

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI
DOKTORA TEZİ

**FİNANS ENDÜSTRİSİNDE KARŞILAŞTIRMALI
ORGANİZASYONEL ETKİNLİK: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Üzeyir AYDIN

Danışman
Prof. Dr. Recep KÖK

2010

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “**Finans Endüstrisinde Karşılaştırmalı Organizasyonel Etkinlik: Türkiye Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

..... / / 2010

Üzeyir AYDIN

DOKTORA
TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi 2003800007
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Üzeyir AYDIN
Tez Başlığı : Finans Endüstrisindeki Karşılaştırmalı Organizasyonel Etkinlik: Türkiye Örneği
Savunma Tarihi : 03.12.2010
Danışmanı : Prof.Dr.Recep KÖK

JÜRİ ÜYELERİ

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Prof.Dr.Recep KÖK	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Mustafa ÖZATEŞLER	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Yaşar UYSAL	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Adnan KASMAN	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.Ahmet İNCEKARA	İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği
Oy Çokluğu ()

Üzeyir AYDIN tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Finans Endüstrisindeki Karşılaştırmalı Organizasyonel Etkinlik: Türkiye Örneği" başlıklı tezi kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

ÖZET

Doktora Tezi

Finans Endüstrisinde Karşılaştırmalı Organizasyonel Etkinlik: Türkiye Örneği
Üzeyir Aydın

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Doktora Programı

Gelişmekte olan ülkelerde mevcut sermayenin etkin kullanılmaması ve yaşanan küresel düzlemdeki finansal krizlerle birlikte, finansal endüstrilerin etkinliği tartışmaları giderek yoğunluk kazanmıştır. Sermayenin yatırımlara dönüştürülmesi sürecinde fonların endüstriler arasında etkin olarak dağıtılmasının önemi kadar, endüstrinin kullandığı girdi ile çıktıları arasındaki fonksiyonel ilişkinin her bir endüstrinin kendi ölçeğinde rekabet edebilirliğinin bir ölçütü olması, makro düzlemde politika önermelerinin geliştirilmesine katkı sağlayacaktır.

Bu bağlamda bu çalışmanın amacı, Türk finans endüstrisine yönelik her bir karar alma biriminin endüstri içerisindeki rekabet edebilirliğini, yönetim etkinliğinden hareketle analiz etmek, endüstrilere ilişkin literatürden çıkarılmış ve tarafımızdan kurulmuş hipotezleri test ederek politika önerileri geliştirmektir. Bu amaca bağlı olarak, Türk finans endüstrisinin içinde bulunduğu tehdit ve fırsatlara yönelik uluslararası etkileşimin incelenmesi ve endüstrideki her bir alt endüstrinin (Türk Bankacılık Endüstrisi, Türk Sigortacılık Endüstrisi, Türk Yatırım Fonları) ülke içindeki konumunun analizi, çalışmanın ana konusunu teşkil etmektedir. Bu çerçevede, çalışmada üç yöntemden yararlanılmıştır. Endüstrideki her bir karar biriminin önce DEA Yöntemiyle teknik etkinlik düzeyleri ve DEAMalmquist İndeksiyle de TFV hesaplanmış, sonra Tobit Modeli ile endüstrinin etkinsizlik kaynakları

araştırılmıştır. Bunlara ilaveten, anket uygulaması tekniği ile Őst dŐzey yöneticilerden sağlanmış bilgiyle non parametrik ve parametrik yöntemlerle elde edilmiş bulgu birlikte değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonuçları toplulaştırılmış hipotezler bağlamıyla TŐrkiye özelinde Post Keynesyen yaklaşımın geçerli olduğunu, őlek avantajının ortaya çıktığını, konsolidasyona giden karar alma biriminin etkinliğinin arttığını ve firmalara őzgŐn organizasyonel yapı ve piyasa yapısı kriz dönemlerinde dışsal şoklardan etkilenerek endŐstriyel etkinliği azalttığını göstermektedir. Ayrıca kriz dönemlerinde, yönetimin başarisına rağmen TŐrk finans endŐstrisinde önemli bir etkinsizlik sorunu olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçlar bağlamında politika yapıcılarının yeni açılımlarına fırsat verilebilecek öneriler geliştirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: TŐrk Finans EndŐstrisi, Organizasyonel Etkinlik, Etkinsizlik, Finansal Kriz, YÖnetim Etkinliği

ABSTRACT

Doctoral Thesis

Comparative Organizational Efficiency in Finance Industry: Turkey Sample

Uzeyir Aydin

Dokuz Eylul University

Institute of Social Sciences

Department of Economics

Doctorate Program

In developing countries, debates on efficiency of financial industries have increasingly intensified due to the fact that current capital is not effectively used and with the financial crises that broke out on a global scale. In the process in which capitals are turned into investments, as much as importance of funds that is efficiently distributed between industries, the functional relationship between inputs and outputs used by industry has a criteria of competitiveness of the scale of each industry will provide contribution to improve policy proposals at the macro-level.

Within this context, the aim of this study is to analyse competitiveness of every decision making mechanism in Turkish finance industry with considering operational efficiency and develop policy proposals testing the hypotheses taken from the literature about industries and building up by us, for this purpose, examining of international interaction of Turkish finance industry in terms of the threats and opportunities with which it is faced (Turkish Banking Industry, Turkish Insurance Industry, Turkish Investment Funds) and analysing of each sub-industry's situation in the country are the main subject of the study. In this context, three methods are used in the study. At first, efficiency levels and total factor productivity (TFV) of decision-taking mechanisms in the industry are calculated via DEA method and DEA Malmquist Index, respectively, afterwards, sources of ineffectiveness of industries are investigated via Tobit

Model. Besides these, information collected from top executives via survey technique and findings gained non-parametrically and parametrically are evaluated together. The results of the study show that Post-Keynesian approach is valid for Turkey, scale advantage appears, efficiency of decision-taking mechanism undergoing consolidation increases and organizational structure and market structure peculiar to firms decrease industrial efficiency because they are affected by external shocks in crisis periods. Moreover, in crisis periods, although the success of management, there is an important inefficiency problem in Turkish finance industry. Within the context of these results, suggestions affording the opportunity of new expansions of policy makers are developed.

Key Words: Turkish Finance Industry, Organizational Efficiency, Inefficiency, Financial Crisis, Operational Efficiency

**FİNANS ENDÜSTRİSİNDE KARŞILAŞTIRMALI
ORGANİZASYONEL ETKİNLİK: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YEMİN METNİ.....	ii
TEZ ONAY SAYFASI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	viii
KISALTMALAR.....	xiii
TABLolar LİSTESİ.....	xv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvii
EKLER LİSTESİ.....	xviii
GİRİŞ.....	1

**BİRİNCİ BÖLÜM
(KAVRAMSAL ÇERÇEVE)**

FİNANS ENDÜSTRİSİ VE KURUMSALLAŞMA SÜRECİ

1.1. FİNANS ENDÜSTRİSİNE YÖNELİK TANIMSAL VE İŞLEVSEL ÇERÇEVE.....	5
1.1.1. Finans Endüstrisinin Temel Öğeleri.....	6
1.1.2. Finans Endüstrisinin İlkeleri.....	8
1.1.3. Finans Endüstrisinin Fonksiyonları.....	9
1.1.4. Finansal Kurumlar ve İşlemleri.....	13
1.1.4.1. Para Yaratın Finansal Kurumlar ve Fonksiyonları.....	14
1.1.4.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar ve Fonksiyonları.....	15
1.1.5. Finans Endüstrisinin İşleyişi.....	20
1.1.5.1. Para Piyasaları.....	20
1.1.5.2. Sermaye Piyasaları.....	24
1.1.6. Finans Endüstrisinin Araçları.....	29
1.1.6.1. Para Piyasası Araçları.....	29
1.1.6.2. Sermaye Piyasası Araçları.....	32
1.1.6.2.1. Finansman Araçları.....	33
1.1.6.2.1.1. Kamu Finansman araçları.....	34
1.1.6.2.1.2. Özel Sektör Finansman Araçları.....	35
1.1.6.2.2. Yatırım Araçları.....	37

1.2. FİNANS ENDÜSTRİSİNE YÖNELİK KURUMSALLAŞMA SÜRECİ	38
1.2.1. Uluslararası Finansal Entegrasyon: Sermaye Hareketlerinin Finans Endüstrisindeki Yapısal Etkisi.....	39
1.2.1.1. Uluslararası Finans Endüstrisinde Risk Sorunu	47
1.2.1.1.1. Finans Endüstrisinin Taşıdığı Riskler	47
1.2.1.1.2. Finansal Krizler ve Finans Endüstrisinin Güvenliği.....	48
1.2.1.2. Finans Endüstrisinin Korunmasına Yönelik Finansal Düzenlemeler	55
1.2.2. Türk Finans Endüstrisine Yönelik Kurumsallaşma Düzenlemeleri.....	61
1.2.2.1. Türkiye’de Bankacılık Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci.....	65
1.2.2.1.1. Türk Bankacılık Endüstrisinin Hukuki Yapısı	69
1.2.2.1.2. Türk Bankacılık Endüstrisinin Yapısal Analizi ve Uluslararası Bütünleşme Düzeyi.....	72
1.2.2.1.3. Türk Bankacılık Endüstrisinin Faaliyet Yapısı.....	76
1.2.2.1.4. Türk Bankacılık Endüstrisinin Gelişmişlik Düzeyi ve Piyasa Yapısı.....	78
1.2.2.2. Türkiye’de Sigortacılık Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci.....	83
1.2.2.2.1. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Hukuki Yapısı	88
1.2.2.2.2. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Yapısal Analizi.....	89
1.2.2.2.3. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Faaliyet Yapısı	92
1.2.2.2.4. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Fon Yaratma Kapasitesi	95
1.2.2.3. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci.....	100
1.2.2.3.1. Türk Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri ve Sınıflandırılması	104
1.2.2.3.2. Türk Yatırım Fonlarının Hukuki Yapısı	109
1.2.2.3.3. Türk Yatırım Fonlarının Yapısal Analizi	112
1.2.2.3.4. Yatırım Fonlarının Ülke Sermaye Piyasalarına Sağladığı Faydalar.....	114

İKİNCİ BÖLÜM
(KURAMSAL ÇERÇEVE)
FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN VE
FİNANSAL ETKİNSİZLİĞİN KURAMSAL ALTYAPISI

2.1. BELİRSİZLİK ALTINDA RİSK TEORİSİ VE FİNANSAL SERBESTLEŞMEYE YAKLAŞIMLAR	119
2.1.1. Klasik ve Neoklasik Yaklaşımlar.....	125
2.1.1.1. Geleneksel Yaklaşım: Modiglian-Miller Teoremi	128
2.1.1.2. Modern Yaklaşım: Mckinnon-Shaw Yaklaşımı.....	131
2.1.2. Keynesyen Yaklaşımlar	135
2.1.2.1. Yeni Keynesyen Model(ler)	136
2.1.2.2. Post Keynesyen Model(ler)	142
2.1.3. Yapısalcı Yaklaşım	147
2.1.4. Kriz Modelleri Kapsamında Finansal Serbestleşme	152
2.1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri.....	153
2.1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	157
2.1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	164
2.1.5. Yapı - Uygulama - Performans (SCP) Modeli.....	169
2.1.6. Chicago Okulu.....	172
2.1.7. Etkin Piyasalar Modeli.....	174
2.1.8. Yarışabilir (Contestable) Piyasalar Modeli.....	175
2.2. FİNANSAL ETKİNLİK YÖNLÜ ENDÜSTRİYEL ETKİNLİK VE LİTERATÜR BULGULARI	180
2.2.1. Ekonomik Etkinlik Kavramı	183
2.2.2. Finansal Yönüyle Etkinlik	186
2.2.2.1. Yönetim Yönüyle Etkinlik	189
2.2.2.2. Kaynak Dağılımı Yönüyle Tahsis Etkinliği.....	191
2.2.2.3. Bilgisel Etkinlik.....	192
2.3. FİNANS ENDÜSTRİSİNDE ETKİNSİZLİĞİN NEDENLERİ	193
2.3.1. Asimetrik Bilgi.....	194
2.3.2. Kötü Seçim.....	200

2.3.3. Kötü Ahlak	207
2.3.4. Maliyetli Durum Belirleme Problemi	211
2.3.5. Aracılık Problemi	211
2.3.6. Finans Endüstrisinde Görülen Anomaliler.....	212
2.3.7. Finansal Etkinlik Üzerine Gelişen Bilgi ve Teknolojinin Etkisi.....	218
2.3.8. Finansal Piyasalarda Etkinsizliğe Yol Açan Diğer Nedenler	222
2.3.9. Finansal Düzenlemelerin Finansal Etkinlik Üzerine Etkisi	231

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

(UYGULAMALI ÇERÇEVE)

TÜRK FİNANS ENDÜSTRİSİNİN YÖNETİM ETKİNLİĞİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK KARŞILAŞTIRMALI ETKİNLİK ANALİZİ VE BİR SAHA ARAŞTIRMASI

3.1. ENDÜSTRİLERE YÖNELİK UYGULAMANIN AMACI VE YÖNTEMİ... 237	
3.1.1. Endüstrilere Yönelik Uygulamanın Amacı.....	237
3.1.2. Endüstrilere Yönelik Uygulamanın Yöntemi	239
3.1.2.1. TBE Analizine Yönelik Veri Tanımlaması	244
3.1.2.2. TSE Analizine Yönelik Veri Tanımlaması.....	246
3.1.2.3. TYF Analizine Yönelik Veri Tanımlaması	251
3.2. TBE 'DE ETKİNLİK ANALİZLERİNE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR, LİTERATÜR BULGULARI VE ANALİZLER.....	255
3.2.1. TBE'de Etkinlik Analizine Yönelik Yaklaşımlar	255
3.2.2. TBE'de Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları	260
3.2.2.1. Yabancı Ülkeler Temelli Bankacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları	261
3.2.2.2. TBE Temelli Etkinlik Çalışmaları.....	270
3.2.3. TBE'de Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi	282
3.2.3.1. TBE'de Analitik: Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi... 282	
3.2.3.2. TBE'de Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli	286
3.2.3.3. TBE'de Saha Bulguları Temelli Analiz: Yönetim Performansı. 291	

3.3. TSE ‘DE ETKİNLİK ANALİZLERİNE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR, LİTERATÜR BULGULARI VE ANALİZLER.....	294
3.3.1. TSE’de Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları	294
3.3.1.1. Yabancı Ülkeler Temelli Sigortacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları.....	295
3.3.1.2. TSE Temelli Etkinlik Çalışmaları	299
3.3.2. TSE’de Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi	303
3.3.2.1. TSE’de Analitik Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi	304
3.3.2.2. TSE’de Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli.....	310
3.4. TYF’DA ETKİNLİK ANALİZLERİNE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR, LİTERATÜR BULGULARI VE ANALİZLER.....	316
3.4.1. TYF’da Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları	317
3.4.1.1. Yabancı Ülkeler Temelli Yatırım Fonlarında Etkinlik Çalışmaları.....	318
3.4.1.2. TYF Temelli Etkinlik Çalışmaları.....	323
3.4.2. TYF’da Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi	326
3.4.2.1. Yatırım Fonlarında Analitik Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi.....	327
3.4.2.2. Yatırım Fonlarında Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli.....	334
3.5. TSE’DE VE TYF’DA SAHA BULGULARI TEMELLİ ANALİZ: YÖNETİM PERFORMANSI	340
3.6. FİNANS ENDÜSTRİSİNDE SAHA BULGULARINA YÖNELİK ANALİZ.....	341
SONUÇ VE ÖNERİLER	355
KAYNAKLAR	365
EKLER.....	415

KISALTMALAR

a.g.e.	:adı geçen eser
AB	:Avrupa Birliği
ABD (USA)	:Amerika Birleşik Devletleri
APEC	: Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği
ATM	:Automated Teller Machine
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CRS	:Ölçeğe Göre Sabit Getiri
D-D Modeli	:Diamond-Dybing Modeli
DEA	:Veri Zarflama Analizi (Data Envelopment Analysis)
DFA	:Dağıtımsız Sınır Yaklaşımı
DPT	:Devlet Planlama Teşkilatı
ERM	:Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FIFO	:İlk Giren İlk Çıkar (First In First Out)
GRS	:Ölçeğe Göre Değişken Getiri
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HHI	:Herfhindal-Hircsman Endeksi
IMF	:Uluslararası Para Fonu
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	:Katma Değer Vergisi
KİT	:Kamu İktisadi Teşebbüsü
ME	:Malmquist Endeksi
MKYF	:Menkul Kıymet Yatırım Fonu
M-M Teoremi	:Modigliani ve Miller Teoremi
NAFTA	:Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NASDAQ System	:National Association of Security Dealers Automated Quotation System
s.	:Sayfa
SCP Modeli	:Yapı - Uygulama - Performans Modeli

SFA	:Stokastik Sınır Yaklaşımı
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	:Türkiye Bankalar Birliği
TBE	: Türk Bankacılık Endüstrisi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TE	:Teknik Etkinlik
TFV	:Toplam Faktör Verimliliği
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TSE	:Türk Sigortacılık Endüstrisi
TSRŞB	:Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği
TUSİAD	:Türk Sanayici ve İşadamları Derneği
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu
TYF	:Türk Yatırım Fonları
USD	:Amerikan Doları
VaR	:Value-at-Risk

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: Finans Endüstrisinin Piyasa Yönü	21
Tablo 1.2: Türk Bankacılık Endüstrisinin Kurumsallaşma Süreci	71
Tablo 1.3: Türk Sigorta Endüstrisinin Kurumsallaşma Süreci	87
Tablo 1.4: Türkiye ve Dünya Prim Üretimi ve Sigorta Yaygınlık Oranı.....	96
Tablo 3.1: TBE Etkinlik Analizi Değişkenleri.....	245
Tablo 3.2: TSE Etkinlik Analizi Değişkenleri	251
Tablo 3.3: Yatırım Fonları Etkinlik Analizi Değişkenleri	254
Tablo 3.4: TBE Girdi Eksenli DEA Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları	285
Tablo 3.5: TBE’de Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Modeli Bulguları	286
Tablo 3.6: TBE’de Faktör Analizi	292
Tablo 3.7: Sigortacılık Endüstrisine Yönelik Etkinlik Analizleri.....	296
Tablo 3.8: Türk Sigortacılık Endüstrisine Yönelik Etkinlik Analizleri	303
Tablo 3.9: TSE Hayat dışı Sigorta Şirketlerinin Çıktı Eksenli DEA Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist Endeksi TFV Sonuçları	306
Tablo 3.10: TSE Hayat Sigorta Şirketlerinin Çıktı Eksenli TE Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları.....	309
Tablo 3.11: TSE’de Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Model Bulguları.....	310
Tablo 3.12: A Tipi Yatırım Fonlarının Girdi Eksenli TE Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları	330
Tablo 3.13: B Tipi Yatırım Fonlarının Girdi Eksenli TE Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları.....	333
Tablo 3.14: A ve B Tipi Yatırım Fonlarında Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Modeli Bulguları.....	335
Tablo 3.15: TSE’de ve TYF’da Faktör Analizi	340
Tablo 3.16: Sistem ve Süreçler Faktör Analizi	342
Tablo 3.17: Finans Endüstrisinde Kurum Performansının Faktör Analizi	344
Tablo 3.18: Finans Endüstrisinde Organizasyon Yapısının Faktör Analizi.....	347
Tablo 3.19: Finans Endüstrisinde Faaliyet Sürecinin Faktör Analizi	349

Tablo 3.20: Finans Endüstrisinde Yasal Düzenlemelerin ve Çevresel Faktörlerin Analizi	353
Tablo Ek 1: Bankacılık Sektöründe Devir ve Birleşmeler	418
Tablo Ek 2. Temel DEA Modellerinin Karşılaştırılması	430
Tablo Ek 3: Yabancı Ülkeler Temelli Bankacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları .	442
Tablo Ek 4: Türk Bankacılık Endüstrisi Temelli Etkinlik Çalışmaları.....	444
Tablo Ek 5: Anket Soru Formu	456

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Finansal Piyasaların İşleyişi.....	7
Şekil 1.2: Genel Olarak Finansal Sistem.....	10
Şekil 1.3: Finans Sistemi ve Tasarruflar	11
Şekil 1.4: Kârlılık Oranları.....	82
Şekil 1.5: Hazine Müsteşarlığı ve Bağlı Kurumlar	88
Şekil 1.6: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği ve Bağlı Kuruluşlar	89
Şekil 1.7: Sigorta Türleri.....	90
Şekil 1.8: Yatırım Fonlarının İşleyişi.....	102
Şekil 1.9: Yabancı Yatırım Fonlarının İşleyişi	104
Şekil 2.1: Finansal Baskının Yatırım ve Tasarruflar Üzerindeki Etkisi.....	133
Şekil 2.2: Yüksek Faiz-Riskli Proje Seçimi.....	138
Şekil 2.3: Post Keynesyen Finansal Kırılganlık (Kapalı Ekonomi).....	143
Şekil 2.4: Post Keynesyen Finansal Kırılganlık (Açık Ekonomi).....	145
Şekil 2.5: Vadeli Mevduata Uygulanan Reel Faiz Oranlarındaki Artışın Etkileri...	151
Şekil 2.6: Dışa Açık Ekonomilerde Politika Üçlemi	153
Şekil 2.7: Belirsizliğin Olmadığı Durumda Spekülatif Atağın Zamanlaması.....	154
Şekil 2.8: Ekonomik Büyüklükler ve Çoklu Denge.....	161
Şekil 2.9: Ekonomik Büyüklükler ve Tek Denge	162
Şekil 2.10: Yapı - Uygulama - Performans Paradigması	171
Şekil 3.1: Yönetim Etkinliğinin Bileşkesi.....	236
Şekil 3.2: Bir Karar Verme Biriminin Girdileri Çıktıya Dönüştürmesi.....	240
Şekil 3.3: Performans Ölçümü ve Kontrol.....	241
Şekil 3.4: Finans Endüstrisinde Yönetim Etkinliği.....	346
Şekil Ek 1. Farrell Ayrıştırması	425
Şekil Ek 2. DEA ile Regresyonun Karşılaştırılması	429
Şekil Ek 3. DEA ve FDH Sınır Yaklaşımına Göre Teknik Etkinlik Ölçümleri.....	435

EKLER LİSTESİ

EK 1: 2002 Bankacılık Yasasının Getirdiği Yapısal Reformlar	416
EK 2: Firma Etkinliğini Açıklamaya Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar	423
EK 3: Tobit Modeli	439
EK 4: Bankacılık Endüstrisi Üzerine Etkinlik Çalışmaları (Özet).....	442
EK 5: Anket Metodoloji ve Anket Soru Formu	446

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının önündeki en önemli engellerden birisi sermaye yetersizliği sorunudur. Temel sorun sermaye yetersizliği olmakla birlikte, mevcut sermayenin etkin ve rasyonel bir şekilde kullanılmaması veya yatırımlara kanalize edilememesi de gelişmeyi engelleyici unsurlardandır. Bu bağlamda ülkedeki tasarrufların artırılarak verimli yatırım alanlarına tahsis edilmesi ve böylelikle reel ekonominin fonlanarak ekonomik gelişmişliğin sağlanabilmesi için etkin çalışan bir finansal endüstrinin kurumsallaşması önemlidir. Etkin bir finansal endüstri, reel üretim üzerinde maliyet ve riski azaltarak tüm ekonomik sistemde refah artışı yaratabilir. Bu bağlamda, 1980’li yıllardan sonra, hızlı bir değişim süreciyle birlikte uluslararası sermaye akımlarının önündeki engeller ortadan kaldırılmıştır. Birçok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye’de, finans endüstrisinde serbestleşme yoluna gitmiştir. Bununla birlikte serbestleşmeyi takip eden yıllarda 1990 sonrası dönemde finansal sistemleri zayıflatan ve ekonomik büyümeyi yavaşlatan finansal krizler giderek önem kazanmıştır. Özellikle, krizler ekseriyetle para ve sermaye piyasaları yoluyla ve dış ticaret kanalıyla uluslararasılaşmaktadır. Yaşanan küresel düzlemdeki bu finansal krizlerle birlikte, finansal endüstrilerin etkinliği tartışmaları yoğunluk kazanmıştır. Bu bağlamda Türk finans endüstrisinin içinde bulunduğu tehdit ve fırsatlara yönelik uluslararası etkileşimin incelenmesi ve endüstrideki her bir alt endüstrinin (Türk Bankacılık Endüstrisi, Türk Sigortacılık Endüstrisi, Türk Yatırım Fonları) ülke içindeki konumunun analizi, bu çalışmanın ana konusunu teşkil etmektedir.

ÇALIŞMANIN AMACI: Bu çalışmanın temel amacı, Türk finans endüstrisine (bankalar, sigorta ve yatırım fonları) yönelik her bir karar alma biriminin endüstri içerisindeki rekabet edebilirliğini, yönetim etkinliğinden hareketle analiz etmek, bu endüstri/alt endüstrilere ilişkin literatürden çıkarılmış ve tarafımızdan kurulmuş hipotezleri test ederek politika önerileri geliştirmektir.

KAPSAM VE ÖNEM: Finans endüstrisinde yatırımların finansmanında iki farklı finansman modeli bir arada kullanılmaktadır. Bu finansman modelinin

birincisinde, bankacılık endüstrisi etkin bir rol üstlenirken; ikinci modelde ise, sermaye piyasaları ön planda bulunmakta ve asli işlevleri üstlenmektedir. Ancak, ekonominin gelişme süreci tamamlandıkça, bankacılık endüstrisinin yerini, sermaye piyasası kurumlarına bıraktığı bilinmektedir. Bu nedenle, kalkınmasını tamamlamış olan gelişmiş ülkelerde, bankacılık endüstrisinin payı giderek azalmakta, sigorta ve aracı kurumların payı artmaktadır. Türkiye’de ise bu pay halen yüzde 80’lik bir düzey ile bankacılık endüstrisi lehinedir.

Türk finans endüstrisinde, tasarrufları bankacılık sistemine çekmede en önemli finansal araç mevduatın toplanması, yüksek enflasyon ve kamunun borçlanma gereği dolayısıyla yüksek maliyetli fonlar ve kaynak aktarma maliyetlerinin reel kesime yansımaları önemli sonuçlar doğurabilmektedir. Nitekim, tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi sürecinde fonların sektörler arasında etkin olarak dağıtılmasının önemi kadar, endüstrinin kullandığı girdiler ile çıktı arasındaki fonksiyonel ilişkinin her bir endüstrinin kendi ölçeğinde rekabet edebilirliğinin bir ölçütü olması, makro düzlemde politika önermelerinin geliştirilmesine katkı sağlayacaktır.

Finans endüstrisinde fon akımına aracılık eden bir diğer endüstri, sigortadır. Sigortacılık endüstrisi, sosyo-ekonomik kayıpları önleme, toplumun refah düzeyini arttırma, uluslararası ekonomik ilişkileri geliştirme, vergi kaynağı olma gibi birçok önemli işlevi yerine getirmektedir. Gelişmiş ülkelerde sigortacılık endüstrisi, diğer finansal kurumlar arasında ekonomiye en fazla fon aktaran endüstrilerden biri durumundadır. Bu ülkelerde uzun vadeli fon yaratma kapasitesine sahip olan hayat sigortaları payının, kısa ve orta vadeli fon yaratma kapasitesine sahip hayat dışı sigortalara nazaran, daha fazla olması nedeniyle sektör sermaye piyasalarının vazgeçilmez unsurları arasında yer almaktadır. Bu kapsamda, analiz edilen sigortacılık endüstrisi, hem sosyal hem de ekonomik anlamda önemli işlevlere sahiptir.

Ayrıca, sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde firmalar, talep ettikleri fon ihtiyaçlarının önemli bir bölümünü tahvil ihraç ederek veya hisse senedi çıkararak

sağlarlar. Gelişen sermaye piyasaları, hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarının yanında farklı nitelikte ürünleri üretmiş ve kullanmıştır. Yatırım fonları gibi kuruluşlar, riski dağıtarak belirli bir düzeyde kâr sağlamak amacı ile küçük yatırımcıların oluşturduğu sürekli portföy niteliğindedir. Bu sayede çok sayıda küçük tasarruf sahibi, yatırım olanağı elde eder. Bu yönüyle, Dünyada ve Türkiye'de hızla büyüyen ve gelişen yatırım fonları endüstrisi, fon yöneticilerinin performanslarının ölçülmesi konusunu da beraberinde gündeme taşımıştır. Türkiye örneği çerçevesinde, ekonomik gelişme ve istikrara katkıda bulunacağı öngörülen fonlara ilişkin performansın bilinmesi, makro düzlemde hem endüstriye özgü sorunların aşılmasına hem de ulusal kalkınma yönünde politika geliştiren karar alma birimlerinin yol haritası oluşturmalarına yardımcı olacaktır.

