, Türkiye’de Ocak 2003– Mayıs 2010 ayları arasında faaliyette olan mevduat bankalarının toplulaştırılmış finansal tablolarında yer alan verilerinden oluşmaktadır. Mevduat bankalarına ilişkin analizde kullanılan değişkenlere ait bilgiler, BDDK’nın sitesinde yer alan toplulaştırılmış gelir tablosu ve bilançolar ile yine BDDK’nın hazırladığı toplulaştırılmış oranlardan elde edilmiştir. Türkiye Bankalar Birliği’nin internet sitesinde yer alan bilgilere göre, Türkiye faaliyette bulunan mevduat bankası sayısı 2003 yılında 36, 2004 yılında 35, 2006 ve 2007 yıllarında 33, 2008 ve 2009 yıllarında ise 32’dir. Rakamdaki düşüşün sebepleri ise sırasıyla, Fiba Bank’ın Finansbank’a devri, Pamukbank’ın Halk Bankasına devri, Fon’a devredilmiş olan İmar Bankasının iflasının kesinleşmesi ve Koçbank’ın Yapı Kredi Bankasına devridir. Çalışmada, veriler aylık sıklıkta ve toplulaştırılmış olarak kullanıldığından, değişiklikler yasallaştığı andan itibaren BDDK’nın da verilerini güncellediği göz önüne alındığında, banka sayısındaki azalışın analiz sonuçlarını etkilemeyeceği düşünülmektedir.

Çalışmada, banka performansının göstergesi olarak iki değişken kullanılmıştır. Bunlar; Aktif Karlılığı (AK) ve Net Faiz Marjı (NFM)’dir. Karlılık göstergelerinden ilki olan, aktif karlılığı (AK), net kar marjı ile aktif devir hızının ortak sonucudur ve net karın ortalama aktiflere oranlanması ile elde edilir (Akgüç, 2007, 151). AK, genel olarak, banka yönetiminin, kurumun varlıklarını net gelire çevirmekte ne kadar başarılı olduğunun gösterir. Fakat her ülkenin vergi sistemi farklı olduğundan veya aynı ülke için farklı zaman dilimlerinde, vergi uygulamaları da farklılaşabildiğinden, Teker (1998)’in de belirttiği gibi, AK hesaplanırken, vergi öncesi kar ile hesaplama yapmak daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlayacaktır. Bir diğer karlılık göstergesi olan NFM; net faiz gelirinin ortalama getirili varlık toplamına oranlanması ile hesaplanmaktadır. Fakat bankanın getirili varlıkları sağlıklı bir şekilde saptanamıyorsa, NFM; net faiz gelirleri, ortalama varlık toplamına oranlanarak da hesaplanabilmektedir (Akgüç, 2007, 149). Bu oran banka yönetiminin, faiz gelirleri ve giderleri arasındaki marjı arttırmak için, bankanın gelir getiren aktiflerini ve fon kaynaklarını ne kadar etkin kullanabildiğini göstermektedir (Teker, 1998, 41).

Yukarıda açıklanan ve bağımlı değişken olarak ele alınan banka karlılığının farklı ölçütlerini açıklamak üzere; kredi riskinin değerlendirilmesi açısından, takipteki alacaklar karşılığının takipteki kredilere oranı (KARS), banka

yönetiminin etkinliğinin değerlendirilmesi açısından, faiz dışı giderlerin net kara oranı (FDGIDINC), likidite riskinin değerlendirilmesi açısından, kredilerin mevduata oranı (LIK) ve bankaların faaliyetlerini çeşitlendirmedeki uygulamaları açısından, faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı (FDGEL) ve makro değişken olarak para arzındaki büyüme oranı (M2BUY) açıklayıcı değişkenler olarak yer almışlardır. Bu oranlar, toplu olarak, Tablo 3.1’de gösterilmektedir.

Tablo 3.1. Çalışmada Yer Alan Değişkenler

1	NFM	Net Faiz Geliri/Ortalama Toplam Aktifler- Bağımlı Değişken
2	VOROA	Vergi Öncesi Kar/Toplam Aktifler-Bağımlı Değişken
3	KARS	Takipteki Alacaklar karşılığı/Takipteki Krediler-Bağımsız Değişken
4	FDGIDINC	Faiz Dışı Giderler / Net Kar-Bağımsız Değişken
5	LIK	Toplam krediler / Toplam Mevduat-Bağımsız Değişken
6	FDGEL	Faiz Dışı Gelirler / Toplam Aktifler-Bağımsız Değişken
7	M2BUY	Para arzı büyüme oranı-Bağımsız Değişken

Çalışmanın uygulama bölümünde, Smirlock (1985), Sufian ve Chong (2008), Sufian (2009) ve Demirgüç, Kunt ve Huizinga (1999)’nın da çalışmalarında kullandığı, çoklu regresyon modelleri kullanılmıştır. Bu modellerde yer alan değişkenler ise, literatürde sıklıkla kullanılan değişkenlerdir. Modelin çözümlenmesinde kullanılan tahmin yöntemi ise “En Küçük Kareler (EKK)” yöntemidir. Söz konusu çoklu regresyon modelleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

$$VOROA = \alpha + \beta_1 * KARS + \beta_2 * FDGIDINC + \beta_3 * LIK + \beta_4 * FDGEL + \beta_5 * M2BUY + \epsilon \quad (1)$$

VOROA; vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı

KARS; takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranı

FDGIDINC; faiz dışı giderlerin net kara oranı

LIK; mevduatın kredilere oranı

FDGEL; faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı

M2BUY; para arzındaki büyüme oranı

$$NFM = \alpha + \beta_1 * KARS + \beta_2 * FDGIDINC + \beta_3 * LIK + \beta_4 * FDGEL + \beta_5 * M2BUY + \epsilon \quad (2)$$

- NFM; net faiz marjı
KARS; takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranı
FDGIDINC; faiz dışı giderlerin net kara oranı
LIK; mevduatın kredilere oranı
FDGEL; faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı
M2BUY; para arzındaki büyüme oranı

1. ve 2. Eşitliklerle gösterilen regresyon modellerinde kullanılan tüm değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere, Tablo 3.2' de yer verilmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere, aktif karlılığı olarak ele alınan, vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı (VOROA), 2003-2010 yılları arasında, mevduat bankalarında, ortalama %1,7 civarında gerçekleşmiştir. Net faiz marjı da %0,3 ile %6 civarında değişmiştir. Aradaki bu farkın, özellikle yılın ilk ayı ve son aylarındaki farklardan ileri geldiği gözlenmiştir.

Tablo 3.2. Banka Karlılıklarına Etki Eden Faktörlere İlişkin Özet İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maks.Değer	Min.Değ.	Standart Sapma
VOROA	0.017106	0.0179	0.035	0.0014	0.009437
NFM	0.026812	0.0254	0.0633	0.0039	0.015292
KARS	0.850892	0.88229	0.908722	0.646837	0.062642
FDGIDINC	2.038703	1.708174	8.424908	1.121998	1.052581
LIK	0.928535	0.677872	27.95984	0.330517	2.901823
FDGEL	0.01475	0.015503	0.029296	0.002117	0.007805
M2BUY	0.026299	0.018572	0.629451	-0.02607	0.067714

- VOROA; Bağımlı değişken, vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı
NFM; Bağımlı değişken, net faiz marjı
KARS; Bağımsız değişken, takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranı
FDGIDINC; Bağımsız değişken,faiz dışı giderlerin net kara oranı
LIK; Bağımsız değişken,mevduatın kredilere oranı
FDGEL; Bağımsız değişken,faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı
M2BUY; Bağımsız değişken,para arzındaki büyüme oranı

Zaman serileri ile çalışılırken göz önünde bulundurulması gereken hususlar ele alınmış ve serilerin durağanlıklarına ilişkin birim kök testleri yapıldıktan sonra, durağan oldukları anlaşılmıştır. Ayrıca, modelde kullanılan değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı incelenmiş ve hiçbir değişkenin birbiri ile %40'ı aşan korelasyon katsayısına sahip olmadığı görülmüştür. Son olarak kurulan ekonometrik modelin hata terimlerine ilişkin değişen varyans ve otokorelasyon sınamaları yapılmış ve gerekli düzeltmelerin ardından, Tablo 3.3 ve Tablo 3.4'te oluşturulan modellere ilişkin regresyon sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 3.3. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken: VOROA				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem: 2003/01 – 2010/05				
Gözlem Sayısı: 89				
	Katsayı	Standart Hata	t-ist.	Olasılık
C	-0.001743	0.007252	-0.240356	0.8106
KARS	0.004797	0.008205	0.584645	0.5604
FDGIDINC**	-0.001066	0.000435	-2.451065	0.0163
LIK***	0.000150	2.78E-05	5.400408	0.0000
FDGEL***	1.137632	0.043298	26.27449	0.0000
M2BUY	0.000759	0.002303	0.329415	0.7427
R²:	0,933979	Düzeltilmiş R²: 0,930002	F ist: 234.8358	Olasılık: 0,00000

***%1 seviyesinde anlamlı

**%5 seviyesinde anlamlı

*%10 seviyesinde anlamlı

Tablo 3.3'te yer alan sonuçlara bakıldığında, kredilerin mevduata oranı (LIK) ve faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı (FDGEL) %1 seviyesinde; faiz dışı giderlerin net kara oranı (FDGIDINC) ise, %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer değişkenler olan; takipteki alacaklar karşılığının takipteki alacaklara oranı (KARS) ve para arzındaki büyüme oranı (M2BUY) ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Uygulama sonuçları, mikro değişkenler arasından LIK, FDGEL ve FDGIDINC oranlarının, bankaların aktif karlılığına istatistiksel olarak etki ettiğini ortaya koymaktadır. Sonuç olarak; bankalarda toplanan mevduatların krediye dönüşme oranı, bankalarda riski artırmakta, bu durum karlılığın artmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca faiz geliri getirmeyen bankacılık faaliyetlerinin kaliteli ve profesyonel bir yönetim anlayışı ile örtüştüğünü, bu durumun da karlılığı artırmada önemli rol oynadığı görülmektedir. Son olarak, Türkiye'de de mevduat bankalarının faiz dışı giderleri arttıkça, aktif

karlılıklarının azaldığı bu çalışma sonucunda ortaya konulmaktadır. Verimli ve etkin çalışan bankaların, düşük giderlerle çalışması gerektiği göz önüne alındığında, ortaya çıkan bu sonuç mantıklı görülmektedir. Özellikle personel giderlerinin, bu oranın büyük bir kalemi olduğu bilindiğinden, işgücünü etkin kullanamayan bankaların karlılıklarının daha düşük olması kaçınılmaz hale gelebilmektedir.

Tablo 3.4. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken: NFM				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem: 2003/01 – 2010/05				
Gözlem Sayısı: 89				
	Katsayı	Standart Hata	t-ist.	Olasılık
C	-0.032669	0.018246	-1.790514	0.0770
KARS*	0.036186	0.020177	1.793372	0.0766
FDGIDINC	0.001037	0.000694	1.494733	0.1388
LIK***	0.000405	7.95E-05	5.095138	0.0000
FDGEL***	1.769348	0.135648	13.04371	0.0000
M2BUY	0.003922	0.006819	0.575129	0.5668
R²: 0,850551	Düzeltilmiş R²: 0,841549		F ist: 94,47502	Olasılık: 0,00000

***%1 seviyesinde anlamlı

**%5 seviyesinde anlamlı

*%10 seviyesinde anlamlı

Tablo 3.4'te yer alan sonuçlar incelendiğinde, kredilerin mevduata oranı (LIK) ve faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı (FDGEL) %1 seviyesinde; takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranı (KARS) ise, %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu değişkenlerin Türkiye'deki mevduat bankalarının net faiz marjını olumlu yönde etkiledikleri ortaya çıkmıştır. Takipteki alacaklar karşılığının (KARS) yükselmesi ile net faiz marjının arttığı sonucu, Berger ve DeYoung'ın (1997) çalışmalarında ortaya koyduğu tutumluluk hipotezi (skimping hypothesis) ile açıklanabilmektedir. Bu hipoteze göre, verilen kredilerde temkinli davranılmayarak, kredi gözlem maliyetleri düşürülmektedir. Bu durumda da, düşen kredi maliyetleri ile, daha fazla kredi verilerek, yüksek faiz geliri elde etme ihtimali artırılmaktadır. Kısa vadede bu yönetim anlayışı, faiz dışı giderlerde düşüşe ve faiz gelirlerinde artışa yol açarak karlılığı artırmakta, fakat uzun dönemde donuk kredilerin yüksek oranlara yükselmesi ve bu durumun da karlılığı önemli ölçüde düşürmesi kaçınılmaz olmaktadır. Kredilerin mevduata oranı (LIK), bankanın kredi verme kapasitesini de ortaya koyduğundan, bu oranın artmasının, bankaların faiz marjlarını açmalarına yardımcı olduğunu göstermektedir. Faiz dışı gelirlerin

(FDGEL) alt kalemleri incelendiğinde, nakdi ve gayri nakdi kredilerden alınan ücret ve komisyonların, bu türdeki gelirlerin önemli bir bileşeni olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bankaların faiz dışı gelirlerinin artması, bankaların kredilerden elde ettikleri gelirlerin artışının temsilcisi olabilmekte, bu durumun da, bankaların faiz marjlarını artırıcı bir etkiye sahip olabileceği ifade edilmektedir.

IV. Sonuç

2008 yılında yaşanan küresel krizden, yurt dışındaki örnekleri gibi, kötü bir şekilde etkilenmemiş olan Türk bankacılık sektörünün; özellikle güçlü aktif kalitesi, yüksek sermaye yeterliliği, başarılı risk yönetimi ve iyi işleyen iç kontrol sistemleri sayesinde, bu kriz döneminden başarıyla çıktığı görülmektedir. Ekonomik krizin Türk finans sektörü üzerindeki etkisinin, diğer sektörlerle kıyasla daha az olmasının en önemli sebebi; 2001 krizi sonunda getirilen yeni düzenlemeler ile, daha şeffaf ve sağlam bir mali yapıya kavuşturulmuş olması gösterilebilir. Yaşanan deneyimler sonrasında, krizlerin tekrarını önlemek ve olası krizlere karşı daha dayanıklı olmak için, finansal, operasyonel ve risk kaynaklı önlemlerin zamanında uygulanması ile Türk bankacılık sektöründe, güçlü yapının devamı sağlanmış olacaktır. Türk finans sektörünün doğru zamanda uygulayacağı bu politikaların yardımı ile, dünya piyasalarındaki konumunu daha da güçlendirmesi beklenmektedir.

Türk bankacılık sektörünün diğer ülkelere göre sağlıklı bir yapıda kalması ülkemiz açısından son derece önemlidir. Bu bağlamda, Türk bankalarının karlılıklarının incelenmesi ve karlılıkların hangi faktörlerden etkilenip arttığı ve/veya hangi faktörlerden etkilenip azaldığının belirlenmesi de büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın temel amacı, finans ve bankacılık sektörünün en önemli parçası olan Türk mevduat bankalarının, Ocak 2003- Mayıs 2010 döneminde karlılıklarını etkileyen faktörleri incelemektir. Bu amaç doğrultusunda yapılan ekonometrik analizde, bankaların karlılığına ilişkin iki temel ölçüt kullanılmıştır. Bu ölçütlerden ilki; bankaların aktif karlılığı, ikincisi ise bankaların net faiz marjıdır. Açıklayıcı değişkenler olarak; toplam kredilerin toplam mevduata oranı, faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı, faiz dışı giderlerin net kara oranı, takipteki alacaklar karşılığının takipteki alacaklara oranı ve para arzındaki büyüme oranı ele alınmıştır. Araştırmanın verileri, BDDK'nın, aylık olarak hazırladığı toplulaştırılmış bilanço ve gelir tablolarından derlenmiştir. Yukarıda sayılan açıklayıcı değişkenlerin, açıklanan değişkenler üzerindeki etkisi, çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu analizde, en

küçük kareler tahmin yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, Türk mevduat bankalarının aktif karlılığını, toplam kredilerin toplam mevduata oranı ve faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranı olumlu yönde; faiz dışı giderlerin net kara oranı ise olumsuz yönde etkilemektedir. Takipteki alacaklar karşılığının takipteki alacaklara oranı ve para arzındaki büyüme ile mevduat bankalarının aktif karlılığı arasında önemli bir ilişki bulunamamıştır.

Bir diğer karlılık göstergesi olan net faiz marjını açıklayan değişkenlerine bakıldığında ise, toplam kredilerin toplam mevduata oranının, faiz dışı gelirlerin toplam aktiflere oranının ve takipteki alacak karşılıklarının takipteki kredilere oranının, net faiz marjını aynı yönde etkilediği görülmektedir. Diğer taraftan, faiz dışı giderlerin net kara oranı ve para arzındaki büyüme ile net faiz marjı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Sonuçlar topluca incelendiğinde, mevduat bankalarının karlılıklarında, kendi mali bünyelerinin ve operasyonel başarılarının oldukça önem taşıdığı görülmektedir. Yapılan çalışmanın sonuçları, Tunay ve Silpagar (2006) ve Özkul (2001)'un Türkiye'de yürüttükleri; Sufian ve Chong (2008)'un Filipinler'de, Miller ve Noulas (1997) ABD'de yaptıkları çalışmalar ile benzerlikler göstermektedir. Literatür incelendiğinde, bankaların karlılıklarını etkileyen değişkenlerden, takipteki alacaklar karşılıklar oranının, faiz dışı gelirler oranının ve faiz dışı giderler oranlarının çelişkili sonuçlara yol açtıkları gözlenmektedir. Bazı çalışmalar, bu oranlardaki artışın karlılığı artırdığını, bazı çalışmalar ise, bu oranların azalmasının karlılığı artırdığını ileri sürmüşlerdir. Ocak 2003-Mayıs 2010 döneminde, Türk mevduat bankalarına ilişkin her iki karlılık göstergesini de etkileyen faktörlerin, bankaların kredilerinin mevduata oranının artması ve faiz dışı gelirlerin yükselmesi olduğu görülebilmektedir. Çalışmanın ortaya koyduğu, önemli sonuçlardan biri de, krediler için ayrılan karşılık oranlarının artması ile mevduat bankalarının net faiz marjının artmasıdır.

Ulaşılan sonuçlar ışığında, çalışmanın bankacılık sektörüne yönelik politika uygulamaları üzerine çeşitli katkılarının olabileceği düşünülmektedir. Örneğin, mevduat bankalarının net faiz marjının, bankaların ayırdıkları karşılık oranından olumlu yönde etkilenmesi; bankaların daha riskli krediler vermekten çekinmediklerini fakat bu durumun ileride hem sistem, hem de bankaların kendileri için problem teşkil edebileceğini göstermektedir. Benzer şekilde, bankaların likidite yönetimindeki başarıları da karlılık göstergeleri üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda, toplanan mevduatların daha yüksek oranda krediye dönüştürülmesine yönelik politikalar geliştirilir ise, bankaların

karlılıklarının artacağı çalışmanın sonuçlarından yola çıkılarak önerilebilmektedir.

Ayrıca çalışmanın bulgularının sermaye piyasası yatırımcılarına da yararlı olabileceği düşünülmektedir. Mevduat bankalarının ihraç edeceği tahvillere veya söz konusu bankaların hisse senetlerine yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcılar, bu çalışmada karlılık üzerindeki etkisi belirlenmiş değişkenleri inceleyerek yatırımlarına yön verebileceklerdir.