Bu çalışmanın sınırları içerisinde, yönetim etkinliği genel anlamıyla endüstrinin işlerliğini esas almaktadır. Finansal işlemlerde kullanılan teknoloji, portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılması, finansal uzmanlık ve danışmanlık hizmetlerinden yararlanma süreci ve daha önemlisi müşterilere sağlanan likidite imkanları finansal kurumların etkin çalışmasının önemli sonucunu doğurmaktadır. Ancak işlem maliyetlerinin varlığı, bilginin piyasalarda kullanıcılar arasında eşit oranda ve simetrik veya homojen dağılmaması, kötü ahlak problemlerinin yaşanması, dışsal şoklar gibi bazı olumsuzluklar ve anomaliler piyasaları etkinlikten uzaklaştıran nedenler olabilmektedir. Dolayısıyla finans endüstrisinde etkin kaynak kullanımının analizi aynı zamanda etkinsizliğe yol açan kaynakların analizini de gerekli kılmaktadır.

Bu çerçevede, çalışmada üç yöntemden yararlanılmıştır. Endüstrideki her bir karar biriminin önce DEA Yöntemiyle teknik etkinlik düzeyleri ve Malmquist İndeksiyle de TFV hesaplanmış, sonra teknik etkinlik skorlarının bağımlı değişken olarak alındığı Tobit Modeli ile endüstrinin etkinsizlik kaynakları araştırılmıştır. Bunlara ilaveten, Türkiye'de Finans Endüstrisinde faaliyet gösteren finansal kurumların yönetim etkinliği ile kurum (organizasyon) performansı arasındaki ilişkiyi açıklamak için anket uygulaması tekniği ile üst düzey yöneticilerden sağlanmış bilgiyle non parametrik ve parametrik yöntemlerle elde edilmiş bulgu

birlikte değerlendirilmiştir. Yukarıdaki yöntemler bağlamıyla, finans endüstrilerinin alt endüstrilerini içine alacak şekilde yapılan bu çalışma; özellikle alt endüstriler arası betimsel karşılaştırmaya imkân vermesi, yatırım fonlarına yönelik etkinsizlik analizi (literatürde diğer endüstrilere yönelik örnek çalışma bulunmaktadır), ayrıca her üç alt endüstriye yönelik elde edilmiş analitik bulguların, endüstride görev yapan üst düzey yöneticilerinin algılamaları ve beklentileriyle paralellik/zıtlık içerecek şekilde sorgulanması (anket tekniği), çalışmanın sonuçlarının güvenirliliğini güçlendirmiş olması açısından, Türk finans endüstrisi zelineki ilk bütüncül çalışma olduğu ileri sürülebilir.

Bu kapsamda çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, çalışmanın kavramsal çerçevesini içermektedir. Bu bölümde, endüstriye yönelik tanımsal ve işlevsel ereve ele alınmaktadır. İkinci bölüm, daha ziyade kuramsal ereve ile ilgilidir: Burada, ilk olarak, belirsizlik altında risk teorisi ve finansal serbestleşmeye yönelik yaklaşımlar incelenmektedir. Takip eden kısımda ise literatür bulguları değerlendirilmekte ve etkinsizliğin kaynakları incelenmektedir.

nc bölüm, uygulamalı çerçeveden oluşmaktadır: Bu doğrultuda ilkin, uygulamanın amacı ve yöntemine (DEA, TFV, Tobit ve anket tekniği) yer verilmiştir. Ardından, araştırmaya referans olan literatür bulguları değerlendirilmiştir. Takip eden kısımda ise yöntemde belirtilen tekniklere bağlı olarak analitik bulgular elde edilmiş ve bu bulgular hem literatür hem de araştırma sahasından erişilmiş göstergelerle birlikte yorumlanmıştır. Bu alışma sonuç ve önerilerle tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

(KAVRAMSAL ÇERÇEVE)

FİNANS ENDÜSTRİSİ VE KURUMSALLAŞMA SÜRECİ

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının önündeki en önemli engellerden birisi, sermaye yetersizliği sorunudur. Temel sorun sermaye yetersizliği olmakla birlikte, mevcut sermayenin etkin ve rasyonel bir şekilde kullanılamaması veya yatırımlara kanalize edilememesi de gelişmeyi engelleyici unsurlardandır. Bu bağlamda, ülkedeki tasarrufların arttırılarak verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesi ve böylelikle reel ekonominin fonlanarak ekonomik gelişmişliğin sağlanabilmesi için etkin çalışan bir finansal endüstrinin kurumsallaşması önemlidir.

1.1. Finans Endüstrisine Yönelik Tanımsal ve İşlevsel Çerçeve

Bir ekonomik sistem içerisinde yatırım yapmak isteyen işletmelerin yeterli fona sahip olmadıkları, bazı kişi ve kuruluşların ise fon fazlasına sahip oldukları görülmektedir. Mevcut sermayenin etkin bir şekilde kullanılması ve yatırımlara kanalize edilmesi için söz konusu karar birimlerinin karşılaşılabileceği bir piyasaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu karar birimlerini bir araya getirerek kaynak aktarımı ve tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi işlevi, finansal endüstriler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Bu yönüyle finansal endüstri,¹ fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara fonları etkin bir şekilde aktardığı sürece ekonomide önemli bir rol oynar. Finansal endüstrinin reel endüstri üzerindeki bu dolaylı etkisi, ekonomide daha yüksek etkinlik ve verimliliğe katkı sağlar. Etkin bir finansal endüstri, reel üretim üzerinde maliyet ve riski azaltır.²

¹ Literatürde, endüstri kavramına ilişkin çeşitli tanımlar bulunmaktadır. (bu tanımlar için bkz. Recep Kök, “Endüstriyel Verimlilik ve Etkinlik Bir Uygulama (Türkiye Şeker Endüstrisinde Karşılaştırmalı Verimlilik ve Etkinlik Analizi)”, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 81, Erzurum, 1991. ve Recep Kök ve Ertuğrul Deliktaş, “Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme ve Strateji Geliştirme Teknikleri”, DEÜ Matbaası, İzmir, 2003, ss. 8-10.) Endüstri kavramı genellikle organizasyon kavramları çerçevesinde değerlendirildiğinden dolayı endüstri dinamiği, üretim sürecinde firma, endüstri, sektör çizgisinde uzanan evrimsel bir yapıyı açıklamakta ve organizasyonel temellendirmelere dayandırılmaktadır. Buna göre genel anlamda, birbiriyle yakın ilişkide olan malları ve hizmetleri üreten firmalar grubu endüstri olarak tanımlanmaktadır. Bu doğrultuda, finansal sektörün de bir endüstri olarak ele alınması uygun görülmüştür.

² Adnan Kasman, *Essays on Turkish Banking Industry*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, Mayıs 1999, s. 1

Bu bağlamda finansal endüstri; fon arz ve talep edenleri, finansal enstrümanları ve finansal araçları içeren, fon arz ve talep edenlerin finansal kurumların ve finansal enstrümanların kullanımı yoluyla bir araya geldikleri ortam olarak tanımlanmaktadır.³

Daraltılmış bir tanımı ile; fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluştuğu yer olarak ifade edilen finansal piyasalarda, fon akımlarını düzenleyen kurumların, bu akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari düzenlemelerin yol açtığı farklılıkların kaynak kullanım sürecindeki etkileri de farklı olmaktadır. Her bir kurumun işlevselliği; araç ve düzenlemeler çerçevesinde piyasalardaki fon akışının güvenli, açık ve hızlı bir şekilde gerçekleştirmesine bağlıdır.

Gelişmiş ekonomilerde kalkınma hızını belirleyen en önemli unsur üretim kapasitesidir. Üretim kapasitesinin artması için yatırımların, yatırımların artması için de tasarrufların artması gerekmektedir. İşte bu noktada, ülkedeki tasarrufların artırılarak verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesi ve böylelikle ekonomik gelişmişliğin sağlanabilmesi için etkin çalışan finansal piyasalara ihtiyaç vardır.⁴ Bu bağlamda, bir ekonomik sistem içerisinde finansal piyasaların çok önemli bir yere sahip olması gerekmekte; dolayısıyla ekonomik gelişmişlik, büyük ölçüde finansal piyasaların gelişmişliği ile birlikte düşünülmektedir.

1.1.1. Finans Endüstrisinin Temel Öğeleri

Fon akımının kaynağında yer alan ve harcamalarını aşan gelirlerini tasarruf eden kişi ve kuruluşlar, bu tasarrufları reel varlıklara veya finansal varlıklara yöneltirler. Fon arzı olarak nitelenen bu kaynaklar veriyken, yatırımları için tasarrufları yeterli olmayan kişi ve kurumların; piyasadan fon temin etmek istemeleri de fon talebi olarak nitelendirilmektedir. Böylece finansal varlıkların işlem gördüğü ve tasarrufların yatırımlara kanalize edildiği bir piyasa ortaya çıkmaktadır.⁵ Bu

³ P. Evrim Mandacı ve Halit Soydan, **Capital Markets**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2002, s. 2.

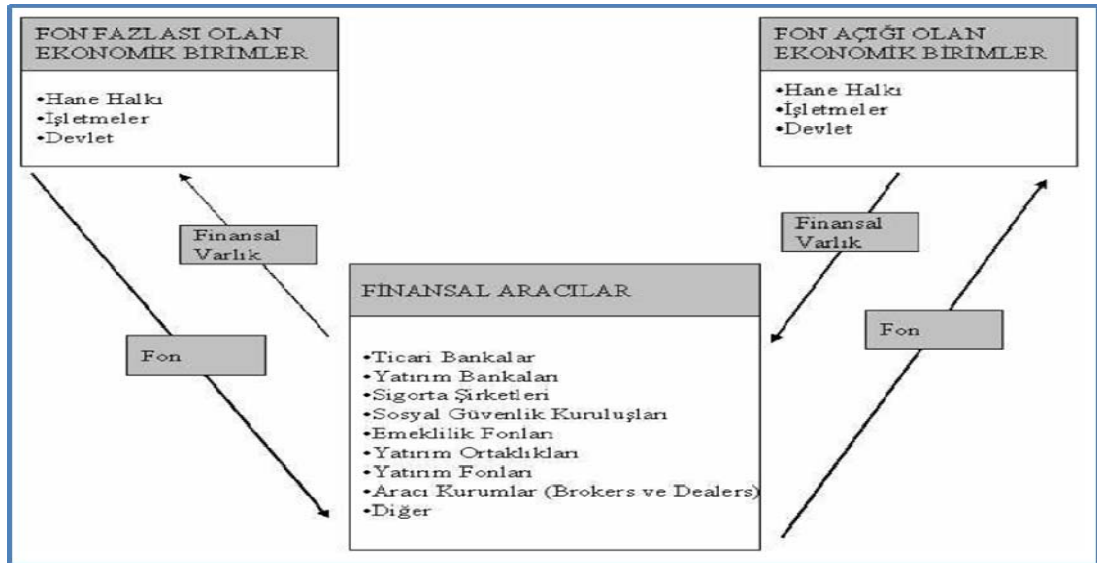
⁴ Semih Büker ve Doğan Bayar, **Finansal Yönetim**, A. Ü. Yayınları, Eskişehir, 2000, s. 340.

⁵ Ali Bülent Pamukçu, **Finans Yönetimi**, Der Yayınları, İstanbul, 1999, s. 2.

şekilde ortaya çıkan finansal piyasalar; fon arz edenler, fon talep edenler, finansal araçlar, finansal kuruluşlar ile hukuki ve idari düzenlemeler olmak üzere beş temel öge altında işlevsellik kazanırlar.⁶

Dolayısıyla finansal piyasaların ana ögesi, fon arz ve talep edenlerdir. Fon arz edenlerden fon talep edenlere fon akışının sağlanmasında en önemli güvence aracı ise finansal araçlardır. Fon talep ediciler, talep etmiş oldukları fonların karşılığında güvence olarak fon arz edicilere çeşitli finansal araçlar vermektedirler. Bu bağlamda, söz konusu fon ve finansal araç mübadelesinde aracılık yapan kuruluşlara da finansal kuruluşlar veya araçlar denilmektedir. Tüm bu finansal öğelerin temelinde, finansal piyasaların güvenli ve etkin bir şekilde işlemlerini sağlayacak yasal düzenlemeler de yer almaktadır. Finansal piyasalarda söz konusu olan bir takım yasal düzenlemeler ile piyasanın güvenilirliği belirli kurallara bağlanarak teminat altına alınmaktadır.⁷ Finansal piyasa öğeleri arasındaki ilişki ve işleyiş sistemi Şekil 1.1'deki gibidir.

Şekil 1.1: Finansal Piyasaların İşleyişi



Kaynak: Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2001, s. 16.

Sonuç olarak, finansal piyasaların bahsedilen öğeler çerçevesinde finansal sistemi işletirken ortaya çıkan fon akışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirilen

⁶ Muharrem Özdemir, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul, 1999, s. 363.

⁷ Gültekin Rodoplu, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Tuğra Ofset, Isparta, 2002, s. 15.

dolaylı bir fon akışı olduğu bilinmektedir. Bir mübadele söz konusudur ve mübadele araçları fonlar ve finansal araçlardır.

1.1.2. Finans Endüstrisinin İlkeleri

Finansal piyasaların güvenli ve düzenli bir Şekilde işlemesi için o piyasalarda bir takım ilkelere gereksinim vardır. Genel olarak, finansal piyasalarda güven ilkesi, açıklık ilkesi ve sağlam finansman kaynağı ilkesi olmak üzere üç temel ilkedен söz edilmektedir.⁸

Güven İlkesi: Bu ilke finansal piyasaların güvene dayalı olarak çalışmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Burada söz konusu olan güven, çıkarılan menkul kıymetlerle sağlanmaktadır. Çünkü menkul kıymetler, bunları halka sunan kuruluşlar ile satın alanlar arasındaki ortaklık veya alacaklılık ilişkisinin varlığının güvencesi olmaktadır. Ayrıca, finansal piyasalarda sunum yapmak isteyen tüm kuruluşlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun ne sürdüğü bir takım Şartları yerine getirmek ve denetime tabi olmak durumundadırlar.

Açıklık İlkesi: Finansal piyasalarda işlem gören tüm finansal araçlar ve onların ıkarıcıları hakkında yeterli bilgiye kolayca ulaŐılabilmesini ifade etmektedir. Piyasalarda güvenin sağlanabilmesi, büyük ölçüde açıklık ilkesine bağlıdır. Çünkü yatırımcılar yeterli bilgiye sahip oldukları kuruluş veya finansal araçlara güven duyacaklar aksi takdirde Őüphe söz konusu olacaktır. Finansal piyasaların açıklık ilkesi çerçevesinde işlemesi ile yatırımcılar yatırım araçları hakkında istedikleri tüm bilgilere ulaŐabilecekler, böylece kendi inisiyatifleri doğrultusunda yatırımlarına yn verebileceklerdir.

Sağlam Finansman Kaynağı İlkesi: Finansal piyasalar, ekonomik sistem içerisindeki yatırımların temel fon kaynağıdır. Çünkü finansal piyasalarda biriken küçük tasarruflar istenilen süre ve koşullarda büyük yatırımların finansmanında

⁸ Rodoplu, s. 17.

kullanılabilmektedir. Başka bir deyişle, finansal piyasalar her türlü yatırım için her an başvurulabilecek en sağlam finansman kaynağıdır.

1.1.3. Finans Endüstrisinin Fonksiyonları

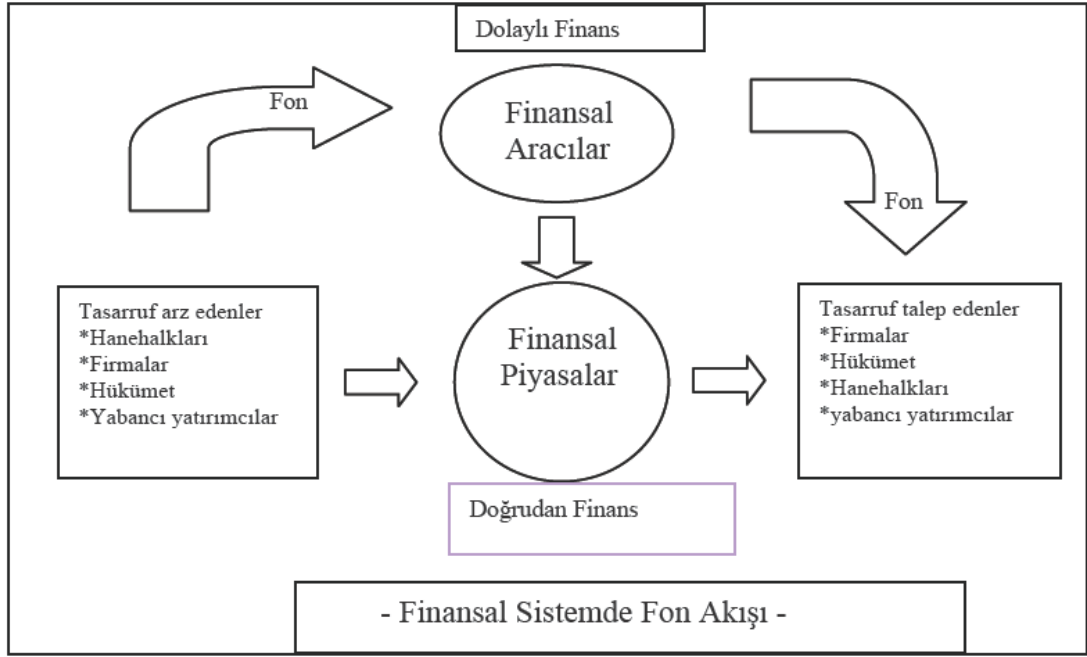
Finansal piyasalar, ekonomik birimlere tasarruf ve yatırım arasında bir seçim yapma olanağı sunmaktadır. Finansal piyasalara ödünç verme imkânı, bireylerin yatırım yapmak zorunda kalmadan tasarruf sahibi olabilmelerini; ödünç alma imkânı da, bireylerin gelirinden tasarruf etmek zorunda kalmadan yatırımını finanse edebilmelerini sağlamaktadır. Ayrıca finansal piyasalardan ödünç alınan paradan daha fazla geri ödeme yapılacak olması yani faiz ödenmek zorunda olunması ödünç alanları aldıkları fonları verimli alanlarda kullanmaya mecbur bırakmaktadır. Bu nedenle, verimli alanlarda kullanılmak üzere borç alınması uzun dönemde toplumu daha fazla servet biriktirmeye zorlayacak ve daha yüksek hayat standardı elde etmesine sebep olacaktır.⁹ Finansal piyasaların bir ekonomik sistem içerisinde çok sayıda fonksiyonu bulunmakta olup öncelikli ve temel fonksiyonlarına kısaca yer vermekte yarar vardır.

Fonların Etkin Kullanımına Aracılık: Finansal sistemin en önemli fonksiyonu fonların etkin kullanımına aracılık etmesidir. Bu aracılık işlevi finansal kurumlar tarafından, özellikle de bankalar tarafından yerine getirilir. Yapılan bu aracılık işlevi, ekonomi için önemlidir; çünkü ellerinde fazla fon bulunan bireyler bunları daha etkin şekilde değerlendirebilecek olan bireysel veya kurumsal yatırımcılara iletmekte, böylece atıl fonlar verimli bir şekilde değerlendirilerek ekonomiye kazandırılmaktadır. İkinci husus, finansal piyasalar bireylerin refah seviyeleri üzerinde direkt etkilerde bulunmakta ve şirketlerin davranışlarına yön vermektedir; çünkü bireyler birikimlerini finansal piyasalarda çeşitli enstrümanları kullanarak değerlendirmekte ve bundan belli bir getiri elde etmektedirler. Günümüz finansal piyasaları gelişmiş olduğu için yatırımcılara çeşitli alternatifler sunabilmektedirler. Bu da yatırımcının işini kolaylaştırmaktadır. Bu işlev Şekil 1.2'de görülebilir. Şekilde görüldüğü gibi ellerinde fazla fon bulunan ve bunu belli

⁹ Nihal Kargı, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, SPK Yayınları, No: 115, Ankara, 1998, s. 33.

bir getiri karşılığında değerlendirmek isteyen fon arz edenler sol tarafta, bu fonları talep edenler ise sağ taraftadır. Sistemde dolaysız yoldan finasta fon talep edenler kendilerine ait değerli kağıtları (hisse senedi, tahvil, bono v.b.) finansal piyasalarda fon arz edenlere satarak fon temin ederler. Bu durumda borçlu olan ekonomik birimler borçlarını gelecekte elde edecekleri gelirden ödemeyi taahhüt etmektedirler. Dolaylı yoldan finasta ise, fon talep edenler ihtiyacı olan fonu finansal araçlar sayesinde temin ederler. Burada tasarrufçu fon kaynağını finansal aracıya aktarır. Kredi kullanmak isteyen de fon gereksinimini finansal araçından sağlar. Burada taraflar yüz yüze değil aracı kurumlar sayesinde birbirlerini görmeden işlemlerini gerçekleştirirler.¹⁰

Şekil 1.2: Genel Olarak Finansal Sistem



Kaynak: Frederic Mishkin, The Economics of Money Banking and Financial Markets, Third Edition, New York, Harper Collins Publisher, 1992, s. 39.

Tasarrufları Özendirme ve Ekonomiye Kaynak Sağlama: Finansal piyasaların tasarruf sahiplerine belirli bir getiri elde etme imkânını sunması onları tasarrufa teşvik etmektedir. Finansal piyasalardaki çok sayı ve türdeki yatırım araçları her çeşit yatırımcıya hitap edecek nitelikte olup, her kişi veya kesimin tasarruf yapmak ve bu tasarrufları finansal piyasa havuzuna dahil etmek suretiyle

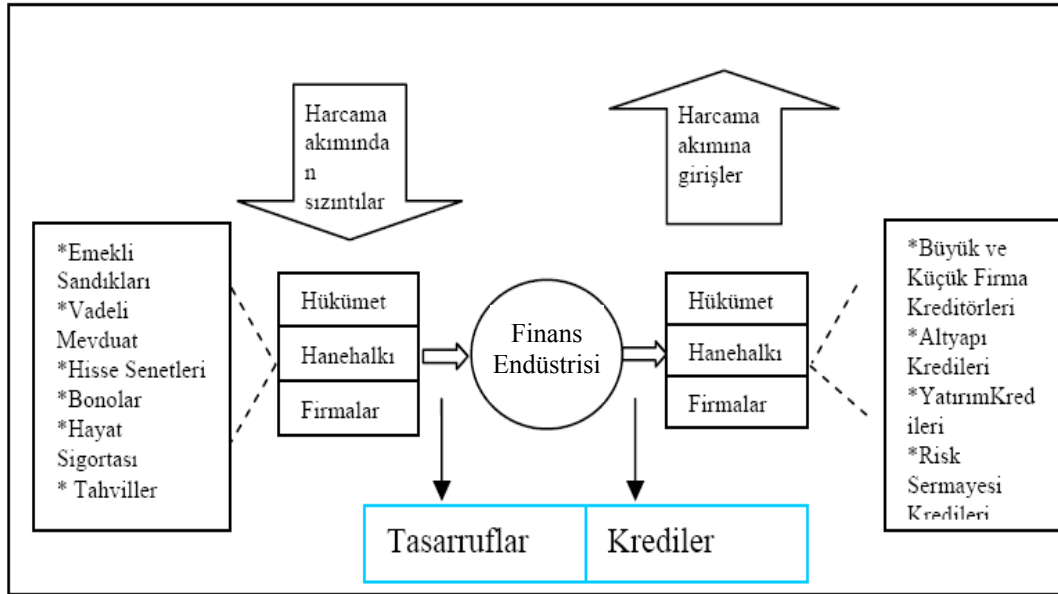
¹⁰ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, New York: Pearson-Addison Wesley, 2004, s. 39.

belirli ölçülerde getiri elde etmelerine imkân tanımaktadır.¹¹

Diğer taraftan; finansal piyasalardan ödünç fon alanlar, ana paradan daha fazla geri ödemek zorunda oldukları için verimli yatırımlar yapmak veya daha fazla tasarruf yaparak mümkün olduğunca daha az ödünç almak ve dolayısıyla daha az faiz ödemek istemektedirler.

Ekonomik Döngüdeki Sızıntıların Azaltılması: Üçüncü olarak; finans sektörü, tasarrufları ekonomik akımlar döngüsünün içine sokar ve bu döngüdeki sızıntıları azaltır.

Şekil 1.3: Finans Sistemi ve Tasarruflar



Kaynak: David C.Colander, Macroeconomics, Third Edition, Boston, Mc. Grow Hill Companies, 1998, s. 208.

Şekil 1.3'te görüldüğü gibi, finans endüstrisi tasarruflar için bir kanal gibidir. Finans endüstrisi, finansal piyasalar ve finansal kurumlar, tasarrufları harcama akımından alarak bunları değişik şekillere dönüştürdükten sonra tekrar harcama akımına sokar. Finans endüstrisi bu her iki tip akımı reel büyümeyi sağlayacak şekilde dengeler ve genişletir. Eğer finansal endüstri, bu akımı gereğinden fazla

¹¹ Robert W. Kolb, Ricardo J. Rodrigues, **Financial Markets**, Massachusetts, Da Resesyonist Blackwell Business in Cambridge, 1996, ss. 10-16.

pazarlanabilirliği, başka bir ifadeyle likiditesi sağlanmış olmaktadır. Bir menkul kıymet, ne kadar kısa sürede ve az bir değer kaybı ile nakde dönüştürülebilirse o kadar likit kabul edilir.¹⁵ Finansal piyasa ortamında menkul kıymetler, yatırımcılar arasında kolayca ve en az maliyetle el değiştirebilmektedir. Dolayısıyla, finansal piyasalar, yatırımcılara ellerindeki menkul kıymetleri en kolay şekilde nakde dönüştürme olanağını sunmaktadır.¹⁶

Güvence Sağlama: Finansal piyasalar, güven ortamının oluşması ve yatırımcının korunması için bir takım önlemlerle donatılmıştır.¹⁷ Finansal piyasalarda söz konusu olan her türlü arz ve talep eylemi bir takım yasal düzenlemeler çerçevesinde yapılmakta ve kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda menkul kıymet ihraç edenlerin bilgileri düzenli olarak halka duyurulmaktadır. Böylelikle piyasadaki tasarruf sahipleri için bir güvence sağlanmış olmaktadır.

1.1.4. Finansal Kurumlar ve İşlemleri

Finansal kurumlar; finansal piyasalarda yer alan kişiler, özel şirketler ve devlet gibi aktörler için finansal aracılık görevini yerine getiren yapılanmalardır.¹⁸ Finansal kurumlar piyasada, broker, acente ve aracı olarak üç değişik kimlikte finansal işlemleri gerçekleştirir. Acente ve broker olarak faaliyet gösteren kurumlar sözleşmelerini müşterileri namına yaparlar. Aracılar ise finansal araçları kendileri hesabına alır ve yine kendilerine ait pasifleri ve hisse senetlerini satarlar.¹⁹ Bu kurumların sağladıkları en önemli katkı piyasadaki fonların, fon arz edenlerden fon talep edenlere doğru hızlı ve düzenli olarak iletilmesini sağlamak ve fonları bu surette verimli olarak kullanmaktır. Bu kurumlar, bireysel yatırımcıların yani dolayısıyla kendi müşterilerinin hesabına finansal varlıklarının değişimini sağlamada, müşterilerinin ihtiyaç duyduğu finansal varlıkları çıkartmada ve bu varlıkların piyasadaki diğer yatırımcılara pazarlanmasında, danışmanlık yapmada ve

¹⁵ **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Dünya Yayınları, İstanbul, 1998, s. 236.

¹⁶ İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB Yayınları, 15. Baskı, İstanbul, 2000, s. 10.

¹⁷ İMKB, s. 11.

¹⁸ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans; Teori Kurum Uygulama**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001, s. 29.

¹⁹ Robert O. Edminster, **Financial Institutions; Market and Management**, New-York, Mc. Graw Hill Book Co. Mc.Graw Hill Series in Finance, 1980, s. 5.

profesyonel portföy yöneticiliği gibi hizmetler vermede yardımcı olurlar.²⁰ Bu çerçevede, finansal kurumlar sırasıyla şu şekilde ele alınabilir.

1.1.4.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar ve Fonksiyonları

Bu kurumlar yapmış oldukları finansal işlevleri sonucunda para yaratırlar. Para yaratan finansal kurumlar; Merkez Bankası, Ticari Bankalar ve Özel Finans Kurumları olmak üzere üç tanedir.

Merkez Bankası: Merkez Bankası, gerek finansal piyasalarda ve gerekse de ülke ekonomisi çapında en temel düzenleyici kurum olarak bilinir. Her şeyden önce Merkez Bankası ekonomideki parasal yetki kurumudur. Banknot basma yetkisi Merkez Bankasıdır. Başlıca görevleri bilançosunu kontrol altında tutarak para arzının ekonomi politikalarıyla uyumlu olmasını sağlamak, ulusal paranın değerini korumak, piyasalardaki likiditeyi ihtiyaca göre ayarlamak ve döviz kurlarını istikrarlı tutmaktır.²¹

Ticari Bankalar: Ticari bankalar, ikinci olarak gelir. Finansal piyasalarda firmalar veya bireysel yatırımcılar gibi tasarruf sahiplerinden, faiz karşılığında mevduat toplar ve bu mevduatları yine faiz karşılığı isteyene kredi olarak verir.²² Bu süreçte banka hem mekan hem de vade farklılıklarını gidererek piyasadaki fonlara akışkanlık kazandırır, hem de tasarruf sahiplerine faiz geliri sağlar ve tasarrufları teşvik etmiş olur. Dolayısıyla ticari bankanın öncelikli işlevi, vade farklarının fon arz edenler ve fon talep edenler arasında uyumlaştırılmasıdır. Çünkü bu iki kesimin beklentileri birbirinden farklıdır. Günümüzde modern ekonomilerde, günlük işlemlerde nakit yerine bankalar tarafından oluşturulan çek, senet, kredi kartı, poliçe, mevduat sertifikası ve elektronik fon transferi gibi araçlar kullanılmaktadır. Tüm bu araçlar günlük ekonomik işlemleri kolaylaştırmaktadır.²³

²⁰ Başoğlu, Ceylan, Parasız, s. 29.

²¹ Nur Keyder, **Para; Teori, Politika, Uygulama**, 7. Baskı, Ankara, Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000, s. 44.

²² Mark Grinblatt, Sherdian Titman, **Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, New-York, Mc. Graw Hill Higer Education, International Edition, 2002, s. 4.

²³ Başoğlu, Ceylan, Parasız, s. 31

Katılım Bankaları: Katılım bankaları, bankalar gibi çalışır, ancak faizsiz bir sistemde işlerler. Yani bir çeşit faizsiz bankacılık yapmaktadırlar. Bankalar gibi, finansal piyasalarda, “özel cari hesaplar” ve “katılma hesapları” adı altında iki farklı yöntemle fon toplarlar. Bunun karşılığında, fon sahibine önceden belirlenmiş bir orandan kar payı verirler. Ancak yatırımcının bu kazancı garanti değildir. Yani yatırımcının ana parası eriyebilir. Bu daha çok o kurumun parayı hangi sektörde ve nasıl işlettiğine bağlıdır. Ancak toplanan bu fonlar emtia ve gayri menkul ticaretinde kullanılamaz (üçüncü kişilere sağladıkları finansman hizmeti hariç), herhangi bir firmaya sermaye konularak ortak olunamaz, iştirak edinemez.²⁴ Özel cari hesaplar sahibine herhangi bir getiri getirmez. Sadece çek senet tahsilatı, havale ve transfer işlemlerinde kullanılır. Katılma hesapları ise hem kâra hem de zarara katılma ilkesine göre çalışır. Tasarruf sahibine önceden bir getiri garanti edilmez.

1.1.4.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar ve Fonksiyonları

Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarla ilgili olarak yapılacak ikinci ayırım para yaratmayan finansal kurumlardır. Bu kurumlar daha öncekilerin aksine mevduat toplamazlar, mevduat toplamadan fon yaratırlar, yaptıkları işlemler ile kaydi para yaratmazlar. Bu kurumlar başlıca yedi başlık altında toplanabilir.

Kalkınma ve Yatırım Bankaları: Para yaratmayan finansal kurumların başında “Kalkınma ve Yatırım Bankaları” gelir. Yatırım bankalarının birinci görevi isteyen firmalara sermaye piyasalarından fon bulmak, yani firmaların uzun dönemli yatırımlarını finanse etmek için çıkarttıkları hisse senedi veya tahvilleri sermaye piyasalarında pazarlamak, onlara danışmanlık yapmak ve en verimli şekilde nasıl borçlanmaları gerektiği konusunda yardımcı olmaktır. Yatırım bankası bu hizmetleri karşılığında aracılık (underwriting) geliri elde eder. Hisse senedi veya tahvil için bunlara yatırım yapmak isteyen bireysel veya kurumsal yatırımcılara güven verir. Fon talep eden, kendi mali durumu ve yapacağı yatırım ile ilgili herhangi bir bilgiyi gizleyemez.²⁵

²⁴ Orhan Türkay ve Erdoğan Alkin, **İktisada Giriş**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 1275, Açık Öğretim Fakültesi Yayın No:705, 2001, ss. 302-303.

²⁵ R. Glenn Hubbard, **Money the Financial System and the Economy**, Fourth Edition, New-Jersey,

Kalkınma bankaları yine aynı şekilde yeni yatırımlar için sermaye temin etmek, yatırımcılara danışmanlık yapmak, atıl vaziyetteki iç kaynakları harekete geçirmek, sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak, teknik hizmet sunmak, yeni ve kârlı yatırım alanları bulmak, ülkelerin planlama teşkilatlarıyla işbirliği yaparak ekonomik planlamalarda belirtilen hedeflerin gerçekleşmesinde yardımcı olmak ve yabancı ülkelere gelebilecek olan kaynakları ve teknik yardımları yerli sanayiye yönlendirmek gibi konularda hizmet verirler.²⁶

Sigorta Şirketleri: İkinci olarak sigorta şirketleri ön plana çıkmaktadır. Sigorta şirketleri sigorta primleri adı altında piyasadan fon toplayan ve bunun karşılığında müşterilerini daha önceden belirttiği risklere karşı güvence altına alan finansal araçlardır. Bu noktada fon akışı iki şekildedir; birincisi belli bir riskin gerçekleşmesi ihtimaline karşı ödenen, ikincisi ise riskin gerçekleşmesi durumunda sigortalıya ödenen tazminattan oluşur. Uygulamada iki tip sigorta şirketi mevcuttur. Birincisi genel sigorta şirketleridir ve yangın, trafik, kasko, hırsızlık, ölümlü ve yaralanmalı kazalar gibi risklere karşı müşterilerini sigortalar. İkincisi ise hayat sigortası şirketleridir ve bunlar müşterilerine yaralanmalı ve ölümlü kazalara karşı kaza sigortası, hastalıklara karşı da sağlık sigortası sunar.²⁷

Sosyal Güvenlik Kurumları: Sosyal güvenlik kurumları aynı sigorta şirketleri gibi prim adı altında fon toplar. Kurumun amacı kendi fon kullanıcılarını hastalık, ölüm, maluliyet ve işsizliğe karşı korumak ve bu amaçla, zorunlu olarak, kanuna dayanarak üyelerinin mesleğine ve gelirine göre önceden saptanmış fonları toplamaktır. Toplanan fonların büyüklüğü tazminat ödemelerinden fazla olacağı için fon birikimi gerçekleşmiş olur. Bu fonlar istikrarlı ve uzun vadeli olduğu için sermaye piyasalarında (devlet tahvili, hazine bonusu gibi araçlarda) değerlendirilir.

Addison Wesley Co., 2002, ss. 280-281.

²⁶ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayın Dağıtım, 1994, s. 38.

²⁷ Keith Pilbeam, **Finance and Financial Markets**, London, Mc. Millan Business Publishing Co., 1998, ss. 34-35.

Yatırım Ortaklıkları: Dördüncü olarak yatırım ortaklıkları gelir. Bunlar kayıtlı sermaye esasına göre anonim şirket şeklinde kurulan, gerek sermaye piyasasındaki gerekse de diğer ulusal ve uluslararası borsalardaki işlem gören altın, hisse senedi ve tahvil gibi çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü işleten kurumlardır. Uygulamada A tipi yatırım ortaklıkları ve diğer yatırım ortaklıkları olmak üzere iki çeşittirler.²⁸

Yatırım ortaklıklarının başlıca işlevleri, yatırım portföyünü oluşturmak ve yönetmek, portföyü yönetirken olası riskleri en aza indirmek, portföyün değerinin artması için gerekli çalışmaları yapmaktır.²⁹ Fon içtüzüklerinde / esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan kamu iktisadi teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırımları ortaklıklar A tipi ortaklık olarak adlandırılır.

Yatırım Fonları: Diğer bir kurum yatırım fonlarıdır. Bu kurumlar kendine ait çıkardığı ve pazarladığı hisseler karşılığında elde ettiği fonları, hisse senetleri, tahviller gibi menkul kıymetlere yatırır. Yatırım fonlarının iki önemli fonksiyonu vardır. Bunlar, çeşitlendirme ve işlem maliyetlerini azaltmadır. Çeşitlendirme ile bir portföy, bir veya iki menkul kıymet yerine daha çok sayıda menkul kıymetten oluşturularak söz konusu portföyün yatırım riski düşürülür, yani menkul kıymetin riski azaltılır. Bu noktada istihdam ve yatırım olmak üzere iki çeşit risk söz konusudur. İstihdam riski, büyük işletmeler için söz konusudur. İşte finansal kurumlar içinde oldukları para ve sermaye piyasaları sayesinde bu riski pek çok yatırımcıya dağıtarak küçültür. İşletme iflas ettiğinde bu yükü, binlerce küçük yatırımcı daha az kişi başına zararlar karşılıyarak kaldırır. Diğeri de yatırım riskidir. Tasarruf sahibi diyelim ki sermaye piyasasında tasarruflarını değerlendirmek istediğinde, elindeki fonu belli sayıdaki hisse senedine yatırır. Bu durumda getiri iyi olabilir ama risk fazladır. Halbuki finansal kurumlar, mesela yatırım fonları, küçük yatırımcıların bu tasarruflarını çok sayıda hisse senedinden oluşan bir sepette

²⁸ Lester V. Chandler, **The Monetary-Financial System**, London, Harper & Row Publishers, 1979, s. 111.

²⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2000, ss. 78-79.

değerlendirir. Böylece fazla risk düşürülür.³⁰ Toplanan fonlar 50-200 arasında sayıda menkul kıymetlerden oluşan portföye yatırılır. Böylelikle bir yatırımcının işlem maliyetleri de düşürülmüş olur.³¹

İki tip yatırım fonu mevcuttur. Bunlar, açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonlarıdır. Açık uçlu yatırım fonlarında ihraç edilen paylar sabit değerlidir. Talep oldukça yeni katılımcılar fona kabul edilir. Böylelikle fonun sermayesi arttırılabilir. Yine isteyen yatırımcı elindeki menkul kıymetleri satarak fondan çıkabilir. Fonunun değeri; her işlem günü sonunda, portföydeki senetlerin değerlerinin toplanıp masraflar düşüldükten sonra kalan miktarın toplam hisse sayısına bölünmesiyle elde edilir. Kapalı uçlu yatırım ortaklıklarında ise hissedar sayısı sabittir. Burada yer alan her birim hissenin net aktif değeri ve fonun hisse fiyatı olmak üzere iki fiyatı vardır. Hisse fiyatı, net aktif değerinin üzerinde (Primli) veya altında (İskontolu) dalgalanabilir. Bu fonlar genellikle hisselerini üyelerinden geri satın almaz. Bu belgeler borsaya kote edilebilir ve ikincil piyasası da oluşturulabilir.³²

Belirtilmesi gereken önemli bir husus yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları arasındaki farktır. Yatırım ortaklıkları, anonim şirket şeklinde kurulur ve tüzel kişiliğe sahip olurken, yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Yatırım ortaklıklarının mal varlıkları (bina demirbaş gibi), fondaki portföy birbirinden bağımsız değerlidir. Yani bu durumda ortakların da fonun mal varlığı üzerinde hakları vardır. Yatırım fonunda ise fonun mal varlığı üzerinde ortakların hakkı yoktur.³³

Finansman Şirketleri: Altıncı olarak finansman şirketlerinden söz edilebilir. Finansman şirketleri bankalardan ve para yaratan finansal kurumlardan farklı olarak verdiği kredileri mevduat toplayarak değil, çeşitli firmalar ve bireysel yatırımcılar tarafından yatırım amacıyla bu tip şirketler tarafından çıkartılan borç senetlerinin veya hisselerinin satın alınmasıyla fon temin eder. Mevduat kabul etmedikleri için

³⁰ George H. Hempel ve Jase B. Yawitz, **Financial Management of Financial Institutions**, New-Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1977, s. 8.

³¹ Nesser Arshadi ve Gordon V. Karels, **Modern Financial Intermediaries and Markets**, New-Jersey, Prentice Hall Inc., 1997, s. 190.

³² Michael G. Hadjimichalakis, **Contemporary Money Banking and Financial Markets; Theory and Practice**, Boston, Irwing Publishing Co., 1995, ss. 415-416.

³³ Bolak, ss. 87-89.

mevduat toplayan veya para yaratan kuruluşların bağlı olduğu kurallara tabi değildirler. Dolayısıyla finansman şirketleri yeni kârlı iş imkânları bulabilmekte daha esnek hale gelmiş olurlar. Finansman şirketleri ile diğer mevduat toplayan kuruluşlar arasındaki en büyük fark mevduat kabul eden finansal araçlar küçük çaptaki, çok sayıda mevduatı kabul edip çok büyük miktarlarda kredi verirken, finansman şirketleri daha büyük miktarda fon toplayıp daha küçük miktarda ve az sayıda müşterisine kredi olarak verir. Ancak bu firmalar kredi verirken müşterileri hakkında geri ödememe riskini azaltmak için bilgi toplayıp istihbarat yaparlar.³⁴

Üç çeşit finansman şirketi vardır. Bunlar, tüketici finansman şirketleri, mesleki veya ticari finansman şirketleri ve satış finansman şirketleridir. Tüketici finansman şirketleri, öncelikle ücretlilerin nakit ihtiyaçlarını karşılamak için kurulmuştur (henüz bankalar bu tip kredilerin pazarına girmeden önce tüketici finansman şirketleri bu piyasada monopol durumdaydılar). Şirketin faaliyetleri daha çok küçük krediler içindir. Örneğin, bu bir araba veya elektronik eşya olsun, satın alınabilmesi için tüketicilere kredi açar. Tüketiciler aldığı kredi karşılığında şirkete belli bir oranda faiz öder. Bu faiz şirketin gelirlerinden biridir.³⁵ Mesleki finansman şirketleri ise factoring ve leasing (finansal kiralama) gibi işlerle uğraşırlar. Factoring'te ihracattan veya yurt içine satıştan doğan teminatlı bir alacak finansman şirketi tarafından belirli bir iskonto karşılığında satın alınır. Bu yöntem, genelde kısa vadeli finansman problemi olan ya da acil nakit ihtiyacına düşmüş üretici firmalar tarafından kullanılır. Diğer bir faaliyet ise, üretici bir firmanın üretim sürecinde gerekli olan ve bu şirket tarafından finanse edilemeyen pahalı üretim araçlarının, finansman şirketi tarafından üretici firmalara kiralanmasıdır. Kiralama belli bir süre için ve belli bir ücret karşılığında isteyen üretici firmalarla gerçekleştirilebilir. Dolayısıyla hem finansal kiralama hem de factoring gibi işlemler mesleki finansman şirketleri için birer gelir kaynağıdır. Satış finansman şirketleri ise genellikle büyük bir üretici firma ile çalışır. Amaç şirketin satışlarının artabilmesi için şirketin ve üretilen ürünlerin tanıtımının yapılması ve satış sonrası müşterilere o malla ilgili bazı kolaylıkların sunulmasıdır.³⁶

³⁴ Arshadi, Karels, s. 208.

³⁵ Hubbard, s. 288.

³⁶ Bezon E. Gup, **Financial Intermediaries**, Second Edition, London, Houghton Mifflin Co., 1980,

Kredi ve Kefalet Kooperatifleri: Para yaratmayan bir diğer finansal kurum kredi ve kefalet kooperatifleridir. Küçük ve orta ölçekli ticari ve sınai işletmelerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuşlardır. Kredi ve kefalet kooperatifleri, ancak üyelerinden aldıkları aidatlar aracılığıyla fon toplarlar. Topladıkları bu fonları yine ihtiyacı olan üyelerine, piyasaya göre daha düşük bir faiz oranından kredi olarak verirler. Yine isteyen üyelerine halk bankasından kefil olarak kredi verirler.³⁷

1.1.5. Finans Endüstrisinin İşleyişi

Finansal endüstriler, birbirine bağlı çok sayıda alt piyasadan oluşmaktadır. Bu piyasaları değişik yaklaşım ve ölçülere göre sınıflandırmak mümkün olmakla birlikte çalışmada, sistemin işleyişini piyasa türleri bazında incelemek daha faydalı olacaktır. Çünkü her bir piyasa uzmanlaşma ve iş bölümü gereği, belli bir amaca yönelik olarak kurulmuştur. Bu kapsamda finansal sistem, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılabilir.

1.1.5.1. Para Piyasaları

Finansal piyasalardaki temel mantık, fonların tasarruf sahiplerinden tasarruf talep edenlere aktarılması sürecidir. Bu noktada, değişik finansal piyasa tipleri değişik roller oynar. Bunlardan en sık tercih edileni; para piyasası, sermaye piyasası ayrımıdır. Bu ayrım finansal piyasalarda işlem gören finansal aktiflerin vadelerine göre yapılır. Para piyasalarında daha çok bireysel yatırımcılar, firmalar ve hükümet; likidite ihtiyaçlarını ayarlamak için bir yıldan az vadeli aktiflerin ticaretini yaparlar.³⁸

Para piyasaları; kısa süreli fon arz ve talebinin bir araya geldiği ortam olarak tanımlanmaktadır. Kısa süreden kasıt, bir yıla kadar olan süre olup, bu piyasada vadesi bir yıl veya daha kısa süreli menkul kıymetler ve kredi işlemleri söz konusu olmaktadır. Vadenin bir yıldan kısa olması ise para piyasası enstrümanlarının yüksek likiditeye sahip olmasına yol açar.³⁹ Bu piyasada işlem gören menkul kıymetlerin

ss. 397-398.

³⁷ Bolak, s. 44.

³⁸ Cooper, Fraser, Uselton, ss. 22-23.

³⁹ Jeff Madurra, **Financial Markets and Institution**, Second Edition, New York, West Publishing

vadeleri yakın olduğundan likidite özelliği daha fazladır. Bu piyasaların, geri ödenme riskinin çok az olması, vadenin kısa olması ve paraya dönüştürme maliyetinin düşük olması olmak üzere üç temel özelliği bulunmaktadır.⁴⁰

Genel bir ifade ile, vadesi bir yıldan az olan fonlar para piyasasında, vadesi bir yıldan fazla olan fonlar ise sermaye piyasasında işlem görmektedir. Ancak bu kriterin para ve sermaye piyasası ayrımı noktasında giderek önemini yitirdiği görülmektedir. Bunun iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi, uzun ve kısa vadeli finansal araçların iç içe girmesidir. Örneğin finansman bonusu kısa vadeli bir yatırım aracı olmakla birlikte sermaye piyasası aracı olarak ifade edilebilmektedir. İkincisi ise, vadenin kısa veya uzun olmasının ülkenin ekonomik koşullarına göre değişebilmesidir.⁴¹ Hatta sermaye piyasası kavramının zaman zaman para piyasasını da içine alacak şekilde finansal piyasa kavramı ile eş anlamda kullanıldığı da görülmektedir. Ancak tüm bunlara rağmen para ve sermaye piyasaları arasında bazı temel fonksiyonlar açısından farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar Tablo 1.1.'de karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir.

Tablo 1.1: Finans Endüstrisinin Piyasa Yönu

Karşılaştırma Şekli	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Süre	Kısa süreli	Uzun süreli
İşlev	Geçici nitelikteki likit sıkıntısının giderilmesi için başvurulur	Sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimi için başvurulur
Kaynak	Devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduatlardır	Devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır
Araç	Ticari senetler	Hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler
Faiz	Düşük	Yüksek
Risk	Düşük	Yüksek

Kaynak: Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Piyasalar**, Beta Yayınları, İstanbul, 1997, s. 8.

Para piyasası genellikle üç ay, altı ay, ya da bir yıl vadeli kredilerin firmalar, hükümet ya da bireysel yatırımcılar tarafından alınıp satıldığı piyasalardır. Gerçekte para piyasaları, değişik finansal enstrümanların ticaretinin yapıldığı değişik finansal pazarların toplamıdır. Formel bir yapı söz konusu değildir. Bu piyasada işlemleri “dealer” denilen, yani piyasadaki menkul değerler üzerinde iş yapan, alım satım yapan kişi ve “broker” yani komisyoncular yerine getirir. Dealer değerli kağıtları

Co., 1992, s. 3

⁴⁰ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, s. 82.

⁴¹ Saim Kılıç, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, SPK Yayınları, No: 95, Ankara, 1997, s. 6.

kendi pozisyonu için alır ve bu değerli kağıtları daha sonra uygun bir ortam oluştuğunda satar. Bu işlemler genellikle ikincil piyasalarda yapılır.⁴²

Likidite ihtiyacı aslında ekonomideki tüm kesimler için farklıdır, çünkü ekonomik birimlerin borçlanma nedenleri birbirinden farklıdır. Bu da her ihtiyaca yönelik olarak farklı türden finansal araçların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Eğer böyle bir ayırım olmasaydı kısa ve uzun vadeli fon ihtiyacı olan yatırımcıların bu ihtiyaçları zaman ve kalite bakımından yeterli düzeyde karşılanamayacak ve finansal piyasaların etkinliği azalacaktı. İşte sermaye ve para piyasalarında kullanılan araçların farklılaşmasındaki temel neden budur. Bu yüzden para piyasasında verilen kredi süreleri en fazla bir yıldır. Bu tip krediler vadesi bir yıldan az olduğu için genellikle stok yenileme, ücret ve maaşların ödenmesi, vergi ve kar payı ödemeleri ile firmaların bakım ve onarım harcamalarının finansmanında kullanılır. Nakit giriş çıkışları birbiriyle genelde zaman bakımından uyumlu değildir. Firmalar bazen beklenmedik şekilde nakit ihtiyacı içine girebilir. Ayrıca firmaların ya da devletin gelirleri belirli dönemlerde olmasına rağmen, harcamaları yıl içine yayılmış olabilir. Sonuç olarak, para piyasaları, cari harcamaların finansmanında, fon giriş ve çıkışları arasındaki uyumsuzlukların giderilmesinde ve nakit fazlası durumlarında faiz geliri elde etmek için kullanılmaktadır.⁴³

Para piyasaları kendi içlerinde bir takım düzenlemeler, teamüller ve enstrümanların karakteristik özellikleri itibariyle birbirlerinden ayrılmışlardır. Dolayısıyla para piyasası araçları için çeşitli riskler söz konusudur. Öncelikle kredi riski vardır. Söz konusu risk, vade bitiminde enstrümanın sahibine ödeme yapılmaması ile ilgilidir. Örneğin; hazine bonoları, devlet tahvilleri için böyle bir risk söz konusu değildir, çünkü bu araçların ödeme garantisi devlettir. Finansman bonusu için risk fazla olabilir, çünkü vade bitiminde firma ana para, vade süresince faiz ödemelerini çeşitli sebeplerden (ekonomik konjonktür, pazarın durumu, firma ile ilgili koşullar vb.) aksatabilir. İkinci risk fiyat riskidir. Örneğin pek çok para piyasası enstrümanı, kısa vadeli oldukları için ekonomik karışıklıklar veya belirsizlikler

⁴² David S. Kidwell ve Richard L. Peterson, **Financial Institutions, Markets and Money**, Fourth Edition, Chicago, The Dreyden Press, 1990, s. 483.

⁴³ Berna Taner ve Lale Polat, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Serdar Ofset, İzmir, 1992, ss. 8-9.

halinde bile istikrarlı fiyata sahiptir. Fakat uzun dönemli sermaye piyasası araçları fiyat dalgalanmalarından, politik gelişmelerden ve konjonktürel dalgalanmalardan oldukça etkilenir. Bu durumlar, o enstrümanın fiyatında dalgalanmaya yol açabilir.⁴⁴

Sanayileşmemiş ülkelerde, firmaların fon gereksinimleri sınırlıdır ve bu ihtiyaçlarını da kendi öz kaynakları ile karşılar. Fakat ekonomi geliştikçe firmaların ölçekleri büyür. Dolayısıyla firmanın öz kaynakları yeterli olmaz. Bu durumda, para piyasalarına duyulan ihtiyaç artar. Diğer yandan, tasarrufların özendirilmesinde ve mevcut fonların daha verimli kullanılmasında para ve sermaye piyasalarının önemi büyüktür. Ancak bu pazarların faydalı olabilmesi için ülkedeki politik ve ekonomik ortamın elverişli olması gerekir. Etkin işleyen bir para piyasası, ekonomik büyüme ve sanayileşme için hayati öneme sahiptir. Ayrıca ülkede parasal ve politik istikrar sağlanmış olmalıdır.⁴⁵ Para piyasalarını kendi içerisinde üçe ayırmak mümkündür;

a) Ulusal Para Piyasası: Para piyasaları içinde öncelikle ulusal para piyasası gelir. Ulusal para piyasasında, hem bankalar hem de merkez bankası yer alır. Bankalar kısa süreli fon gereksinimlerini dengelemek, merkez bankası ise para politikası hedefleri doğrultusunda ekonomideki likidite miktarını ayarlamak, faiz oranlarını kontrol etmek ve piyasalardaki en düşük ve en yüksek borçlanma oranlarını belirlemek amacıyla para alım satımı gerçekleştirirler.⁴⁶

b) Döviz Piyasası: İkinci olarak döviz piyasası gelir. Bu piyasada, bankalar kısa süreli döviz ihtiyaçlarını karşılarlar. Bankalar ellerindeki döviz ve efektifleri daha iyi kullanmış olurlar. Yine bu piyasa sayesinde, döviz ve efektifler kontrol altına alınmış olur. Merkez bankası, döviz rezervlerini kontrol altında tutmak ve döviz kurlarını istediği seviyede tutabilmek amacıyla piyasaya müdahalede bulunur.⁴⁷

c) İnterbank Piyasası: Son olarak, interbank piyasası gelir. Bu piyasaya “Bankalararası Para Piyasası” da denir. Burada bankalar birbirleriyle fon alışverişi

⁴⁴ Peter S. Rose, **Money and Capital Market**, Texas, Business Publication Inc., 1983, ss. 15-16.

⁴⁵ Phillips Perera, **Development Finance, International Problems and Prospects**, New-York, Praeger Special Studies in International Economics and Development, Frederic A. Praeger Publishers, 1968, s. 86.

⁴⁶ Tunay, s. 84.

⁴⁷ Tunay, s. 84.

yaparlar ve kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılarlar. Önceleri piyasadaki borç alma-verme oranlarının sınırlarını merkez bankası koyarken, bu durum krizlerin ardından alınan istikrar tedbirleri ile değişmiştir. Artık merkez bankası bu piyasada pasif konumdadır. Piyasada artık sadece 16:30-17:00 saatleri arası dengeleyici işlemleri gerçekleştirmektedir. Amaç, faiz oranlarının merkez bankası tarafından belirlenmesi değil, piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmesidir.

1.1.5.2. Sermaye Piyasaları

Para piyasalarından sonra yapılması gereken ikinci ayırım, sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasalarında; belediyelerin, şirketlerin ve hükümetlerin çıkardığı borç senetleri dahil olmak üzere bir yıldan uzun vadeli aktiflerin ticareti yapılır. Bu noktada borç olarak verilen ya da borç olarak alınan fonların bir yıldan uzun vadeli olarak değerlendirilmesiyle oluşan yapı, sermaye piyasası olarak adlandırılabilir.⁴⁸ Sermaye piyasası enstrümanlarının genelde yatırımcılara yıllık getiriler kazandırması beklenir. Bu yüzden sermaye piyasası araçlarının likiditesi düşüktür.⁴⁹

Sermaye piyasalarından fon arz ve talebi finansal aracılar (Financial Intermediator) sayesinde gerçekleştirilir, çünkü fonların ihtiyacı olan kesimlere doğru ve etkin şekilde aktarılması oldukça güçtür. Fon arz ve talep edenlerin kendileri için belirlediği risk ve getiri seviyeleri birbirinden farklıdır. Dolayısıyla tarafların risk ve getiri anlamında beklentileri aynı olanlarla karşılaşması güçtür. İşte bu noktada, finansal aracılar risk ve getiri konusunda tercihleri aynı olan tarafları buluşturacak ve tasarrufları en etkin ve hızlı şekilde taşınmasına yardım edecektir. Bu piyasada fonlar el değiştirirken menkul kıymetler kullanılır. Dolayısıyla menkul kıymetler piyasası, sermaye piyasası ile eş anlamlı olarak kullanılabilir.⁵⁰

Sermaye piyasasından elde edilen uzun vadeli fonlar, işletmenin duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Duran varlıklar ifadesi işletmenin bir yıldan az sürede likiditeye çeviremeyeceği ya da çevirse dahi bundan zarar edeceği varlıklar

⁴⁸ Cooper, Fraser, ve Uselton, ss. 22, 24.