Bu çalışmanın örnekleme, mali tablolarındaki farklılıklar sebebiyle, yatırım ve kalkınma bankaları ile katılım bankaları dahil edilmemiştir. Ayrıca, mevduat bankalarının 2003 yılı öncesi toplulaştırılmış mali tablolarına ulaşamadığından, analizler 2003 yılı sonrasını kapsamaktadır. Söz konusu kısıtlar yeni çalışmalarda, farklı yaklaşımlar kullanılarak ortadan kaldırılabilir. Ayrıca yeni çalışmalarda, daha fazla açıklayıcı değişkeni uygulamaya dâhil etmenin ve aynı zamanda mevduat bankalarını sahiplik durumlarına göre sınıflandırmanın, analiz kapsamının genişletilebilmesi için faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Referanslar

- Aburime, U.T. (2008), “Determinants of Bank Profitability: Company-Level Evidence From Nigeria”, *Deakin University Working Paper*, (seri no: G21), ss. 1-30.
- Alp, A., Ü. Ban, K. Demirgüneş, S. Kılıç, Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın İçsel Belirleyicileri, *İMKB Dergisi*, c.12, s.46, ss: 1-14
- Akgüç, Ö. (2007), *Banka Yönetimi ve Performans Analizi*, İstanbul: Arayış Basım ve Yayımcılık
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, <http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Basit.aspx>, erişim tarihi: 25.09.2010
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, <http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/Turkce/Kuruluslar/Bankalar/Bankalar.aspx>, erişim tarihi:25.09.2010
- Bumin, M. (2009), “Türk Bankacılık Sektörünün Karlılık Analizi: 2002-2008”, *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, c.84, ss.39-60
- Chantapong, S. (2005), “Comperative Study of Domestic and Foreign Bank Performance in Thailand: The Regression Analysis”, *Economic Change and Restructuring*, c.38, ss. 63-83
- Chirwa, E.W. (2003), “Determinanats of Commercial Banks’ Profitability in Malawi: A Cointegration Approach”, *Appiled Financial Economics*, c.13, ss.565-571
- Demirgüç-Kunt, A., H. Huizinga (1999), “Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability:Some International Evidence”, *The World Bank Economic Review*, c. 13, no.2, ss. 379-408
- Dinç, A. (2006), “Makroekonomik Faktörlerin Banka Karlılığı Üzerine Etkileri: 2000-2004 Dönemi Türk Bankacılık Sistemi Üzerine Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi*, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Flamini, V., C. Mcdonald, L. Schumacher (2009), “ The Determinants of Commercial Bank Profitability in Sub-Saharan Africa”, *IMF Working Paper*, (seri no: WP/09/15), ss. 1-29.
- Goddart, J., P. Molyneux, J.O.S. Wilson (2004), “The Profitability of European Banks: A Cross-Sectional and Dynamic Panel Analysis”, *The Manchester School*, c. 72, ss. 363-381.

- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/update/02/index.htm> (05/08/2011)
- Jeon, Y., S.M. Miller (2004), "The Effect of the Asian Financial Crises on the Performance of Korean Nationwide Banks", *Applied Financial Economic*, c. 14, no. 5, ss.351-360
- Kalluru, S.R., S. Bhat K. (2008), "An Empirical Analysis of Profitability Determinants in Indian Commercial Banks During Post Reform Period", *The Icfai University Journal of Industrial Economics*, c. V, ss. 38-56
- Kaya, Y. T. (2002), "Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri 1997-2000", *Mali Sektör Politikaları Dairesi, Çalışma Raporları*, No. 2002/1, ss.1-16.
- Kosak, M., M. Cok (2008), "Ownership Structure and Profitability of the Banking Sector: The Evidence from the SEE Region", *University of Rijeka, Zb.Rad.Ekon. Fak.Rij.*, c. 26, ss. 93-122
- Kosmidou, K., F. Pasiouras, C. Zopounidis, M. Doumpos (2006), "A multivariate Analysis of the Financial Characteristics of Foreign and Domestic Banks in the UK", *Omega International Journal of Management Science*, c. 34, ss. 189-195
- Kwast, M, J. Rose (1982), "Pricing, Operating Efficiency, And Profitability Among Large Commercial Banks" *Journal of Banking and Finance*, c.6, s.2, ss. 233-254
- Mamtzakis,E.C., P.C. Remoundos (2003), "Determinants of Greek Commercial Banks Profitability, 1989-2000", *University of Piraeus, Spoudai*, c.53, s.1,ss. 85-94
- Miller, S.M., A.G. Noulas (1997), "Portfolio Mix and Large-Bank Profitability in the USA", *Applied Economics*, c. 29, (no. 4), ss.505-512
- Mullineaux, Donald J. (1978), "Economies of Scale and Organizational Efficiency in Banking: A Profit-Function Approach", *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 1, March, pp. 259-280.
- Özkul, M. F. (2001), "Türk Bankacılık Sektöründe Karlılık", *Yüksek Lisans Tezi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Pasiouras, F., K. Kosmidou (2007), "Factors Influencing the Profitability of Domestic and Commercial Banks in the European

- Union”, *Research International Business and Finance*, c. 21, ss. 222-237
- Sayılgan, G., O. Yıldırım (2009), “Determinants of Profitability in Turkish Banking Sector: 2002-2007”, *International Research Journal of Finance and Economics*, c.28, ss.207-214
- Smirlock, M. (1985), “Evidence on the (Non) Relationship Between Concentration and Profitability in Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, c. 17, ss. 69-83
- Sufian, F. (2009), “Determinants of Bank Profitability in a Developing Economy: Empirical Evidence From the China Banking Sector”, *Journal of Asia Pacific Business*, c. 10, no. 4, ss 281-307
- Sufian, F., M.S. Habibullah (2009), “Determinants of Bank Profitability in a Developing Economy: Empirical Evidence From Bangladesh”, *Journal of Business Economics and Management*, c.10, no. 3, ss. 207-217
- Sufian, F., R.R. Chong (2008), “Determinants of Bank Profitability in a Developing Economy: Empirical Evidence from the Philippines”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, c.4, no.2, ss. 91-112
- Teker, S. (1998), *Banka Yönetiminde Aktif Pasif Problemi*, İstanbul: İTÜ İşletme Fakültesi Yayınları
- Tregenna, F. (2009), “The Fat Years: The Structure and Profitability of the Us Banking Sector in the Pre-Crisis Period”, *Cambridge Journal of Economics*, c. 33, ss. 609-632
- Tunay, K.B., M. Silpagar (2006), Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi 2, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliği Serisi, s: 2006-01
- Tunay, K.B., M. Silpagar (2006), Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi 1, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliği Serisi, s: 2006-02
- TBB, *Bankalarımız 2004*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2005
- TBB, *Bankalarımız 2005*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2006
- TBB, *Bankalarımız 2006*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2007
- TBB, *Bankalarımız 2007*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2008
- TBB, *Bankalarımız 2008*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2009
- TBB, *Bankalarımız 2009*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Mayıs 2010

TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları,
Aralık 2010, Sayı:11

İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'NİN PERFORMANSININ OLUŞTURULAN İKİ YENİ ENDEKSLE KARŞILAŞTIRILMASI

Hakan GÜÇLÜ*

Özet

Şirketlerin kabul edilen kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları durumunda, performansının olumlu yönde artacağı beklenmektedir. Ancak, Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip İMKB'de işlem gören şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla 31.08.2007 tarihinden itibaren hesaplanan İMKB Kurumsal Yönetim (KY) Endeksi'nin 30.12.2011 tarihi itibarıyla değeri, İMKB-100 Endeksi'nin 2.928,81 puan altında 48.337,81 puan olmuştur. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin düşük performansının nedenlerine ilişkin olarak ileri sürülen iki görüşün doğruluğunun ortaya konulabilmesi amacıyla iki yeni endeks hesaplanmıştır. Birinci endekste vergi borcu ve cezası kaynaklı hukuksal sorunlar yaşayan Doğan Grubu şirketleri KY Endeksi'nden çıkarılarak endeks tekrar hesaplanmıştır. İkinci endekste ise, yeterince temsil edilmediği ileri sürülen bankalar KY Endeksi'ne dahil edilerek endeks tekrar hesaplanmıştır. 30.12.2011 tarihi itibarıyla, İMKB 100 Endeksi'nden birinci endeksin 5.519,96 puan, ikinci endeksin 1.583,69 puan; mevcut KY Endeksi'nden ise birinci endeksin 8.448,78 puan, ikinci endeksin 4.512,51 puan daha yüksek olduğu ortaya konulmuştur.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal yönetim endeksi, endeks performansı, endeks şirketleri, kurumsal yönetim derecelendirme şirketleri, Bu çalışmada yer alan görüşler yazarın kendisine ait olup, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın görüşlerini yansıtmaz.

Jel Sınıflandırması: G39

Abstract

Companies are expected to increase their performances if they apply the corporate governance principles adopted. However, the value of the Corporate

* Dr. Hakan Güçlü, Başuzman, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Kotasyon Müdürlüğü, Reşitpaşa mah. Tuncay Artun Cad., Emirgan, 34467, İstanbul, Türkiye Tel: (90 212) 298 26 16 e-posta: hakan.guclu@imkb.gov.tr web: www.hakanguclu.com

Governance Index which is calculated since August 31st, 2007 to measure the price and return performances of ISE-listed companies with a corporate governance rating was 48,337.81 on December 30th, 2011, a value 2,928.81 points below the ISE-100 Index. Two new indices were calculated to verify two opinions which were put forward regarding the causes of poor performance of the ISE Corporate Governance (CG) Index. In the first index, Dogan Group companies that experienced legal problems due to tax debt and tax fine were excluded from CG Index and the index was re-calculated. In the second index, banks that are alleged to be represented insufficiently were included in the CG Index and the index was re-calculated. It was revealed that as of December 30th, 2011 the first and the second indices were higher than the ISE-100 Index by 5,519.96 and 1,583.69 points, respectively, whereas the first and the second indices were higher than the current CG Index by 8,448.78 and 4,512.51 points, respectively.

Keywords: Corporate governance index, index performance, index companies, corporate governance rating agencies, The views and opinions expressed in this article belong to the author and do not necessarily reflect those of the Istanbul Stock Exchange.

Jel Classification: G39

I. Giriş

2001 ve 2002 yıllarında başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde yaşanan büyük kurumsal yönetim skandalları, kurumsal yönetim kavramının ve uygulamalarının sorgulanmasına neden olmuştur. Birçok ülke ve yetkili otorite tarafından kurumsal yönetim konusunda yeni düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, yatırımcılar da yatırım yaptıkları şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını da dikkate almaya başlamışlardır. Yapılan düzenlemeler ve yatırım kriterlerinde ortaya çıkan yeni kriterler, kurumsal yönetim kavramının ve uygulamalarının uluslararası alanda ülkeler, şirketler ve yatırımcılar tarafından benimsenmesini hızlandırmıştır. Ortaya çıkan bu gelişme, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının hem ulusal hem de uluslararası alanda karşılaştırılması ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bu amaca yönelik olarak derecelendirme kuruluşları ve diğer kurumsal yönetim kuruluşları tarafından derecelendirme metodolojileri geliştirilmeye başlanmıştır.

Kurumsal yönetim terimi, öncelikle şirketlerin ve kurumların yönetildiği ve faaliyetlerinin kontrol edildiği bir sistemi belirtmek için kullanılmaktadır. Dar anlamda kurumsal yönetim; pay sahiplerinin haklarının şirket tarafından tanınması ve bu haklarının pay sahipleri tarafından etkin olarak kullanılmasına olanak veren sistemlerin kurularak şirketlerin yönetilmesidir. Şirketlerde bu konuda sorumlu organ yönetim kuruldur. Ancak, kurumsal yönetim yalnızca yönetim kurulu tarafından yerine getirilen faaliyetler olarak görülmemektedir. Geniş anlamda kurumsal yönetim; yönetim kurulu, pay sahipleri ile şirket üst

düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistemdir. Şirketler tarafından uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarının başarısı değerlendirilirken, bu üç kesim arasındaki ilişkilerin çerçevesi net olarak ortaya konulmalıdır.¹

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, kabul edilen kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini standart, karşılaştırılabilir ve ilgili tüm taraflarca kolaylıkla anlaşılabilir bir şekilde ölçülmesini sağlayan niteliksel bir derecelendirme faaliyetidir. Kurumsal yönetim derecelendirmesi, şirketlerin mali durumlarını ortaya çıkarmayı amaçlayan geleneksel kredi ve finansal risk derecelendirmelerinden farklı olarak, pay sahibi haklarını göz önünde tutarak şirketlerin yönetim kalitelerini inceleyen bir derecelendirme sürecidir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) Kurumsal Yönetim İlkeleri uygulamalarını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören halka açık şirketler açısından teşvik edilmesi istenmiştir. İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören ve Kurul'un Seri:VIII, No:51 Sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"² kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin belirlenen kurallara göre fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amaçlanmıştır. Kurul'un 12.12.2003 tarihli toplantısında kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde ayrı bir endeks oluşturulması hususunda İMKB'ye bildirimde bulunulmasına karar verilmiştir.³

İMKB Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin dahil olacağı Kurumsal Yönetim (KY) Endeksi'nin, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin İMKB'ye bildirilmesi halinde, İMKB Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanması ve "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları"nın belirlenmesine karar verildiği hususları İMKB tarafından kamuya duyurulmuştur. Aynı genelgede, İMKB'de hisse senetleri işlem gören şirketlerden KY Endeksi kapsamında yer alacak şirketlere

1 Hakan Güçlü, "Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi", İMKB Yayınları, İstanbul, 2010, s.1.

2 Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:51 Sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği", (12.07.2007 tarih, 26580 sayılı T.C. Resmi Gazete).

3 Ayça Sandıkçıoğlu, "Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi", SPK Yeterlik Etüdü, Kasım 2005, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=374&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf>, Ocak 2008, s. 27.

“Kotta Kalma” veya “Kayıtta Kalma” ücretlerinde %50 indirim yapılacağı ifade edilmiştir.⁴ KY Endeksi’ne dahil olmak için alınması gereken minimum kurumsal yönetim derecelendirme notu daha sonra alınan karar ile 6’dan 7’ye yükseltilmiştir.

İMKB Yönetim Kurulu'nun 18.11.2009 tarihli toplantısında kabul edilen ve Kurul'un 24.12.2009 tarih ve 1142 sayılı toplantısında onaylanarak aynı tarihten itibaren yürürlüğe giren değişiklik ile “Kotta Kalma” veya “Kayıtta Kalma” ücretlerinde yapılan indirim esasları değiştirilerek, kotta kalma" veya "kayıtta kalma" ücretlerinin İMKB KY Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren tahakkuk tarihleri itibariyle ilk iki yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli hesaplanması uygulamasına başlanılmıştır.⁵

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. 07.03.2007 tarihinde, Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 20.04.2007 tarihinde, Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. 28.05.2007 tarihinde, Doğan Yayın Holding A.Ş. 02.08.2007 tarihinde KY Endeksi’ne alınma kriterlerini sağlamışlardır. İMKB Ulusal Pazarı’nda işlem gören Türk Traktör ve Ziraat Makinaları A.Ş.’nin 23.08.2007 tarihinde gönderdiği ve aynı tarihli İMKB Günlük Bülteni’nde ilan edilen özel durum açıklamasında belirtilen kurumsal yönetim derecelendirme notunun KY Endeksi’ne alınma kriterlerini sağlamıştır. Söz konusu kriterleri sağlayan şirket sayısının beşe ulaşması nedeniyle, 31.08.2007 tarihinden itibaren KY Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. 29.08.2007 tarihinde İMKB Ulusal-100 (İMKB-100) Endeksi’nin kapanış değeri olan 48.082,17, KY Endeksi’nin başlangıç değeri olarak belirlenmiştir. Ancak, endeks hesaplanmaya başlandığı söz konusu tarihten 30.12.2011 tarihine kadar geçen sürede KY Endeksi’nin değeri İMKB-100 Endeksi’nden daha düşük seyir izlemiştir. 30.12.2011 tarihi itibariyle İMKB-100 Endeksi değeri 51.266,62 iken KY Endeksi değeri 48.337,81 olmuş olup, iki endeks arasındaki fark 2.928,81 puan olmuştur.

Kurumsal yönetim ilkelerini şirketlerinde uygulayan, aldıkları yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notları nedeniyle KY Endeksi’ne dahil olan şirketlerin performans ve fiyat getirilerinin diğer şirketlere göre daha fazla olması beklenmektedir. Ancak beklentilerin aksine, KY Endeksi başlangıç değerini aldığı İMKB-100 endeksinden daha düşük bir değere sahip olmuştur.

4 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 23.02.2005 tarih ve 237 No’lu “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları” Genelgesi, <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Circulars.aspx>, Haziran 2008.

5 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Borsa Günlük Bülteni, 29.12.2009, <http://www.imkb.gov.tr/Daily-Bulletin/DailyBulletin.aspx>, Aralık 2009.

Dolayısıyla, KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin fiyat performansları, İMKB-100 Endeksi'ne dahil olan şirketlerden daha düşük gerçekleşmiştir.

Söz konusu görünürdeki düşük performansın nedenlerine ilişkin olarak herhangi bir akademik çalışma yapılmamıştır. Düşük performansın gerekçesi olarak farklı görüşler ortaya konulmuş olup, iki görüş ön plana çıkmıştır. Birinci görüşü ileri sürenler, özellikle endeksin hesaplanmaya başlanıldığı ilk dönemlerde endekste önemli ağırlığı olan Doğan Grubu şirketlerinin (Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. (Doğan Holding), Doğan Yayın Holding A.Ş. (Doğan Yayın Holding) ve Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.(Hürriyet)) yaşadıkları vergi borcu ve cezası kaynaklı hukuksal sorunların şirket piyasa değerlerinde (PD) önemli olumsuz etkilere neden olması ve bu durumun da KY Endeksi'nin aşağı yönlü hareketinden önemli bir etken olduğu ifade etmişlerdir.

İkinci görüşü ileri sürenler ise, İMKB piyasa kapitalizasyonunda ve İMKB endekslerinde önemli bir ağırlığa sahip olan bankaların KY Endeksi'nde yeterince temsil edilmemesinden dolayı KY Endeksi'nin düşük kaldığını ifade etmişlerdir. Bankalar, İMKB tarafından hesaplanan endekslerde büyük bir ağırlığa sahiptirler. 30.12.2011 tarihi itibarıyla İMKB-100 Endeksi'nde 10 banka bulunmakta olup, bu bankaların İMKB-100 Endeksi içindeki ağırlıkları %37'dir. Dolayısıyla, bankaların hisse senetleri fiyatlarının performansları İMKB-100 Endeksi'nin alacağı değer üzerinde oldukça etkili olmaktadır. 30.12.2011 tarihi itibarıyla, hem İMKB-100 Endeksi'ne hem de KY Endeksi'ne dahil olan altı banka bulunmakta olup, bu bankaların KY Endeksi içindeki ağırlıkları %24'dür. Bankaların KY Endeksi üzerindeki ağırlıkları İMKB-100 Endeksi'ndeki ağırlıklarından düşük kalmıştır. Bu durum da, KY Endeksi'nin aldığı değer üzerinde bankaların hisse senetleri fiyatlarının performanslarının etkisinin sınırlı olmasını beraberinde getirmektedir.

Ancak, bu iki görüşün doğruluğunun araştırılmasına yönelik kamuoyuna açıklanan herhangi bir akademik çalışma ve/veya rapora ulaşılamamıştır.