⁴⁹ Madurra, s. 3.

⁵⁰ Çapanoğlu, ss. 4-5.

için kullanılır. Dolayısıyla, bu varlıkların finansmanı da sağlıklı olması açısından sermaye piyasalarından uzun vadeli borçlanılarak yapılır. Yani sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin bir araya geldiği bir piyasadır. Vade süresi bir yıldan fazla olduğu için risk artmakta, bu da faiz oranlarını yükseltmektedir.⁵¹

Sermaye piyasası ülke ekonomisi için önemlidir. İyi işleyen bir sermaye piyasası, finansal kaynakları verimli yatırım alanlarına yönlendirilmede, öz kaynakları yeterli olmayan firmaların finansman ihtiyacının karşılanmasında, küçük yatırımcıların yüksek miktarda fon isteyen yatırımlara girişmesinde, tasarrufun teşvik edilmesinde ve ülkedeki servet ve gelir dağılımının daha adil olmasında yardımcı olur. Ancak böyle bir sermaye piyasasının var olması için de ekonomideki tasarruf düzeyinin belli bir seviyede olması, halka açık anonim şirketlerinin sayısının artmış olması ve sermaye piyasası ile ilgili hukuksal çerçevenin iyi belirlenmiş olması gerekir.⁵² Bunlar, hukuki çerçeveleri ve işleyiş biçimleri yönünden aşağıda üç değişik ayırım biçimde incelenmektedir.

a) Birincil, İkincil, Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar: Finansal piyasalar için söz konusu olan diğer bir ayırım birincil, ikincil, üçüncül ve dördüncül piyasalar ayırımıdır. Birincil piyasalar, yeni çıkartılmış değerli kağıtların, ilk alıcılarına satıldığı bir finansal piyasa çeşididir. Birincil piyasalar, fon kullananların gereksinim duydukları fonları sağlamak için, fon sunanlara ilk kez başvurdukları, yeni sundukları finansal araçları (hisse senedi veya tahvil gibi) sattıkları piyasalardır.⁵³ Çıkarılan fonlar doğrudan ya da dolaylı yolla çıkarılabilir.⁵⁴ Doğrudan çıkarımla satılmak istenen finansal varlıklar, az ya da çok sayıdaki yatırımcıya herhangi bir aracı olmaksızın satılması amaçlanır. Dolaylı çıkarımda ise finansal varlıklarını satmak isteyen bir anonim ortaklık ya da kamu kuruluşu, satışı piyasadaki mevcut bir aracı kurum vasıtasıyla belli bir komisyon karşılığında satış yapar. Yine eğer

⁵¹ Nuray Kondak, **Finansal Pazarlara Giriş, Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi, Finansal Araçlar ve Kurumları**, İstanbul, Der Yayınları:237, 1998, s. 7.

⁵² Taner ve Polat, ss. 10-11.

⁵³ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, New York: Pearson-Addison Wesley, 2004, s. 26.

⁵⁴ Stanley G. Eakins ve Frederic S. Mishkin, **Financial Markets and Institutions**, Second Edition, Massachusetts, Addison Wesley An Imprint of Addison Wesley Longman Inc., 1998, s. 16.

istenirse satış, aracı kurum tarafından satış ve dağıtım garantisi verilerek de yapılabilir.⁵⁵

İkincil piyasalar ise daha önce birincil piyasada çıkarılmış olan menkul kıymetlerin tekrar alınıp satıldığı piyasalardır. Örneğin; döviz piyasası, opsiyon piyasası ve gelecek satış sözleşmelerinin yapıldığı piyasa, menkul kıymet pazarları ve serbest pazarlar buna örnektir.⁵⁶ Bu piyasada aracılık yapanlara yatırım firması (Investment firm) denir ve hem alım satımı kendi nam ve hesabına (Dealer), hem de ajan veya komisyoncu olarak alım satıma aracılık yapmak suretiyle görevlerini yerine getirebilirler. Broker ve Dealer'lar bu piyasa için önemlidir, çünkü "broker" satılacak olan finansal varlık için alıcı ve satıcıları birbirleriyle buluşturur. Burada broker belli bir komisyon karşılığında aracılık yapar. Dealer ise finansal varlığı daha önce belirlenmiş fiyattan satın alarak alıcıları ve satıcıları buluşturur. Yani dealer kendi nam ve hesabına alım-satım yapar. Piyasada satış belli bir müşteriyle özel pazarlık yapılarak da satılabilir (Over the counter). Bu durumda alıcı ve satıcıların işlem yapabilmek için fiziksel olarak bir araya gelmesine gerek yoktur. Örneğin; Euro piyasalarında borçlanma genellikle bilgisayarlar üzerinden yapılabilmektedir. Diğer yandan, ikincil piyasalar borsa şeklinde de örgütlenebilir. Bu durumda, alıcı ve satıcılar belli bir fiziksel mekanda toplanarak işlemlerini gerçekleştirir.⁵⁷

Üçüncül piyasalar, menkul kıymetlerin aynı şekilde borsa dışında alınıp satıldığı piyasalardır. Yapı olarak organize olmamış piyasalara benzerler. Piyasadaki araçlar her şekilde piyasa oluşturarak ellerindeki büyük miktarda olan menkul kıymetleri satmaya çalışırlar. Üçüncül piyasalarda araçlar, organize olmuş borsadaki acentaların rakibi olur.⁵⁸

Dördüncül sermaye piyasasında ise daha çok büyük kurum ve kişiler, büyük miktarda işlem hacimleriyle alıp satarlar. İşlem miktarının büyük olması, aracı kurumların komisyon miktarını arttırmaktadır. İşte bu komisyon ödenmeden dördüncül piyasada işlemler gerçekleştirilir. Bu piyasadaki işlemlere kayıt tutulmaz.

⁵⁵ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Piyasaları**, İstanbul, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995, ss. 79-80.

⁵⁶ Başoğlu, Ceylan ve Parasız, s. 17

⁵⁷ Grinbalt, Tittman, ss. 73-74.

⁵⁸ Ceylan, Korkmaz, s. 18.

İşlemleri yapanların adları gizli tutulur. Diğer piyasalardaki risk yüklenme, stok tutma ve kredi hazırlama gibi faaliyetler bu piyasada yapılmaz. Piyasada az sayıdaki kişi, alıcı ve satıcı arasında bağlantı görevi görerek alım satımları gerçekleştirirler.⁵⁹

b) Örgütlenmiş ve Örgütlenmemiş Piyasalar: Üçüncü ayırım, örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar ayırımıdır. Örgütlenmiş piyasalar işlemlerin belirli kurallara göre yapıldığı, işlemler için belli bir fiziksel mekanın bulunduğu ve işlemlerin buradan yürütüldüğü ve piyasayı yöneten belirli yöneticilerin görev yaptığı piyasalardır. Bu piyasada belirli bir fiziksel mekanda menkul kıymet alıcı ve satıcıları karşı karşıya gelerek işlemlerini yaparlar. Örgütlenmiş para piyasalarına en iyi örnek, ticari bankalar ve yine örgütlenmiş sermaye piyasalarına en iyi örnek, menkul kıymet borsalarıdır.⁶⁰

Örgütlenmemiş piyasalar ise tezgah üstü piyasa olarak da adlandırılır. Burada örgütlenmiş piyasadakinin tam tersine belirli bir fiziksel mekan olmaksızın ve belli kurallara bağlı kalmadan tarafların kendi aralarında yaptıkları pazarlıklar sonucu, vardıkları mutabakata göre alım satım işlerini yürüttükleri piyasalardır. Piyasada tezgah üstünde menkul kıymet almak ya da satmak isteyen kişiler ve elinde menkul kıymet stoku bulunan dealer'lar faaliyet gösterirler. Piyasada söz konusu olan menkul kıymet ise borsaya kote ettirilmiş tahvil ve hisse senetleri, eğer mal söz konusu ise mal örneğe gerek duyulmadan alınır satılır. Örgütlenmemiş para piyasalarında, tefeciler ve bankerlik kuruluşları aracılık yaparlar. Örgütlenmiş para piyasasında kullanılan poliçe, bono ve çek bu piyasada da kullanılır.⁶¹

Borsa kotuna alınmamış menkul kıymetlerin alım satımı ise tezgahüstü piyasalarda gerçekleşir. Bununla birlikte, borsa kotundaki menkul kıymetler de zaman zaman tezgahüstü piyasalarda alım-satıma konu olabilir. Tezgahüstü piyasalar, organize olmamış, daha çok katılımcıları bilgisayar ağıyla birbirine bağlayan piyasalardır. Bu tip bir piyasaya Amerika Birleşik Devletleri'ndeki National Association of Security Dealers Automated Quotation System (NASDAQ) örnek

⁵⁹ Ceylan, Korkmaz, s. 19.

⁶⁰ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Dördüncü Baskı, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1991, s. 51.

⁶¹ Parasız, ss. 51-52.

olarak verilebilir. Ülkemizde de, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin 1986 yılında faaliyetine başlamadan önce menkul kıymetler piyasası organize olmamış, belli kural ve düzenlemeleri bulunmayan bir tezgahüstü piyasası özelliğini taşımaktaydı.⁶²

Türkiye'de faaliyet gösteren piyasaları organize ve tezgahüstü piyasalar olarak iki bölümde incelersek şöyle bir sonuca varılacaktır:⁶³

Organize piyasalar:

• TCMB Açık Piyasa	• İMKB Hisse Senedi Piyasası
• TCMB İnterbank Para Piyasası	• İMKB Up Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası
• TCMB Döviz Piyasası	• İstanbul Altın Borsası
• İMKB Tahvil ve Bono Piyasası (Kesin alım-satım, repo pazarı)	

Tezgahüstü Piyasalar:

• Bankalararası TL Piyasası	• Bankalararası Döviz Piyasası
• Bankalararası Repo Piyasası	• Serbest Döviz Piyasası
• Bankalararası Tahvil Piyasası	• Serbest Altın Piyasası

c) Hisse Senedi ve Tahvil Piyasası: Son olarak, tahvil piyasası fon ihtiyacı olan özel firma ya da kamu kuruluşunun, öncelikle piyasanın ve kendi mali durumuna göre bir yıl, isterse bir - on yıl arası ve yine on yıldan daha uzun vadeli olarak borçlanabileceği bir piyasadır. Burada fon talep eden itibari değerleri eşit ibareleri aynı olmak üzere borç senetleri çıkarır. Böylece iktisadi birim tahvil çıkartarak ödünç para sağlarken, tahvil tutarının (ana para) ve faizinin tahvil alıcısına sağlanmasını da garanti etmiş olur. İkinci yol, hisse senedi ihraç etmektir. Hisse senedi anonim ortaklıklar tarafından çıkartılan ve yatırımcıya aldığı hisse oranında ortaklık ve mali hak veren bir tür kıymetli evraktır. Firma çıkardığı hisse senetlerinin her birinin nominal değeri kadar fon elde eder. Ancak söz konusu hisse senedi ikincil piyasada alınıp satılıyorsa, bu durumda firmaya yeni fon girişi olmaz.⁶⁴ Finansal piyasalar bu şekilde özetlendikten sonra finans endüstrisinde kullanılan araçları kısaca incelemek gerekir.

⁶² Konuralp, s. 19.

⁶³ İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2000, s. 533.

⁶⁴ Parasız, s. 53.

1.1.6. Finans Endüstrisinin Araçları

Finans endüstrisinin araçları, para ve sermaye piyasalarında fon transferi için tarafların düzenlediği ve kullandığı belgelerdir. Gelecekte sağlanacak nakit akımı üzerinde hak sahipliği yaratan bu belgeler, yayınlayıcı (belgeyi hazırlayan) kişi veya kurumun statüsüne, vadesine, finansal işlemin özelliğine ve içerdiği hak ve yükümlülüğe göre birbirinden ayrılırlar. Finans endüstrisinin araçlarını, söz konusu bu yaklaşım ve ölçülere göre sınıflandırmak mümkün olmakla birlikte çalışmada, aracın vadesi dikkate alınarak para ve sermaye piyasası araçları olarak ele alınmıştır.

1.1.6.1. Para Piyasası Araçları

Para piyasasına yatırım yapan bir yatırımcı, mümkün olduğu kadar düşük risk ister. Yatırımcının para piyasasında karşı karşıya olduğu araçlar; düşük risk, kısa vade ve kolaylıkla satılabilme özelliklerine sahiptir. Düşük risk için yatırımcı karar verirken, örneğin finansman bonusu almak istesin, bu durumda bonoyu alacağı şirketin kredibilitesine dikkat eder, çünkü yüksek bir kredibilite sermaye kaybı riskinin daha düşük olması demektir. İkincisi vadelerin kısa olması yatırımcıyı vade bitimini beklemesi için fazla sıkıştırmaz. Herhangi bir sermaye kaybına uğramadan vadesi gelince getirisini alır.

Son olarak, eğer yatırımcı ani olarak beklenmedik bir şekilde likidite ihtiyacına düştüğünde, çok fazla kayba uğramadan, elindeki değerli kağıdı vadesinden önce likiditeye dönüştürebilir.⁶⁵ Finansal piyasalarda yer alan araçlar içinde para piyasası araçlarını biçimsel yönüyle aşağıdaki sıralama çerçevesinde kısaca açıklanabilir.

Hazine Bonusu: Para piyasası araçları içinde öncelikle hazine bonoları gelir. Vadesi en çok 364 gündür ve hamiline yazılıdır. Bu araç, esasında sermaye piyasası yasa ve düzenlemelerine göre düzenlenmiş bir menkul kıymettir. Ancak vade ve diğer bir takım özellikleri açısından para piyasası enstrümanlarındandır. Hazine bonusu

⁶⁵ Le Roy Miller ve David D. Van Hoose, **Money, Banking and Financial Markets**, California, Addison Wesley Inc., 1997, s. 32.

para piyasası araçları içinde en likit olanıdır. Hazine, likidite ihtiyacını veya devlet borçlarını finanse etmek için çeşitli tiplerde borç kağıtları çıkarır. Burada söz konusu olan vadeler bir yıldan fazla olmamak üzere, 3, 6 veya 9 aydır.⁶⁶

Hazine bonoları belirtilen bu özelliklerinden dolayı yaygın olarak kullanılır. Zamanında ödenmeme riski (Default risk) ve kısa vadesi yüzünden fiyat riski yoktur. Ayrıca, ikincil piyasasında alıcı ve satıcı çok olduğu için kolaylıkla likiditeye dönüştürülebilir. Reeskonta tabi tutulan hazine bonosu faizleri kurumlar vergisi matrahından indirilir. Bu yüzden, hazine bonosu ideal bir para piyasası aracıdır. Hazine bonosunun kupon faizi ödemesi olmadığı için iskontolu olarak ihale yoluyla satılır. Hamiline yazılı olarak ihraç edilir. Bu araç genelde bankalara, diğer mali kurumlara ve merkez bankasına satılır.⁶⁷

Ciro Edilebilir Mevduat Sertifikası: İkinci olarak, ciro edilebilir mevduat sertifikasından bahsedilebilir. Mevduat sertifikası bankalar tarafından mevduat sahiplerine satılan, önceden belirlenmiş bir zaman dilimi içerisinde yıllık faiz ödeyen ve vade sonunda da satın alınan fiyattan geri ödemesi yapılan kısa vadeli, hamiline yazılı bir yatırım aracıdır. Bu araç ikincil piyasada alınıp satılabilir. Tedavülü ve bankalara devri kolaydır. Ciro edilebilir mevduat sertifikasıyla, hem banka fon sağlar hem de yatırımcı faiz geliri sayesinde bir getiri elde eder. Mevduat sertifikalarını bankaların yanında şirketler, kamu kuruluşları, ortak fonlar ve yardım sandıkları tarafından da kullanılmaktadır. Tasarruf sahibi likidite ihtiyacına girerse, elindeki sertifikayı vadesinden önce bankaya devredip parasını geri alabilir. Bu sertifikalar ciro edilemeyen ve ciro edilebilen olmak üzere ikiye ayrılır. Ciro edilemeyen mevduat sertifikaları, bankaların kurulduğu ilk yıllardan beri vardır. Ciro edilebilen mevduat sertifikaları, ilk defa Citi Bank tarafından 1961 yılında piyasaya sürülmüştür.⁶⁸

Ciro Edilemeyen Mevduat Sertifikası: Ciro edilemeyen mevduat sertifikası; 1, 2, 3, 4, 5, 6, 9 ve 12 aylık olmak üzere, bankalara yatırılan vadeli mevduat

⁶⁶ Miller ve Hoose, s. 32.

⁶⁷ Kidwell ve Peterson, ss. 486, 490.

⁶⁸ Mishkin ve Eakins, s. 19.

karşılığında, fon sahibine verilen ve üzerinde vade ve faiz oranı belirtilen bir belgedir. Para piyasası mevduatları ciro edilemez, bu yüzden vade tarihinden önce likit hale getirilemez. Faiz oranı vade süresince sabittir.⁶⁹

Banka Kabulleri: Dördüncü olarak banka kabulleri gelir. Banka kabulü imalatçılar, tüccarlar veya az tanınan firmalar tarafından bankalara dayanılarak çıkartılan, banka tarafından garanti edilen, belli bir tarihte ödenmesi gereken, kısa vadeli bir kambiyo senedir.⁷⁰

Firmalar bazı durumlarda örneğin dışarıdan mal almak istediğinde veya teslim ettiği bir mal veya hizmetin tesliminden müşterinin ödeme yapmasına kadar geçen süre içinde nakit gereksinimine ihtiyaç duyabilir. Yabancı üretici, ithalatçı firmadan belli bir garanti ister. Eğer ithalatçı ödemesini garanti edebilirse, yabancı üretici bu durumda ödeme vadesini uzatabilir. Bu durumda, aralarında imzalanan senet artık ertelenmiş, vadeli hale gelmiştir. Daha sonra ithalatçı bu senedi bankasına vererek “kabul edildi” mührünü vurdurur. Böylece artık senedin vadesi geldiğinde ithalatçı malın bedelini ödese de ödemesi de vade bitiminde senedin ödenmesi o banka tarafından garanti edilmiştir. Diğer yandan, bu kabul ile birlikte artık o senet ciro edilebilir veya pazarlanabilir bir enstrüman haline gelmiştir. Yabancı üretici bu senedi isterse vade bitimine kadar elinde tutabilir veya isterse iskontolu olarak başkasına verebilir. Vade bitim tarihinde eğer senet kimin elinde ise ödemeyi almaya o hak kazanır. Banka kabulleri genellikle dış ticaret işlemlerinde ve ithalatın finansmanında kullanılır.⁷¹

Ticari Kağıtlar: Finansal piyasalarda kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamanın yollarından biri de ticari kağıtlardır. Ticari senetler de denilen bu araç kısa vadeli bir borçlanma enstrümanıdır.⁷² Bu şirketler genellikle sağlam finansal yapısı olan ve kredibilitesi yüksek şirketlerdir. Çıkarılan bu bonoların vadeleri 60 -

⁶⁹ David Blake, **Financial Market Analysis**, International Edition, Finance Series, London, Mc Graw Hill Inc.1992, s. 69.

⁷⁰ Uludağ ve Arıcan, s. 135.

⁷¹ Paul A. Meyer, **Money, Financial Institutions and the Economy**, Second Edition, Illinois, Irwing Publication, 1986, s. 160.

⁷² Donald R. Fraser ve Peter S. Rose, **Understanding and Managing Financial Service**, Third Edition, Illinois, BPI / Irwin Business Public Inc., 1988, s. 121.

270 gün arasında değişir. Kullanımı 1960'lı yıllarda özellikle İngiltere ve Amerika'da yaygınlaşmıştır. Ticari bankaların kısa vadeli kredileri bırakıp uzun vadeli konut ve tüketicilerine önem vermelerinden itibaren ticari şirketler kendilerine yeni bir finansman kaynağı bulmuşlardır. Ticari senetler, ticari şirketler tarafından kendi envanterlerini ve müşterilerinden alacaklı hesaplarını finanse etmekte kullanılan bir araçtır.⁷³

Repo: Para piyasası araçlarını sonlandırdığımızda repoya da yer vermek gerekir. Repo, aslında bir satış sözleşmesidir. Bu sözleşmeye göre elinde belli bir miktar menkul kıymet bulunan ve aynı zamanda nakit paraya da ihtiyaç duyan bir yatırımcı bunun için belli bir fiyat üzerinden ve önceden belirlenmiş bir vadede elindeki menkul kıymetleri belli bir fiyattan tekrar geri satın almayı taahhüt ederek satar. Burada menkul değeri banka ya da finansal kuruluş, bireysel ya da kurumsal yatırımcıya satmakta, satın alan taraf tekrar geri satma garantisi ile birlikte belli bir miktar faiz geliri elde etmektedir. Ters repoda ise, elinde belli bir nakdi olan yatırımcının bunu değerlendirebilmek için önceden belirlenen bir vade ve fiyat üzerinden tekrar geri satmak kaydıyla menkul kıymet alması söz konusudur. Repoda vadeler genellikle bir hafta ile bir ay süre arasında değişir.⁷⁴

1.1.6.2. Sermaye Piyasası Araçları

Para piyasası araçlarından sonra sermaye piyasası araçları gelir. Sermaye piyasası araçları daha öncede belirtildiği gibi, vadesi bir yıl veya daha uzun olan finansal enstrümanları kapsar, çünkü burada söz konusu olan araçlar uzun dönemli yatırım projelerinin finansmanında kullanılır. Ancak günümüzde finansal piyasalarda meydana gelen değişiklikler sonucunda sermaye ve para piyasası araçlarını ayırmak güç hale gelmiştir. Mesela tahvil hem para piyasasında, hem de açık piyasa işlemlerinde merkez bankası tarafından kullanılmaktadır.⁷⁵

⁷³ Meyer, s. 161.

⁷⁴ Nuran Cömert Doyrangöl, **Repo Ters Repo (Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama – Aracı kurumlar, Bankalar ve Diğer İşletmeler için)**, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1996, s. 1.

⁷⁵ Selahattin Togay vd., **Para, Banka; Teori ve Politika**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1997, s. 30.

1.1.6.2.1 Finansman Araçları

Finansman araçları, gelecekte sağlanacak nakit akımı üzerinde hak sahipliği yaratan araçlardır. Finansman araçlarının temel fonksiyonları, fonların tasarruf sahiplerinden fon ihtiyacı olanlara akışını sağlamak ve riski taraflar arasında paylaşmaktır. Finansman araçlarının değerleri, finansman araçlardan gelecekte sağlanacak nakit akışlarıyla, bu nakit akışlarının gerçekleşme olasılığına (risk) bağlı olarak oluşur. Beklenen nakit akışlarının gerçekleşme olasılığı düştükçe, diğer ifadeyle risk arttıkça finansal varlığın değeri düşecektir. Tersine beklenen nakit akışlarının gerçekleşme olasılığı arttıkça (risk düştükçe) finansal varlığın değeri artacaktır. Finansal varlıklarla ilgili, paraya dönüştürülebilirlik, bölünebilirlik, geri döndürülebilirlik, getiri, vade, likidite ve riskin tahmin edilebilmesi gibi farklı özellikler söz konusudur. Belirtilen özelliklere bağlı olarak finansal varlığın değeri değişecektir. Finansman araçlarının değerinin yanı sıra sınıflandırılması da, dikkate alınan özelliğe göre değişiklik göstermektedir. Finansman araçları, sağladığı haklar açısından, borçluluğu temsil eden finansal araçlar ve ortaklık hakkı sağlayan finansal araçlar olarak iki grupta toplamak mümkündür. Borçluluğu temsil eden araçlarda vade ile gelecekte beklenen nakit akışları, ortaklığı temsil eden finansal araçlar gibi belirsiz değildir. Finansal araçları vade dikkate alındığında kısa, orta ve uzun vadeli finansal araçlar olarak gruplandırmak mümkündür. Bir yıla kadar fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara para piyasaları, bir yılı aşan fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara da sermaye piyasası denilmektedir.

Para piyasasının başlıca finansal araçları olarak; hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka bonoları ve banka garantili bonolar, mevduatlar sayılabilir. Sermaye piyasasının başlıca finansal araçları ise; hisse senetleri, tahviller, gelir ortaklığı senetleri, kar ve zarar ortaklığı senetleri, katılma intifa senetleri sayılabilir. Finansman araçlarını kimin piyasaya sürdüğünün dikkate alınmasında ise kamu finansman araçları ve özel sektör finansman araçları olmak üzere ikiye ayrılır. İzleyen kısımda son ayırım dikkate alınarak sınıflama yapılmıştır.

1.1.6.2.1.1 Kamu Finansman Araçları

Kamu finansmanı, devletin artan fonksiyonlarını ifa edebilmesi için gerekli parasal kaynakların sağlanmasını ve kaynakların kullanılmasını inceler. Kamu finansman araçları; devlet tahvili, hazine bonusu ve gelir ortaklığı senetleri olmak üzere üç altbaşlık altında kısaca açıklanmaktadır.

Devlet Tahvili: Devlet tahvili kamu kuruluşlarının yürütmekte oldukları veya yapmayı planladıkları bir takım yatırım projelerine fon temin edebilmek için seri halde çıkarttıkları, itibari değerleri eşit, ibareleri aynı olan borç senetleridir. Tahvil sahipleri gelecekte önceden belirlenmiş bir zaman dilimi çerçevesinde periyodik dönemler halinde faiz geliri almaya hak kazanır. Bir tahvilin değeri gelecekte yapılacak olan bu faiz ödemelerinin şimdiki değeridir. Buna göre bir tahvilin, bir sermaye kazancı, bir de faiz kazancı mevcuttur.⁷⁶

Hazine Bonusu: Hazine bonusu kamu kesiminin kısa ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamaya yönelik, devlet tarafından çıkarılan borçlanma senedir. Para piyasası hazine bonoları ise daha çok kısa vadeli finansman ihtiyacına yöneliktir. Hazine bonoları 13 hafta (91 gün), 26 hafta (182 gün) ve 39 hafta (273 gün) vadelerle ihraç edilir. Ödemesi ise merkez bankası tarafından nominal değerleri üzerinden yapılır.⁷⁷

Gelir Ortaklığı Senetleri: Gelir ortaklığı senetleri tasarrufların teşviki ve kamu tarafından yaptırılan yol, demiryolu, köprü, santral, baraj, hava ve deniz limanları gibi kamu mallarının gelirlerine özel veya tüzel kişilerin de ortak olması için çıkarılan senetlerdir.⁷⁸ Senet sahipleri, bu belirtilen kamu mallarına mülkiyeti veya işletilmesi ile ilgili olarak ortak değildirlen. Senet sahipleri sadece bu projelerden elde edilen gelire ortaklırlar. Gelir ortaklığı senetlerinde minimum bir getiri oranı garanti edilmektedir. Senetler Toplu Konut İdaresi veya Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından bir bankanın aracılık etmesi ile çıkarılır. Senetler hamiline olarak

⁷⁶ Hazel J. Jhonson, **Financial Institutions and Markets: A Global Perspective**, New York, International Edition, Mc. Graw Hill Publishing Company, 1993, ss. 61-62.

⁷⁷ Tunay, s. 96.

⁷⁸ Togay vd., s. 33.

çıkartılır ve senet satışından elde edilen fonlar merkez bankasında kurulan kamu ortaklığı fonunda toplandıktan sonra biraz önce bahsedilen bu yatırımların finansmanında kullanılır. Getirileri ise tahvil gibi sabit değil zaman içinde değişebilir niteliktedir. Gelir ortaklığı senetlerinin gelir payı ödemeleri döviz ya da ulusal para cinsinden olmak üzere yılda iki kez yapılır. Gelir ortaklığı senetlerinde vadeler genelde üç ile beş yıldır.⁷⁹

1.1.6.2.1.2. Özel Sektör Finansman Araçları

Özel sektör firmalarının kaynak ihtiyacını karşılamaya yönelik araçlardır. Bu araçlar, hisse senedi ve finansman bonosu olmak üzere iki altbaşlık altında açıklanmaktadır.