Makalenin amacı; KY Endeksi'nin İMKB-100 Endeksi'nden daha düşük değerde kalmasının nedenlerine ilişkin olarak ileri sürülen iki görüşün doğruluğunun ortaya konulabilmesi amacıyla her iki görüşü de ayrı ayrı sorgulamak ve bu amaçla oluşturulacak yeni endekslerle farklılığın nedenlerini ortaya koyabilmektir.

Literatürdeki çalışmalarda, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları incelenerek seçilen her bir uygulama için ağırlıklandırma yapılmakta ve her bir şirket için kurumsal yönetim derecelendirme notları hesaplanmaktadır. Birden

fazla şirket için hesaplanan notlar şirketlerin performans karşılaştırmalarının yapılması amacıyla kullanılmaktadır. Ayrıca, nota sahip şirketlerden bir endeks oluşturulmakta, endekse dahil edilmeyen şirketlerin performans ve hisse senedi getirileri ile karşılaştırılmaktadır. Türkiye'deki şirketler ise, Kurul tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaktadırlar. Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamaları Kurul'un yetkilendirdiği bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilerek notlar verilmektedir. Ayrıca, Türkiye'de İMKB tarafından hesaplanan ve ilan edilen bir adet KY Endeksi bulunmakta ve KY Endeksi'ne dahil olunabilmesi için Kurul'un yetkilendirdiği bağımsız derecelendirme kuruluşundan gerekli notun alınması gereklidir. Dolayısıyla, Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarının karşılaştırılabilmesi için ayrı bir kurumsal yönetim ilkeleri setinin hazırlanmasına, uygulamaların derecelendirilmesine ve verilen notlardan bir endeks oluşturulmasına ihtiyaç duyulmaksızın mevcut verilerden analiz yapılması mümkündür. Makalede, İMKB tarafından hesaplanan KY Endeksi sorgulanmıştır. Endeks hesaplanmasında dahil edilen şirket sayılarında yukarıda ifade edilen nedenlerle değişiklik yapılarak yeni hesaplanan endeksler ile mevcut endekslerin performansları arasında farklılıklar ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Makalenin birinci bölümünde; kurumsal yönetim uygulamaları ve bu uygulamaların başarısını ortaya çıkarmak amacıyla oluşturulan endekslerin, şirketlerin getiri, performans ve diğer değişkenleri üzerinde etkilerini ortaya koymak amacıyla yapılan literatürdeki çalışmalar incelenmiştir. Kurumsal yönetim uygulamaları ve bunların sonuçları konusunda farklı bakış açılarının tam olarak ortaya konulması amacıyla geniş bir literatür çalışmasına yer verilmiştir.

Makalenin ikinci bölümünde; KY Endeksi de dahil olmak üzere İMKB hisse senedi endekslerinin hesaplanmasına ilişkin bilgiler verilmiştir.

Makalenin üçüncü bölümünde; KY Endeksi'nin başlangıcında ve sonraki dönemlerde endekse dahil olan şirketler, alınan kurumsal yönetim derecelendirme notları ve derecelendirme kuruluşları konularında gösterdiği gelişimi ve mevcut durumu verilmiştir. Makalenin dördüncü bölümünde ise, KY Endeksi'nin gösterdiği performansa ilişkin bilgiler verilmiştir.

Makalenin beşinci bölümünde, inceleme döneminde Doğan Grubu şirketlerinde ortaya çıkan gelişmeler ile İMKB'de işlem gören bankalar hakkında bilgiler verilmiştir.

Makalenin altıncı bölümünde, yeni oluşturulan KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi ile KY Endeksi+bankalar endeksinin oluşturulma süreci anlatılmıştır.

Makalenin yedinci bölümünde ise birinci görüşü sorgulamak amacıyla KY Endeksi'nden Doğan Grubu şirketleri dışarı çıkarılmış ve KY Endeksi'nin hesaplanmaya başladığı günden başlanılarak endeks tekrar hesaplanarak, İMKB-100 Endeksi ile karşılaştırılmıştır. İkinci görüşü sorgulamak amacıyla ise İMKB-100 Endeksi içinde yer alan tüm bankalar KY Endeksi'ne dahil edilerek endeksin hesaplanmaya başlandığı günden başlanılarak tekrar hesaplanarak İMKB-100 Endeksi ile karşılaştırılmıştır.

Makalenin sonuç bölümünde ise yeni oluşturulan endekslerden çıkarılan sonuçlar her iki görüş için ayrıntılı olarak verilmiştir.

Makalenin ekinde analiz için kullanılmak üzere hazırlanan bazı veriler özet tablolar halinde verilmiştir.

II. Literatür Taraması

Gompers, Ishii ve Metrick (2003), 1990'lı yıllarda yaklaşık 1.500 büyük firmadaki pay sahiplerinin haklarının temsili olarak gösterilmesi amacıyla 24 adet kurumsal yönetim kuralı kullanarak kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Örnek olarak seçilen yıllarda, endekste %10'luk kısmı oluşturan en kuvvetli pay sahibi haklarına sahip şirketlerin hisse senetlerini satın alma; endekste %10'luk kısmı oluşturan en zayıf pay sahibi haklarına sahip şirketlerin hisse senetlerini satma stratejisinin her yıl uygulanması sonucunda, yıllık %8,5 oranında olağandışı kazanç elde edilebileceği göstermişlerdir. Buradan hareketle, kuvvetli pay sahibi haklarının tanındığı şirketlerin daha yüksek şirket değerine, daha yüksek karlara, daha yüksek oranda satışların büyüme oranına, daha düşük sermaye harcamalarına sahip oldukları ve daha düşük oranda şirket devralmaları ile karşılaştıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Fodor ve Diavatopoulos ise (2010), Gompers, Ishii ve Metrick'in bulgularını tekrar incelemişler ve söz konusu çalışmada sunulan kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin çok daha zayıf olduğunu sonucuna ulaşmışlardır. Daha önce yapılan çalışmada kullanılan inceleme dönemini genişleterek, 1990'lı yılların öncesi ile 2000'li yılların başlarındaki verileri de analize dahil etmişlerdir. Bu dönemlerin dahil edilmesi durumunda kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirileri arasında ters yönlü bir ilişkinin ortaya çıktığını bulmuşlardır. 1990'lı yıllarda iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerin hisse senedi getirilerinin de yüksek olmasının nedeninin kısmen söz konusu dönemde yaşanan Nasdaq balonu ile büyük şirketlerin olumlu performansları olduğunu ifade etmişlerdir.

Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2003), Alman firmaları için kurumsal yönetim derecelendirme notları hesaplamışlar ve derecelendirme notu ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu kanıtlamışlardır. Yapılan analizde, sermaye maliyetini temsilen temettü getirileri ile fiyat/kazanç oranlarının kullanılması durumunda, beklenen getiri ile derecelendirme notları arasında negatif bir korelasyon olduğunu gösteren kuvvetli sonuçlara ulaşmışlardır. Temsili olarak alınan dönem boyunca yıllık yatırım stratejisi olarak yüksek derecelendirme notuna sahip olan şirketlerin hisse senetlerinin satın alınması, düşük derecelendirme notuna sahip olan şirketlerin hisse senetlerinin satılması durumunda, %12 civarında olağandışı getirinin elde edilebileceğini göstermişlerdir.

Viggósson (2011), önemli kurumsal yönetim ilkeleri uygulamalarını yerine getiren 18 kote İrlandalı şirketten oluşan bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuş ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yerine getiren şirketlerin hisse senedi getirileri ile bu şirketlerden oluşturulan bir portföyün getirilerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak, incelemesinin yalnız 18 şirket ile sınırlı tutulmuş olması nedeniyle incelemenin sonuçlarına daha ihtiyatlı yaklaşılmasının gerektiğini ve bu konuda daha fazla çalışmaya ihtiyaç olduğunu da ifade etmiştir.

Moorman (2005), analizlerinden ulaştığı sonucun etkin piyasalar ile uyumlu olmadığını ve kurumsal yönetime ilişkin bilgilerinin piyasa verileri içerisine doğru bir şekilde konulmadığını göstermiştir. Kurumsal yönetim endeksleri ve duruma uygun birçok farklı veri kullanıldığında, kurumsal yönetime dayalı olarak oluşturulan yatırım stratejilerinin olağanüstü getiri sağladığına ilişkin herhangi bir veriye ulaşamamıştır. Bir şirkette kurumsal yönetim konusunda gidilen bir değişikliğin etkilerinin sabit olduğunu ancak, kötü kurumsal yönetim uygulamalarının şirket değerini önemli ölçüde etkilediğine ilişkin bazı destekleyici verilerin bulunduğunu ifade etmiştir.

Brown ve Caylor (2004), Institutional Shareholder Services (ISS) tarafından sağlanan yeni bir veri tabanına dayalı olarak geniş kapsamlı kurumsal yönetim derecelendirme kriterlerini; denetim, yönetim kurulu, sözleşmeler/şirket içi düzenlemeler, yöneticilerin eğitimi, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin tazminatları, pay sahipliği, ileri uygulamalar ve şirketin durumu olmak üzere 8 alt kategoriye kapsayan 51 faktörün ölçüm kriterlerinin bileşkesinden oluşturmuşlardır. Daha sonra kurumsal yönetim skorlarını, 2.327 şirketin performansları, piyasa değerleri ve pay sahiplerine yaptıkları kar dağıtımları ile ilişkilendirmişlerdir. Yapılan analizde, daha iyi kurumsal yönetim ilkeleri

uygulamalarına sahip olan şirketlerin daha karlı, daha yüksek piyasa değerine sahip ve kar payı olarak pay sahiplerine daha fazla nakit ödemede bulunan şirketler oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Kurumsal yönetim skorunun sekiz alt kategorisinin de şirket performansı ile doğrudan ilişkili olduğunu; yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin tazminatları grubunda hesaplanan kurumsal yönetim skorunun şirketin iyi performansı ile en yüksek oranda ilişkili olduğunu; sözleşmeler/şirket içi düzenlemeler grubunda hesaplanan kurumsal yönetim skorunun ise şirketin kötü performansı ile en yüksek oranda ilişkili olduğunu göstermişlerdir.

Ping (2008), 2004-2006 dönemlerinde Çin'de kote olan en büyük 100 şirket ile 2002-2005 dönemlerinde Hong Kong'da en önemli dört endeksi oluşturan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ölçebilmek amacıyla bir endeks oluşturmuştur. Yapılan analiz sonucunda, Çin'de ve Hong Kong'da şirketlerin kurumsal yönetim alanında önemli ilerlemeler gösterdikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu kapsamda, Çin şirketlerinin piyasa değerleri ile bir bütün olarak kurumsal yönetim ilkeleri uygulamalarının arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu göstermiştir. Hong Kong piyasasında ise kurumsal yönetim derecelendirme skorları ile şirket performansının ölçümü için kullanılan değerler arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.

Zheka (2006), 2000-2002 dönemlerini kapsayan üç yıllık dönem için Ukrayna'daki halka açık şirketlerin yaklaşık yarısını oluşturan 5 binden fazla şirketin kurumsal yönetim konusundaki tercihlerini gösteren veri tabanını kullanarak endeks ve alt endeksler oluşturmuştur. Alt endeksler; pay sahipleri hakları, şeffaflık ve bilgilerin kamuya açıklanması, yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı, yönetim kurulu başkanının bağımsızlığı ve pay sahipliği sözleşmeleri konularında oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performanslarının tahmin edilmesinde kullanılabilmesi konusunda kuvvetli kanıtlara ulaşmıştır. Tüm kurumsal yönetim uygulamalarını kapsayan endekste meydana gelen bir puanlık artışın, şirket performansını 0,5 puan artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, şirket performansı üzerinde pay sahibi hakları, şeffaflık ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı konularındaki kurumsal yönetim uygulamalarının güçlü etkilerinin olduğunu, yönetim kurulu başkanının bağımsızlığının ise olumsuz etkilerinin olduğunu istatistiki ve ekonomik olarak kanıtlamıştır.

Bhaga, Bolton ve Romano (2008), şirket performanslarının tahmin edilmesinde kurumsal yönetim endeksinin etkinliğini analiz etmişlerdir.

Yaptıkları analiz sonucunda şirket performansında kullanılan ölçütler ile kurumsal yönetim endeksi arasında istikrarlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ölçen herhangi bir “en iyi” ölçütün olmadığını ve en etkin kurumsal yönetim sisteminin şirketlerin spesifik durumlarına ve faaliyette buldukları sektörün koşullarına bağlı olduğunu ifade etmişlerdir.

Koerniadi, Krishnamurti ve Tourani-Rad (2010), şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinin riskliliği üzerinde şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının seviyesinin olumlu etkisi olduğunu kanıtlamaya çalışmıştır. Bu amaca yönelik olarak yaptıkları analizde, kendilerinin oluşturdukları kurumsal yönetim endeksini kullanarak, iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yerine getiren Yeni Zelanda şirketlerinin, diğer tüm durumlar sabitken, sistematik olmayan risklerinin seviyesinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Söz konusu riskin daha düşük çıkmasında, yönetim kurulunun yapısı, pay sahibi hakları ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının etkili olduğunu ifade etmişlerdir.

Yıldirtan ve Özün (2011), Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim skorlarına sahip şirketlerden oluşan kurumsal yönetim endeksinin bilgilendirici etkisini incelemek amacıyla Arfima-Figarch modelini kullanmışlardır. Kurumsal yönetim endeksinin uzun dönemli etkileri ortaya koyamadığı ve bundan dolayı zayıf formda bir etkinlik gösterebildiğini ampirik olarak göstermişlerdir.

Gompel (2011), Aralık 1998-Aralık 2008 dönemlerinin tamamına ilişkin olarak çok faktörlü zaman serileri regresyon analizi gerçekleştirmiş ve elde ettiği modeli iki spesifik kriz dönemi olan Eylül 2000-Eylül 2002 ile Ocak 2007-Aralık 2008 dönemleri için uygulamıştır. Yaptığı analiz sonucunda, “finansal krizlerin veya piyasaların aşağı yönlü hareketlerinin olduğu dönemlerde, iyi kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılmasının zayıf kurumsal yönetim uygulamaları gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılmasından önemli derece daha fazla getiri sağlamakta mıdır?” önermesini destekleyecek herhangi bir istatistikî sonuca ulaşamamıştır. Bununla birlikte, kriz dönemlerinde ve krizin olmadığı dönemlerde iyi kurumsal ve zayıf kurumsal yönetim uygulamaları gerçekleştiren şirketlerden oluşturulan portföyler arasında şirket performansları konusunda farklılıklar olduğunu ortaya koymuştur. Bu dönemlerde, zayıf kurumsal yönetim uygulamaları gerçekleştiren şirketlerin önemli oranlarda daha düşük bir şirket performansı gösterdiklerini göstermiştir.

Bae, Lim ve Wei (2006), gelişmekte olan 38 ülkenin piyasalarındaki 14 binden fazla sayıdaki şirketin hisse senetlerine ait getiri verilerini kullanılarak

yaptıkları analiz sonucunda, zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının olduğu piyasalarda hisse senedi getirilerindeki pozitif sapmaların daha derin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Khatab ve diğerleri (2011), Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005-2009 dönemlerinde kote olan 20 şirketin performansları (karlılıkları) ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkileri inceledikleri çalışmalarının sonucunda, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin, zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan veya kurumsal yönetim uygulamaları olmayan şirketlerden daha iyi performans gösterdiklerini göstermişlerdir.

Masulis, Wang ve Xie (2005), bir şirketin ele geçirmeye karşı getirdiği hükümlerin şirketin devralınmasını etkileyip etkilemediğini incelemişler ve ele geçirmeye karşı daha fazla hüküm getiren şirketlerin devralınması durumunda elde edilen hisse getirisinin daha az hüküm getiren şirketlerin devralınması durumunda elde edilen hisse getirisinden çok daha düşük olduğu ve buna bağlı olarak da hissedarların yatırım yaptıkları hisse senetlerinin değerini azalttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bhagat ve Bolton (2008), kurumsal yönetim, şirket performansı, kurumsal sermaye yapısı ve şirketin ortaklık yapısı arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Birinci olarak, yönetim kurulu üyelerinin hisse senedi sahiplikleri ve yönetim kurulu başkanı - genel müdürün farklı kişiler olması durumları ile şirketin mevcut ve sonraki şirket performansı arasında önemli bir pozitif korelasyonun olduğunu ortaya koymuşlardır. İkinci olarak, kurumsal yönetim uygulamaları için kullanılan hiçbir ölçütün, hisse senetleri piyasasının gelecekteki performansları ile ilişkili olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Üçüncü olarak ise, zayıf şirket performansı gösteren şirketlerde, yönetim kurulu üyelerinin hisse senedi sahiplikleri ile yönetim kurulunun bağımsızlığının daha etkili olduğunu göstermişlerdir.

III. İMKB Hisse Senedi Endekslerinin Hesaplanması

Hisse senetleri endeksleri hem fiyat hem de getiri endeksi olarak hesaplanmaktadır. Fiyat endeksleri, sadece fiyattaki değişimi yansıtırken, getiri endeksleri kar payı ödemelerini de dikkate almaktadır. Hisse senedi endeksleri, hisse senedi piyasalarının genel bir göstergesi olup, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bilgiler

vermektedirler. Oluşturulan endeks portföyünün değerindeki artış veya azalışlar endeksteeki artış veya azalışları vermektedir.

Endeks hesaplamalarında esas olarak şirketlerin piyasa değeri, fiili dolaşımdaki pay oranları (Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) oranları) ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri (MKK PD) kullanılmaktadır. Piyasa değeri, sermayeyi temsil eden toplam hisse senedi sayısının hisse senedi fiyatı ile çarpılması suretiyle hesaplanır. Kurul MKK oranını, İMKB hisse senetleri piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin halka açıklık oranlarını gösterir bir kavram olarak tanımlamış olup, şirketlerin MKK oranları MKK tarafından hesaplanarak ilan edilmektedir. MKK PD ise, toplam piyasa değerinin fiili dolaşımdaki pay oranı ile çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır.⁶

Hisse senedi endeksleri, endekse dahil olan şirketlerin MKK kaydında fiili dolaşımdaki pay olarak bulunan ve alım-satıma konu olabilecek hisse senetlerinin piyasa değeri (MKK PD) ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır. Endekslerin hesaplanmasında tescil edilmiş en son fiyatlar kullanılmaktadır.⁷

Endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmaktadır:⁸

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} * N_{it} * H_{it}}{B_t}$$

E_t =Endeksin t zamandaki değeri

n =Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

F_{it} ="i" nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

N_{it} ="i" nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı

H_{it} ="i" nci hisse senedinin t zamandaki fiili dolaşımdaki pay oranı

B_t =Endeksin t zamandaki bölen değeri

6 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "Hisse Senetleri Endeksleri: Tanımlar ve Genel Kurallar", <http://www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/SelectionCriteria.aspx>, Aralık 2011.

7 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "İMKB Temel Bilgiler Klavuzu: Endeksler", <http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSets2.aspx>, Aralık 2011, s.380.

8 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 23.06.2011 Tarih ve 370 Sayılı "İMKB Hisse Senedi Endeksleri Temel Kuralları" Genelgesi, <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Circulars.aspx>, Aralık 2011, s.5-7.