Hisse Senedi: Hisse senetleri günümüz modern ekonomilerin finansman araçlarından biridir. Bu araç sermaye piyasalarında bankalar ya da diğer aracı kurumlar aracılığıyla piyasaya sürülür. Böylelikle hem şirketler yeni yatırımlar için kaynak bulur, hem de küçük tasarruf sahipleri tek başlarına giremeyeceği büyük yatırımlara aralarında birleşerek ortak olurlar. Eldeki pay senetlerinin ikincil piyasası da olduğundan ve çıkarılan pay senetleri genellikle hamiline yazılı olduğundan üçüncü kişilere devri kolaydır.⁸⁰ Pay senedi aynı şekilde tahvil gibi anonim şirketler tarafından çıkarılan ve şirketin sermaye payını temsil eden bir kıymetli evraktır. Hisse senetlerinin tahvil gibi itibari değerleri eşittir. Pay senetlerinin defter değeri (Öz sermaye / pay senedi sayısı), tasfiye değeri (Şirket varlığının satışından borçlar ödendikten sonra kalan kısmın pay senedi sayısına bölünmesiyle bulunur), işleyen teşebbüs değeri (Şirketin çalışır durumda devredilmesi halindeki pay senetlerinin değeri) ve net aktif değeri (Pay senedinin yıl sonundaki bilanço değeri) olmak üzere dört çeşit değeri vardır. Ayrıca hisse senedi için borsa fiyatı (Senedin borsadaki arz ve talebine göre oluşan fiyatı), ihraç fiyatı (Pay senedinin şirket tarafından çıkarılırken fiyatı), nominal fiyatı (Pay senedinin ilk çıkarılışı sırasındaki ortaklık yönetimi tarafından belirlenen fiyat) ve piyasa fiyatı (Senedin sermaye piyasasında

⁷⁹ Lale Erdem Karabıyık, **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri; Hisse Senedi, Hazine Bonosu, Repo, Döviz, Altın**, Bursa, Marmara Kitabevi, 1997, ss. 45-46.

⁸⁰ İlhan Uludağ, **Türkiye Ekonomisi; Teori Politika Değerlendirme**, İstanbul, Bilmen Basım ve Yayım Evi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayın No: 20, 1990, s. 340.

alınıp satıldığı fiyat) olmak üzere dört çeşit fiyatı vardır. Hisse senedi sahibine miktarı oranında şirkete ortaklık hakkı verir. Bu, pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Hissedar elindeki pay senedi oranında dönem sonu kârdan pay (temettü geliri) alır. Diğer bir hak, rüçhan hakkıdır. Bununla hissedar, sermaye artışı durumunda şirketteki ortaklık oranını çıkarılan yeni senetleri alarak korur.⁸¹

Ayrıca, hissedarın şirket genel kurulunda elindeki hisse oranında alınan kararlarla ilgili olarak oy kullanma hakkı vardır. Her hisse, bir oy demektir. Buna bağlı olarak, hissedarın şirketin yönetim kurulunu seçmek ve bu kurula seçilmek hakkı vardır. Eğer şirket tasfiye sürecine girmişse, tasfiye sonucunda bir artışın kalması halinde, her pay sahibinin bu artıktan elindeki pay oranında yararlanma hakkı vardır. Son olarak, şirketle ilgili konularda veya şüpheli gördüğü konularda pay sahibinin denetçileri uyarma ve bilgi edinme hakkı bulunmaktadır. Türkiye’de hisse senetlerini sadece sermaye şirketi niteliğindeki anonim ortaklıklar ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler çıkartabilir. Uygulamada hamiline ve nama yazılı hisse senetleri, adi ve imtiyazlı hisse senetleri, bedelli ve bedelsiz hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetleri ve kurucu ve intifa hisse senetleri olmak üzere değişik türleri söz konusudur.⁸²

Finansman Bonosu: Finansman bonusu özel sektör firmalarının kendi kısa vadeli kaynak ihtiyacını karşılamaya yöneliktir, çünkü bono kısa vadeli ve sabit getirili bir borçlanma aracıdır. Bu yüzden, finansman bonusu daha çok büyük ve itibarlı şirketler tarafından çıkartılmaktadır. Bu araç daha çok kamu tarafından kullanılmaktadır, çünkü faizler yüksek olduğu takdirde bonoların maliyetini arttırmakta ve özel sektör kuruluşlarının bonoları, hazine bonoları ile rekabet edememektedir.⁸³

Ayrıca, banka bonoları ve banka garantili bonolar da uygulamada kullanılmaktadır. Bunlar seri halinde ve pay senetleri gibi yığın halinde ihraç

⁸¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği , **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**, 2008, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html. (Erişim Tarihi: 20.09.2009).

⁸² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html. (Erişim Tarihi: 20.09.2009).

⁸³ Tunay, s. 96.

edilmez. Banka bonoları Kalkınma ve Yatırım Bankaları tarafından ihraç edilmektedir. Emre veya hamiline yazılı şekilde çıkartılmaktadır. Vadesi en az altmış en çok yedi yüz yirmi gündür. Banka garantili bonolar ise Kalkınma ve Yatırım Bankalarından kredi kullanan borçluların, borcuna karşılık bankaya verdikleri senetlere dayanılarak banka tarafından çıkartılan bir sermaye piyasası aracıdır. Satış tarihi itibarıyla vadesi yine en az 60 (altmış) en çok 720 (yedi yüz yirmi) gündür. Bu bononun satışı ise üzerinde gerekli unvan ve yetkili imzaların belirtildiği beyaz ciro şeklinde ciro edilerek ve satın alana teslim edilerek yapılır.⁸⁴

1.1.6.2.2. Yatırım Araçları

Burada daha çok yatırım fonları kullanılır. Yatırım fonları güvenilir kişi veya kuruluşlarca halktan toplanan katılma bedeli karşılığında toplanan kaynaklarla riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esasına* göre; hisse senetleri, kamu borçlanma senetleri, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı işlem gören enstrümanlar ve forward sözleşmeleri gibi varlıklardan oluşan portföye, yatırım fonu denir. Yani bireysel yatırımcıların birikimleri bir yerde toplanarak, yetkili uzmanların denetiminde ve onların idaresinde sermaye piyasası araçlarına yatırılır. Bu noktada yatırım fonunun dört temel elemanı vardır; kurucu (Yatırım fonunu kuran ve katılma belgelerini yatırımcıya arz eden), yönetici (Fonu kurucunun değil tasarruf sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda yöneten kişi), saklama kuruluşu (Portföydeki menkul kıymetleri saklayan ve fonun gelirini tahsil eden kuruluş) ve tasarruf sahipleri.⁸⁵

Uygulamada çeşitli yatırım fonları mevcuttur. Portföyünün en az yüzde 51'ini kamu veya özel sektör bonolarına yatırmış olan bono fonu, hisse senetlerine

⁸⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html. (Erişim Tarihi: 20. 09.2009).

* Bu ilke, fon mal varlığının kime ait olduğunu ortaya koymaktadır. Bu ilkenin konulma sebebine ilişkin açıklamalar Sermaye Piyasası Kanunu'un gerekçesinde yer almaktadır (SPK, 1994). Buna göre Türkiye'de yatırım fonları bu ilkeye dayandırılmıştır. İnançlı mülkiyet esasında fon varlıklarına, inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri, muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi karşılığında inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal, bir inanç sözleşmesi (fon sözleşmesi) ile sağlanır. Yönetici, sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur. Ancak, bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır.

⁸⁵ Saim Kılıç, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002 (b), ss. 6-12.

yatırılmış hisse senedi fonu, belli bir sektörde faaliyet gösteren anonim ortaklıkların menkul değerlerine yatırılmış olan sektör fonu, iştirakler tarafından çıkarılan menkul kıymetlere yatırılmış iştirak fonu, yabancı özel ve kamu kuruluşlarının çıkardığı menkul kıymetlere yatırılmış olan yabancı menkul kıymetler fonu ve altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı altın ve değerli madenler fonu vardır. Diğer yandan “karma fon” (Hisse senetleri, tahvil, bono ve altından oluşan fon), değişken fon (Bu belirtilen fonların dışındaki fonlar) ve endeks fonu (Borsa endeksindeki hisse senetlerinden oluşan portföy) mevcuttur.⁸⁶

1.2. Finans Endüstrisine Yönelik Kurumsallaşma Süreci

Washington Uzlaşması'nın temel unsurlarından olan finansal serbestleşme, fiyatların piyasa koşulları tarafından belirlenmesine izin verilmediği durumlarda ortaya çıkan “finansal baskının” faiz oranı ve döviz kurlarını piyasa koşulları tarafından belirlenecekleri düzeyden daha düşük belirlenmesine yol açacağı, bunun da finansal sistemin makroekonomik istikrarsızlıkların kaynağı olacağı ön kabulüne dayanır. Teorik temelini Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)'un düşüncelerinden alan “finansal serbestleşme teorisi”, Neo-Klasik Finans Teorisi'nin gelişmekte olan ülkelere açılımıdır.⁸⁷ Bu düşüncelerin temel noktasını, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları üzerine konulan tavanların ödünç verilebilir fonların elde edilebilirliğini ters yönde etkileyerek uzun vadede büyümeyi yavaşlattığı ve zaman içerisinde finans sektörünü daralttığı öngürüsü oluşturur. Nominal faizler üzerine konulan üst sınırlar faiz oranlarının enflasyonla aynı oranda yükselmesine engel olunca, faizler olması gereken denge noktasının altında kalmakta, eğer yüksek enflasyon da var ise reel olarak negatif bir değer almaktadır. Böylece tasarruflar düşmekte, tüketim canlanmakta, kredi arzı daralmakta, kredi tayinlaması, kamusal müdahale ve politik baskılara dayalı bir kredi tahsis mekanizması kurulmaktadır.

Finansal küreselleşme hareketlerinin teorik altyapısını kurgulayanlar finansal akımların serbest bırakılmasının yararlarına dikkat çekmektedirler. Küreselleşme ile

⁸⁶ Daha geniş bilgi için bkz: Kılıç, 2002 (b), ss. 10-12.

⁸⁷ Güler Günsoy ve Bülent Günsoy, **Yapısal Reformların Ekonomik Başarısı**, Ekin Yayınevi, Bursa, Nisan 2009, s. 140.

birlikte, gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler arasında işbirliği imkânları genişlemiştir.⁸⁸ Ülkeler arasında ticaret sınırlarının önündeki engeller giderek azalmaya ve ortadan kalkmaya başlamış, uluslararası ticaret hacmi genişlemiş, gelişmiş ülkelere yüksek teknoloji transferi artmış, uluslararası finans piyasaları gelişmiş, ülkeler arasında işgücü akımı hızlanmış, yabancı sermaye akışında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmeler finans endüstrisinin yeniden kurumsallaşmasına yol açmıştır.

1.2.1. Uluslararası Finansal Entegrasyon: Sermaye Hareketlerinin Finans Endüstrisindeki Yapısal Etkisi

Finansal serbestleşme, “uluslararası ekonomik entegrasyon” adı verilen bir olguyu gündeme getirmiştir. Uluslararası ekonomik entegrasyon, kısaca, ülkeler arasında mal, emek ve sermaye hareketlerinin artması ve ülkelerin ekonomik işbirliği alanlarının genişlemesi demektir.⁸⁹

20. yüzyılın sonlarına doğru global ekonomik sistemde yaşanan en önemli gelişmelerden birisi de uluslararası sermaye akımları ve finansal işlemlerde kaydedilen inanılmaz artışlardır. Özellikle gelişmiş Batı ülkelerinde finansal piyasalar yeniden düzenlenmiş, yeni piyasa iştirakleri devreye sokulmuş; daralan pazar şartlarını geliştirmek, yavaşlayan büyüme süreçlerini hızlandırmak ve dinamikliğini kaybeden monetarist politikalara işlerlik kazandırmak amacıyla, devletin piyasa ekonomisi işleyişindeki rolü en aza indirgenmek ve yeni finansal araçlar geliştirmek suretiyle de sermaye akımları arttırılmak istenmiştir.⁹⁰ 1995 - 1997 yılları arası dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen net sermaye akımı, (1987 - 1989 yılları arası toplam gerçekleşen 50 milyar ABD Doları’dır.), yıllık bazda 150 milyar ABD Doları’na ulaşmıştır. 1996 yılında gelişmekte olan ülkelerde yabancı

⁸⁸ Küreselleşmenin yarattığı ulus devlet yapısında, üretim ve tüketim anlayışında değişim hakkında geniş bilgi için bkz. Eray Acar, **Kamu Yönetiminde Dönüşüm Kapsamında Su Dağıtım Hizmetlerinin Çözümlemesi**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2010, ss. 11-30

⁸⁹ Coşkun Can Aktan ve Hüseyin Şen, **Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Ankara, 1999, s. 10.

⁹⁰ Recep Kök, İktisadi Krizlerin Konjonktürel Analizi ve Türkiye Özeline İlişkin Bir Deneme, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, Yıl: 7, Cilt: 42, Kasım-Aralık 2001, s. 1199.

sermaye/yatırımlar oranı, 1990 yılındaki yüzde 3 seviyesine kıyasla yüzde 20'ye çıkmıştır. Ülkelerin mali mevzuatlarındaki sermaye hareketlerini kısıtlayıcı hükümleri gevşetmeleri veya bütünüyle ortadan kaldırmaları sonucunda, teknolojik gelişmelerin de desteğiyle uluslararası finansal piyasalarda dolanan sermayenin tutarı hızla artmıştır.⁹¹ Uluslararası sermaye piyasalarında bir günde el değiştiren döviz tutarı ise 1,5 trilyon ABD Doları'dır. Bu tutar dünya mal ve hizmet ticareti ile karşılaştırıldığında, ulaşılan mal ve hizmet ticaretinin yaklaşık 50 katı değerindedir.⁹²

Küresel ekonomide 1990'lı yıllarda yaşanan radikal değişimler gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını teşvik etmiştir. Radikal değişimlere örnek olarak ABD hazine bonusu faiz oranlarındaki hızlı gerileme eğilimi gösterilebilir. Bir yıl vadeli ABD hazine bonusu faiz oranı 1992 yıl sonuna doğru yüzde 3,06 seviyesine gerilemiştir. Bu oran 1960 yılında saptanan yüzde 2,64 oranından sonraki 30 yıllık süreçte görülen en düşük seviyedir. 1989 yılında yüzde 8,89 seviyelerine kadar tırmanan ABD hazine bonusu faiz oranı, 1990'lı yılların ilk yarısında dramatik biçimde gerilemiştir. Faiz oranlarındaki bu sert azalış eğilimi ile beraber aynı süreçte gelişmiş batı ekonomilerinde yaşanan durgunluk neticesinde, kendisine yüksek kazanç fırsatı arayan sermaye, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir.

Bunun yanı sıra, yatırım fonu ve hayat sigortası portföy yöneticilerinin, portföy çeşitlendirilmesi amacıyla, yönettikleri nakit birikimlerin bir bölümünü gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında değerlendirdikleri tespit edilmiştir. Firmaların yurtdışı yatırımlarını kolaylaştırmak amacıyla ABD mali mevzuatında yapılan düzenlemeler de sermaye akımlarını teşvik eden bir diğer faktör olmuştur. Düşen faiz oranları ve ucuzlayan sermaye sonucunda, yüksek oranda borçlu olmalarına rağmen, Asya ve Latin Amerika Bölgeleri ekonomilerinin kredi değerliliği yükselmiş, kredi riskleri azalmıştır. 1990'lı dönemin ilk yarısında yaşanan bu gelişmelerden memnun olan Asya ve Latin Amerika Bölgeleri ülke yöneticileri ise, bu eğilimin sürekliliğini sağlamak için, yurtdışı sermaye akımlarına her türlü mevzuat ve giriş kolaylıklarını sağlamışlardır. Meksika ve Arjantin gibi ağır borç

⁹¹ Sezik Emin, s. 5.

⁹² Zekeriya Yıldırım, Türkiye Dünyanın Neresinde?, **Açık Oturum İktisat Dergisi**, Sayı: 380, Temmuz 1998, ss. 136-139.

yükü altında olan bölge ekonomileri, yurtdışı kreditor kuruluşlar ile yaptıkları anlaşmalar sonucunda borç yüklerini zamana yayarak hafifletebilmişlerdir. Bu çabalara ek olarak, para ve maliye politikalarında iyileştirmelere giden, mali mevzuatını ve dış ticaretini serbestleştiren Asya ve Latin Amerika ülkeleri dış sermaye akımları için cazip hale gelmişlerdir.

Bu süreçte, gelişmekte olan ülkeler için finansal liberalizasyonda süre ve sıra sorunları ön plana çıkmaktadır. Süre sorunu, liberalizasyonun ani veya aşamalı olarak gerçekleştirilmesi şeklinde dikkate alınmakla birlikte, liberalizasyonun aşamalı olarak gerçekleştirilmesine ilişkin bir ortak görüş oluşmuştur. Dolayısıyla, liberalizasyon programının başarıya ulaşabilmesi için, yeterli düzeyde yabancı fon gerektiğine dikkat çekilmektedir.⁹³

Bununla birlikte, liberalizasyondan sağlanacak yararların, ekonomiyi düzenleme maliyetlerinden belirgin bir şekilde fazla olduğu, bu yararları kısa sürede elde edebilmek için özellikle ekonomisi istikrarlı, üretim faktörleri tam hareketli olan bir ülkede, şok (ani) liberalizasyon programı uygulanmasının yararlı olacağı ileri sürülmektedir. Ayrıca, aşamalı bir liberalizasyon programı, liberalizasyon karşıtı olan çıkar gruplarının direnmelerine ve sonuçta programı saf dışı bırakmalarına neden olabilmektedir. Uygulamada aşamalı programların hiçbir zaman tam anlamıyla gerçekleştirilememiş olması bu görüşü desteklemektedir.⁹⁴

Destekleyici tartışmalara rağmen, 1970'lerde ve 1980'lerin sonunda Latin Amerika'daki (Arjantin, Şili, Uruguay) finansal liberalizasyon girişimleri, yaygın iflaslar, yüksek enflasyon, artan işsizlik ve finansal baskının tekrar getirilmesi gibi başarısızlıklarla sonuçlanmıştır. Bu sorunların ortaya çıkma nedeni, liberalizasyonun doğru sıralamasına dikkat edilmemesidir.

Liberalizasyonun sırası konusunda ilk kapsamlı analizi yapmış olan

⁹³ Mert Ural, **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2003, s. 7

⁹⁴ Ural, s. 18

McKinnon,⁹⁵ dış ticaret, finansal piyasalar ve mal piyasası kontrolleri kaldırıldıktan sonra sermaye hareketleri kısıtlamalarının gevşetilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Eğer ilk olarak sermaye hareketleri kısıtlamaları gevşetilirse, ulusal paranın değerlenmesine yol açan sermaye girişlerini beraberinde getirmektedir. Ancak, dış ticaretin liberalizasyonu, dış ticarete yönelik mal ve hizmet üreten sektörler için nispi fiyat koruması gerektirdiğinden, ulusal paranın değerlenmesi arzu edilmemektedir. McKinnon mali açığın, dış ticaretin liberalizasyonundan önce giderilmesi gerektiğini belirtmektedir.

Finansal liberalizasyon sonrasında uluslararası sermayenin doğrudan yatırım şeklinde de gelişmekte olan ülke ekonomilerine doğru yöneldiği saptanmıştır. 1990'larda dünyadaki doğrudan yabancı yatırımlar yüzde 300 artmış, doğrudan yatırımların gelişmekte olan ülkelerin toplam milli hasıllarındaki payı yüzde 1'den yüzde 4'e çıkmıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermayenin esasta, ilgili ülkeye portföy yatırımı olarak girmeyi tercih ettiği gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımları, 1990-2000 arası dönemde, toplam milli hasılanın yüzde 40'ına kadar ulaşmıştır. Doğrudan yatırımlar gayri safi milli hasılların (GSMH) yüzde 4'ü seviyesine çıkarken, portföy yatırımları yüzde 40 oranlarına tırmanmıştır. Diğer bir ifade ile, küreselleşme adeta portföy yatırımları aracılığıyla gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları, nitelikleri itibariyle ilgili ülke ekonomisinin ihraç ettiği kısa, orta ve uzun vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmak amacıyla, ülke mali sistemine giriş çıkış yapan nakit akımlarıdır. Ödemeler dengesinde gösterilen portföy yatırımları, hızla nakde dönüşebilen yatırım türleri olarak da tanımlanabilir. Doğrudan yatırımlar ise kurumsal şirketler vasıtasıyla gerçekleştirilen ve her iki ülkeyi birbirine bağlayan uzun vadeli taahhütlerdir. Lipsey "Üç Finansal Krizde Doğrudan Yabancı Yatırımlar" adlı çalışmasında, 1982 Latin Amerika, 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerinde yabancı yatırımcıların ülke ekonomilerine giriş ve çıkışlarını incelemiştir. Her üç krizde de bu ülkelere giren portföy yatırımları önemli ölçüde düşerken, doğrudan yabancı yatırımlar hemen hemen aynı seviyede girmeye devam etmiştir.⁹⁶

⁹⁵ Daha geniş bilgi için bkz: Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, **The Brookings Institution**, Washington, 1973.

⁹⁶ Robert Lipsey, **Foreign Direct Investors in Three Financial Crisis**, NBER Working Paper

Bir ülkeye doğrudan yabancı yatırım olarak gelen kurumsal şirketler herhangi bir finansal kriz esnasında ivedilikle ülkeyi terk etmemektedirler, yatırımcılar doğrudan yatırım ile uzun dönemli taahhüt altına girmektedirler. Dolayısıyla, fabrika binalarının, iş yerlerinin satılması zor, geri götürülmeleri ise imkânsızdır. Özellikle imalat sanayinde durum böyledir. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları gibi hızla geri çekilmemekte sistemin içinde kalmaktadır.

Finansal serbestleşme sonrasında, ülkeye akan ve doğrudan fiziki yatırıma dönüşen yabancı sermaye ülke ekonomisine pek çok artı kazanç sağlayacaktır. Ancak, sermayenin kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde ülke ekonomisine girmesi ve gevşetilmiş mali mevzuat sayesinde istediği an hızlı biçimde çıkış yapabilmesi, ülkelerin ödemeler dengesi hesaplarında krizle sonuçlanan kalıcı sorunlara yol açabilmektedir. Yüksek tutarlı kısa vadeli sermaye girişleri gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskılar yaratmakta, döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmakta ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olabilmektedir. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsalarının uluslararası kurumsal yatırımcılar açısından cazip görülmesi ve ülke fonları gibi araçlarla bu borsalara oldukça yüksek tutarlarda yatırım yapılması, söz konusu borsaların aşırı yükselmesine neden olmuştur. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelerde reel faiz oranlarının çok yüksek olması nedeniyle gerek yabancı bankaların mali sisteme doğrudan para satması, gerekse yurtiçi bankalar kanalıyla piyasalara kredi aktarılması, yurtiçi kredi hacminin oldukça yükselmesine yol açmıştır.

Sonuçta, mali sistemlerin istikrarı riske atılmış ve ardından finansal krizler ortaya çıkmıştır.⁹⁷ 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerinin nedenleri kapsamında, bu gelişmelerin etkisi net bir şekilde görülmektedir.

Sermayenin, gelişmekte olan bir ülkeye doğrudan yatırım yerine kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde girmesinin temelinde çeşitli nedenler mevcuttur. Yüksek oranlı enflasyonun sürdüğü veya enflasyonun belirli oranlarda kronikleşerek atalet

W08084, 2001, s. 4-10.

⁹⁷ Üzeyir Aydın, **Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No: 2006/6, İstanbul, 2006, ss. 152-153.

kazandığı, uluslararası muhasebe standartlarının uygulanmadığı, bürokratik engel ve vergi mevzuatında teşvik sorunlarının olduğu, yerel finansal piyasalarda eksik ve yanlış bilgilendirmenin yaygın olduğu, bankacılık sektöründe denetim gözetimin ve sermaye yeterlilik rasyolarının zayıf olduğu bir ekonomiye uluslararası sermayenin doğrudan yatırım şeklinde girmesi beklenmemelidir. Bu tür ülkelerde öngörülemez sistemik risklerin çokluğu yatırımcılar arasında ahlaki risklere yol açmakta ve yatırımcılar yanlış kararlar alabilmektedirler. Sonuçta hatalı yatırım kararları alan veya kısa vadeli yatırımlarında yeterli kârlılık oranına ulaşip giderek artan ülke riskinden kaçınmak isteyen tasarruf sahiplerinin, panikleyerek sürü güdülemesi içinde birikimlerini hızla ülkeden çıkarması finansal krizleri tetiklemektedir. Gelişmekte olan bir ülkenin bu tür sorunlarla karşılaşmaması için uluslararası finansal sisteme entegre olabilmek amacıyla mali mevzuatını serbestleştirmeden önce, ulusal mali sistemini güçlendirmesi ve reformlara tabi tutulması gereklidir.⁹⁸

Finansal alanda yaşanan entegrasyon süreci; piyasaların büyümesi ve derinleşmesi yoluyla kaynakların toplanması ve yatırımlara yönlendirilmesinde ölçeğin büyümesine; rekabetin daha güçlü hale gelmesine; yeni yatırım fırsatlarının ortaya çıkmasına; kaynakların daha üretken ve verimli alanlara kullanılmasına; aracılık maliyetlerinin düşmesine; risklerin paylaşılması, dağıtılması ve yönetilmesi açısından daha sağlıklı bir ortamın yaratılmasına ve bu yolla finansal kurumların şoklara dayanıklılığının artmasına, dolayısıyla finansal istikrara ve büyümeye katkı sağlamıştır.⁹⁹

Bununla birlikte, finansal entegrasyon, finansal sektörde ve ekonomilerde yapısal değişimler de getirmiştir. Uluslararası ekonomik ilişkiler arttıkça riskler çeşitlenmiş, büyümüş, daha kolay yayılır hale gelmiş, ülkeler kendileri dışındaki gelişmelerden kolaylıkla etkilenir olmuştur. Bir piyasada yaşanan belirsizlikler veya artan riskler kısa sürede diğer piyasalara ve fiyat hareketlerine yansımıştır. Finansal kurumlar, bu tür risklerden korunmak, riskleri daha iyi yönetmek amacıyla yeni tekniklerin ve ürünlerin geliştirilmesinde çaba göstermişlerdir.

⁹⁸ Emin, s. 9.

⁹⁹ Ersin Özince, **Finansal Sektörde Türev Piyasalar**, İstanbul, 2006, s. 2.

Küreselleşme süreci, finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle küresel finansal sistemdeki gelişmeler, ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır; bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para tüccarları ile spekülâtorlerin yer aldığı kumarhane dünyası yer almaktadır.¹⁰⁰ Çünkü küreselleşme ile birlikte bütün dünyada finansal sektör, sanayinin; rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kâr payları yükselmiştir.¹⁰¹ Bu durum uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale gelmiştir. Küreselleşmenin finansal piyasalarda meydana getirdiği bu değişikliklerin göz ardı edilmesi de mümkün değildir.

Ulusal kültürlerin, ekonomilerin ve sınırların ortadan kalkmaya yüz tuttuğu, hemen hemen her alanda liberal eğilimlerin güç kazandığı, teknolojinin büyük bir hızla geliştiği ve toplumsal hayatın büyük bir kısmının global süreçler tarafından belirlendiği küreselleşme sürecinde, ülke ekonomileri giderek kapalı ekonomi özelliğini yitirerek açık ekonomi haline gelmekte; ticaret ve sermaye hareketleri önündeki sınırlamalar önemli ölçüde ortadan kalkmaktadır.¹⁰²

Küreselleşmenin en önemli boyutu, ekonomik işbirliğidir. Ekonomik işbirliği anlamında küreselleşme, ülkelerin birbirleriyle olan bağımlılıklarını arttıran bir süreçtir. Bu anlamda, küreselleşmenin temelinde işbölümü ve uzmanlaşma yatmaktadır.