Endeks kapsamındaki şirketlerin piyasa değerlerinde değişiklik meydana gelmesi durumunda, endeksin bölen değerinde de düzeltme yapılarak endeks değerinde devamlılık sağlanmaktadır. Endekslerin düzeltilmiş bölen değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t}\right) * B_t$$

B_{t+1} = t+1 gününde kullanılacak düzeltilmiş bölen değer

ΔPD = Hisse senetlerinin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerinde meydana gelen toplam değişiklik

PD_t = "t" günü endeks kapsamındaki hisselerin fiili dolaşımdaki paylarının kapanış fiyatından hesaplanan toplam piyasa değeri

B_t = Endeksin t zamandaki bölen değeri

Endekslerin bölen değerinde düzeltme yapılmasını gerektiren durumlar aşağıdaki gibidir.

- Nakit temettü ödemesi (yalnız getiri endeksleri için)
- Rüşhan hakkı kullanılarak veya kullanılmayarak gerçekleştirilen nakit karşılığı sermaye artırımı
- Endekslere yeni hisse alınması
- Endekslerden hisse çıkarılması
- Fiili dolaşımdaki pay oranının değişmesi
- Şirketlerin birleşmesi
- Şirketin bölünmesi

IV. İMKB KY Endeksi'nin Mevcut Durumu

Kurumsal yönetim derecelendirmesi konusunda Kurul tarafından yetkilendirilen 5 şirket bulunmaktadır:⁹

TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (TCR)

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Saha)

Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (Kobirate)

JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (JCR Eurasia)

RiskMetrics Group Inc. (RiskMetrics)

9 Sermaye Piyasası Kurulu, "Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar", <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=10>, Aralık 2011.

30.12.2011 tarihi itibariyle KY Endeksi'ne dahil olan şirketlere, derecelendirme notunu aldıkları ilk tarihe, aldıkları ilk nota, derecelendirme şirketine ve KY Endeksi'ne giriş tarihlerine ilişkin bilgiler aşağıda tablo halinde verilmektedir (şirketlerin tam unvanları Ek-1'de verilmektedir).

Tablo 1: KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin giriş tarihleri itibariyle derecelendirme bilgileri

	Şirket	Bildirim Tarihi	Alınan Not (%)	Tahsis Edilen Not	Derecelendirme Şirketi	Endekse Giriş Tarihi
1	Vestel Elektronik	07.03.2007	75,91	7,50	ISS Europe (*)	31.08.2007
2	Yeşil GYO	20.04.2007	78,83	7,88	Saha	31.08.2007
3	Tofaş Türk Otomobil	28.05.2007	75,72	7,57	Saha	31.08.2007
4	Doğan Yayın Holding	02.08.2007	85,88	8,50	ISS Europe (*)	31.08.2007
5	Türk Traktör	23.08.2007	75,17	7,52	Saha	31.08.2007
6	Hürriyet Gazetecilik	24.09.2007	79,67	8,00	ISS Europe (*)	26.09.2007
7	Tüpraş	08.10.2007	79,12	7,91	Saha	09.10.2007
8	Şekerbank	03.03.2008	70,16	7,00	ISS Europe (*)	04.03.2008
9	Otokar Otobüs	20.03.2008	79,40	7,94	Saha	21.03.2008
10	Dentaş Ambalaj	12.05.2008	70,75	7,08	Saha	13.05.2008
11	Anadolu Efes	12.06.2008	80,96	8,10	Saha	13.06.2008
12	Asya Katılım Bankası	04.07.2008	75,56	7,56	Saha	07.07.2008
13	Yapı ve Kredi Bankası	29.12.2008	80,21	8,02	Saha	30.12.2008
14	Vakıf MKYO	28.01.2009	78,15	7,81	TCR	29.01.2009
15	Coca-Cola İçecek	01.07.2009	83,04	8,30	Saha	02.07.2009
16	Arçelik	30.07.2009	82,09	8,21	Saha	31.07.2009
17	Tav Havalimanları	04.09.2009	83,34	8,50	RiskMetrics	07.09.2009
18	TSKB	20.10.2009	87,69	8,77	Saha	21.10.2009
19	Doğan Holding	03.11.2009	82,64	8,26	Saha	04.11.2009
20	Petkim Petrokimya	05.11.2009	77,13	7,71	TCR	06.11.2009
21	Logo Yazılım	22.12.2009	80,53	8,05	Saha	23.12.2009
22	İş Finansal Kiralama	28.12.2009	80,24	8,02	Saha	29.12.2009
23	Türk Telekomünikasyon	29.12.2009	80,11	8,01	Saha	30.12.2009
24	Türk Prysmian Kablo	29.12.2009	77,58	7,76	Saha	30.12.2009
25	Turcas Petrol	12.03.2010	75,21	7,52	Saha	15.03.2010
26	Park Elektrik	09.06.2010	86,45	8,65	Saha	10.06.2010
27	Aygaz	30.06.2010	84,61	8,46	Saha	01.07.2010
28	Albaraka Türk	21.10.2010	81,38	8,14	JCR Eurasia	22.10.2010
29	Yazıcılar Holding	08.11.2010	80,44	8,04	Saha	09.11.2010
30	İhlas Holding	28.12.2010	77,09	7,71	JCR Eurasia	29.12.2010
31	İhlas Ev Aletleri	28.12.2010	71,20	7,12	JCR Eurasia	29.12.2010
32	Doğuş Otomotiv	01.03.2011	77,58	7,75	TCR	02.03.2011
33	Mensa Sınai	28.06.2011	75,94	7,59	Saha	29.06.2011
34	Pınar Süt	24.11.2011	83,43	8,34	Saha	25.11.2011
35	Egeli & Co. Yatırım	02.12.2011	82,00	8,20	Saha	05.12.2011
36	Türkiye Halk Bankası	19.12.2011	87,40	8,74	Saha	20.12.2011
37	İş Yatırım	23.12.2011	86,29	8,63	JCR Eurasia	26.12.2011
38	Global Yatırım Holding	28.12.2011	83,64	8,36	Saha	29.12.2011

(*) "ISS Europe S.A."nın unvanı Mart 2008 tarihinde "RiskMetrics Group Inc." olarak değiştirilmiştir.

Kaynak: www.kap.gov.tr, www.turkkredirating.com, www.saharating.com,
www.jcravasyarating.com, www.kobirate.com.tr, www.riskmetrics.com

31.08.2007 tarihinde 5 şirket ile hesaplanmaya başlayan endekse 2007 yılında 2, 2008 yılında 6, 2009 yılında 11, 2010 yılında 7 ve 2011 yılında 7 şirket eklenerek endeksteeki şirket sayısı 38'e yükselmiştir. Mevcut durumda, KY Endeksi'nde olup da İMKB-100 Endeksi'nde olmayan şirketlerin sayısı 14'tür. İMKB-100 Endeksi'nde olmayan söz konusu şirketlerin KY Endeksi içindeki ağırlığı 30.12.2011 tarihi itibarıyla %9,52'dir.

Son iki yılda endekse dahil olan yeni şirket sayısındaki azalmanın en büyük nedeni olarak başlangıçta kotta kalma/kayıtta kalma ücretlerinde uygulanan %50 oranındaki indirim oranının kademeli hale getirilerek, endekse girildiği ilk iki yılda %50, sonraki iki yılda %25 ve sonraki yıllarda %10 olarak uygulanması gösterilmektedir.

30.12.2011 tarihi itibarıyla KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin aldıkları notlar, tarih ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin bilgiler aşağıya çıkarılmıştır.

Tablo 2: KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin 30.12.2011 tarihi itibariyle ayrıntılı derecelendirme bilgileri

	Şirket	Tarih	1. Bölüm	2. Bölüm	3. Bölüm	4. Bölüm	Genel Ortalama	Tahsis Edilen Not	Derecelendirme Şirketi
1	Albaraka Türk	21.10.2011	77,08	90,04	81,02	79,47	82,80	8,28	JCR Eurasia
2	Anadolu Efes	01.06.2011	88,19	92,72	93,92	67,49	85,46	8,55	Saha
3	Arçelik	01.08.2011	88,73	93,01	95,23	67,55	85,91	8,59	Saha
4	Asya Katılım Bankası	01.07.2011	73,52	89,07	95,59	74,65	82,56	8,26	Saha
5	Aygaz	30.06.2011	89,11	90,70	90,51	69,39	84,95	8,50	Saha
6	Coca-Cola İçecek	01.07.2011	80,32	95,27	96,43	68,28	84,96	8,50	Saha
7	Dentaş Ambalaj	11.05.2011	84,03	89,38	81,66	64,26	80,60	8,06	Saha
8	Doğan Holding	03.11.2011	87,13	94,05	89,00	71,27	85,87	8,59	Saha
9	Doğan Yayın Holding	01.08.2011	90,39	98,24	79,18	79,62	88,76	8,87	RiskMetrics
10	Doğuş Otomotiv	18.02.2011	68,60	88,20	86,70	66,20	77,58	7,75	TCR
11	Egeli & Co. Yatırım	02.12.2011	79,42	83,10	90,47	77,94	82,00	8,20	Saha
12	Global Yatırım Holding	28.12.2011	82,33	88,08	91,63	73,94	83,64	8,36	Saha
13	Hürriyet Gazetecilik	23.09.2011	86,87	91,87	83,17	76,78	85,54	8,55	RiskMetrics
14	İhlas Ev Aletleri	20.12.2011	68,07	80,36	68,33	73,97	73,88	7,39	JCR Eurasia
15	İhlas Holding	20.12.2011	78,90	87,46	68,24	74,19	79,11	7,91	JCR Eurasia
16	İş Finansal Kiralama	28.12.2011	81,54	95,04	92,97	72,79	85,79	8,58	Saha
17	İş Yatırım	23.12.2011	81,26	91,18	82,44	86,81	86,29	8,63	JCR Eurasia
18	Logo Yazılım	19.12.2011	82,06	87,01	92,10	71,31	82,61	8,26	Saha
19	Mensa Sınai	28.06.2011	78,68	82,80	86,83	57,07	75,94	7,59	Saha
20	Otokar Otobüs	18.03.2011	89,06	89,53	97,62	65,77	84,68	8,47	Saha.
21	Park Elektrik	08.06.2011	86,80	94,69	89,86	73,35	86,66	8,67	Saha
22	Petkim Petrokimya	24.08.2011	84,00	93,62	95,12	68,63	85,19	8,52	Kobirate.
23	Pınar Süt	24.11.2011	83,32	90,56	91,71	68,61	83,43	8,34	Saha
24	Şekerbank	07.02.2011	85,43	89,42	97,89	81,04	87,60	8,76	RiskMetrics
25	Tav Havalimanları	26.08.2011	90,63	93,41	96,82	84,36	90,96	9,09	RiskMetrics
26	Tofaş Türk Otomobil	23.11.2011	80,45	92,17	95,23	76,69	85,83	8,58	Saha
27	Turcas Petrol	08.03.2011	83,00	88,30	87,80	65,36	81,17	8,12	Kobirate
28	Tüpraş	05.10.2011	85,03	92,19	97,20	72,40	86,20	8,62	Saha
29	Türk Prysmian Kablo	22.12.2011	87,14	87,27	92,85	60,95	81,50	8,15	Saha
30	Türk Telekomünikasyon	28.12.2011	80,67	93,10	93,31	67,94	83,73	8,37	Saha
31	Türk Traktör	18.08.2011	80,46	90,93	97,62	73,81	85,04	8,50	Saha
32	Türkiye Halk Bankası	19.12.2011	86,22	95,39	96,58	71,90	87,40	8,74	Saha
33	TSKB	18.10.2011	87,84	97,90	97,30	80,78	91,02	9,10	Saha
34	Vakıf MKYO	19.01.2011	82,00	88,30	85,37	79,74	84,15	8,41	Kobirate
35	Vestel Elektronik	25.02.2011	85,05	85,28	93,96	82,69	85,87	8,58	RiskMetrics
36	Yapı ve Kredi Bankası	28.12.2011	87,14	92,46	95,38	78,18	88,00	8,80	Saha
37	Yazıcılar Holding	03.11.2011	79,88	92,95	96,43	64,15	83,00	8,30	Saha
38	Yeşil GYO	18.04.2011	87,52	94,82	79,11	74,59	85,58	8,56	Saha

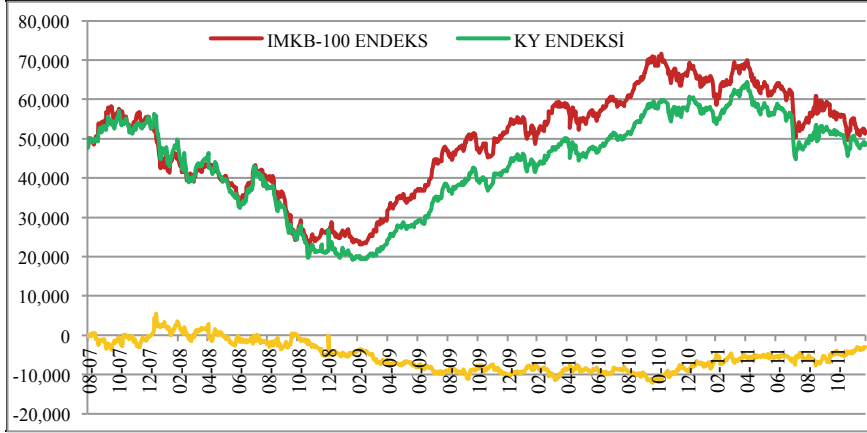
Kaynak: www.kap.gov.tr, www.turkkredirating.com, www.saharating.com,

www.icravrasyarating.com, www.kobirate.com.tr, www.riksmetrics.com

V. KY Endeksi'nin Performansı

31.08.2007-30.12.2011 dönemleri arasındaki KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi'nin değer değişimlerini gösteren grafik aşağıda verilmektedir.

Grafik 1: KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi'nin performans karşılaştırılması



Kaynak: www.imkb.gov.tr

KY Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı ilk dönemlerde, KY Endeksi İMKB-100 Endeksi ile paralel bir seyir izlerken, 2008 yılının son döneminde İMKB-100 Endeksi değerinden düşük kalmaya başlamıştır. Sonraki dönemlerde iki endeks arasındaki endeks değer farklılığı 2009 ve 2010 yıllarında artarken 2011 yılında değer farklılığı azalmıştır. 30.12.2011 tarihi itibariyle İMKB-100 Endeksi değeri 51.266,62 iken, KY Endeksi değeri 48.337,81 olmuş olup, iki endeks arasındaki fark 2.928,81 puan olmuştur.

KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek pozitif fark 5.440,43 değeri ile 15.01.2008 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi değeri 55.817,77 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 50.377,34 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde toplam 101 gün KY Endeksi'nin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinde daha yüksek gerçekleşmiştir.

KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek negatif fark 12.099,50 değeri ile 22.10.2010 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi değeri 58.907,32 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 71.006,82 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde toplam 987 gün KY Endeksi'nin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinden daha düşük gerçekleşmiştir.

VI. Doğan Grubu Şirketleri ve Bankalar Hakkında Bilgiler

5.1. Doğan Grubu Şirketleri Hakkında Bilgiler

KY Endeksi'ne dahil olan Doğan Grubu şirketleri; Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş., Doğan Yayın Holding A.Ş. ve Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.'dir.

Doğan Grubu şirketlerinin KY Endeksi'ne giriş tarihi itibarıyla performanslarının endeks ve diğer endeks şirketleri ile kıyaslamalarında PD değişimleri kullanılmıştır. Endeksin hesaplanmasında şirketlerin MKK PD'leri kullanılmakla birlikte, inceleme dönemi içinde MKK oranlarında ortaya çıkan değişimlerin olması, şirketlerin hisse senedi fiyatlarına bağlı performanslarının tam olarak ortaya çıkarılmasına engel olmaktadır. PD'leri alınarak şirketlerdeki hisse senedi fiyatlarına bağlı olarak ortaya çıkan değer kayıplarının daha iyi görülebilmesi imkanı bulunmaktadır. Ayrıca, endeks şirketlerinde yapılan bedelli sermaye artırımlarından gelen kaynak piyasa değerlerine eklendiğinden ayrıca bir düzeltme yapılmamıştır. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde Doğan Grubu şirketlerinde 1.473.500.000 TL, diğer KY Endeksi şirketlerinde 872.533.387 TL bedelli sermaye artırımları gerçekleştirilmiştir.

KY Endeksi'ne girdikleri tarihler dikkate alınarak, Doğan Grubu şirketlerinin yıllık olarak ve diğer endeks şirketlerinin yıllık ortalama olarak PD'lerinde ortaya çıkan değer değişimleri ile KY Endeksi'nde ortaya çıkan değişimlere ilişkin bilgiler aşağıda tabloda verilmektedir. Yıllık ortalamaların hesaplanmasında şirketlerin endekse girdikleri tarih ile yılsonu değerlerindeki değişim oranları yıllık değişim olarak dikkate alınmıştır (Ayrıntılı tablo Ek-2'de verilmektedir).

Tablo 3: Doğan Grubu şirketlerinin ve diğer KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin performans karşılaştırmaları

(%)	Doğan Yayın Hol.	Hürriyet	Doğan Holding	Diğer Şirketlerde Ortalama Değişim	İMKB-100 Endeksi	KY Endeksi
Genel	-63,96	-75,85	-49,52	43,78	6,62	0,53
2007	6,10	-4,77	-	2,89	15,51	15,23
2008	-86,13	-80,38	-	-48,42	-51,63	-51,51
2009	173,09	245,23	-1,90	95,45	96,64	58,84
2010	75,82	-2,67	8,74	45,14	24,95	33,94
2011	-48,98	-61,54	-52,68	-5,57	-22,33	-15,42

Kaynak: www.imkb.gov.tr

Yukarıda verilen tablodan da görüleceği gibi, inceleme dönemi boyunca endekse dahil oldukları tarihten itibaren Doğan Grubu şirketlerinin piyasa değerleri açısından performanslarının diğer KY Endeksi şirketlerinden farklılık gösterdikleri görülmektedir. Ancak, Doğan Grubu şirketlerinin endekse girdikleri tarihten 30.12.2011 tarihleri arasından PD'lerinde önemli düşüşler olduğu görülmekte olup, PD'lerinde Doğan Yayın Holding'de %63,96, Hürriyet'te %75,85 ve Doğan Holding'de %49,52 düşüşler olmuştur. Aynı dönemde, Doğan Yayın Holding 1.381.500.000 TL ve Hürriyet 92.000.000 TL tutarında bedelli sermaye artırımında bulunmalarına rağmen PD'lerinde düşüşler olmuştur. Aynı dönemlerde diğer KY Endeksi şirketlerinin PD'lerindeki artışlarının ortalamasının %43,78 olduğu görülmektedir. Bu durum, Doğan grubu şirketlerinin KY Endeksi'ne ve diğer endeks şirketlerinin PD'lerindeki değişim açısından iyi bir performans göstermediklerini ortaya koymaktadır.

31.08.2007-30.12.2011 döneminde İMKB-100 Endeksi'nde %6,62, KY Endeksi'nde ise yalnızca %0,53 oranında bir artış görülmüştür.

Endekse dahi olan şirketlerin MKK PD'lerinin toplamının bölen değerine bölünmesi ile bulunan KY Endeksi değerinde, şirketlerin ağırlıkları, sahip oldukları MKK PD'lerinin büyüklüğüne göre değişmektedir. Dolayısıyla, MKK PD yüksek olan şirketler, KY Endeksi'nin MKK PD değeri içinde daha yüksek bir orana sahip olacak ve bu durumda şirketin MKK PD değerinde ortaya çıkabilecek bir değişim KY Endeksi'nin değerini daha çok etkileyecektir.