Ülkeler arasındaki ticaret sınırlarının önündeki engeller giderek azalmaya ve ortadan kalkmaya başlamış, uluslararası ticaret hacmi genişlemiş, gelişmiş ülkelere yeni gelişmekte olan ülkelere ileri teknoloji transferi artmış, uluslararası finans piyasaları gelişmiş, ülkeler arasındaki işgücü akımı artmış, yabancı sermaye akışında önemli gelişmeler yaşanmıştır. İşte bu ilişkiler, küresel ekonomik entegrasyon adı verilen bir olgu meydana getirmiştir. Küresel ekonomik entegrasyon

¹⁰⁰ Axford, s. 24.

¹⁰¹ Harun Bal, Güneydoğu Asya Ülkeleri, Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler, **Ekonomi Başak Dergisi**, Yıl: 22, Sayı: 101, 1998, ss. 98-105.

¹⁰² Reyhan Berber, **Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Krizler ve Döviz Kuru Politikaları**, İzmir, 2003, s. 1.

kısaca; ülkeler arasında mal, emek ve sermaye hareketlerinin artması ve ülkelerin ekonomik işbirliği alanlarının gelişmesi olarak ifade edilebilir.

Dünyada bir taraftan küreselleşme yönünde gelişmeler olurken, diğer taraftan da ilk bakışta küreselleşme ile çelişkili gibi görünen; fakat aslında bu yönde atılmış bir adım olarak da değerlendirilebilecek olan bölgesel entegrasyon akımı yaygınlık kazanmaktadır. Ülkelerin birbirleriyle ekonomik alandaki bölgesel entegrasyon hareketleri her geçen gün daha fazla önem kazanmaktadır.

Bir taraftan dünyada küreselleşme ile ticari sınırlar kalkarken diğer taraftan ise bölgeselleşme ile ekonomik bütünleşme hareketleri veya bloklamalar oluşmaktadır. Küreselleşen bir dünyada rekabet edebilme kabiliyetlerini tek başlarına sürdüremeyeceklerini gören ülkeler, bölgesel entegrasyona girme çabasındadırlar. Günümüzde üç ayrı kıtada bölgesel ticaret blokları oluşmaktadır. Avrupa Kıtası'nda Avrupa Birliği (AB), Amerika Kıtası'nda Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA), Asya Kıtası'nda Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC) bölgesel ekonomik entegrasyonlara örnek oluşturmaktadır.¹⁰³ Gelişmiş ülkelerin sanayi ürünlerinin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin ürünlerinin de uluslararası pazarlarda tüketicilerin beğenisine sunulması, ülkeler arasında sınırların giderek kaldırıldığının ve ticari ilişkilerde bütünleşmeye gidildiğinin bir göstergesidir.

1980'li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan finansal küreselleşme “ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” şeklinde tanımlanmaktadır. Dikkat edilirse finansal küreselleşme hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsuru oluşturmaktadır.

¹⁰³ İ. Eriş, **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Devletlerin Egemenliği**, HDTM, Araştırma - İnceleme Dizisi, No:17, Ankara, 1993. s. 8

Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmalarına imkân tanınması üretimin küreselleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

1.2.1.1. Uluslararası Finans Endüstrisinde Risk Sorunu

Küreselleşme ve finans piyasalarındaki entegrasyon süreci, risk hacimlerini oldukça arttırmış; karmaşık birçok ürün ortaya çıktığı için riskin alınıp satıldığı piyasalar hızla büyümüştür. Finansal liberalleşme birçok yeni riski beraberinde getirmiş ve son 30 yıl içerisinde 150'nin üzerinde kriz yaşanmıştır.

1.2.1.1.1. Finans Endüstrisinin Taşıdığı Riskler

Uluslararası piyasaların giderek daha da değişken olması sonucu piyasadaki değişkenlik (volatility), finansal riskin ana kaynaklarından biri haline gelmiştir. Piyasadaki değişkenlik arttığında, piyasa katılımcıları daha büyük belirsizlik ve risklerle karşı karşıya kalırlar.¹⁰⁴ Dünyada kredi fonları arzındaki artış, finansal risklerin de hızla artmasında önemli bir rol oynamakta ve bu artış, daha büyük belirsizliklerle birlikte finansal risklerin realize olması sonucu, önemli kayıplara neden olmaktadır.

Bankaların kredi risklerinin etkin yönetimi ve beklenmedik durum riski için ne kadar sermaye tutmaları gerektiğinin belirlenmesi, bankacılık sektörünün sağlamlığı ve istikrarı için çok önem kazanmıştır. Kredi riskinin yanısıra finansal işlemlerdeki ve piyasalardaki riskler, piyasa riski, kur riski, faiz riski, likidite riski, işlem riski, ülke riski, yasal risk, hedging riski ve sistem riski şeklinde alt gruba ayrılabilir.¹⁰⁵

Son yıllarda bilişim teknolojisi alanında ortaya çıkan hızlı gelişmeler piyasa riskinin ölçülmesine yardımcı olacak yeni risk ölçüm metodlarını da beraberinde

¹⁰⁴ Gazi Erçel, **Finansal Risk Yönetimi**, Ankara, 1999, s. 1.

¹⁰⁵ Erçel, s. 1.

getirmiştir.¹⁰⁶ Bunların en çok kabul göreni “Value-at-Risk” (VaR) modelidir. VaR, belirli olasılıklar altında belli bir yatırım portföyünün değerinde ortaya çıkabilecek maksimum zararları ölçen bir sistemdir. Özellikle sermaye yeterliliğini belirlemek için piyasa riskini ölçmede bu modelin kullanılması, birçok ülke ve finansal kurumda bir zorunluluk haline gelmiştir.

Piyasa riskini ölçmede geniş kullanım alanı bulan başka bir metod da “Senaryo Analizi”dir. Senaryo analizi, piyasa şartlarında ortaya çıkabilecek çeşitli değişikliklerin portföyün değerini nasıl etkilediğini ölçmede kullanılan bir tekniktir.¹⁰⁷ Geniş kullanım alanı bulan metodların sonuncusu ise “Dayanıklılık Testi (Stress Test)”dir. Dayanıklılık testi, günümüzde de yaşadığımız finansal krizler esnasında gözlemlenen piyasalardaki beklenmeyen ve önemli dalgalanmaların portföyün değerini nasıl etkilediğinin tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Küresel bir kriz ya da politik belirsizliğin ortaya çıkardığı makro ekonomik risklerin bulunmadığı bir ortamda kredi, likidite, faiz ve kur riskleri ile karşı karşıya kalındığı görülür.

Sağlam bir finansal sistem oluşturmak için finansal riskleri değerlendirme, yönetme ve etkilerini azaltmak büyük önem taşımaktadır. Rekabet, değişkenlik, globalleşme ve bankacılık işlemlerinden kaynaklanan riskler bankacılık sektörünün fazla risk almasına neden oluyorsa, finansal piyasaların istikrarı ve bankaların denetiminden sorumlu olan yetkililer, istikrarı yeniden oluşturmak için gerekli önlemleri almak zorundadır.

1.2.1.1.2. Finansal Krizler ve Finans Endüstrisinin Güvenliği

Özellikle 1990 sonrası dönemde çok sayıda ülkede ciddi finansal krizler yaşandı. Finansal sistemleri zayıflatan ve ekonomik büyümeyi yavaşlatan bu krizler farklı birçok şekilde ortaya çıktı. Bu krizlerin çoğunun toplam maliyeti hem bankacılık sistemini yeniden sağlığına kavuşturmanın finansal maliyeti açısından,

¹⁰⁶ Daha geniş bilgi için bkz. Mert Ural, “Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi”, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, ss. 77-112

¹⁰⁷ Erçel, s. 1.

hem de etkilenen ülkelerdeki hasıla kaybı ve yüksek işsizlik açısından önemli boyutlara ulaştı.¹⁰⁸ Bütün bunlara ilaveten, krizlerin büyük bir çoğunluğu, para ve sermaye piyasaları üzerinden ve ticari bozulmalar kanalıyla, diğer ülkelere de yayıldılar.

Her bir krizin ülkeye has özellikleri olmakla birlikte bazı ortak unsurlara işaret eden kanıtların sayısı giderek artmaktadır. Birçok ülkede kriz öncesinde kredi arzında hızlı bir genişleme olduğu ve bu durumun finansal sistemin liberalize edilme çabalarıyla birlikte gerçekleştiği görülmektedir. Krizin hemen arkasından bankacılık sistemine göz atıldığında, bankaların kredi değerlendirmelerinde zayıf bir yapı sergiledikleri, spekülative faaliyetlerle uğraştıkları, yüksek kaldıraç oranlarına sahip oldukları ve düzenleyici ve denetim otoritesinin kontrollerinin zayıfladığı görülür. Söz konusu dönemde, finansal sektör düzenleme ve denetiminde politik müdahalelerin finansal krizlerin hemen hemen tamamının büyüklüğü ve derinliğine katkı yaptığı da genel olarak kabul edilmektedir. Bu ortak unsurların varlığı, son krizlerin temelinde, finansal düzenleyici sistemlerin dizaynı ve bu sistemleri finansal piyasalardaki devam eden değişime adapte etmede yaşanan güçlüklerin yattığını göstermektedir.¹⁰⁹ Bu çerçevede, 1970'lerdeki yoğun regülasyon ve 1980'lerdeki deregülasyon uygulamalarının ardından, 1990'ların sonlarında meydana gelen küresel finansal krizle birlikte, regülasyon tartışmaları yeniden yoğunluk kazandı.

Birçok finansal kriz düzenleyici rejimdeki değişikliklerin, özellikle de bir liberalizasyon sürecinin ardından ortaya çıktı. Finansal piyasaların etkinliğini iyileştirmeyi amaçladığı halde finansal liberalizasyon, uygun bir şekilde yapılmadığında, finansal sistemleri krizlere daha açık duruma getirebilmektedir.¹¹⁰

¹⁰⁸ Daha geniş bilgi için bkz: Hoggart Glen, Ricardo Reis ve Victoria Saporta, **Cost of Banking System Instability: Some Empirical Evidence**, Working Paper, Bank of England, 2001, s. 5 ve **A Regulatory Regime for Financial Stability**, Working Paper, 48, Oesterreichische Nationalbank, 27 Temmuz 2001, s. 6.

¹⁰⁹ Hoenig M. Thomas, Financial Regulation, Prudential Supervision and Market Discipline: Striking A Balance, Speeches, Presented to the Conference: Lessons from Recent Global Financial Crises, **Federal Reserve Bank of Chicago**, <http://www.kc.frb.org/spch&bio/finanreg.htm>, 1 Ekim 1999. (Erişim Tarihi: 10.02.2010).

¹¹⁰ Güven Delice vd., Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini, **Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 1, s. 115.

1970’den Günümüze Finansal Krizler: Dünya üzerinde çok sayıda finansal kriz yaşanmıştır. 1970’li yıllardan beri yaşanan finansal krizlerin birkaçını; Aralık 1973 İngiltere Bankacılık Krizi, Haziran 1974 Herstatt Krizi, Ağustos-1982 Uluslararası Borç Krizi, Aralık-1986 Bono Krizi, Ekim-1987 Borsa Krizi, 1980’lerin başında ABD’de yaşanan tasarruf ve borç krizi olarak belirtmek mümkündür.¹¹¹ Bu krizlerin küresel etkileri de olan belli başlılarını 1970 ve 1980’li yıllardaki Latin Amerika krizleri, 1992-1993’te ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi¹¹², 1994-1995’te Latin Amerika’daki kriz¹¹³, 1997 Asya krizi¹¹⁴, Rusya krizi¹¹⁵, Brezilya krizi olarak kabul etmek mümkündür.¹¹⁶ Türkiye’de de, 1978, 1994, 1998 ve 2001 yıllarında benzer krizler yaşanmıştır.

Bu krizde uluslararası spekülörlerin istikrar bozucu davranışlarının rolü çok büyük olmuştur. Sadece Malezya Ringit’i dikkate alındığında hedge fonların zaman zaman “boğa”, zaman zaman da “ayı” şeklinde piyasalara girip çıktığı görülmektedir.¹¹⁷ Bu nedenle, bölgeye akan yabancı kaynakların bölge ülkeleri paralarının aşırı değerli hale gelmesine ve bu politikanın belli bir süre sürdürülebilmesine imkân sağladığı bilinmektedir. Ancak sınır tanımayan ve gün geçtikçe küreselleşen uluslararası sermayenin ortaya çıkardığı sorunlar sınırlı bir alanda da kalmamaktadır.¹¹⁸ Bu yönüyle günümüz ekonomilerinde piyasaların, mali sermayenin ve özellikle de spekülatif kazançların ağırlıklı bir yer kazandığı kumarhane kapitalizminin kendine özgü koşulları tarafından belirlendiği ifade

¹¹¹ Daha geniş bilgi için bakınız: E.P. Davis, **Debt, Financial Fragility and Systemic Risk**, Oxford, 1992, s. 12.

¹¹² Daha geniş bilgi için bakınız: Pilbeam Keith, **International Finance**, London, 1998, s. 43.

¹¹³ Daha geniş bilgi için bakınız: Şakir Dorukkaya ve Hakan Yılmaz, Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler, Şili ve Meksika Deneyimleri, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, 1999, ss. 122-127.

¹¹⁴ Daha geniş bilgi için bakınız: Aydın, ss. 149-170; Z. Gonca Ündül, Güneydoğu Asya’da Neler Oluyor?, **İ.S.O Dergisi**, Sayı: 384, 1998, ss. 14-16; Marc Faber, **Ben Graham in Asia**, Forbes Global Business and Finance, 1998, s. 73.

¹¹⁵ Daha geniş bilgi için bakınız: İlhan Uludağ, 1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1, **İ.T.O. Gazetesi**, 1998, s. 4.; Fikret Ertan, **Rusya’nın Kafası Karışık**, 31 Mayıs 1998, s. 8, <http://www.zaman.com.tr/assets/f.ertan.pdf>. (2 Şubat 2010)

¹¹⁶ Daha geniş bilgi için bakınız: Uri Dadush, Dipak Dasgupta and Dilip Rahta, The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, **Finance and Development**, 2000, ss. 54-57.; R.Tuna Turagay, **Brezilya’da Neler Oluyor?**, 5 Şubat 1999, s. 13. <http://www.dunya.com.tr/assets/rtuna.pdf>. (2 Şubat 2010)

¹¹⁷ Daha geniş bilgi için bakınız: Stephen J. Brown, William N. Goetzmann and James Park, Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997, **National Bureau of Economic Research**, Inc., Massachusetts, 1998, s. 26.

¹¹⁸ Zafer Tunca, Asya Krizinde Yapısal Sorunlar, **İ.S.O Dergisi**, Sayı:386, 1998, ss. 33-34.

edilmektedir.¹¹⁹

Çok taraflı ticaret anlaşmaları, iletişim teknolojisinde ilerlemeler, Euroclear ve Cedel gibi uluslararası takas kurumlarının oluşumu ve gelişimi, ülke mali mevzuatlarının serbestleştirilmesi, sermaye hareketleri üzerinde kısıtların kaldırılması, kısa vadeli portföy giriş çıkışlarında ani ve yüksek dalgalanmalar yaşanması gibi süreçler sonucunda küreselleşen ekonomik ve finansal sistemler, ülkelerin makro ekonomi politikalarında belirli bir hedef saptamalarını ve uygulamalarını önemli seviyede güçleştirmiştir. Diğer bir ifade ile, yeni dünya düzeni ülkelerin ekonomi politikalarındaki bağımsızlıklarını kısıtlamıştır. Söz konusu akımın, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, 1980'li yılların başından itibaren finansal istikrarsızlıklar doğurduğu ve sonrasında krizler yarattığı halen tartışılan bir konudur.¹²⁰

2008 Finansal Krizi: 2008 Finansal Krizi, 1929 Büyük Bunalımdan beri yaşanan en kötü finansal kriz olarak adlandırılmaktadır. Küreselleşme, önemli miktarlarda paranın sınır ötesine gitmesine yol açmış ve bu da türev piyasalar, bankalar ve ülke ekonomileri üzerinde ciddi etkiler yaratmıştır. 1990'lı yıllarda başlayan piyasaların serbestleştirilmesi sonucu kontrol ve finansal denetimden uzaklaşan finansal sistemin yarattığı kriz olan 2008 krizi, tüm dünyayı etkisi altına almıştır.¹²¹

Finansal kriz bazı açılardan eskilerine benzemekle beraber, bazı açılardan yenilikler taşıdığı görülmüştür. Bu bağlamda, ele alınan **finansal krizin nedenleri** ve ardından **yarattığı sonuçlar** literatür çerçevesinde şu şekilde değerlendirilmektedir.¹²²

¹¹⁹ Alpaslan Işıklı, Asya Kaplanlarına Ne Oldu, **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt: XXII, Sayı: 206-209, 1998, ss. 7-12.

¹²⁰ Morris Goldstein ve Philip Turner, **Bankacılık Krizleri**, çev. Ali İhsan Karacan, Dünya Yayıncılık, 1999, ss. 14-15.

¹²¹ Hüseyin Avni Egeli, Hakan Kahyaoglu ve Pınar Egeli, Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etki Mekanizmaları, **Uluslararası Global Mali Kriz Konferansı**, 1-5 Nisan 2010, Bışkek-Kırgızistan, s. 127

¹²² Yaprak Sevil Coşkun ve Zeynep Balatan, Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkiler ve Türk Bankacılık Sektörünün Yeri Veri Zarflama Analizi İle Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi, Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, **12. İktisat Öğrencileri Kongresi**, Mayıs, 2008,

Önce ABD’de patlak veren, daha sonra tüm dünyaya yayılan küresel krizin temelinde çok büyük bir gayrimenkul ve kredi balonu yatmaktadır.¹²³ Finansal Krizin nedenleri şu şekilde sıralanabilir.

Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler: 2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Kriz öncesindeki bollaşan bu likiditenin kârlı operasyonlara dönüştürülmesi banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir.¹²⁴

Menkul Kıymetleştirme: Menkul kıymetleştirme, kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlanmaktadır.¹²⁵ ABD’de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması; menkul kıymetleştirmeyi özendiren hususlardır.¹²⁶

Saydamlık Eksikliği: Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD’de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift (sahte) ilişkilere sahiptir. Örneğin; faiz haddi türev piyasaları, forward swap işlemlerinden dalgalı swapa kadar bir çok finansal

s. 16.; TEPAV, **2007 – 2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler**, TEPAV Küresel Kriz Çalışma Grubu, 2008, s. 2.; Erinç Yeldan, Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007 – 2008 Krizi, **Ekonomi ve Hukuk Dergisi**, Sayı:20, 2009, s. 12.; Türkel Minibaş, Küresel Krizin Finans Sektörüne Yansımaları, **Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Meslek Yüksekokulu, Uluslararası Finans Sempozyumu** 2008, Aralık, 2008, s. 36.

¹²³ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, 3. Basım, 2008, s. 66.

¹²⁴ Doğan Alantar, **Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme**, Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_SonucLari_MFY81.pdf, (Erişim tarihi: 25 Aralık 2009) s. 2.

¹²⁵ Alantar, s. 2.

¹²⁶ Hadiye Aslan, **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, Houston Üniversitesi, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu, 2008, s.11.

araç sunmaktadır.¹²⁷ Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün değildir. Hele de özellikle anlaşılmamak istendiğinde ciddi bir saydamlık sorunu ile karşılaşmaktadır.

Saydamlıktaki diğer bir eksiklik “asimetrik bilgi” diye adlandırılan olgudur. Bu halde, bilgi yatırımcılara firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Ampirik araştırmalar finansal krizle saydamlık arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.¹²⁸ Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır. Bu tür araştırmalarda gelişmekte olan ülkeler genellikle daha az şeffaf olarak tanımlanmıştır. Ancak ironik bir biçimde son küresel kriz şeffaflığın en fazla olduğu düşünülen “gelişmiş dünya” da baş göstermiştir.¹²⁹

Derecelendirme Kuruluşları: Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli problem çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating / derecelendirme kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Hal böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmaktadır.¹³⁰

Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar: Düzenleyici denetleyici kuruluşların, özellikle de FED’in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği söylenebilir. FED başkanı Mayıs 2007’de yaptığı bir açıklamada konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini dile getirmişti.¹³¹ Pratikte ise tam tersi oldu. 2,5 yıl içinde konut piyasasında başlayan sorunlar, tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına aldı. Daha da kötüsü, başka ülkelere yayılarak küresel bir boyut kazandı. ABD’de birçok eyalet aşırı riskli

¹²⁷ Jeff Madura, **Financial Market and Institutions**, 7th Edition, Thomson South Western, ss. 442-445

¹²⁸ Gil Mahrez, Daniel Kaufmann, **Liberalization, Transparency and Financial Crisis**, Ağustos 1999, s. 21

¹²⁹ Eric Wasserstom, **On the Financial Crisis: It’s Not Just Weak Oversight** The New York Times, 17 Eylül 2008

¹³⁰ Daha geniş bilgi için bakınız: Alantar, s. 4.; Turalay Kenç, Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu, **BDDK 8. Kuruluş Yılı Dönümü Konferansı**, Bradford Üniversitesi, 2007.

¹³¹ FED Başkanı Bernanke’nin açıklamaları için bkz. <http://www.minyanville.com/articles>, (Erişim tarihi:1 Kasım 2009)

mortgage / ipotekli borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışını önlemeye çalışmış; ancak ABD Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasaların çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır.¹³²

Finansal Krizin Sonuçları: ABD piyasalarında başlayan kriz, kısa sürede küresel piyasalara yayılmıştır. Çünkü mortgage piyasaları sadece kredi veren ve kullanan arasındaki ilişkilerden oluşan bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem, artan faiz ve durgunluk karşısında dalgalanma eğilimine girmiş ve mortgage tahvilleri menkul kıymetleştirme yoluyla küresel piyasalarda sürekli el değiştiren tahviller olduğu için bu piyasalarda başlayan ve derinleşen kriz diğer piyasalara da yansımıştır.¹³³ Bu krizin etkilerinin ABD'den diğer ülke ekonomilerine yayılmasında iki önemli kanal vardır. Bunlardan ilki, reel kanal olarak tanımlanan dış ticaret hadleri; ikincisi ise finansal kanal olarak tanımlanabilecek olan faiz oranlarındaki değişimlerdir.¹³⁴

2008 Eylül ayında, başta ABD'de olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesi sonucunda küresel kriz gittikçe derinleşmiş ve yaygınlaşmıştır. 2008 yılı ikinci yarısında, krizin etkilerini hafifletmek amacıyla gelişmiş ülkeler hızla genişleyici para politikaları uygulamasına yönelmişler, ekonomiyi canlandırma paketlerini devreye sokmuşlardır. Ancak 2008 yılı son çeyreğinde ve 2009 yılı ilk çeyreğinde imalat sanayi üretim ve dış ticareti büyük ölçüde gerilemiş, istihdam daralmış ve temel mal fiyatları hızla düşmüştür. Genişleyici para ve maliye politikalarına rağmen büyüme rakamları hızla gerilemiştir.¹³⁵ En büyük daralmanın gelişmiş ekonomilerde (yüzde 3,4) gerçekleştiği görülmektedir. Buna karşılık, özellikle gelişmekte olan Asya Ülkelerinde büyüme hızları düşmekle birlikte, bir küçülme söz konusu olmamaktadır.¹³⁶

¹³² Aslan, s. 17.

¹³³ Hayal Ayça Şimşek ve Asuman Altay, Küresel Kriz Ortamında Türkiye'de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi, **Gündem Dergisi**, Yıl: 46, Sayı: 528, Şubat, 2009, s. 17.

¹³⁴ Daha geniş bilgi için bkz: Hüseyin Avni Egeli, Hakan Kahyaoğlu ve Pınar Egeli, Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etki Mekanizmaları, **Uluslararası Global Mali Kriz Konferansı**, 1-5 Nisan 2010, Bişkek-Kırgızistan, ss. 123-140;

¹³⁵ Zafer Yükseler, **Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumunu**, Merkez Bankası Kitaplar – Çalışmalar, 2009, s. 8.

¹³⁶ Daha geniş bilgi için bkz: Ekrem Erdem ve Cüneyt Dumrul, Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye Örneği, **Uluslararası Global Mali**

1.2.1.2. Finans Endüstrisinin Korunmasına Yönelik Finansal Düzenlemeler

Bretton Woods Anlaşması ile kurulan ve 1973 yılından sonra da şekil değişikliğine uğrayarak devam eden uluslararası finansal sistem hem küreselleşmeye hız katmış, hem de uluslararası finansal sistemdeki açık ve boşlukları daha görülür hale getirmiştir. Bu nedenle, ülkelerin finansal kriz riskleri artmıştır. Bu krizlerin gelişmekte olan ekonomiler kadar, gelişmiş ülkelere de zarar vermesi muhtemeldir. Bu nedenle, uluslararası finansal sistemde finansal krizlere uğramayı azaltacak tedbirlerin hayata geçirilmesine ihtiyaç vardır. Bu konuya öncelikle uluslararası finansal sistemin işleyen iki büyük kurumu olan Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) yeniden yapılandırılması ile başlanması gerektiği belirtilmektedir.

Dünya üzerinde hareket eden sıcak paranın IMF'nin gözetim ve denetimi dışında cereyan etmesi ciddi bir eksiklik olarak görülmektedir. IMF'nin denetim mekanizmalarının bu tür özel sermaye hareketlerini kontrol etmede yetersiz kaldığı bir gerçektir. Böyle bir ortamda bazıları artık IMF'ye gerek olmadığı ve hükümetlerin kendi kendilerini korumaları gerektiği görüşünü savunmaktadır. Hatta IMF'nin nihai kredi veren kuruluş rolünü bugüne kadar başarılı bir şekilde yerine getiremediğinden hareketle, IMF dışında yeni bir uluslararası kuruluşun tesisi de önerilmektedir.¹³⁷

Bütün bu eleştiriler, IMF'nin yeniden yapılandırılmasını zorunlu hale getirmekte; eleştirilen yönlerini düzeltmiş bir IMF'nin küresel finansal sistemin işleyişinde daha yararlı olacağı belirtilmektedir. IMF'nin yeniden yapılandırılması ile yeni finansal krizlerin önlenmesi konusunda dikkate alınacak farklı öneriler de bulunmaktadır.

Finansal krizlerin hiç olmaması, sıcak para hareketlerinin hiç olmadığı veya yasaklandığı bir dünyada gerçekleşebilir. Küreselleşen bir Dünyada ise bu hareketin durdurulması mümkün değildir. Ancak finansal krizlerle karşılaşmamak ya da

Kriz Konferansı, 1-5 Nisan 2010, Bişkek-Kırgızistan, ss. 163-193

¹³⁷ Dündar Sağlam, Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi, **İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 13, Sayı: 152, 1998, ss. 41-45.

karşılaşılan finansal krizleri en az zararla geçiştirebilmek için alınabilecek tedbirler de bulunmaktadır. Bunları, döviz piyasalarının istikrarı ve diğer öneriler olarak sıralamak mümkündür.¹³⁸

Yeni finansal krizlerin olmaması veya olabilecek krizlerin derinleşmemesi açısından döviz piyasalarında alınabilecek önlemler arasında; işlemlerin vergilendirilmesi, kurların sabitleştirilmesi veya kur limitlerinin belirlenmesi, katlı döviz kuru uygulanması (sermaye piyasası işlemleri için ayrı, reel piyasalar için ayrı kur uygulanması), uluslararası bankacılık denetiminin arttırılması, sermaye kaçışının engellenmesi, trading halts uygulamaları (Kriz ortamında finansal işlem piyasalarının kapatılması), target zone sistemi kurulması (Uluslararası işbirliği ile gerçek olmayan kur değişikliklerinin önlenmesi) sayılabilir.

Bununla birlikte; uluslararası uyarıcı bir sistemin kurulması, IMF kotalarının arttırılması, IMF garantili borçlanma kolaylığı, finansal hareketlerin; GATT'a benzer bir süreç çerçevesinde düzenlenmesi de alınabilecek diğer önlemler olacaktır. Bu noktada, yapılan düzenlemelere yer vermek yararlı olacaktır.

Finansal Deregülasyon ve Liberalizasyon: 1980'li yıllardan itibaren hız kazanan uluslararası sistemdeki yeniden yapılanma ve bunun bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan finansal küreselleşme “ulusal finans piyasaları ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası

¹³⁸ Yüksel Birinci, Döviz Piyasası İstikrarına Yönelik Öneriler, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:35, Sayı:1, 1998, ss. 19-29.

sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.¹³⁹

1980'lerde yaşanan borç krizi ile önemli ölçüde daralan dış finansman imkânları sonucunda gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek (Dış borç ve ticari banka kredileri şeklindeki), yabancı sermayeye (Doğrudan yatırım ve portföye) kaymıştır. Dolayısıyla, sermayenin küreselleşmesi olgusu ile borç sorunları arasında bir ilişkiden söz edilebilir. Gelişmekte olan ülkelerde ticari deregülasyonun, ekonomi üzerinde olumlu etkiler meydana getirmesi mümkündür. Bir ekonomi, uluslararası faktörlerden ne kadar yararlanabilirse, milli gelir, istihdam ve toplum refahı o derece yükselecektir.¹⁴⁰ Deregülasyon yapılmasıyla beraber devletin gelirleri artacağından, devlet bu gelirleri sosyal refahı artırıcı yönde kullanmalı ve kayba uğrayanları desteklemelidir. Bunu yaparken elbette bütçe dengesini kollamaya dikkat etmelidir. Deregülasyonun bütçe üzerindeki etkisi sadece tarife gelirlerindeki düşüşler değil, aynı zamanda maliye politikası tedbirlerinde de bir genişlemedir. Bu genişleme ile birlikte, ticaret hacminin genişlemesi ve gelir seviyelerinin yükselmesi söz konusudur. Gelir seviyesinin yükselmesi, devletin vergi gelirlerinin artmasına neden olacak ve devlet, deregülasyonla birlikte uygulamak zorunda kalacağı genişletici maliye politikası tedbirleriyle yapmak zorunda olduğu harcamaları, yükselen vergi matrahları nedeniyle tekrar elde edebilecektir. Deregülasyonla birlikte, döviz kuru hareketleri, faiz oranları ve borç servisi gibi birimlerde de belirli bir değişiklik ve gelişme yaşanabilir. Gelişmekte olan ülkelerin hedeflerinde önceki yıllara göre değişiklik olması bu ülkeleri deregülasyon yapmaya zorlamaktadır. Önceleri, teknolojiyi geliştirmek, sermaye açığını kapamak, işsizliğe çözüm getirmek, döviz rezervlerini genişletmek ve ucuz hammadde kullanmak amacıyla yabancı sermaye gelmesi istenirken, bugün bunlara ek olarak, sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, dışa açılmak, ülke içinde dengeli bir rekabet ortamı yaratmak, çevre koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi hedefler de benimsenmektedir. Bu hedefleri gerçekleştirmeye çalışmak, çoğu

¹³⁹ Rodrik Dani, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, Sabah Kitapları, İstanbul, 2000, s. 13.

¹⁴⁰ Şevki Özbilen, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Ticari Deregülasyonun Ekonomik Etkileri**, <http://www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/ticari2.doc>, (Erişim tarihi: 10.02.2010), s. 3.

hükümetin ekonomi politikaları konusunda düşüncelerini değiştirmiştir. Dolayısıyla, dünya ekonomisi ve uluslararası ekonomik entegrasyonun baskısı artık eskisinden çok daha önemlidir. Gerçekten de, pek çok gelişmekte olan ülkede endüstrileşme ve yoksullukla ilgili geleneksel kaygıların yerini, uluslararası rekabetçilik ve liberilizasyon hedefi almıştır.

Devletin Düzenleyici Rolü: Ekonomik aktivitelerin küreselleşmesi sonucunda, bu durumun ulusal ekonomiler üzerinde yarattığı etkiler, pek çok tartışmaya da neden olmaktadır.

Özellikle 1970’li ve 1980’li yıllarda finans sektöründe yaşanan küreselleşme yönündeki gelişmeler, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli oranda bütünleşmeler sağlamıştır. Küreselleşme ile yaşanan uluslararası entegrasyon bugüne kadar görülenlerden çok daha etkilidir. Olaya ulus-devlet açısından bakıldığında, bu devletlerin ekonomik kalkınmayı teşvik etme ve biçimlendirme gücünü gittikçe kaybettikleri görülmektedir. Ulusal iktisat politikası kararları küreselleşme sürecinin hâkim kurumları tarafından yönlendirilebilmekte hatta ülkeler tek başlarına kendi döviz ve para piyasalarında meydana gelen değişimleri dahi kontrol etmekte etkinliklerini yitirmektedirler.¹⁴¹ Öte yandan, teknolojik gelişmelerin yarattığı ortam sonucunda yeni finans araçlarının çıkması da finansal hizmetlerin çeşitlenerek yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bunun doğal sonucu olarak, devlet açısından para ve finans politikalarının uygulanması artık eskisinden çok daha zor hale gelmiştir. Ulus devletin klasik işlevlerinden biri olan vergi alma konusu da, günümüzde sermayenin özellikleri göz önüne alındığında, oldukça karmaşık bir görünüm arz etmektedir.

Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini: Finansal regülasyon, düzenleyici otoritenin, finansal ajanların kararlarına ve davranışlarına kendi sosyal amaç fonksiyonunu maksimize etmek için getirdiği kurallar ve kısıtlamalar olarak tanımlanabilir.¹⁴² Finansal düzenleyici hizmetler ana hatlarıyla finansal kurumların

¹⁴¹ Nadir Eroğlu, **Küreselleşme**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002, s. 15.

¹⁴² Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47, Mega Ajans, İstanbul, 2001,

davranışlarını izleme, disipline etme veya koordine etme çabalarından oluşur.¹⁴³ Finansal piyasaların ekonominin geneli üzerinde diğer piyasalara oranla daha fazla etkili olmaları nedeniyle, finansal regülasyon diğer alanlardaki regülasyondan farklılık arz eder.

Finansal piyasa regülasyonu her şeyden önce, sistemde işlem yapanların korunması çerçevesinde bilgi dağılımında eşitlik sağlanmasını amaçlar. Makro düzeyde şeffaflık kuralları çerçevesinde, bilginin piyasa oyuncuları arasında doğru yayılması ve bunların eşit muameleye tabi tutulması zorunlu kılınır.¹⁴⁴

Düzenleyici birimlerin rolü ele alındığı zaman *regülasyon* (spesifik davranış kurallarının oluşturulması), *gözetim* (kurallara uyulup uyulmadığının izlenmesi) ve *denetim* (finansal kurumların davranışlarının daha genel bir biçimde gözlemlenmesi) arasında ayırım yapılması gerekmektedir.¹⁴⁵

Finansal Regülasyonun Gerekliliği: Finansal piyasalar bünyelerinde ekonominin reel kesimine oranla daha fazla risk ve değişkenlik taşırlar. Bu çerçevede; regülasyon, işlem yapanların kendilerini güven içerisinde hissedecekleri, sağlam, istikrarlı ve etkili bir finansal sistem oluşturmak için dizayn edilir.

Ekonomik gelişme etkin, istikrarlı ve sağlam bir finansal sektör gerektirir. Tecrübeler, finansal krizler ve istikrarsızlıklar yaşayan ülkelerde önemli ekonomik maliyetlerin ortaya çıktığını göstermektedir. Finansal sistem, kaynakları tasarruf sahiplerinden yatırımcılara kanalize eder ve tasarruflar uzun vadeli yatırımlarda kullanılırken, tasarrufların kendi tasarruflarının likiditesini ellerinde bulundurmalarına imkân verir.

s. 61.

¹⁴³ Edward J. Kane, How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation in Restructuring Banking & Financial Services in America, by Williamson S. Haraf and Rose Marie Kushemider, **American Enterprise Institute for Public Policy Research**, 1988, s.346

¹⁴⁴ Maria J. Nieto, **Reflections on Regulatory Approach to E-Finance in Electronic Finance: A New Perspective And Challenges**, BIS Papers No. 7, 2001, s. 92.

¹⁴⁵ Daha geniş bilgi için bakınız: David T. Llewellyn, Financial Regulation: A Perspective from the United Kingdom, **Jornal of Financial Services Research**, 17.1, 2000, s. 312.

Teknolojik yeniliklerin bir sonucu olarak, işlem yapmanın artan hızı ve azalan maliyeti finansal piyasaların derinliğini ve likiditesini iyileştirmiştir. Bu iyileşmeler, finans teorisindeki gelişmelerle birlikte risk alma, riski ölçme ve kontrol etmeye yönelik yeni ve daha karmaşık araçların benimsenmesine yol açmıştır.¹⁴⁶

Teorik ve ampirik düzeyde yapılan çalışmalar, finansal ekonomi alanındaki gelişmelerin reel ekonomiyi etkilediğini ve bu yüzden de finansal piyasaların ve kurumların istikrarlı işleyişinin, finansal ve reel kesimdeki kişi ve kurumlar için önemli olduğu düşüncesini yaygınlaştırmıştır.

Finansal regülasyonun gerekliliği, genellikle piyasa başarısızlıklarının önlenmesi veya kamu yararının gerçekleştirilmesi ile açıklanmaktadır. Piyasa başarısızlığı teorisine göre, kamu müdahalesinin gerekçesi piyasanın aksayan yönlerinin düzeltilmesi ve etkin kaynak dağılımının sağlanmasıdır. Kamu yararı teorisine göre ise, kamu düzenlemeleri piyasa mekanizmasının optimal kaynak dağılımını sağlayamamasına bir tepkidir. Hükümetler piyasadaki verimsizliklerin giderilmesi yönündeki kamuoyu talebini, düzenleyici kurallar koymak suretiyle karşılamaktadırlar.¹⁴⁷ Kamu yararı teorisi, düzenlemenin piyasa başarısızlıkları ve dışsalılıklarla ilgili olduğunu kabul etmekle birlikte, sözleşmelerin veya kanunların niçin bu problemleri ele alamadığını açıklayamamaktadır.¹⁴⁸

Finansal kurumları gözetleme gerekliliği ve bu faaliyette mevcut olan ölçek ekonomileri de önemli bir regülasyon gerekçesidir. Finansal kurumlar ve müşterileri arasındaki finansal sözleşmelerin doğası nedeniyle bu kurumların davranışlarının sürekli gözetlenmesi gerekmektedir.¹⁴⁹ Kurumla menfaat bağı olanların (stakeholders) tamamının, işlem yaptıkları finansal kurumları gözetleme sorumluluğu olmakla birlikte, bu görev bağımsız bir birim tarafından çok daha etkin bir şekilde gerçekleştirilebilir.

¹⁴⁶ Meyer, s. 15

¹⁴⁷ Hakan Baştürk, Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Ankara, 1999, s. 6.

¹⁴⁸ Bu teorilerle ilgili geniş bilgi için bkz: Edward J. Kane, Ethical Foundations of Financial Regulation, Working Paper, 8650, NBER, Nisan 1997, ss. 3-16. & Edward L. Glaeser ve Andrei Shleifer, The Rise of The Regulatory State, Working Paper, 8650, NBER, Aralık 2001, ss. 3-4.

¹⁴⁹ Llewellyn, s. 312

Uluslararası Finansal Regülasyon ve Basel Uzlaşısı: Uluslararası finansal piyasalar, 1980’li yıllarda ivme kazanan küreselleşme ve deregülasyona paralel olarak önemli değişim geçirmişlerdir. Bu iki olgu uluslararası finansal gelişme trendinin yapısını belirlemiştir. Teknolojik gelişmelerin de ivme kazandırdığı küreselleşme ile birlikte ulusal hükümetlerin küresel finansal ajanların davranışlarını kontrol etmeleri güçleşmiş ve uluslararası finansal regülasyonun alanının genişletilmesi yönünde genel bir eğilim oluşmuştur.¹⁵⁰

1.2.2. Türk Finans Endüstrisine Yönelik Kurumsallaşma Düzenlemeleri

Finansal sistemlerde yatırımların finansmanında iki farklı finansman modeli bir arada kullanılmaktadır. Bu finansman modelinin birincisinde, bankacılık sistemi etkin bir rol üstlenirken; ikinci modelde ise, sermaye piyasaları ön planda bulunmakta ve asli işlevleri üstlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde fonların toplanması ve dağıtılmasında birinci model olan bankacılık sistemi ağırlıklı model, etkin bir rol oynamaktadır. Bu ülkelerde, bankacılık sistemi piyasada yaklaşık yüzde 90’lık bir paya sahiptir. Ancak, ekonominin gelişme süreci tamamlandıkça, bankacılık sistemi yerini, sermaye piyasası kurumlarına bırakmaktadır. Bu nedenle, kalkınmasını sağlamış olan gelişmiş ülkelerde, bankacılık sisteminin, sistemdeki payı yüzde 90’lardan yüzde 40’lara kadar düşmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli kurumları olan bankalar, yıllardır, reel kesime kaynak yaratmada, mevcut yatırımların finansmanında ve yeni üretim kapasitelerinin yaratılmasında etkin roller üstlenmişlerdir. Türk finans endüstrisinde, tasarrufları bankacılık sistemine çekmede en önemli finansal araç mevduat toplama olmuş, yüksek enflasyon ve kamunun borçlanma gereği nedeni ile ulaşılabilen yüksek maliyetli fonlar, yüksek aktarma maliyeti ile reel kesime aktarılmaya çalışılmıştır.¹⁵¹

¹⁵⁰ Delice vd., s. 122.

¹⁵¹ Suna Oksay, Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, Haziran 2000, s. 17.

Türkiye’de yıllardır, birikim sahiplerinin elde ettikleri faizler, özellikle enflasyonun da etkisi ile, fonları kullananların sağladıkları kârların, çok gerisinde kalmıştır. Bu durum; fon arzının kısılması, tüketimin ve öz finansmanın özendirilmesi sonucunu yaratmıştır.¹⁵² İzleyen kısımda, Türk finans endüstrisinin 1980 öncesi ve sonrası kısaca incelenmiştir.

1980 Öncesi Dönem: Türk finans endüstrisinin tarihi gelişimi, 1930’lu yılların başından itibaren kurulan kamu sermayeli ihtisas ve kalkınma bankaları ile başlamaktadır. 1930 yılında çıkarılan bir yasayla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kurulmuş¹⁵³, 1950’li yıllarla birlikte özel sermayeli bankaların da kurulması hız kazanmıştır.¹⁵⁴

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde, finansal endüstri katı bir denetleme sistemi altında bulunuyordu. Bu dönemde, mevduat faizlerine tavan koyulmuş, yani faizlerin üst sınırları devlet denetimi altına alınmıştır. Diğer taraftan ise, finansal gelirler ve işlemler büyük oranda vergiye tabi tutulmuştur. Yine bu dönemde, rezerv ve likidite oranları ve aracılık maliyetleri yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu dönemin bir diğer özelliği ise, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansmanı borç senedi veya hisse senedi gibi finansal araçlar kullanarak değil, doğrudan banka kredileri aracılığıyla sağlamış olmalarıdır. Ayrıca, yabancı finansal kurumların yurt içi piyasalara girişi engellenmiş, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya da sınırlamalar getirilmiştir. Sermaye piyasaları bu dönemde gelişmemiş ve hükümet kontrolü altında tutulmuştur. Tüm bu faktörlerin yanında, dış ticaret ve döviz giriş çıkışı kontrol altında tutulmuştur. Para ve kredi sistemleri baskı altına alınarak doğrudan ekonomiye müdahale edilmiştir.^{155 156}

¹⁵² Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2001, s. 171.

¹⁵³ Türkiye Cumhuriyeti, 1929 Dünya Krizi’nin yarattığı problemler nedeniyle nakit alanındaki pasif rolünü bırakarak, ekonominin gelişebilmesi için para - kredi sistemine olan gereksinimi yüzünden 1715 sayılı Kanun ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nı kurmuştur. Daha geniş bilgi için bkz: Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası - Teori ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul, Om Ekonomi Politik Yayınları, 2002, s. 44.

¹⁵⁴ Murat Metin, **Türk Sermaye Piyasalarının Uluslararası Piyasalarla Bütünleşmesi**, Marmara Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002, s. 60.

¹⁵⁵ Oksay, s. 18.

¹⁵⁶ 1980 öncesi Türk finans endüstrisinin yapısına ilişkin daha geniş bilgi için bkz: Engin Yılmaz, "Türkiye’de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler",

1980 Sonrası Dönem: 1980’li yıllarla birlikte, dünya ekonomisi hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu değişim sürecinin önemli unsurlarından biri, uluslararası sermaye akımlarının önündeki engellerin ortadan kalkması ve fon akımlarının kompozisyonunun değişmiş olmasıdır. Bu dönemde birçok gelişmekte olan ülke, finansal sistemlerini serbestleştirmiştir. Ancak, finansal serbestleşme süreci basit bir tercih meselesi değil; bir yerde kaçınılmaz bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü 1980 öncesinde daha çok devletten devlete resmi krediler şeklinde olan fon akımları bu yıllarla birlikte nitelik değiştirmişlerdir. 1990’lı yıllara gelindiğinde uluslararası sermaye hareketleri içinde portföy yatırımları ve kısa vadeli krediler önemli derecede ağırlık kazanmışlardır. Geleneksel olarak dış kaynak ihtiyacında olan gelişmekte olan ülkeler, bu bağlamda kalkınmalarını finanse edebilmek için finansal sistemlerini serbestleştirdikleri bilinmektedir.¹⁵⁷

Türk finans endüstrisine yönelik literatüre göre, Türk finans endüstrisi şu şekilde özetlenebilir:¹⁵⁸

1980’li yıllardan sonra küreselleşmenin yaygınlaşması, Türkiye’de de birçok ülkede olduğu gibi finansal liberizasyon sürecini beraberinde getirmiştir. Finansal liberalleşme literatürünün temel öngörülerinden biri, finansal baskı altında bulunan ekonomilerde, ekonomik büyüme için gereksinim duyulan kaynakların, yurt içinden

Dünya’da ve Türkiye’de Finansal Serbestleşme, 2004, http://tr.wikipedia.org/wiki/T%C3%BCrkiye'de_finansal_serbestle%C5%9Fme, (Erişim tarihi: 14 Ocak 2010). & Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, **Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü**, TCMB Yayını, Ankara, 1998, ss. 45-47.

¹⁵⁷ Mehmet Gençay, **Dünyada Finansal Sektör Konsolidasyonu ve Türkiye Örneği**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s. 70.

¹⁵⁸ Daha geniş bilgi için bkz.: M. Fry, The Cost of Financial Repression in Turkey, Saving and Development, No. 2, 1979, ss. 217-235.; Yaşar Uysal, **Güncel İktisadi Gelişmeler Üzerine Düşünceler**, İlkem Ofset, İzmir, Eylül 2007, s. 190.; Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 20. Basım, Ankara, 2007, ss. 214-222.; Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001.; Mehtap Kesriyeli, **1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, 1997, ss. 31-32.; M. Fry, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, Baltimore:John Hopkins University Press, 1988.; T. Baysan ve C. Blitzer, Turkey’s Trade Liberalization in the 1980s and Prospects for its Sustainability, **Political Economy of Turkey**, Debt, Adjustment And Sustainability, New York: Macmillan, 1990, ss. 9-36.; K. Batu Tunay (Ed.), **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler Türk Finans Piyasalarının Bugünü ve Geleceği**, İstanbul, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., 2001, s. 269.

yeterince elde edilememesidir.¹⁵⁹ Kaynak yetersizliğini gidermek ve mali sistemi derinleştirmek amacıyla sağlanan serbestlik, banka ve bazı holdinglerin “aracı kurumlar” kurmaları ve bu kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmaları ile devam etmiştir. Aynı sertifikalar yine halka daha yüksek bir fiyatla satılmış ve buradan elde edilen tasarruflar genelde yüksek riskli yatırımlarda değerlendirilmeye çalışılmıştır. Halka, aracı kurumlar tarafından (bankerler) genelde mevduat sertifikalarının kendisi değil, senet verilmiştir. Sistem, sürekli mevduat sertifikası üreten ve bunu halka çok kere pazarlayan bir duruma dönüşmüştür (Ponzi Game). Sistemin bu şekilde dönüşmesi, mali liberalleşmeden amaçlanan “pozitif reel faiz” hedefinin gerçekleştirilmesine yardımcı olmuştur. Mevduata reel faiz, ilk kez 1981 yılının üçüncü çeyreğinde verilmeye başlanmıştır.¹⁶⁰ Bu dönemde, ihracata yönelik büyüme stratejisi çerçevesinde para ve maliye politikaları uygulamaya başlanmıştır. Söz konusu dönemde, sıkı para ve maliye politikası uygulanması yönünde açıklamalar yapılmıştır. Ancak, ihracata yönelik büyüme stratejisinin ortaya çıkarmış olduğu ulaştırma ve haberleşme sektörleriyle ilgili altyapı ihtiyacı devletin bu alanlara kaynak aktarmasına yol açmıştır. Bu durum sıkı maliye politikasına rağmen, kamu konsolide bütçesinin açık vermesine yol açmıştır. Bu açıkların finansmanı iki yolla giderilebilirdi. Bunlardan ilki merkez bankası kaynaklarına başvurmak, ikincisi de borçlanmadır.

Devletin bütçesinde açık arttıkça ve merkez bankası kaynaklarını kullanmanın alternatif maliyeti (enflasyon) yükseldikçe iç borçlanmaya daha fazla ağırlık verilmeye başlandı. Yatırımcıları devletin iç borçlanma araçlarına yönlendirebilmek amacıyla bu araçlarının getirilerinin de yükseltilmesi gerekiyordu. Bu araçların getirilerinin yükseltilmesi için arz edilirken faiz oranları düşük tutulmuştur. Devlet iç borçlanma araçlarının getirilerinin yüksek tutulması piyasa faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Sürekli olarak devletin borçlanmaya başvurması finansal piyasalar üzerinde baskı oluşturduğundan dolayı piyasa faiz oranlarında özellikle 1987 yılından sonra önemli yükselmeler ortaya çıkmıştır. Böylece bu politikalar dışlama etkisine (crowding out) yol açmıştır. Bu durum faiz

¹⁵⁹ R. Mckinnon, The Order Of Economic Liberalization, **Financial Control In The Transition to a Market Economy**, Baltimore: John Hopkins University Press, 1991, s. 26.

¹⁶⁰ Binay, s. 7.

oranlarının rekabetçi piyasa şartlarında oluşumunu sağlayarak tasarrufları arttıracığı, sermaye kaçışını engelleyeceği ve büyüme için gerekli kaynakları gerekli alanlara aktarılacağı stratejisiyle çalışmaktadır. Çünkü, yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı ekonomide tasarruf eğilimi düşmüş, finansal maliyetler artmış, finansal alanda spekülasyon tercihleri teşvik ederek reel yatırımların azalmasına neden olmuştur.

Türkiye’de finans endüstrisi henüz gelişme aşamasında olup bankacılık ağırlıklı paya sahiptir. Banka dışı finansal kurumlar ise hala çok küçüktür. 2009 yılı itibariyle Türk Finans Endüstrisinin aktif büyüklüğü 1 Trilyon TL’ni aşmış durumdadır. Bankacılık sektörü finansal endüstri içinde yaklaşık yüzde 80’lik payı ile birinci sırada gelmektedir ve 2008 yılsonuna göre yüzde 9,0 büyümüştür. Finansal endüstri bileşenleri içinde 2008 yılsonuna göre sigorta şirketleri yüzde 22,4 ve menkul kıymet yatırım fonları yüzde 24,2 ile en hızlı büyüyen sektörler olmuş ve her birinin payı yüzde 3’tür. Finansal kiralama şirketleri 2009 yılı içerisinde yüzde 15,1 küçülmüş ve payı yüzde 1,5’dir.¹⁶¹

1.2.2.1. Türkiye’de Bankacılık Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci

Türkiye finans endüstrisinin en büyük bölümünü oluşturan bankacılık endüstrisinin yaklaşık 155 yıllık bir geçmişi bulunmaktadır. Köklü bir geçmişe sahip bankacılığımızın mevcut yapısının değerlendirilmesi; tarihsel gelişiminin de ilgili literatür çerçevesinde özetle bilinmesini gerektirmektedir.

Osmanlı’dan Cumhuriyet’e Bankacılık Alanında Gelişmeler (1856–1923): Osmanlı İmparatorluğu döneminde ilk bankanın 1847 yılında kurulmasıyla Türkiye’de bankacılık başlamasına rağmen, Banka’nın yabancı sermayeli ve kısa ömürlü olması nedeniyle, Türk Bankacılığının başlangıcı olarak 1863 yılı alınır.¹⁶²

¹⁶¹ Daha geniş bilgi için bakınız: BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı:15, 2009, s.24

¹⁶² Bu tarih; ticari bankacılık yanında 1930 yılına kadar Merkez Bankası fonksiyonunu da üstlenen yabancı sermayeli Osmanlı Bankası’nın ve ilk ulusal banka T.C. Ziraat Bankası’nın başlangıcı olup söz konusu iki banka Türk bankacılık tarihinde belirleyici konumdadır. Bu konuda daha geniş bilgi için bakınız: Arslan Yüzgün, **Cumhuriyet Dönemi Türk Bankacılık Sistemi**, Der Yayınları, İstanbul, 1982, ilgili bölümler; Hayrettin Afşar, **Avrupa Birliği Sürecinde Türk Bankacılığının Rekabet Gücü**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2008, s. 186.

Osmanlı İmparatorluğu'nda bankacılık, gelişmiş ülkelerden farklı olarak, ticaret ve sanayi gibi iktisadi faaliyetlerin yürütülmesine yönelik ve ulusal olma yerine İmparatorluğun borçlanması sağlanması ve sürdürülmesi ağırlıklı ve yabancı banka egemen yapı şeklinde olmuştur.¹⁶³

Cumhuriyet Sonrası Bankacılık Endüstrisindeki Gelişmeler:

Cumhuriyet dönemine bankacılık sektörü, 13 tanesi yabancı sermayeli, 22 tanesi ise ulusal sermayeli faaliyette bulunan 35 banka ile girmiştir. Ulusal bankaların çoğu tek şubeli yerel platformda hizmet veren bankalardır. Yabancı sermayeli bankalar sektöre egemen durumdaydılar. Merkez Bankası işlevlerini yerine getiren bankanın da yabancı sermaye kökenli olması, ekonominin gelişimi için olumlu değildi. İktisadi kalkınmayı sağlamak için gerekli kredi mekanizmasının bulunmaması, Cumhuriyet yönetimini, bankacılık sektöründe devlet desteği ile düzenlemelere gidilmesi ve kalkınmayı destekleyecek bir ulusal bankacılık sektörünün yapılandırılmasına yöneltmiştir.¹⁶⁴

1945-1960 döneminin sektör açısından en belirgin özelliği; özel sermayeli bankaların artması, şube bankacılığının öne çıkması ve değişik ihtiyaçları karşılayabilecek çeşitte kredi kurumlarının faaliyete geçmesidir.¹⁶⁵

Planlı döneme¹⁶⁶ geçildiği 1960 sonrası dönemi, Akgüç (1992),

¹⁶³ Bunun temel nedenleri; yabancı sermayenin egemen olduğu İmparatorluk dönemi bankacılığının ana ülkelerdeki itici ve ev sahibi Osmanlı İmparatorluğu'ndaki çekici faktörlerdir. İtici faktör olarak, merkantilizm ve sonrası sanayi devrimi sürecini yaşamış olan gelişmiş ülkelerin sermaye ihracı belirleyici olurken, İmparatorluğun borçlanma gereksiniminin yarattığı borç alma ve borçları yönetme çekici faktörlerdir.

¹⁶⁴ Cumhuriyetin ilk yıllarında ülke ekonomisinin düzenlenmesine ve iktisadi kalkınma için gerekli kurumların oluşturulması hedeflenmiştir. Bankacılık alanında hem devlet hem de özel sermaye ile çok ve tek şubeli yerel bankalar kurulmuştur. Böylece sektörde yoğun faaliyet gösteren yabancı bankaların karşısında ulusal bankaların payının artmasına önem verilmiştir. Bu konuda daha geniş bilgi için bakınız: S. Pekkaya, **Türk Mali Sistemi İçinde Bankacılık Sektörünün Gelişimi ve Finansal Yapısının Analizi**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, 1994.

¹⁶⁵ 1950 sonrası hükümetlerin politikası sanayileşmenin özel sektörün teşviki ile gerçekleşeceği ve bu nedenle devletin özel sektörü desteklemesi üzerine kurulmuştur. Devletin ancak özel sermayenin gücünün yetmeyeceği alanlarda girişimlerde bulunacağı planlanmıştır. Batı ile politik ve ekonomik işbirliğinin geliştirilmesi ile de yabancı ülkelere gelen finansmanın artması sağlanmıştır.

¹⁶⁶ İlk dört Kalkınma Planı çerçevesinde ve yıllık programlarda bankacılık sektörüne yer verilmiş ve dört ana sorun üzerinde durulmuştur:

- Bankacılık sisteminin sağlıklı yapısının düzeltilmesi,
- Sermaye piyasası yasasının çıkarılması,

değerlendirirken bu dönemin özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamaktadır:¹⁶⁷

- Kalkınma planları ile mali örgütlemeye ve bankaların kullanımlarına yön verilmesi,
- İhtisas bankalarına, kalkınma ve yatırım bankacılığına önem verilmesi,
- Yeni ticaret bankaları kurulmasının sınırlandırılması ve yeni kuruluşlara izin verilmemesi,
- Holding bankacılığının gelişmesidir.