Doğan Grubu şirketlerinin KY Endeksi'ne giriş tarihleri ve yıllar itibariyle endeks içindeki ağırlıklarının inceleme dönemi olan 31.08.2007-30.12.2011

döneminde nasıl değiştiğine ilişkin tablo aşağıda verilmektedir (Ayrıntılı tablo Ek-3'de verilmektedir).

Tablo 4: Doğan Grubu şirketlerinin KY Endeksi içindeki ağırlıklarının değişimleri

(%) Tarih	Doğan Yayın Holding	Hürriyet	Doğan Holding	Toplam	Şirket Sayısı
29.08.2007	44,98	0	0	44,98	5
26.09.2007	35,06	21,70	0	56,76	+ Hürriyet
31.12.2007	14,24	8,67	0	22,91	7
31.12.2008	1,78	1,53	0	3,31	13
04.11.2009	2,02	2,04	4,95	9,01	+ Doğan Holding
31.12.2009	1,66	1,81	3,77	7,24	24
31.12.2010	1,34	0,76	3,06	5,16	31
30.12.2011	0,68	0,29	1,50	2,47	38

Kaynak: www.imkb.gov.tr

Yukarıda görüldüğü üzere, endekse her şirket eklenmesi, söz konusu şirketin MKK PD büyüklüğüne göre diğer şirketlerin endeks içindeki ağırlıklarını azaltmaktadır. KY Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı ilk dönemlerde şirket sayısının da az olması nedeniyle, endeks şirketlerinin endeks içindeki ağırlıkları da yüksek olmaktadır.

Doğan Grubu şirketlerinden Doğan Yayın Holding'in KY Endeksi'nin hesaplandığı tarihte endeks içerisindeki ağırlığı %44,98 ile başlamış ve endekse şirketler eklendikçe azalmıştır. Hürriyet'in endekse dahil olduğu 26.09.2007 tarihinde Doğan Grubu'nun ağırlığı biraz artarak %56,76 olmuştur. Son olarak Doğan Holding'in katıldığı 04.11.2009 tarihinde, endekse yüksek MKK PD'leri olan şirketlerin dahil olması ve endeksteeki şirket sayısının da 14 olması nedeniyle Doğan Grubu'nun endeksteeki ağırlığı %9,01 olmuştur. Sonraki dönemlerde yeni şirketlerin endekse dahil olmaları sonucu Doğan Grubu şirketlerinin ağırlıkları azalmış ve 30.12.2011 tarihi itibarıyla %2,47'ye düşmüştür.

Endeksin ilk dönemlerinde endeks içerisinde ağırlığı fazla olan Doğan Grubu şirketlerinde ortaya çıkan olumsuz gelişmeler ve bunun sonucu olarak hisse senetlerinin fiyatlarında ve dolayısıyla diğer endeksteeki şirketlere göre daha yüksek oranda ortaya çıkan PD'lerindeki azalmalar da, KY Endeksi'nin sonraki dönemlerde değerinin İMKB-100 Endeksi'nden daha düşük olması sonucunu da beraberinde getirmiştir. İlk dönemlerde ortaya çıkan bu düşüş KY Endeksi ile

İMKB-100 Endeksi arasındaki farklılığın çok daha fazla artmasına neden olmuştur.

KY Endeksi'nde ağırlığı fazla olan şirketlerin olumsuz performansı sonraki dönemlerde tersine dönerek olumlu olsa bile, söz konusu şirketlerin endekste ağırlıklarının yeni şirketlerin endekse katılması nedeniyle düşmüş olması nedeniyle, endekste ortaya çıkardıkları olumlu değişim oldukça sınırlı kalmıştır.

5.2. Bankalar Hakkında Bilgiler

İMKB'de işlem gören bankaların İMKB piyasa kapitalizasyonunda büyük ağırlıkları bulunmaktadır. Dolayısıyla, bankaların hisse senetlerinin performansları piyasa kapitülasyonu ve endeksleri üzerinde oldukça etkin durumdadır. Ancak, İMKB'de işlem gören 17 bankadan yalnızca 6 banka KY Endeksi'nde bulunmaktadır. Bankaların da KY Endeksi'ne dahil olması durumunda, bankaların sahip oldukları yüksek sermaye ve MKK PD'leri nedeniyle KY Endeksi üzerinde banka hisse senetlerinin performansları belirleyici olabilecektir. KY Endeksi'ne dahil olan bankaların endekse giriş tarihlerine, 30.12.2011 tarihi itibarıyla KY Endeksi dışındaki bankaların PD ile MKK PD ve KY Endeksi şirketlerinin PD ve MKK PD'lerine ilişkin bilgiler aşağıya çıkarılmıştır.

Tablo 5: KY Endeksi'ne dahil olan ve olmayan bankaların büyüklük karşılaştırmaları

Banka (Endekse Giriş Tarihi)	PD (TL)	MMK PD (TL)
Şekerbank (04.03.2008)	900.000.000	135.000.000
Asya Katılım Bankası (07.07.2008)	1.431.000.000	729.810.000
Yapı ve Kredi Bankası (30.12.2008)	11.693.567.954	2.104.842.232
TSKB (21.10.2009)	1.464.000.000	570.960.000
Albaraka Türk (22.10.2010)	846.230.000	177.708.300
T. Halk Bankası (20.12.2011)	12.375.000.000	3.093.750.000
Toplam	28.709.797.954	6.812.070.532
Endeks Dışındaki Diğer Bankalar	93.960.262.300	25.509.707.026
Tüm Bankalar	122.670.060.254	32.321.777.558
KY Endeksi	105.975.397.718	27.763.831.181
Endeks Bankalarının KY Endeksi'ne Oranı	27,09	24,54
Diğer Bankaların KY Endeksi'ne Oranı	88,66	91,88
Endeks Bankalarının Diğer Bankalara Oranı	30,56	26,70

Kaynak: www.imkb.gov.tr

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, KY Endeksi'nde bulunan bankaların PD ve MKK PD'lerinin KY Endeksi'nin PD ve MKK PD içindeki oranları sırasıyla %27,09 ve % 24,54'tir. Ancak, KY Endeksi'nde bulunan bankaların İMKB'de işlem gören diğer bankaların PD ve MKK PD'leri toplamına oranlarının sırasıyla %30.56 ve %26,70 olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, KY Endeksi'ne dahil olmayan bankaların endekse dahil olmaları durumunda, KY Endeksi'nin PD ve MKK PD'si yaklaşık iki katına çıkarılabilecektir.

VII. Yeni Endekslerin Oluşturulma Süreci

6.1. KY Endeksi-Doğan Grubu Endeksi

Doğan Yayın Holding, KY Endeksinin başlangıç tarihi olan 31.08.2007 tarihinden itibaren endeks kapsamındadır. Hürriyet 26.09.2007 tarihinde, Doğan Holding 04.11.2009 tarihinde KY Endeksi'ne dahil olmuştur.

Söz konusu şirketlerin KY Endeksi'ne dahil olmamaları durumunda endeksin göstereceği performansın ortaya çıkarılabilmesi amacıyla KY Endeksi'nden söz konusu şirketlerin değerleri çıkarılarak tekrar hesaplanması gerekmektedir.

Bu amaca yönelik olarak, Doğan Grubu şirketlerinin KY Endeksi'ne giriş tarihlerinde kullanılan MKK PD'leri endeksten düşülmüştür. Bu durum ise KY Endeksi'nin hesaplanmaya başlanıldığı 31.08.2007 tarihinden, 30.12.2001 tarihine kadar geçen sürede yapılan ve endeksin yeniden hesaplanmasında gerekli olan bölen değerlerinde düzeltmelerin yapılması zorunlu kılmıştır. Bölen değerleri hesaplanırken bölen değerinde düzeltmeler yapılmasını gerektiren işlemler olan endekse şirketlerin eklenmesi, şirketlerde MKK oran değişiklikleri, bedelli sermaye artırımları ve şirket devralma/birleşmeleri Doğan Grubu şirketleri dışındaki diğer şirketler için dikkate alınarak, her durumda bölen değerleri tekrar hesaplanmıştır. Bu çerçevede, toplam 48 adet bölen düzeltmesi gerçekleştirilmiştir.

6.2. KY Endeksi+Bankalar Endeksi

İMKB endekslerindeki şirketlerin tespit edilmesi amacıyla normal şartlarda yılda 4 kere yapılan çalışmalar sonucunda, endekse dahil edilecek ve/veya çıkarılacak şirketler tespit edilmektedir. Bazı yıllarda bu çalışmanın sayısı 4'ü geçebilmektedir. Bu çerçevede; 2007 yılında 4, 2008 yılında 5, 2009 yılında 7, 2010 yılında 6 ve 2011 yılında 5 kere endeksteki şirketlerin belirlenmesine

yönelik çalışmalar yapılarak kamuya duyurulmuştur. İnceleme döneminde bankaların dahil oldukları endeksleri gösteren özet tablo aşağıya çıkarılmıştır (Bankaların tam unvanları Ek-4’te verilmektedir).

Tablo 6: İMKB’de işlem gören bankaların dönem içinde işlem gördükleri İMKB endekslerine ilişkin bilgiler

		2007	2008	2009	2010	2011	
1	Akbank	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
2	Albaraka Türk		İMKB-50	İMKB-50	İMKB-100		+
3	Alternatifbank						-
4	Asya Katılım Bankası	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
5	Denizbank						-
6	Fortis Bank	İMKB-50	İMKB-100	İMKB-100	İMKB-100	-	+
7	Finansbank	İMKB-100					-
8	Garanti Bankası	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
9	İş Bankası (A)						+
	İş Bankası (B)						+
	İş Bankası (C)	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
10	Şekerbank	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-100	+
11	T. Ekonomi Bankası	İMKB-100	İMKB-50	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-50	+
12	T. Halk Bankası	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
13	T. Kalkınma Bankası						-
14	T.S.K.B.	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-50	İMKB-50	İMKB-100	+
15	Tekstilbank	İMKB-100	İMKB-100	İMKB-100	İMKB-100	İMKB-100	+
16	Vakıflar Bankası	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
17	Yapı ve Kredi Bankası	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	İMKB-30	+
						Toplam	13

Kaynak: www.imkb.gov.tr

Yukarıda yer alan bankalardan Albaraka Türk, Asya Katılım Bankası, Şekerbank, T. Halk Bankası, T.S.K.B ve Yapı ve Kredi Bankası mevcut KY Endeksi’ne dahil olan bankalardır.

Yeni oluşturulacak KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi’nin performansları kıyaslanacağı için KY Endeksi’nin hesaplandığı dönem boyunca mevcut durumda KY Endeksi’ne dahil olan bankalar dışındaki diğer İMKB-100 Endeksi’ne dahil olan bankalar, karşılaştırmanın anlamlı olabilmesi amacıyla yeni KY Endeksi’ne dahil edilmiştir.

İMKB’de işlem gören Finansbank 2007 yılı sonrasında, Alternatifbank, Denizbank ile T. Kalkınma Bankası ise inceleme dönemi boyunca özellikle düşük MKK oranları ve dolayısıyla düşük MKK PD’leri nedeniyle İMKB-30, İMKB-50 veya İMKB 100 Endeksi’ne dahil edilmemişlerdir. Fortisbank ise TEB tarafından 2011 yılının ilk yarısında devralınmasından önce söz konusu endekslere dahil edilmiştir. Birleşme sonrasında kurumsal bütünlüğü ile TEB’e devrolduğu için son yıl endekslerine dahil edilmemekle birlikte, devrolma öncesi

sahip olduğu MKK PD, TEB'in MKK PD içinde yer almaktadır. Bu durum ve inceleme döneminin 2011 yılı dışındaki yıllarında Fortisbank'ın İMKB-50 ve İMKB-100 Endeksi'ne dahil olması nedeniyle yeni KY Endeksi'ne dahil edilmiştir. Albaraka'nın ise 2007 ve 2011 yılı dışındaki yıllarda inceleme döneminin büyük kısmında İMKB-50 ve İMKB-100 Endeksi'ne dahil olması ve mevcut durumda KY Endeksi'ne dahil edilen banka olması nedenleriyle yeni KY Endeksi'ne dahil edilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilgili şirkete verildiği ve bu şirketin İMKB'de işlem gören tüm hisse gruplarının değerlerinin endekse dahil edildiği göz önüne alınarak, İMKB-100 Endeksi içinde yer almamasına rağmen İş Bankası'nın A ve B Grubu hisseleri de yeni endekse dahil edilmişlerdir.

Bu çerçevede, İMKB'de işlem gören toplam 17 bankadan 13 bankanın hisse senetleri yeni oluşturulan KY Endeksi'ne dahil edilmiştir.

Dolayısıyla, mevcut durumda KY Endeksi'ne dahil edilen bankalar ile birlikte yukarıda ifade edilen KY Endeksi hesaplandığı dönemde çoğunlukla İMKB-100 Endeksi'ndeki bankaların KY Endeksi'nin hesaplandığı ilk tarihten itibaren endeks kapsamında olduğu varsayımıyla yeni endeks değerleri hesaplanmıştır.

Bu kapsamda diğer alternatif endeks hesaplamasında da yapıldığı gibi yeni MKK PD'leri ile yeni bölen değerleri hesaplanmış ve bu değerler kullanılarak yeni KY Endeksi hesaplanmıştır. Benzer şekilde, bölen değerleri hesaplanırken bölen değerinde düzeltmeler yapılmasını gerektiren işlemler olan endekse şirketlerin eklenmesi, şirketlerde MKK oran değişiklikleri, bedelli sermaye artırımları ve şirket devralma/birleşmeleri tüm bankalar için dikkate alınarak, her durumda bölen değerleri tekrar hesaplanmıştır. Bu çerçevede, toplam 59 adet bölen düzeltmesi gerçekleştirilmiştir.

VIII. Yeni KY Endekslerinin Değerlendirilmesi

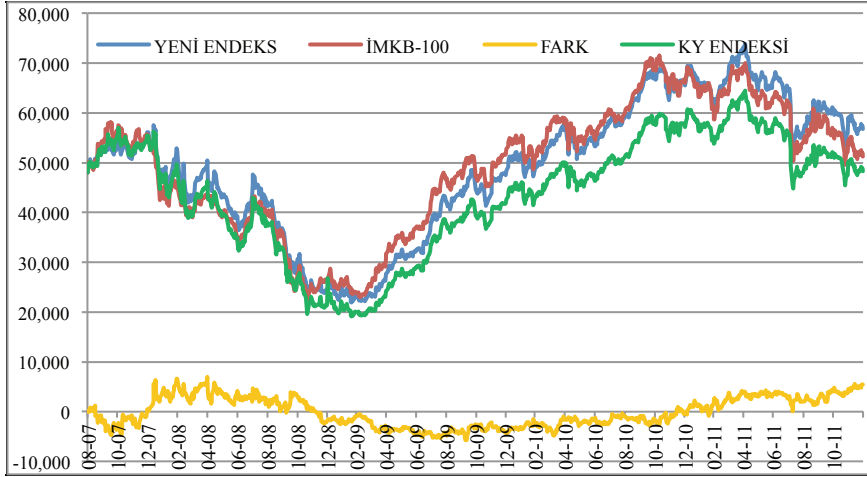
Yeni KY Endekslerinin aldıkları değerlerin haftalık olarak ve KY Endeksi'ne şirketlerin dahil edildiği tarihler itibariyle, İMKB-100 ve KY Endeksi ile karşılaştırmalı tablosu Ek-5'te verilmektedir.

7.1. KY Endeksi-Doğan Grubu Endeksinin Değerlendirilmesi

Doğan Yayın Holding'in KY Endeksi'nin başlangıç tarihi olan 31.08.2007 tarihinden itibaren, Hürriyet'in 26.09.2007 tarihinden ve Doğan Holding'in

04.11.2009 tarihinden itibaren endekse dahil edilmeden hesaplanan yeni endekse ilişkin grafik aşağıda verilmektedir.

Grafik 2: KY Endeksi-Doğan Grubu Endeksi ile KY Endeksi ve İMKB-100 Endeksi'nin karşılaştırılması



Kaynak: www.imkb.gov.tr

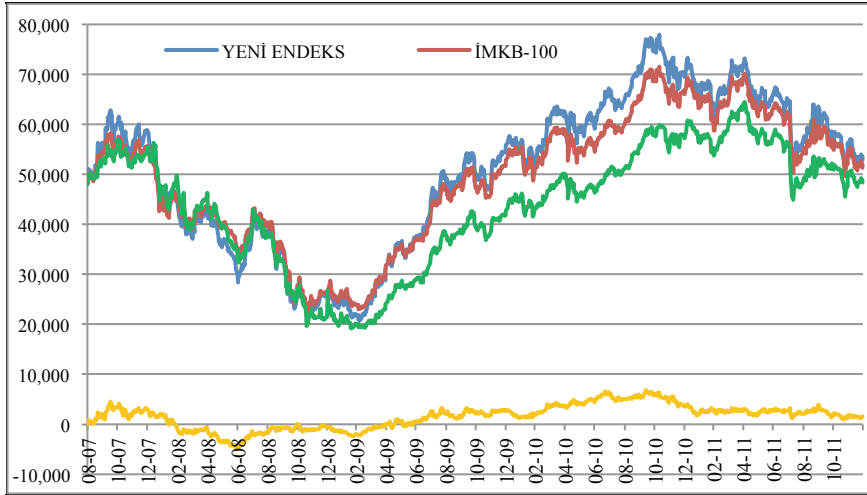
KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi, KY Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı ilk aylarda İMKB-100 Endeksi'nden düşük seviyelerde iken, 2008 yılından itibaren daha yüksek değerlere ulaşmakla birlikte 2009 yılının başından itibaren tekrar daha düşük seviyelerde kalmaya başlamıştır. 2011 yılının başından itibaren KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi tekrar İMKB-100 Endeksi'nden daha yüksek seviyelere ulaşmıştır. 2011 yılının sonlarına doğru KY Endeksi-Doğan Grubu endeksinin İMKB-100 Endeksi'ne göre daha iyi performans gösterdiği görülmekte olup, arada endeks değer farkı artmaya devam etmiştir. 30.12.2011 tarihi itibarıyla İMKB-100 Endeksi değeri 51.266,62 iken, KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi 56.786,59 olmuş olup, iki endeks arasındaki fark 5.519,96 puan olmuştur. Aynı tarihte KY Endeksi'nin değeri ise 48.337,81 puan olmuştur.

KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek pozitif fark 7.062,13 değeri ile 30.04.2008 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi-Doğan Grubu endeksinin değeri 50.530,25 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 43.468,12 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011

döneminde toplam 505 gün KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi endeksinin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinden daha yüksek gerçekleşmiştir.

KY Endeksi-Doğan Grubu endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek negatif fark 5.708,99 değeri ile 12.10.2009 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi-Doğan Grubu endeksinin değeri 45.293,99 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 51.002,98 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde toplam 583 gün KY Endeksi-Doğan Grubu endeksinin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinde daha düşük gerçekleşmiştir.

7.2. KY Endeksi+Bankalar Endeksinin Değerlendirilmesi



Kaynak: www.imkb.gov.tr

KY Endeksi+Bankalar endeksi, KY Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı ilk dönemlerde İMKB-100 Endeksi'nden yüksek bir seviyelerde iken, 2008 yılından itibaren daha düşük seviyede kalsa da 2009 yılının ortalarına kadar paralel bir seyir izlediği görülmektedir. 2009 yılından itibaren ise KY Endeksi+Bankalar endeksi tekrar İMKB-100 Endeksi'nden daha yüksek seviyelere ulaşmış ve 30.12.2011 tarihine kadar paralel seyir devam etmiştir. 30.12.2011 tarihi itibarıyla İMKB-100 Endeksi değeri 51.266,62 iken, KY Endeksi+Bankalar endeksi 52.850,32 olmuş olup, iki endeks arasındaki fark 1.583,69 puan olmuştur. Aynı tarihte KY Endeksi'nin değeri ise 48.337,81 puan olmuştur.

KY Endeksi+Bankalar endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek pozitif fark 6.812,96 değeri ile 13.10.2010 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi+Bankalar endeksinin değeri 76.979,86 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 70.166,89 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde toplam 779 gün KY Endeksi+Bankalar endeksinin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinde daha yüksek gerçekleşmiştir.

KY Endeksi+Bankalar endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasında en yüksek negatif fark 5.036,26 değeri ile 27.06.2008 tarihinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tarihte KY Endeksi+Bankalar endeksinin değeri 30.793,14 iken, İMKB-100 Endeksi'nin değeri 35.829,40 olmuştur. 31.08.2007-30.12.2011 döneminde toplam 309 gün KY Endeksi+Bankalar endeksinin değeri İMKB-100 Endeksi'nin değerinden daha düşük gerçekleşmiştir.

IX Sonuç

31.08.2007 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlanan KY Endeksi, 30.12.2011 tarihine kadar geçen sürenin büyük bir kısmında İMKB-100 Endeksi'nden daha düşük bir seyir izlemiştir. 30.12.2011 tarihi itibarıyla İMKB-100 Endeksi değeri 51.266,62 iken KY Endeksi değeri 48.337,81 olmuş olup, iki endeks arasındaki fark 2.928,81 puan olmuştur.

KY Endeksi'nin İMKB İMKB-100 Endeksi'nden daha yüksek bir değere sahip olması gerektiği beklentisine rağmen ortaya çıkan bu durumun nedenlerine ilişkin olarak ileri sürülen görüşlerin doğruluklarının ortaya konulabilmesi amacıyla yeni endeksler hesaplanmıştır. Birinci olarak, özellikle endeksin hesaplanmaya başlanıldığı ilk dönemlerde endekste önemli ağırlığı olan Doğan Grubu şirketlerinin yaşadıkları vergi borcu ve cezası kaynaklı hukuksal sorunların KY Endeksi'ne üzerindeki olumsuz etkilerinin ortaya çıkarılabilmesi amacıyla KY Endeksi'nden Doğan Grubu şirketleri çıkarılarak endeks tekrar hesaplanmıştır. İkinci olarak, İMKB piyasa kapitalizasyonunda ve İMKB endekslerinde önemli bir ağırlığa sahip olan bankaların yeterince temsil edilmemesi görüşünü sorgulamak amacıyla KY Endeksi'nin ilk hesaplandığı tarihten itibaren İMKB-100 Endeksi'ne dahil olan bankalar KY Endeksi'ne de dahil edilerek endeks tekrar hesaplanmıştır. 30.12.2011 tarihi itibarıyla, İMKB-100 Endeksi'nden birinci endeksin 5.519,96 puan, ikinci endeksin 1.583,69 puan; mevcut KY Endeksi'nden ise birinci endeksin 8.448,78 puan, ikinci endeksin 4.512,51 puan daha yüksek olduğu ortaya konulmuştur.

Doğan Grubu şirketleri dahil edilmeden hesaplanan yeni endeksin bankaların dahil edilmesi ile hesaplanan yeni endeksten daha yüksek çıktığı

görülmektedir. Endeks içerisinde özellikle endeksin hesaplanmaya başlandığı ilk dönemlerde ağırlığı fazla olan şirketlerde ortaya çıkan diğer şirketlerden yüksek oranlı değer düşüklüğü endeksi olumsuz yönde etkilemekte, endekse yeni şirketlerin endekse eklenmesi ile ağırlığı azalan söz konusu şirketlerde değer artışları endeksi aynı oranda yükseltmemektedir. Dolayısıyla, Doğan Grubu şirketlerinde ortaya çıkan olağanüstü durum KY Endeksi'nin sonraki dönemlerdeki performansını olumsuz yönde etkilemiştir.

Bankaların KY Endeksi'nin ilk hesaplandığı tarihten itibaren endekse dahil edilmesi durumunda da daha yüksek bir endeks değerine ulaşılmıştır. Ancak, aradaki farklılık çok fazla anlamlı olmayabilir. Çünkü, kurumsal yönetim uygulamaları konusunda herhangi bir sorgulama yapılmadan ve kurumsal yönetim derecelendirme notu olmayan bankaların endekse dahil edilmesi, endeksin oluşturulması mantığı ile uyumlu olmayacaktır.

Son dönemlerde, KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi arasındaki farklılık KY Endeksi lehine azalmaktadır. KY Endeksi'ndeki şirket sayısının artması, sonraki dönemlerde KY Endeksi'nin İMKB-100 Endeksi'nden daha yüksek değerlere ulaşmasını da beraberinde getirebilecektir.

Yukarıda ifade edilen hususlar dışında KY Endeksi ile İMKB-100 Endeksi'nin kıyaslanmasında bazı önemli hususların da göz önünde bulundurulması yararlı olacaktır. KY Endeksi 5 şirketin derecelendirme notu alması ile hesaplanmaya başlanılmıştır. Ancak, endeks hesaplanması için gerekli şirket sayısı daha yüksek belirlenebilirdi. KY Endeksi'nin hesaplanmasına 5 şirket ile başlanması nedeniyle, endeks içinde ağırlığı fazla olan herhangi bir şirketin piyasa değerinde ortaya çıkan olumlu veya olumsuz gelişmenin endeks üzerinde etkisi oldukça fazla olacaktır. Bu nedenle, KY Endeksi'nin hesaplanmasına 10 veya 15 şirket ile başlanması durumunda farklı bir performansın görülmesi ve daha doğru performans karşılaştırılması yapılması mümkün olabilecekti.

30.12.2011 tarihi itibarıyla KY Endeksi'nde bulunan şirket sayısı 38 olmuştur. KY Endeksi içerisinde ağırlıkları çok yüksek olmamakla birlikte söz konusu şirketlerden 14'ü İMKB-100 Endeksi dahil olmayan şirketlerdir. İMKB-100 Endeksi'nde olmayan söz konusu şirketlerin KY Endeksi içindeki ağırlığı 30.12.2011 tarihi itibarıyla %9,52'dir. Dolayısıyla, KY Endeksi'nin performansının karşılaştırılmasında İMKB-100 Endeksi yerine İMKB-Tüm Endeksi'nin kullanılması çok daha doğru sonuçların elde edilmesinde yararlı olabilecektir.

KY Endeksi'nin en önemli eksikliklerinden birisi de endekse dahil olan şirketlerin aldıkları kurumsal yönetim derecelendirme notlarının endeks üzerinde etkisinin bulunmamasıdır. Şirketlerin aldıkları notun 7 veya daha yüksek olması KY Endeksi'ne dahil olmaları içinde yeterli olmakta, ancak alınan notlar dikkate alınmadan endeks hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, notu 7 olan ile 9,5 olan şirketler, aldıkları notlar ile ilgili olarak ilave bir ağırlıklandırma yapılmadan endekse dahil edilmektedirler. Bundan dolayı, şirketlerin aldıkları derecelendirme notları da ağırlıklandırılarak, alınan notun yükseklik veya göreceli düşüklüğünün endeks etkisi ortaya konulabilir. Bu durumda, KY Endeksi'ne dahil olan şirketler arasındaki derecelendirme notlarının farklılıklarından kaynaklanan performans etkilerinin endeks içerisine yansıtılabilme imkanı verilmiş olur.

KY Endeksi'nin gerçek performansını gösterilebilmesi ve İMKB-100 ile karşılaştırılmasının daha anlamlı hale getirilebilmesi amacıyla tekrar hesaplanan yeni endeksler, KY Endeksi'nin performansı hakkında asimetric bilgi sunabilecek hususların ortadan kaldırılması sağlamış ve kurumsal yönetim uygulamalarını yerine getirerek derecelendirme notu alan ve KY Endeksi'ne dahil olan şirketlerin İMKB-100 Endeksi'nde yer alan şirketlerden az da olsa daha iyi fiyat performansı sergilediklerini göstermiştir.

Referanslar

- Ayça Sandıkçıoğlu, “Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi”, SPK Yeterlik Etüdü, Kasım 2005, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=374&ct=f&action=displayfile-&ext=.pdf>, Ocak 2008, s. 27.
- Bae, Kee-Hong; Lim, Chanwoo ve Wei, K. C. John, “Corporate Governance and Conditional Skewness in the World’s Stock Markets”, *Journal of Business*, 2006, Cilt: 79, No: 6, University of Chicago, <http://kee-hong.schulich.yorku.ca/papers/JB-paper.pdf>, Aralık 2011.
- Bhagat, Sanjai ve Bolton, Brian, “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, Yıl: 2008, Sayı: 14, ss. 257–273, Nisan 2008, <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/GovernancePerformance-JCF-June2008.pdf>, Aralık 2011.
- Brown, Lawrence D. ve Caylor, Marcus L., “Corporate Governance and Firm Performance”, Working Paper, Aralık 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.-cfm?abstract_id=586423, Aralık 2011.
- Çakmur Yıldıztan, Dina ve Özün, Alper, “Does Corporate Governance Matter for Market Efficiency? Evidence from Turkish Markets”, *Journal of Management Research*, Sayı:3, No, 1, 2011, <http://www.macrothink.org/journal/index.php/jmr/article/view-/532/409>, Aralık 2011.
- Drobtz, Wolfgang; Schillhofer, Andreas ve Zimmermann, Heinz, “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”, University of Basel, Department of Finance, Department of Finance, Working Paper No: 2/03, Şubat, 2003. <http://www.econbiz.de/en/search/detailed-view/doc/corporate-governance-and-expected-stock-returns-evidence-from-germany-drobtz-wolfgang/10005858708/>, Aralık 2011.
- Fodor, Andy ve Diavatopoulos, Dean, “Does Corporate Governance Matter For Equity Returns?”, Working Paper, Şubat 2010, <http://www.fma.org/NY/NYProgram2.htm>, Aralık 2011.
- Gompel, van J., “Corporate Governance and Stock Returns in US Markets 1998-2008”, Maastricht University School of Business and Economics,

- Yüksek Lisans Tezi, Nisan 2011,
<http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=21957>, Aralık 2011.
- Gompers, Paul A.; Ishii, Joy L. ve Metrick, Andrew, “Corporate Governance and Equity Prices”, Quarterly Journal of Economics, Cilt: 118, Sayı: 1, ss 107-155, Şubat 2003,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920, Aralık 2011.
- Hakan Güçlü, “Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi”, İMKB Yayınları, İstanbul, 2010.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “Hisse Senetleri Endeksleri: Tanımlar ve Genel Kurallar”,
<http://www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/SelectionCriteria.aspx>, Aralık 2011.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “İMKB Temel Bilgiler Klavuzu: Endeksler”,
<http://www.imkb.gov.tr/Publications/TrainingSets2.aspx>, Aralık 2011, s.380.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 23.02.2005 tarih ve 237 No’lu “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları” Genelgesi,
<http://www.imkb.gov.tr/Regulations/-Circulars.aspx>, Haziran 2008.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 23.06.2011 Tarih ve 370 Sayılı “İMKB Hisse Senedi Endeksleri Temel Kuralları” Genelgesi,
<http://www.imkb.gov.tr/Regulations/-Circulars.aspx>, Aralık 2011, s.5-7.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Borsa Günlük Bülteni, 29.12.2009,
<http://www.imkb.gov.tr/Daily-Bulletin/DailyBulletin.aspx>, Aralık 2009.
- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.; <http://www.jcravrsasyarating.com>.
- Khatab, Humera ve diğerleri, “Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market”, International Journal of Trade, Economics and Finance, Cilt:2, Sayı:1, Şubat 2011,
<http://www.ijtef.org/papers/76-F499.pdf>, Aralık 2011.
- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.; <http://www.kobirate.com.tr>.
- Koerniadi, Hardjo; Krishnamurti, Chandrasekhar ve Tourani-Rad, Alireza, “Corporate Governance and the Variability of Stock Returns:

- Evidence from New Zealand Companies”, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, Ocak 2010, <http://eprints.usq.edu.au/19809>, Aralık 2011.
- Masulis, Ronald W.; Wang, Cong ve Xie, Fei, “Corporate Governance and Acquirer Returns”, Mayıs 2005, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No: 116/2006, Journal of Finance, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?-abstract_id=-697501, Aralık 2011.
- Moorman, Theodore Clark, “Corporate Governance and Long-Term Stock Returns”, Yüksek Lisans Tezi, Wheaton College, Texas A&M University, Mayıs 2005, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.180.6400&rep=rep1&type=pdf>, Aralık 2011.
- Ping, Jiang, “Does Corporate Governance Matter? Evidence from China and Hong Kong”, City University Of Hong Kong, Department of Economics and Finance, Doktora Tezi, Ağustos 2008, <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=21957>, Aralık 2011.
- RiskMetrics Group Inc.; <http://www.riskmetrics.com>.
- Romano, Roberta; Bhagat, Sanjai ve Bolton, Brian, "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", Faculty Scholarship Series, Paper: 1920, Ocak 2008, http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1920, Aralık 2011.
- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.; <http://www.saharating.com>.
- Sermaye Piyasası Kurulu, “Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar”, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=10>, Aralık 2011.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:51 Sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, (12.07.2007 tarih, 26580 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.; <http://www.turkkredirating.com>.
- Viggósson, Páll Snorri, “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Iceland”, Yüksek Lisans Tezi, Mayıs 2011,

http://skemman.is/stream/get/1946/8194-/21686/3/MS_Thesis_Pall_Viggosson.pdf, Aralık 2011.

Zheka, Vitaliy, “Corporate Governance and Firm Performance in Ukraine”, Centre For Economic Reform And Transformation, School of Management and Languages, Heriot-Watt University, Discussion Paper 2006/05, Mayıs 2006, <http://www.sml.hw.ac.uk/cert-repec/wpa/2006/dp0605.pdf>, Aralık 2011.

Ek 1: KY Endeksi'ne Dahil Olan Şirketlerin Tam Unvanları

1	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
3	Arçelik A.Ş.
4	Asya Katılım Bankası A.Ş.
5	Aygaz A.Ş.
6	Coca-Cola İçecek A.Ş.
7	Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.
8	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
9	Doğan Yayın Holding A.Ş.
10	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.
11	Egeli & Co. Yatırım Holding A.Ş.
12	Global Yatırım Holding A.Ş.
13	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.
14	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
15	İhlas Holding A.Ş.
16	İş Finansal Kiralama A.Ş.
17	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
18	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
19	Mensa Sınai Ticari ve Mali Yatırımlar A.Ş.
20	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.
21	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
22	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
23	Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.
24	Şekerbank T.A.Ş.
25	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
26	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
27	Turcas Petrol A.Ş.
28	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinelerini A.Ş.
29	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
30	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
31	Türk Traktör ve Ziraat Makinaları A.Ş.
32	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
33	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
34	Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
35	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
36	Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
37	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
38	Yazıcılar Holding A.Ş.

Ek 2: Doğan Grubu Şirketlerinin KY Endeksi İçindeki PD'lerindeki Değişimleri

	Şirket Sayısı	4-Doğan Yayın Holding		6-Hürriyet Gazetecilik		19-Doğan Şirketler Gr. Hol.		DOĞAN GRUBU	
		PD	Kümülatif Değişim (%)	PD	Kümülatif Değişim (%)	PD	Kümülatif Değişim (%)	Toplam PD	Kümülatif Değişim (%)
28.08.2007	5	2.774.760.000,00	-	-	-	-	-	2.774.760.000,00	0
03.09.2007	5	2.884.290.000,00	3,95	-	-	-	-	2.884.290.000,00	3,95
26.09.2007	6	3.042.500.000,00	9,65	1.600.291.430,78	-	-	-	4.642.791.430,78	67,32
01.10.2007	6	3.133.775.000,00	12,94	1.608.626.281,98	0,52	-	-	4.742.401.281,98	70,91
09.10.2007	7	3.133.775.000,00	12,94	1.700.309.645,20	6,25	-	-	4.834.084.645,20	74,22
01.11.2007	7	3.681.425.000,00	32,68	1.675.305.091,60	4,69	-	-	5.356.730.091,60	93,05
03.12.2007	7	3.072.925.000,00	10,75	1.516.942.918,76	-5,21	-	-	4.589.867.918,76	65,41
02.01.2008	7	2.931.690.000,00	5,66	1.490.340.000,00	-6,87	-	-	4.422.030.000,00	59,37
01.02.2008	7	2.238.970.000,00	-19,31	1.330.360.000,00	-16,87	-	-	3.569.330.000,00	28,64
03.03.2008	7	1.867.870.000,00	-32,68	1.187.220.000,00	-25,81	-	-	3.055.090.000,00	10,10
04.03.2008	8	1.806.020.000,00	-34,91	1.161.960.000,00	-27,39	-	-	2.967.980.000,00	6,96
21.03.2008	9	1.410.180.000,00	-49,18	959.880.000,00	-40,02	-	-	2.370.060.000,00	-14,59
01.04.2008	9	1.583.360.000,00	-42,94	917.780.000,00	-42,65	-	-	2.501.140.000,00	-9,86
01.05.2008	9	1.657.580.000,00	-40,26	934.620.000,00	-41,60	-	-	2.592.200.000,00	-6,58
13.05.2008	10	1.509.140.000,00	-45,61	909.360.000,00	-43,18	-	-	2.418.500.000,00	-12,84
02.06.2008	10	1.280.295.000,00	-53,86	858.840.000,00	-46,33	-	-	2.139.135.000,00	-22,91
13.06.2008	11	1.039.080.000,00	-62,55	753.590.000,00	-52,91	-	-	1.792.670.000,00	-35,39
01.07.2008	11	791.680.000,00	-71,47	564.140.000,00	-64,75	-	-	1.355.820.000,00	-51,14
07.07.2008	12	847.345.000,00	-69,46	593.610.000,00	-62,91	-	-	1.440.955.000,00	-48,07
01.08.2008	12	1.342.145.000,00	-51,63	875.680.000,00	-45,28	-	-	2.217.825.000,00	-20,07
01.09.2008	12	1.224.630.000,00	-55,87	759.000.000,00	-52,57	-	-	1.983.630.000,00	-28,51
03.10.2008	12	884.455.000,00	-68,12	598.000.000,00	-62,63	-	-	1.482.455.000,00	-46,57
03.11.2008	12	556.650.000,00	-79,94	386.400.000,00	-75,85	-	-	943.050.000,00	-66,01
01.12.2008	12	395.840.000,00	-85,73	294.400.000,00	-81,60	-	-	690.240.000,00	-75,12
30.12.2008	13	402.025.000,00	-85,51	294.400.000,00	-81,60	-	-	696.425.000,00	-74,90
02.01.2009	13	445.320.000,00	-83,95	322.000.000,00	-79,88	-	-	767.320.000,00	-72,35
29.01.2009	14	395.840.000,00	-85,73	294.400.000,00	-81,60	-	-	690.240.000,00	-75,12
02.02.2009	14	389.655.000,00	-85,96	285.200.000,00	-82,18	-	-	674.855.000,00	-75,68
02.03.2009	14	284.510.000,00	-89,75	211.600.000,00	-86,78	-	-	496.110.000,00	-82,12
01.04.2009	14	340.175.000,00	-87,74	271.400.000,00	-83,04	-	-	611.575.000,00	-77,96
04.05.2009	14	470.060.000,00	-83,06	354.200.000,00	-77,87	-	-	824.260.000,00	-70,29
01.06.2009	14	692.720.000,00	-75,03	455.400.000,00	-71,54	-	-	1.148.120.000,00	-58,62
01.07.2009	14	995.785.000,00	-64,11	570.400.000,00	-64,36	-	-	1.566.185.000,00	-43,56
02.07.2009	15	971.045.000,00	-65,00	538.200.000,00	-66,37	-	-	1.509.245.000,00	-45,61
31.07.2009	16	1.080.325.000,00	-61,07	547.400.000,00	-65,79	-	-	1.627.725.000,00	-41,34
03.08.2009	16	1.104.925.000,00	-60,18	561.200.000,00	-64,93	-	-	1.666.125.000,00	-39,95
01.09.2009	16	1.347.360.000,00	-51,44	883.200.000,00	-44,81	-	-	2.230.560.000,00	-19,61
07.09.2009	17	1.315.280.000,00	-52,60	872.160.000,00	-45,50	-	-	2.187.440.000,00	-21,17
01.10.2009	17	866.160.000,00	-68,78	816.960.000,00	-48,95	-	-	1.683.120.000,00	-39,34
21.10.2009	18	850.120.000,00	-69,36	794.880.000,00	-50,33	-	-	1.645.000.000,00	-40,72
02.11.2009	18	970.420.000,00	-65,03	1.004.640.000,00	-37,22	-	-	1.975.060.000,00	-28,82
04.11.2009	19	1.050.620.000,00	-62,14	899.760.000,00	-43,78	2.572.500.000,00	-	4.522.880.000,00	63,00
06.11.2009	20	1.162.900.000,00	-58,09	899.760.000,00	-43,78	2.670.500.000,00	3,81	4.733.160.000,00	70,58
01.12.2009	20	890.220.000,00	-67,92	949.440.000,00	-40,67	2.303.000.000,00	-10,48	4.142.660.000,00	49,30
23.12.2009	21	962.400.000,00	-65,32	999.120.000,00	-37,57	2.254.000.000,00	-12,38	4.215.520.000,00	51,92
29.12.2009	22	962.400.000,00	-65,32	982.560.000,00	-38,60	2.303.000.000,00	-10,48	4.247.960.000,00	53,09
30.12.2009	24	1.058.640.000,00	-61,85	1.037.760.000,00	-35,15	2.523.500.000,00	-1,90	4.619.900.000,00	66,50
04.01.2010	24	1.106.760.000,00	-60,11	1.043.280.000,00	-34,81	2.499.000.000,00	-2,86	4.649.040.000,00	67,55
01.02.2010	24	1.475.680.000,00	-46,82	1.120.560.000,00	-29,98	3.038.000.000,00	18,10	5.634.240.000,00	103,05
01.03.2010	24	1.339.340.000,00	-51,73	927.360.000,00	-42,05	2.597.000.000,00	0,95	4.863.700.000,00	75,28
15.03.2010	25	1.323.300.000,00	-52,31	932.880.000,00	-41,71	2.695.000.000,00	4,76	4.951.180.000,00	78,44
01.04.2010	25	1.323.300.000,00	-52,31	932.880.000,00	-41,71	2.866.500.000,00	11,43	5.122.680.000,00	84,62
03.05.2010	25	1.464.060.000,00	-47,24	932.880.000,00	-41,71	2.817.500.000,00	9,52	5.214.440.000,00	87,92
01.06.2010	25	1.460.000.000,00	-47,38	767.280.000,00	-52,05	2.817.500.000,00	9,52	5.044.780.000,00	81,81
10.06.2010	26	1.380.000.000,00	-50,27	717.600.000,00	-55,16	2.548.000.000,00	-0,95	4.645.600.000,00	67,42
01.07.2010	27	1.320.000.000,00	-52,43	701.040.000,00	-56,19	2.450.000.000,00	-4,76	4.471.040.000,00	61,13
02.08.2010	27	1.470.000.000,00	-47,02	855.600.000,00	-46,53	2.646.000.000,00	2,86	4.971.600.000,00	79,17
01.09.2010	27	1.280.000.000,00	-53,87	783.840.000,00	-51,02	2.450.000.000,00	-4,76	4.513.840.000,00	62,67
01.10.2010	27	1.420.000.000,00	-48,82	850.080.000,00	-46,88	2.572.500.000,00	-	4.842.580.000,00	74,52
22.10.2010	28	1.480.000.000,00	-46,66	927.360.000,00	-42,05	2.572.500.000,00	-	4.979.860.000,00	79,47
01.11.2010	28	1.450.000.000,00	-47,74	905.280.000,00	-43,43	2.597.000.000,00	0,95	4.952.280.000,00	78,48
09.11.2010	29	1.820.000.000,00	-34,41	999.120.000,00	-37,57	2.817.500.000,00	9,52	5.636.620.000,00	103,14
01.12.2010	29	1.720.000.000,00	-38,01	938.400.000,00	-41,36	2.597.000.000,00	0,95	5.255.400.000,00	89,40
29.12.2010	31	2.050.000.000,00	-26,12	1.054.320.000,00	-34,12	2.768.500.000,00	7,62	5.872.820.000,00	111,65
03.01.2011	31	1.970.000.000,00	-29,00	1.021.200.000,00	-36,19	2.744.000.000,00	6,67	5.735.200.000,00	106,69
01.02.2011	31	2.070.000.000,00	-25,40	1.230.960.000,00	-23,08	2.744.000.000,00	6,67	6.044.960.000,00	117,86
01.03.2011	31	1.840.000.000,00	-33,69	1.026.720.000,00	-35,84	2.866.500.000,00	11,43	5.733.220.000,00	106,62
02.03.2011	32	1.820.000.000,00	-34,41	1.043.280.000,00	-34,81	2.866.500.000,00	11,43	5.729.780.000,00	106,50
01.04.2011	32	2.030.000.000,00	-26,84	1.142.640.000,00	-28,60	2.989.000.000,00	16,19	6.161.640.000,00	122,06
02.05.2011	32	1.810.000.000,00	-34,77	1.087.440.000,00	-32,05	2.964.500.000,00	15,24	5.861.940.000,00	111,26
01.06.2011	32	2.110.000.000,00	-23,96	783.840.000,00	-51,02	2.597.000.000,00	0,95	5.490.840.000,00	97,89
28.06.2011	33	2.070.000.000,00	-25,40	673.440.000,00	-57,92	2.131.500.000,00	-17,14	4.874.940.000,00	75,69
01.07.2011	33	2.130.000.000,00	-23,24	739.680.000,00	-53,78	2.229.500.000,00	-13,33	5.099.180.000,00	83,77
01.08.2011	33	1.840.000.000,00	-33,69	618.240.000,00	-61,37	2.082.500.000,00	-19,05	4.540.740.000,00	63,64
02.09.2011	33	1.300.000.000,00	-53,15	502.320.000,00	-68,61	1.617.000.000,00	-37,14	3.419.320.000,00	23,23
03.10.2011	33	1.420.000.000,00	-48,82	540.960.000,00	-66,20	1.592.500.000,00	-38,10	3.553.460.000,00	28,06

Ek 3: Doğan Grubu Şirketlerinin KY Endeksi İçindeki Ağırlıkları

Tarih	4-Doğan Yayın Holding	6-Hürriyet Gazetecilik	19-Doğan Holding	Toplam	Endekste Diğer Şirketler
29.08.2007	44,98	0	0	44,98	Vestel, YY GYO, Tofaş, Türk Traktör
03.09.2007	44,41	0	0	44,41	
26.09.2007	35,06	21,70	0	56,76	+ Hürriyet
01.10.2007	35,79	21,61	0	57,40	
09.10.2007	15,06	9,61	0	24,67	+ Tüpraş
01.11.2007	17,57	9,41	0	26,98	
03.12.2007	15,44	8,97	0	24,41	
10.12.2007	15,29	8,93	0	24,22	
25.12.2007	14,81	8,87	0	23,68	
02.01.2008	14,46	8,65	0	23,11	
01.02.2008	12,83	8,97	0	21,80	
04.03.2008	8,61	6,51	0	15,12	+ Şekerbank
21.03.2008	7,57	6,06	0	13,63	+ Otokar
01.04.2008	8,21	5,60	0	13,81	
01.05.2008	8,05	5,34	0	13,39	
13.05.2008	7,33	5,20	0	12,53	+ Dentaş Ambalaj
02.06.2008	6,70	5,29	0	11,99	
13.06.2008	4,25	3,63	0	7,88	+ Anadolu Efes
01.07.2008	3,61	3,03	0	6,64	
07.07.2008	3,42	2,82	0	6,24	+ Asya Katılım Bankası
01.08.2008	4,19	3,22	0	7,41	
07.08.2008	4,57	3,29	0	7,86	
01.09.2008	4,39	3,20	0	7,59	
03.10.2008	3,70	2,94	0	6,64	
03.11.2008	2,74	2,24	0	4,98	
01.12.2008	2,42	2,12	0	4,54	
30.12.2008	1,80	1,55	0	3,35	+ Yapı ve Kredi Bankası
02.01.2009	1,90	1,62	0	3,52	
29.01.2009	1,74	1,52	0	3,26	+ Vakıf MKYO
02.02.2009	1,83	1,57	0	3,40	
02.03.2009	1,37	1,20	0	2,57	
01.04.2009	1,61	1,51	0	3,12	
04.05.2009	1,83	1,62	0	3,45	
01.06.2009	1,98	1,78	0	3,76	
01.07.2009	3,06	2,07	0	5,13	
02.07.2009	3,03	1,96	0	4,99	+ Coco-Cola İçecek
31.07.2009	2,78	1,66	0	4,44	+ Arçelik
03.08.2009	2,74	1,64	0	4,38	
04.08.2009	2,94	2,05	0	4,99	
01.09.2009	3,10	2,39	0	5,49	
07.09.2009	2,95	2,30	0	5,25	+ TAV Havalimanları
01.10.2009	1,85	2,05	0	3,90	
21.10.2009	1,59	1,75	0	3,34	+ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
02.11.2009	1,99	2,42	0	4,41	
04.11.2009	2,02	2,04	4,95	9,01	+ Doğan Şirketler Grubu Holding
06.11.2009	2,17	1,98	4,99	9,14	+ Petkim Petrokimya
01.12.2009	1,69	2,12	4,37	8,18	
23.12.2009	1,69	2,07	3,97	7,73	+ Logo Yazılım
29.12.2009	1,50	1,80	3,59	6,89	+ İş Finansal Kiralama
30.12.2009	1,64	1,89	3,91	7,44	+ Türk Telekom ve Türk Prysmian
04.01.2010	1,63	1,81	3,68	7,12	
01.02.2010	2,04	1,82	4,19	8,05	
01.03.2010	1,97	1,61	3,83	7,41	
15.03.2010	1,88	1,56	3,83	7,27	+ Turcas Petrol
01.04.2010	1,72	1,43	3,73	6,88	
09.04.2010	1,90	1,40	3,68	6,98	
03.05.2010	1,82	1,37	3,50	6,69	
01.06.2010	1,98	1,22	3,82	7,02	
10.06.2010	1,84	1,13	3,40	6,37	+ Park Elektrik
01.07.2010	1,71	1,07	2,89	5,67	+ Avgaz
02.08.2010	1,72	1,18	2,83	5,73	
01.09.2010	1,49	1,07	2,60	5,16	
01.10.2010	1,53	1,08	2,61	5,22	
22.10.2010	1,48	1,09	2,43	5,00	+ Albaraka Türk
01.11.2010	1,47	1,08	2,48	5,03	

Tarih	4-Doğan Yayın Holding	6-Hürriyet Gazetecilik	19-Doğan Holding	Toplam	Endeksteeki Diğer Şirketler
09.11.2010	1,77	1,14	2,58	5,49	+ Yazıcılar Holding
01.12.2010	1,78	1,14	2,53	5,45	
29.12.2010	2,01	1,22	2,56	5,79	+ İhlas Holding ve İhlas Ev Aletleri
03.01.2011	1,31	0,75	2,99	5,05	
01.02.2011	1,40	0,92	3,03	5,35	
01.03.2011	1,33	0,82	2,83	4,98	
02.03.2011	1,31	0,83	2,82	4,96	+ Doğu Otomotiv
01.04.2011	1,29	0,80	2,61	4,70	
02.05.2011	1,09	0,73	2,45	4,27	
26.05.2011	1,52	0,58	2,40	4,50	
01.06.2011	1,40	0,57	2,35	4,32	
29.06.2011	1,42	0,52	1,97	3,91	+ Mensa Sınai
01.07.2011	1,40	0,54	2,01	3,95	
01.08.2011	1,25	0,53	1,94	3,72	
02.09.2011	1,00	0,43	2,10	3,53	
03.10.2011	1,01	0,43	1,91	3,35	
01.11.2011	0,94	0,41	1,94	3,29	
25.11.2011	0,84	0,35	1,69	2,88	+ Pınar Süt
01.12.2011	0,80	0,34	1,66	2,80	
05.12.2011	0,82	0,34	1,72	2,88	+ Egelî&Co Yatırım
20.12.2011	0,69	0,30	1,45	2,44	+ T. Halk Bankası
26.12.2011	0,71	0,30	1,52	2,53	+ İş Yatırım Menkul Değerler
29.12.2011	0,69	0,29	1,45	2,43	+ Global Yatırım Holding A.Ş.
30.12.2011	0,68	0,29	1,50	2,47	

Ek 4: İMKB'de İşlem Gören Bankaların Tam Unvanları

1	Akbank T.A.Ş.
2	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
3	Alternatifbank A.Ş.
4	Asya Katılım Bankası A.Ş.
5	Denizbank A.Ş.
6	Finansbank A.Ş.
7	Fortis Bank A.Ş.
8	Şekerbank T.A.Ş.
9	T. Garanti Bankası A.Ş.
10	Tekstil Bankası A.Ş.
11	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.
12	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
13	Türkiye İş Bankası A.Ş.
14	Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.
15	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
16	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.
17	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Ek 5: Yeni KY Endekslerinin aldıkları değerlerin haftalık olarak ve KY Endeksi'ne şirketlerin dahil edildiği tarihler itibariyle, İMKB-100 ve KY Endeksi ile karşılaştırmalı tablosu

Tarih	İMKB-100 Endeksi	Şirket Sayısı	KY Endeksi	Şirket Sayısı	KY Endeksi - Doğan Grubu	Şirket Sayısı	KY Endeksi + Bankalar Endeksi	
29.08.2007	48.082,17	5	48.082,17	4	48.082,17	18	48.082,17	Doğan Yayın, Vestel, YGYGO, Tofaş, Turk Traktor + 13 banka
31.08.2007	50.198,60	5	49.896,19	4	50.182,90	18	51.026,71	
07.09.2007	49.050,42	5	49.216,45	4	49.289,24	18	49.446,04	
14.09.2007	50.620,91	5	49.575,53	4	49.770,99	18	51.734,79	
21.09.2007	53.882,14	5	52.695,34	4	53.048,67	18	55.581,67	
26.09.2007	54.245,83	6	52.777,67	4	52.708,97	19	56.184,55	+ Hürriyet
28.09.2007	54.044,22	6	53.008,57	4	52.097,93	19	56.082,40	
05.10.2007	56.792,97	6	53.339,46	4	52.838,15	19	59.164,93	
09.10.2007	57.910,57	7	55.739,33	5	55.198,10	20	61.371,70	+ Tüpraş
10.10.2007	57.418,04	7	55.195,85	5	54.200,19	20	60.835,52	
19.10.2007	55.486,84	7	53.303,28	5	52.343,09	20	58.405,84	
26.10.2007	56.446,59	7	54.857,30	5	52.828,75	20	59.740,29	
02.11.2007	56.855,06	7	54.935,30	5	53.204,03	20	60.580,30	
09.11.2007	53.689,08	7	53.875,17	5	53.074,88	20	55.430,96	
16.11.2007	54.304,47	7	54.214,83	5	53.027,28	20	56.337,68	
23.11.2007	52.331,29	7	51.654,34	5	51.056,51	20	54.284,47	
30.11.2007	54.213,82	7	52.493,54	5	51.694,19	20	56.712,63	
07.12.2007	56.490,57	7	54.010,87	5	53.972,43	20	59.375,86	
14.12.2007	54.911,71	7	52.886,67	5	53.110,70	20	57.356,37	
19.12.2007	53.847,36	7	53.053,69	5	53.115,96	20	56.336,89	
28.12.2007	55.698,42	7	55.473,87	5	56.134,42	20	58.782,36	
31.12.2007	55.538,13	7	55.406,17	5	56.158,76	20	58.343,64	
04.01.2008	52.529,88	7	52.550,47	5	53.310,78	20	54.122,65	
11.01.2008	51.920,59	7	56.286,21	5	57.498,71	20	53.863,66	
18.01.2008	48.657,45	7	51.215,06	5	51.398,01	20	50.145,45	
25.01.2008	45.497,24	7	47.755,75	5	48.567,07	20	47.579,76	
01.02.2008	44.452,08	7	46.766,24	5	48.085,61	20	46.251,43	
08.02.2008	41.957,86	7	44.087,93	5	46.089,83	20	42.385,16	
15.02.2008	44.305,27	7	45.164,97	5	47.017,55	20	45.023,51	
22.02.2008	45.592,48	7	48.137,76	5	50.655,81	20	45.673,78	
29.02.2008	44.776,88	7	47.596,42	5	50.684,95	20	43.610,59	
04.03.2008	42.923,03	8	44.533,52	6	47.333,78	20	41.130,12	+ Şekerbank
07.03.2008	41.537,22	8	42.467,75	6	45.397,95	20	39.776,46	
14.03.2008	42.585,91	8	43.329,04	6	46.594,86	20	41.201,82	
21.03.2008	39.719,08	9	38.939,89	7	42.013,96	21	38.277,03	+ Otokar
28.03.2008	39.501,17	9	39.236,96	7	42.465,92	21	37.875,94	
04.04.2008	41.362,71	9	42.612,75	7	46.009,48	21	40.225,46	
11.04.2008	41.980,11	9	43.020,24	7	46.569,72	21	40.626,58	
18.04.2008	42.641,06	9	44.102,84	7	47.824,79	21	41.604,82	
25.04.2008	43.593,80	9	45.031,92	7	48.875,37	21	42.927,56	
02.05.2008	43.425,85	9	42.683,83	7	46.065,93	21	41.623,97	
09.05.2008	42.034,70	9	41.849,47	7	45.371,69	21	39.816,12	
13.05.2008	41.831,11	10	42.799,37	8	46.731,30	22	39.730,67	+ Dentaş Ambalaj
16.05.2008	42.498,82	10	43.669,69	8	47.730,89	22	40.468,80	
23.05.2008	39.960,99	10	40.698,00	8	44.509,68	22	36.551,33	
30.05.2008	39.969,63	10	39.758,73	8	43.561,96	22	36.557,40	
06.06.2008	39.645,54	10	39.232,06	8	43.119,75	22	36.114,00	
13.06.2008	38.295,72	11	36.504,60	9	40.573,11	23	34.552,38	+ Anadolu Efes
20.06.2008	37.912,85	11	35.642,35	9	39.666,66	23	33.907,30	
27.06.2008	35.829,40	11	34.819,96	9	39.002,23	23	30.793,14	
04.07.2008	34.300,37	11	32.583,83	9	36.683,28	23	29.817,22	
07.07.2008	35.010,04	12	33.272,74	10	37.369,17	23	30.836,49	+ Asya Katılım Bankası
11.07.2008	35.006,46	12	33.297,10	10	37.271,08	23	31.079,54	
18.07.2008	37.946,57	12	36.174,05	10	40.396,74	23	35.294,81	
25.07.2008	37.556,95	12	36.821,37	10	40.955,12	23	34.957,30	
01.08.2008	42.984,66	12	42.980,54	10	47.668,08	23	41.218,14	
08.08.2008	40.949,91	12	41.099,23	10	45.405,34	23	39.010,24	
15.08.2008	42.194,42	12	40.679,60	10	44.787,09	23	40.585,65	
22.08.2008	40.894,27	12	39.407,72	10	43.723,59	23	39.040,91	
29.08.2008	39.844,48	12	38.104,76	10	42.201,43	23	38.115,22	
05.09.2008	39.115,63	12	37.446,76	10	41.462,99	23	37.928,11	
12.09.2008	37.033,87	12	35.424,23	10	39.599,81	23	36.337,95	
19.09.2008	36.370,16	12	33.746,11	10	37.815,99	23	35.629,95	
26.09.2008	36.556,61	12	33.051,76	10	36.827,63	23	35.832,73	
03.10.2008	34.553,00	12	32.057,66	10	35.845,76	23	33.893,61	
10.10.2008	28.495,93	12	26.070,06	10	28.991,08	23	27.741,73	
17.10.2008	25.870,17	12	26.247,39	10	29.739,28	23	24.523,94	
24.10.2008	24.176,68	12	24.601,92	10	27.970,78	23	23.180,22	
31.10.2008	27.832,93	12	26.947,85	10	30.669,97	23	27.863,36	
07.11.2008	26.648,17	12	25.603,09	10	29.069,36	23	25.424,60	
14.11.2008	25.425,26	12	23.746,32	10	26.996,94	23	24.476,09	
21.11.2008	21.965,96	12	20.204,49	10	23.023,03	23	20.748,52	

28.11.2008	25.714,98	12	23.119,07	10	26.414,41	23	24.772,65	
05.12.2008	24.034,70	12	21.198,56	10	24.225,97	23	22.967,05	
12.12.2008	24.936,93	12	21.476,97	10	24.530,87	23	23.921,10	
19.12.2008	26.205,40	12	21.193,10	10	24.172,30	23	25.847,03	
26.12.2008	26.498,96	12	21.380,31	10	24.405,18	23	26.032,31	
30.12.2008	26.411,09	13	21.448,34	11	24.489,10	23	25.832,75	+ Yapı ve Kredi Bankası
31.12.2008	26.864,07	13	26.864,07	11	25.097,49	23	26.242,37	
02.01.2009	27.005,63	13	22.405,71	11	25.534,25	23	26.465,71	
09.01.2009	26.470,08	13	21.915,61	11	24.975,44	23	25.516,41	
16.01.2009	25.630,96	13	21.029,51	11	23.987,34	23	24.302,20	
23.01.2009	24.781,83	13	19.721,13	11	22.481,18	23	23.298,09	
29.01.2009	26.162,99	14	21.772,17	12	24.878,61	24	24.847,65	+ Vakıf MKYO
30.01.2009	25.934,37	14	21.118,91	12	24.106,96	24	24.545,06	
06.02.2009	26.735,21	14	21.238,89	12	24.260,92	24	25.093,19	
13.02.2009	25.199,53	14	20.351,72	12	23.231,32	24	23.074,93	
20.02.2009	23.579,48	14	19.280,89	12	22.131,73	24	21.267,79	
27.02.2009	24.026,59	14	20.027,24	12	23.060,58	24	22.011,10	
06.03.2009	23.220,02	14	19.812,27	12	22.773,41	24	21.141,57	
13.03.2009	23.615,25	14	19.542,27	12	22.436,99	24	22.041,73	
20.03.2009	24.038,89	14	19.643,65	12	22.516,51	24	22.525,90	
27.03.2009	25.697,25	14	20.739,88	12	23.812,29	24	24.880,52	
03.04.2009	26.631,06	14	20.363,67	12	23.295,34	24	26.020,26	
10.04.2009	28.838,28	14	21.935,16	12	25.026,67	24	28.408,06	
17.04.2009	29.445,96	14	22.495,54	12	25.713,92	24	29.050,94	
24.04.2009	29.675,54	14	22.920,37	12	26.241,05	24	29.484,04	
30.04.2009	31.651,81	14	24.203,00	12	27.705,43	24	31.773,14	
08.05.2009	32.805,71	14	25.558,56	12	29.154,64	24	32.872,16	
15.05.2009	33.484,52	14	26.278,22	12	29.871,08	24	33.312,39	
22.05.2009	35.014,50	14	27.668,23	12	31.406,41	24	35.993,72	
29.05.2009	35.002,99	14	27.736,00	12	31.420,09	24	35.545,62	
05.06.2009	34.750,19	14	27.787,30	12	31.430,04	24	34.525,86	
12.06.2009	34.816,71	14	27.868,78	12	31.540,06	24	34.972,77	
19.06.2009	35.819,93	14	28.185,81	12	31.926,47	24	35.850,98	
26.06.2009	36.755,90	14	28.762,95	12	32.206,04	24	37.337,80	
02.07.2009	37.038,21	15	28.981,89	13	32.421,61	25	37.684,02	+ Coco-Cola İçecek
03.07.2009	36.797,55	15	29.237,69	13	32.671,32	25	37.278,66	
10.07.2009	36.780,49	15	28.388,02	13	31.948,51	25	37.325,73	
17.07.2009	37.726,69	15	30.152,96	13	33.921,58	25	38.814,47	
24.07.2009	39.395,38	15	31.098,70	13	35.035,61	25	40.910,07	
31.07.2009	42.641,26	16	33.692,32	14	38.032,05	26	44.860,41	+ Arçelik
07.08.2009	44.767,58	16	35.375,86	14	39.820,83	26	46.670,87	
14.08.2009	44.302,92	16	35.126,74	14	39.564,71	26	46.206,19	
21.08.2009	47.170,07	16	37.424,94	14	42.228,36	26	50.442,82	
28.08.2009	47.559,69	16	38.616,49	14	43.212,08	26	49.849,50	
04.09.2009	45.160,51	16	36.683,30	14	41.157,00	26	47.167,06	
07.09.2009	45.273,98	17	36.996,82	15	41.424,40	27	46.922,89	+ TAV Havalimanları
11.09.2009	46.583,50	17	37.818,48	15	42.946,98	27	48.444,27	
18.09.2009	47.161,22	17	37.874,94	15	43.036,20	27	48.440,81	
25.09.2009	47.624,97	17	38.237,23	15	43.562,22	27	49.190,57	
02.10.2009	46.856,94	17	38.153,57	15	43.265,45	27	48.423,38	
09.10.2009	50.217,50	17	39.249,22	15	44.536,82	27	53.043,12	
16.10.2009	49.790,74	17	40.978,59	15	46.670,47	27	52.269,82	
21.10.2009	51.295,19	18	42.573,12	16	48.558,22	27	54.181,61	+ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
23.10.2009	51.380,65	18	42.581,52	16	48.578,94	27	54.226,84	
30.10.2009	47.184,71	18	39.423,38	16	44.731,09	27	49.259,34	
04.11.2009	47.281,44	19	39.398,80	16	44.550,07	28	49.444,60	+ Doğan Şirketler Grubu Holding
06.11.2009	46.969,89	20	39.278,26	17	44.204,55	29	49.087,49	+ Petkim Petrokimya
13.11.2009	48.441,90	20	39.606,95	17	44.709,05	29	50.631,78	
20.11.2009	45.230,95	20	36.772,01	17	41.398,21	29	46.801,70	
26.11.2009	45.350,17	20	37.684,02	17	42.872,46	29	46.971,46	
04.12.2009	50.101,98	20	41.238,95	17	46.973,48	29	52.859,27	
11.12.2009	49.386,42	20	40.978,64	17	46.470,33	29	51.951,13	
18.12.2009	50.138,45	20	40.710,08	17	46.382,84	29	52.618,02	
23.12.2009	51.162,24	21	41.673,34	18	47.626,07	30	53.809,33	+ Logo Yazılım
25.12.2009	51.661,33	21	41.915,10	18	47.928,25	30	54.545,35	
29.12.2009	51.786,04	22	41.695,61	19	47.627,06	31	54.540,27	+ İş Finansal Kiralama
30.12.2009	51.668,41	24	41.875,29	21	47.543,43	33	54.315,46	+ Türk Telekom ve Türk Prysmian
31.12.2009	52.825,02	24	42.669,96	21	48.478,72	33	55.734,27	
08.01.2010	54.797,90	24	45.014,49	21	51.307,13	33	57.470,50	
15.01.2010	54.005,65	24	44.708,01	21	50.601,32	33	55.772,85	
22.01.2010	53.997,49	24	44.642,62	21	50.653,48	33	55.515,52	
29.01.2010	54.650,58	24	45.412,24	21	51.612,35	33	55.975,36	
05.02.2010	51.454,89	24	42.823,08	21	48.222,45	33	53.069,64	
12.02.2010	51.063,82	24	43.316,14	21	48.996,88	33	52.669,58	
19.02.2010	53.318,97	24	44.496,64	21	50.401,09	33	55.356,78	
26.02.2010	49.705,49	24	42.165,86	21	47.835,91	33	51.718,74	
05.03.2010	52.625,63	24	43.831,13	21	49.760,85	33	54.989,22	
12.03.2010	52.232,99	24	43.835,66	21	49.830,45	33	54.633,12	
15.03.2010	51.971,37	25	43.842,57	22	49.712,69	34	54.339,93	+ Turcas Petrol
19.03.2010	53.436,96	25	44.624,90	22	50.566,03	34	56.089,19	
26.03.2010	56.610,66	25	46.634,72	22	53.090,43	34	60.369,52	
02.04.2010	58.059,86	25	47.808,88	22	54.436,86	34	61.828,70	
09.04.2010	59.185,30	25	47.832,40	22	54.530,57	34	63.265,69	
16.04.2010	58.223,53	25	48.488,69	22	55.421,97	34	62.046,75	
22.04.2010	58.338,36	25	49.531,76	22	56.717,02	34	61.986,61	

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Performansının
Oluşturulan İki Yeni Endekisle Karşılaştırılması

30.04.2010	58.959,10	25	50.087,80	22	57.440,64	34	62.557,50	
07.05.2010	52.686,97	25	45.088,21	22	51.582,83	34	56.161,79	
14.05.2010	55.747,88	25	47.364,67	22	54.319,01	34	59.958,55	
21.05.2010	54.111,60	25	46.543,16	22	53.181,59	34	58.432,39	
28.05.2010	55.233,68	25	45.858,00	22	52.283,05	34	59.357,28	
04.06.2010	54.612,93	25	45.913,57	22	52.502,89	34	58.600,45	
10.06.2010	54.861,83	26	46.133,47	23	52.919,73	35	59.165,70	+ Park Elektrik
11.06.2010	55.131,63	26	46.442,30	23	53.313,94	35	59.545,24	
18.06.2010	57.034,47	26	47.594,32	23	54.547,62	35	61.874,85	
25.06.2010	55.864,24	26	47.395,11	23	54.454,51	35	60.668,50	
01.07.2010	54.534,28	27	46.302,43	24	53.258,35	36	59.112,44	+ Aygaz
02.07.2010	55.636,45	27	46.807,83	24	53.827,34	36	60.684,84	
09.07.2010	57.150,90	27	48.054,78	24	55.134,31	36	62.542,18	
16.07.2010	57.729,36	27	48.192,20	24	55.255,61	36	63.527,26	
23.07.2010	59.299,53	27	49.706,44	24	57.061,22	36	65.390,80	
30.07.2010	59.866,75	27	50.465,71	24	57.877,26	36	65.829,74	
06.08.2010	59.753,02	27	51.383,84	24	59.179,32	36	65.047,00	
13.08.2010	58.479,86	27	49.813,18	24	57.428,11	36	63.190,16	
20.08.2010	58.749,93	27	49.870,26	24	57.578,65	36	63.667,20	
27.08.2010	59.345,93	27	50.772,16	24	58.676,25	36	64.255,84	
03.09.2010	60.998,84	27	51.708,07	24	59.755,94	36	66.038,01	
08.09.2010	60.608,08	27	51.133,35	24	59.080,86	36	65.768,42	
17.09.2010	63.862,03	27	53.928,28	24	62.425,73	36	69.382,31	
24.09.2010	64.241,48	27	54.278,81	24	62.642,18	36	69.624,33	
01.10.2010	64.882,72	27	55.417,62	24	64.089,94	36	70.237,49	
08.10.2010	67.217,24	27	57.104,31	24	66.203,80	36	72.910,43	
15.10.2010	70.101,22	27	58.792,05	24	67.897,36	36	76.661,98	
22.10.2010	71.006,82	28	58.907,32	25	68.237,21	36	77.262,11	+ Albaraka Türk
28.10.2010	68.760,46	28	58.163,94	25	67.368,56	36	74.565,71	
05.11.2010	70.779,15	28	59.267,84	25	68.376,61	36	76.964,46	
09.11.2010	71.543,26	29	59.826,25	26	68.886,24	37	77.858,91	+ Yazıcılar Holding
12.11.2010	69.553,08	29	59.480,66	26	68.453,38	37	74.975,76	
15.11.2010	69.998,07	29	59.764,19	26	68.787,08	37	75.276,69	
26.11.2010	66.147,74	29	55.467,35	26	63.804,56	37	70.711,53	
03.12.2010	66.860,19	29	57.539,35	26	66.310,10	37	72.201,81	
10.12.2010	64.759,02	29	55.994,08	26	64.260,44	37	69.374,15	
17.12.2010	63.524,18	29	56.046,30	26	64.420,89	37	67.077,36	
24.12.2010	66.267,34	29	57.899,25	26	66.519,13	37	70.350,01	
29.12.2010	66.719,67	31	57.832,43	28	66.283,98	39	70.551,49	+ İhlas Holding ve İhlas Ev Aletleri
31.12.2010	66.004,48	31	57.152,14	28	65.574,75	39	69.505,57	
07.01.2011	68.770,29	31	60.306,54	28	69.155,85	39	72.440,10	
14.01.2011	67.879,62	31	60.210,71	28	69.099,49	39	71.162,94	
21.01.2011	65.927,31	31	58.877,81	28	67.536,29	39	68.463,16	
28.01.2011	63.211,27	31	56.408,01	28	64.651,02	39	65.048,91	
04.02.2011	65.309,00	31	57.317,84	28	65.396,20	39	68.301,54	
11.02.2011	64.730,35	31	57.586,03	28	65.624,37	39	67.193,79	
18.02.2011	65.985,76	31	57.475,59	28	65.168,58	39	68.544,18	
25.02.2011	61.367,34	31	54.867,19	28	62.429,90	39	64.523,18	
02.03.2011	58.664,24	32	53.956,39	29	61.368,95	40	61.492,34	+ Doğuş Otomotiv
04.03.2011	61.112,83	32	55.118,42	29	62.700,97	40	63.402,53	
11.03.2011	63.781,67	32	56.542,22	29	64.365,06	40	66.630,60	
18.03.2011	63.839,27	32	57.241,67	29	65.111,39	40	66.594,79	
25.03.2011	64.247,00	32	58.431,15	29	66.556,91	40	66.803,43	
01.04.2011	65.714,40	32	60.914,98	29	69.470,16	40	68.148,15	
08.04.2011	68.093,26	32	61.851,57	29	70.689,66	40	71.039,43	
15.04.2011	68.450,46	32	62.194,96	29	71.139,57	40	71.594,07	
22.04.2011	68.691,77	32	62.788,10	29	71.859,71	40	71.370,34	
29.04.2011	69.250,14	32	63.773,18	29	73.033,95	40	71.825,31	
06.05.2011	68.240,93	32	62.256,50	29	71.291,05	40	70.994,21	
13.05.2011	64.585,22	32	58.642,26	29	67.211,77	40	66.540,69	
20.05.2011	63.298,58	32	58.098,91	29	66.738,00	40	65.079,88	
27.05.2011	62.407,42	32	57.173,50	29	65.739,58	40	64.139,03	
03.06.2011	62.806,94	32	57.675,87	29	66.562,59	40	65.136,87	
10.06.2011	63.700,30	32	58.175,38	29	67.177,89	40	66.678,69	
17.06.2011	61.716,68	32	55.856,94	29	64.574,18	40	64.123,90	
24.06.2011	62.072,64	32	56.300,42	29	65.184,50	40	65.003,44	
29.06.2011	63.002,88	33	57.471,85	30	66.475,54	41	65.797,72	+ Mensa Sınai
01.07.2011	63.264,51	33	57.765,06	30	66.795,82	41	66.063,67	
08.07.2011	63.596,17	33	57.995,43	30	67.167,18	41	66.487,40	
15.07.2011	62.635,13	33	57.499,34	30	66.472,76	41	65.392,69	
22.07.2011	59.802,32	33	54.468,80	30	63.095,64	41	62.189,82	
29.07.2011	62.295,68	33	56.044,25	30	64.958,61	41	64.985,10	
05.08.2011	56.265,52	33	49.489,32	30	57.725,58	41	58.141,38	
12.08.2011	52.188,65	33	46.925,88	30	54.570,85	41	54.203,90	
19.08.2011	53.061,74	33	48.486,39	30	56.550,95	41	55.495,69	
26.08.2011	53.707,56	33	47.890,60	30	55.811,94	41	55.797,65	
02.09.2011	55.375,28	33	49.320,54	30	57.531,68	41	57.548,07	
09.09.2011	55.902,98	33	50.086,31	30	58.421,05	41	58.487,08	
16.09.2011	57.896,50	33	51.545,68	30	60.119,49	41	60.614,89	
23.09.2011	56.323,38	33	49.376,47	30	57.637,18	41	58.801,30	
30.09.2011	59.693,43	33	53.217,09	30	62.269,63	41	63.589,83	
07.10.2011	57.338,78	33	52.081,44	30	60.933,62	41	60.034,85	
14.10.2011	59.300,29	33	52.451,59	30	61.283,40	41	61.973,18	
21.10.2011	56.792,34	33	51.555,05	30	60.314,75	41	58.896,48	

28.10.2011	57.042,36	33	52.170,81	30	61.118,28	41	58.589,43	
04.11.2011	56.180,24	33	51.486,51	30	60.247,42	41	58.133,05	
11.11.2011	56.201,45	33	51.129,93	30	59.847,21	41	58.118,88	
18.11.2011	54.473,90	33	49.211,25	30	57.591,21	41	55.645,76	
25.11.2011	51.071,22	34	46.699,45	31	54.821,78	42	52.389,84	+ Pınar Süt
02.12.2011	54.769,25	34	50.212,77	31	59.004,49	42	56.455,57	
05.12.2011	55.195,81	35	50.610,40	32	59.419,81	43	56.998,20	+ Egeİ&Co Yatırım
09.12.2011	53.834,91	35	49.898,95	32	58.571,72	43	55.437,34	
16.12.2011	51.665,78	35	48.043,57	32	56.436,84	43	53.326,20	
20.12.2011	52.126,94	36	48.294,99	33	56.765,75	43	53.510,27	+ T. Halk Bankası
23.12.2011	51.948,62	36	48.496,75	33	56.957,17	43	53.254,03	
26.12.2011	52.517,25	37	48.840,25	34	57.354,49	44	53.774,59	+ İş Yatırım Menkul Değerler
29.12.2011	52.053,62	38	48.913,44	35	57.488,45	45	53.565,03	+ Global Yatırım Holding
30.12.2011	51.266,62	38	48.337,81	35	56.786,59	45	52.850,32	