Planlı dönemde, mevduat ve banka kredi faizleri, kredi limitleri, komisyon oranları, devlet tarafından belirlenmiş ve ithal ikamesi politikasının doğrultusunda bankaların temel işlevi, kalkınma planlarında öngörülen yatırımların finansmanı olarak benimsenmiştir. 20 senelik planlı döneme bakıldığında 1960 yılında faal banka sayısı 60 iken 1980 yılında bu sayı 44'e inmiştir.¹⁶⁸

1980 sonrası dönemde Dünyada oluşan finansal pazarların serbestleştirilmesi, "deregülasyona" gidilme eğilimleri, Türk bankacılık sistemini de yakından etkilemiştir.¹⁶⁹ 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri olarak adlandırılan ve temel felsefesi serbest piyasa mekanizmasını uygulamaya koymak olan kararlar çerçevesinde, esnek döviz kuru ve pozitif reel faiz oranı politikaları benimsenmiştir. Faiz politikasında yapılan bu değişikliklerle bankaların vadeli tasarruf mevduatı ve kredi faizlerini serbestçe belirlemelerine olanak tanınmıştır. Oligopolistik yapıya

- Kısa vadeli ticari kredilerle orta ve uzun vadeli kredilerin dağılımındaki dengesiz ve sağlıksız yapının iyileştirilmesi,

- Günün koşullarına ve planlı ekonominin gereklerine uygun bir bankalar yasasının çıkarılmasıdır. Bu konuda daha geniş bilgi için bakınız: S. Pekkaya, **Türk Mali Sistemi İçinde Bankacılık Sektörünün Gelişimi ve Finansal Yapısının Analizi**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, 1994, s. 14.

¹⁶⁷ Ö. Akgüç, **Türkiye'de Bankacılık**, Gerçek Yayınevi, 3. Baskı, 1992, s. 52.

¹⁶⁸ Buna paralel olarak, şube bankacılığı gelişmiş, ticari bankaların şube sayısı artmıştır. En önemli gelişmelerden biri de özel ticaret bankalarının büyük bir kısmının, bir sanayi veya ticaret grubu tarafından sermayesinin büyük bölümünün sahipliğinin üstlenilmesi sonucunda holding bankası haline gelmeleridir. Devlet özel sektör yatırımlarının gelişmesi açısından bu tür bankacılığı teşvik etmiştir. Bu gelişmelerle Türk bankacılığı az sayıda büyük bankanın sisteme hâkim olduğu oligopolistik bir yapıya kavuşmuştur. Bu dönemde ithal ikamesi politikası doğrultusunda, kamu ve özel yatırımlar teşvik edilmeye çalışılmışsa da, Türk mali sisteminin gerekli altyapıya sahip olmaması nedeniyle tasarruflar özendirilememiş ve kaynak sağlama ve yatırımlara yönlendirme işlevleri kamu kesimi tarafından yerine getirilmiştir. Kamu kesiminin de bu konuda karşılaştığı güçlükler nedeniyle, Merkez Bankası'nın emisyonla sağladığı enflasyonist kaynaklara dayandığı görülmektedir. Bu konuda daha geniş bilgi için bakınız: Ş. Babuşcu, **Türk Bankacılık Sektöründe Yaşanan Gelişmeler ve Beklentiler**, Türkiye Bankalar Birliği, 2002.

¹⁶⁹ Aydın, ss. 122-126.

sahip bankacılık sektöründe faiz oranları bu dönemde birlikte belirlenmiştir.

1985 yılında yürürlüğe giren yeni Bankacılık Kanunu ile uluslararası bankacılık standartları, denetim ve gözetim sistemleri uygulanmaya başlanmıştır. Bankaların tek düzen hesap planı uygulamaları, bilançolarının dış denetimden geçmesi öngörülmüştür. İnterbank piyasası kurulmuştur. Merkez Bankası 1987'den itibaren açık piyasa işlemlerine başlamış, 1988'de döviz piyasası kurulmuştur. 1989'da ise döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbestisi getirilmiştir. 1990 yılında ise TL konvertibl hale gelmiştir. 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açılmasıyla, sermaye piyasası araçlarının kullanımı da işlerlik kazanmıştır.¹⁷⁰

Sürekli yüksek enflasyondan dolayı, 1990'lı yıllarda döviz tevdiat hesaplarında büyük bir artış yaşanmıştır. Bankalar ayrıca liberalizasyon sonucunda yurtdışından borçlanmaya da bu yıllarda başlamışlardır.

Sektörde yaşanan bir başka eğilim de toptancı bankacılık yapan az şubeli küçük ve orta ölçekteki bankaların sayısının artması ve bu bağlamda büyük ölçekli bankaların pazar payının gerilemesidir. Kurulan toptancı yerli ve yabancı bankalar genelde dış ticaret finansmanı, leasing, factoring, forfaiting, menkul kıymetler ihracı gibi konularda uzmanlaşmıştır. Aynı dönemde, Türk bankaları da yurtdışına açılmış ve çeşitli ülkelerde banka kurmuşlar veya şube açmışlardır.

Ancak, Türk bankacılık endüstrisinde faaliyet gösteren banka sayısı, 2000–2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerle birlikte azalmıştır. O dönemde yaşanan krizlerin ardından bankacılık endüstrisinde uygulamaya konan yeniden yapılandırma programı kapsamında çeşitli yasal düzenlemelere gidilmiştir.¹⁷¹ Bu düzenlemelerin

¹⁷⁰ Bu bağlamda, bankacılık sektöründe büyük değişimler yaşanmış, yerli ve yabancı bankaların sektöre girişine izin verilmesi ve faiz oranlarının serbest bırakılması ile bankalar hem kaynak hem de plasman çeşitliliğinin olduğu bir sektörde çalışmaya başlamışlardır. Bu dönemde bankalar, devlet iç borçlanma senetleri, hazine bonoları alımı, sermaye piyasası ve döviz işlemlerinde fonlarını değerlendirmişlerdir. Müşterilere sunulan hizmetlerde de çeşitlilik çok artmıştır: tüketici kredileri, kredi kartları, leasing, forfaiting, factoring, swap, forward, future opsiyonlar, vb. gibi. Dünyadaki teknolojik gelişmelerden de yararlanılarak bilgisayar sistemlerine hızla geçilmiş ve bunun paralelinde ATM sayısında, kart kullanımında artış olmuş ve Elektronik Fon Transferi sistemine geçilmiştir.

¹⁷¹ Bu yasal düzenlemeler çerçevesinde ortaya çıkan yapısal reformların yanı sıra endüstrideki devir ve birleşmeler Ek 1'de sunulmuştur.

amacı, bankacılık faaliyetine devam eden kurumların mali fonksiyonlarını yerine getirebilen, iç ve dış etkilerden zarar görmeyecek ve küreselleşme döneminde uluslararası rekabette yer alabilecek bir sektör oluşturulmasıdır.

Sektörde faal olan banka sayısı, krizin ve 2002 sonrası gerçekleşen konsolidasyonun da etkisiyle 2009 itibariyle 49'a inmiştir.¹⁷² Fonksiyonları itibariyle bakıldığında, sektörün faaliyetlerinin en büyük bölümünün mevduat bankaları (yüzde 65) tarafından yürütüldüğü, bu grubu ise kalkınma ve yatırım bankalarının (yüzde 27) takip ettiği görülmektedir. Dört adet katılım bankasının sektördeki toplam payları ise yüzde 8'dir.

1.2.2.1.1. Türk Bankacılık Endüstrisinin Hukuki Yapısı

Güçlü bir ekonominin varlığı, büyüyen ve hukuki yasal altyapısı sağlıklı çalışan bir finansal sektör ile mümkündür. Finansal kaynakların toplanması ve kullanıcılara aktarılmasında çok önemli bir işlevi üstlenmiş olan finansal sektör, piyasa mekanizmasının beyni durumundadır. Türkiye gibi, kaynak açığı olan ülkelerde, finansal tasarrufların ekonomik açıdan en verimli biçimde kullanılmasında finansal sektörün etkin ve sağlıklı olarak çalışması büyük önem taşımaktadır.¹⁷³ Etkin, sağlıklı çalışan ve büyüyen bir finansal sistemin oluşturulması, büyük ölçüde bu sisteme duyulan güvene, yasal ve hukuki altyapının sorunsuz işlemesine ve politik istikrarın da desteği ile sağlanmış makroekonomik istikrara bağlı olarak bankaların faaliyetlerinin kamu tarafından yakından takip edilmesinin gereği endüstri; tüm dünyada yoğun bir şekilde düzenlemelere tabi tutulmakta ve endüstriye ilişkin düzenlemeler piyasa yapısını ve faaliyetlerin niteliğini önemli oranda belirlemektedir. Yukarıda genel olarak verilen Türk bankacılık endüstrisinin (TBE) gelişiminde de, ilgili dönemlerin mevzuat düzenlemeleri büyük oranda belirleyici

¹⁷² 2002-2005 yılları arasında Türkiye ekonomisinin performansına bağlı olarak uluslararası piyasalardan sermaye girişi sürekliliğini korumuş ve yurt içindeki talep artışı ile bankacılık sektörü aracılık fonksiyonunu geliştirmiştir. Bunu takiben 2005 yılından beri süregelen dünya ekonomisindeki büyüme trendi özellikle 2008 yılında yaşanan küresel dalgalanmaların etkisiyle sona ermiş; küresel ekonomi daralma içine girmiş; ekonomik aktivitedeki gerileme ve risk algılamasındaki artış özel sermaye hareketlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu konuda daha geniş bilgi için bakınız:

¹⁷³ TBB, "Türk Bankacılık Sektörü", Mali Piyasalar Çalışma Grubu, **İzmir İktisat Kongresi Türk Finans Sektörü Raporu**, Mayıs 2004, s. 37.

olmuştur. Diğer taraftan; bankacılıkla ilgili önemli düzenlemeler sürekli olarak ülkemizde yaşanan önemli ekonomik krizler sonrası gündeme gelmiştir. Ülkemizde bankaların kuruluşu, faaliyetleri, denetlenmeleri ile tasfiyelerine ilişkin temel düzenlemeler bankalar kanunları ve buna ilişkin tebliğler ile yapılmaktadır. Bununla birlikte; bankalar kanunlarında hüküm bulunmayan durumlarda, ticaret, vergi, medeni ve borçlar hukuku gibi diğer ana kanunların hükümleri uygulanmaktadır. Günümüzde bankalar kanunlarının hazırlanmasında kıstas alınan uluslararası mevzuat; AB mevzuatı, Dünya Ticaret Örgütü Hizmet Ticareti Genel Antlaşması ve Basel Bankacılık Gözetim Komitesi gibi düzenlemelerdir.¹⁷⁴ Tablo 1.2’de TBE’nin kurumsallaşma sürecinde yapılan düzenlemeler, gerekçeleri ve önemiyle birlikte özetlenmiştir.

¹⁷⁴ Afşar, s. 196.

Tablo 1.2: Türk Bankacılık Endüstrisinin Kurumsallaşma Süreci

DÜZENLEME	GEREKÇE	ÖNEMİ
1852 tarihli Murabaha Nizamnamesi	Faiz oranlarına sınırlama getirmek	Türk bankacılığında ilk önemli metin
1880 tarihli ve 49 sayılı Ecnebi Anonim ve Sermayesi Eshama Münkasimin Şirketlerle Ecnebi Sigorta Şirketleri Hakkında Kanunu Muvakkat	Devlete bankacılık alanında (dolaylı) denetim yetkisi vermek	
1933 tarihli 2243 sayılı Mevduatı Koruma ve 2273 sayılı Ödünç Para Verme İşleri kanunları	Mevduat kabulünün izne bağlanması yanında bankaların kuruluşlarına ve denetlenmelerine ilişkin düzenlemeler getirmek	
1936 tarihli 2299 sayılı Bankalar Kanunu	Bankaların faaliyetlerine, yönetilmelerine ve denetlenmelerine ilişkin düzenlemeler yapmak	Kanunlarla getirilen düzenlemelerde Kamunun finansman ihtiyacının giderilmesi ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede; bankaların mevduat karşılıklarının belirli orandaki kısmının Hazine kağıtlarına yatırılması esası getirilerek, sonraki dönemlerde uzun süre uygulanan para politikası araçlarının Kamu açıklarının finansmanında kullanılması uygulamaları başlatılmıştır
1958 tarihli 7129 sayılı Bankalar Kanunu	Mevduat sahiplerinin haklarını koruma bakımından yeni düzenlemeler getirmek ve kredilerin ekonomik gelişmeye uygun dağılımını teminine yönelik belirli sektörlere öncelik tanıyan hükümler koymak	2299 sayılı Kanunu yürürlükten kaldırmış ve söz konusu kanun ile bankacılığa Kamu müdahalesi arttırılmıştır.
1985 tarihli 3182 sayılı Bankalar Kanunu (1983 tarihli 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameden dönüştürülmüştür)	7129 sayılı Kanunun 1980 sonrası benimsenen yeni ekonomik ortamda ihtiyaçlara karşılama yetersiz kalması	1980 sonrası gerekli yasal düzenlemeler yapılmadan hazırlıksız uygulanan kısmi serbest faiz politikasının neden olduğu banka ve banker krizlerinin etkisinde hazırlanmıştır
1999 tarihli 4389 sayılı Bankalar Kanunu	Önceki düzenlemelerde yer alan, tasarrufların korunması ve ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda kullanılması yanında, yaşanan bankacılık krizlerinin de etkisiyle, bankaların likidite, emniyet ve verimlilik ilkeleri doğrultusunda çalışmalarını ve denetlenmelerini sağlayacak düzenlemelere yer vermek	Mali bünyesi zayıflayan bankalara Kamu müdahalesine ilişkin yeni düzenlemeler getirilmiştir. Denetim ve düzenleme yetkisini kullanmak üzere 'bağımsız' Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur.
2005 tarihli 5411 sayılı Bankacılık Kanunu	4389 sayılı Yasa'nın aksaklıklarını gidermek ve AB'ne üyelik sürecinde geline aşamada bankacılık düzenlemelerinin uluslararası mevzuata uyumunu sağlamak	AB ve uluslararası düzenlemelere büyük ölçüde uyum sağlamış olan Kanun ile bankacılık risklerinin yönetiminin sağlanarak endüstrinin istikrarının korunması hedeflenmiş ve bankacılık faaliyetleri ayrıntılı olarak düzenlenerek denetimin güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

Kaynakça: Seza Reisoğlu, **4491 Sayılı Yasa ile Değişik Bankalar Kanunu Şerhi**, Doğu Matbaacılık, Ankara, 2000, s. 1; Servet Taşdelen, **4491, 4672 ve 4743 Sayılı Kanunlarla Değişik Bankalar Kanunu Şerhi**, Özbay Ofset Matbaası, Ankara, 2002(a), s. 2.; Ahmet Ertuğrul ve Osman Zaim, **Türk Bankacılığında Etkinlik Tarihi Gelişim Kantitatif Analiz**, Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları, Ankara, 1996, ss. 20-21.; Servet Taşdelen, **Bankalar Kanunu Şerhi**, 2002(b), Ankara, s. 21.; Afşar, s. 198.; Avni Zarakolu, **Bankacılar için Para ve Kredi Bilgisi**, Ankara, 1980; Osman Oy, **Bankalar Kanunu'na Göre Yönetim Kurulu, Yönetici ve Ortakların Hukuki ve Cezai Sorumlulukları ve 4389 Sayılı Bankalar Kanunu**, İstanbul, 2000; Mehmet Günal, **Türk Bankacılık Sektörünün Sorunları ve Geleceği**, Ankara, 1996; Seza Reisoğlu, **Bankalar Kanunu Şerhi ve Bankacılık Uygulamasında Diğer Hukuki Kavramlar**, Ankara, 2002.

Bireylere ve kurumlara ait tasarruflardan oluşan finansal kaynakların harekete geçirilerek, ekonomik olarak kârlı yatırımlara aktarılması, yatırımlarda etkinliği arttırarak ekonomik büyümenin sağlanması, bireysel ve kurumsal mevduat sahiplerinin beklenmedik risklere karşı korunarak güvence altına alınması, dolayısıyla yatırımcılara getiri sağlanması ve likidite riskinin düşük düzeye indirilmesi, kaynakların yeni projelere aktarılmasında bilginin toplanması ve değerlendirilmesi yoluyla küçük tasarrufların yüksek getirili projelere aktarılması ve yatırımların izlenmesi yoluyla kaynakların kötü kullanılmasının önlenmesi, tüm faaliyetler bankalar tarafından sürdürülürken düşük maliyet ve yüksek verimlilikle yapılması, işlevlerin başarıyla yerine getirilmesi, bankaların çalışma koşulları ile ilgili yasal ve hukuki çerçevenin doğru oluşturulmasına bağlıdır. Çünkü finansal kurumların performansları; faaliyet gösterilen ortamın riskine, üstlendikleri risk miktarına, bu risklerin yönetilebilme becerisine ve beklenmedik risklere dayanabilme, karşı koyabilme güçlerine bağlıdır. Bu çerçevede, istikrarı temin eden makroekonomik yapı, tasarruf sahipleri ile bu tasarrufların ekonomiye kazandırılması görevini yerine getiren bankalar arasında ilişkileri ve hakları düzenleyen hukuki düzenlemeler, bankalar kanunu, icra iflas sistemi, ticaret kanunu, rekabet kanunu, bankaların faaliyetlerine ilişkin diğer düzenlemeler ile gözetim ve denetim sisteminin sağlıklı işlemesine bağlıdır. Aksi durumda, yetersiz hukuki ve yasal düzenlemeler finansal sistemin temelini teşkil eden güvenin zedelenmesine ve hassas olan piyasa dengelerinin bozulmasına yol açabilir.¹⁷⁵

1.2.2.1.2. Türk Bankacılık Endüstrisinin Yapısal Analizi ve Uluslararası Bütünleşme Düzeyi

Diğer iktisadi kesimlerle olan karmaşık ve yakın ilişkisinden dolayı bankalarda oluşabilecek sorunlar tüm ekonomiye yansıdığından, bankacılık sektörünün piyasa yapısı ve rekabet ortamı her zaman ilgi odağı olmuştur. Nitekim, piyasa yapısını takip etmek amacıyla çeşitli yoğunlaşma ölçütleri kullanılmaktadır.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Türk Bankalar Birliği, “Türk Bankacılık Sektörü”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 49, 2004, ss. 68-69.

¹⁷⁶ Yoğunlaşma Rasyosu, Herfindahl-Hirschman Endeksi, Kapsamlı Yoğunlaşma Endeksi, Rosenbluth-Hall-Tideman Endeksi, Hannah ve Kay Endeksi, Hause Endeksi, Entropi Endeksi gibi birçok ölçüt kullanılmaktadır. Bu konuda daha geniş bilgi için bkz.: J.A. Bikker, ve K. Haaf, **Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry: A Review of the Literature, Economic and Financial Modelling**, (9), 2002, ss. 53-98.; Münür Yayla, Türk Bankacılık

Literatürdeki genel kanı, banka sayısı arttıkça (sektöre yeni giriş arttıkça) sektördeki yoğunlaşmanın azalması ve rekabetin artması gerekmektedir. Ancak, yeni giriş yapan banka, sektörde mevcut bulunanlara göre “yeterince” büyükse yoğunlaşmanın artması mümkündür.

İthal ikameci dışı kapalı bankacılıkta Kamu, endüstride yer alarak doğrudan ve düzenlemelerle dolaylı olarak endüstrinin rekabet yapısını belirlemiştir. Dışa açık politikaların uygulanmaya başlandığı 1980 yılı sonrası ve bankacılık krizlerinin yaşandığı 1999-2001 sonrasında endüstrideki rekabet koşulları piyasa dinamikleri çerçevesinde yeniden şekillenmiştir. Bu doğrultuda; 1980-2000 yılları arasında banka sayısındaki artışlar endüstrinin yoğunluğunda azalışlara neden olurken, 2001 yılı sonrasında tersine bir gelişme ile banka sayısındaki azalışlarla tekrar yoğunluk artmaya başlamıştır.¹⁷⁷

Ayrıca, 2001 yılı sonrasında yabancı bankaların ülkemize olan ilgisinde artış meydana gelmiştir. Yabancı bankaların ülkemize yönelik ilgisinin artmasına neden olan bankacılık faaliyetlerinin genel şekline ve gelişmiş ülkelerin finans piyasalarının yapısına ilişkin dışsal değişimleri; iletişim ve bilişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerin ölçek ve alan ekonomilerini bankacılık endüstrisinde de gündeme

Sektöründe Yoğunlaşma ve Rekabet: 1995-2005, ss. 35-59.; O. Bajo ve R. Salas, Inequality Foundations of Concentration Measures: An Application to the Hannah-Kay Indices, **Universidad Complutense de Madrid**, P.T. No: 2/98, 1998.

¹⁷⁷ Türkiye’de çok sayıda banka olmasına rağmen ilk beş bankanın sektör içinde aktif büyüklük, toplam mevduat yapısı ve kullanılan kredilerde önemli bir yoğunluğa sahip olduğu görülmektedir. Sektörde piyasaya giriş çıkışlar kısıtlıdır ve bu kısıtlamanın nedeni yasal ve yasal olmayan nedenlere dayanmaktadır. Türkiye’de bir bankanın kurulması veya yabancı bir bankanın Türkiye’de şube açması, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun önerisi ile Bakanlar Kurulu onayına tabidir. Ayrıca, bankanın kurulması ve faaliyetlerine başlaması için asgari 20 milyon TL. sermaye tutarını gerektirmektedir. Sektördeki yoğunlaşmış bankaların yoğun reklam faaliyetleri, teknoloji yatırımları ve uzun yıllar faaliyette bulunmaları piyasaya giriş çıkışları engelleyici bir faktör olmaktadır. Türk bankacılık sektöründeki yoğun reklam çabaları ve özendirici faaliyetler gibi fiyat dışı rekabet unsurları, homojen olan mevduat toplama, kredi dağıtma ve diğer bankacılık hizmetlerini etkilemekte, hizmet kalitesini ve görünüşünü değiştirerek hizmet farklılaştırmasına neden olmaktadır. Buna göre, Türk bankacılık endüstrisinde çok sayıda bankanın faaliyet göstermesine karşın bunlardan birkaçının piyasayı etkileyebilecek büyüklükte olduğu oligopolistik piyasa yapısı özelliği göstermektedir. Türk bankacılık sistemi; rekabetin yetersiz olduğu, yoğunlaşmanın yaşandığı, piyasaya giriş çıkışların az yaşandığı, az sayıda büyük bankanın hakim olduğu bir yapı göstermektedir. Bu konuda daha geniş bilgi için bkz.; Suna Oksay, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi**, Haziran 2000.; Adnan Kasman, *Competitive Conditions in the Turkish Banking Industry*; Abdurrahman Benli ve Gökhan Sönmezler, “Türk Bankacılık Sistemi ve Kriz”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 17, Sayı: 80, Haziran 2002, s. 1.; Afşar, s. 213.

getirmesi, uluslararası ticarete görülen artışlar ile hukuk ve saydamlık alanlarında yaşanan gelişmelerden kaynaklanan küreselleşmenin yarattığı fırsatlar, finansal piyasalar arasında gittikçe artan bütünleşmeler, gelişmiş ülkelerde kâr oranlarının düşmesi ve bankaların rakiplerini takip etme stratejileri olarak belirtilebilir. Uluslararası düzeydeki bu gelişmelere karşılık, ülkemizde yaşanan finansal krizlerin bankalarımızın sermayelerini yetersiz bırakması ve çok sayıda bankanın tasfiye olmasıyla banka sayısında görülen azalışlar, krizden yeni çıkmış ve mali bünyesi zayıflamış olan bankaların uluslararası alanda gündeme gelen yeni düzenlemelere uyum güçlükleri, endüstrinin uluslararası rekabete açık duruma gelmesinin yaratacağı olası rekabet koşulları ve ülkemizde banka sahipliğine yönelik tepki şeklinde yasal düzenlemelerin caydırıcı etkisi gibi piyasa koşulları ve kurumsal yapıdan kaynaklanan olumsuzluklar bir yandan ulusal sermayedarların endüstriye yönelik ilgisini azaltırken; diğer yandan, yabancı bankalar açısından yurtiçi çekici faktörlerin özendiriciliğini arttırmıştır.

Ülke içinde bu gelişmeler yaşanırken, Türkiye'nin adaylık sürecinin devam ettiği Avrupa Birliği (AB) finansal sisteminde tek bankacılık piyasasının yanı sıra menkul kıymetler ve sigorta hizmetleri için de tek bir pazarın oluşturulma gayreti sürmektedir. Aday ülke olarak Türkiye'nin, AB'ne finansal hizmetler alanında entegrasyonunun gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu amaca ulaşmak için ise, Türkiye'nin Avrupa Finansal Hukuk Sistemi'ni, yani finansal kuruluşlarla ilgili AB düzenlemelerini benimsemesi gerekmektedir.¹⁷⁸

AB hukukunda kredi kurumları ve yatırım firmaları (menkul kıymet firmaları ve aracı kurumları) ile ilgili ayrı düzenlemeler bulunmaktadır. Diğer yandan, evrensel bankacılık anlayışını benimsemekte ve finansal kuruluşlarla ilgili yasal düzenlemelerini bu anlayışa göre yönlendirmektedir. AB'ye üye olan belli ülkelerin 1 Ocak 2000'de deregülasyonu ile finansal hizmetlerde tam serbestleşme sağlanmıştır. AB mevzuatında tanımlandığı ismiyle kredi kuruluşları, finansal piyasalarda faaliyet gösterme ve hizmet sunma serbestisine sahiptir. Finansal sistem prototipine göre, örneğin bir Yunan veya İspanyol bankası, Yunan veya İspanyol

¹⁷⁸ Daha geniş bilgi için bkz.: Sedat Yetim ve Ozan Gülhan, "Avrupa Birliğine Tam Üyelik Sürecinde Türk Bankacılık Sektörü", **BDDK ARD Çalışma Raporları 2005/7**, Ankara, Eylül 2005.

Borsasına veya türev piyasalarına üye olabilmektedir. Bu bankalar müşterilerine temel bankacılık hizmetleri yanında menkul kıymet garantisi, menkul kıymet aracılığı ve menkul kıymet borçlanması gibi yatırım hizmetleri de sunabilmektedirler. AB'nin finansal hizmetlere ilişkin düzenlemeleri incelendiğinde kredi kurumları ve yatırım firmaları için ayrı kurallar oluşturulduğu, diğer yandan yatırım firmaları için uygulanan belli kuralların kredi kurumları için de geçerli olduğu görülmektedir.

AB Bankacılık Kanunu'nu oluşturan direktifler başlıca beş ayrı başlık altında toplanabilir. Bunlardan ilki, temel bankacılık mevzuatıdır; Birinci Bankacılık Direktifi ve İkinci Bankacılık Direktifi kredi kurumlarının kuruluşu ve faaliyetlerini düzenleyen temel direktiflerdir. Bu direktiflere göre, Türkiye AB üyesi olduğunda, merkezi İstanbul'da bulunan bir Türk bankası, AB üyesi ülkelerde de serbestçe hizmet sunabilecektir. Bu bağlamda, hizmet sunduğu diğer AB üyesi ülkenin otoritelerinden faaliyet izni alması gerekmeyecektir.¹⁷⁹

Aynı kural şubeleşme için de geçerlidir. Yunan bankaları İstanbul'da şube açmak istediklerinde, bankacılık otoritelerinden izin almaları gerekmeyecektir. Bu durum, yoğun rekabet ortamı yaratmakta ve banka birleşmelerini teşvik etmektedir. Halen Yunanistan'da şube açmak istememekle birlikte, hizmetlerini serbest şekilde sunmak isteyen Avrupa kökenli 200 kurum mevcuttur. Türkiye birinci ve ikinci bankacılık direktiflerini uygulamaya başladığında Türk bankacılık sistemi Avrupa Birliği'ne, Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin bankaları da Türkiye'ye açılacaktır. Hizmetlerin serbest dolaşımını ve şube açma serbestliğini içeren ikinci bankacılık direktiflerine ilişkin hükümler, Avrupa bankacılık sisteminin işleyişinin temelini oluşturmaktadır.

Basel Komitesi'nin AB mevzuatı ile ilgili aldığı kararlar Türkiye'yi de çok yakından etkilemektedir. AB'nin hukuki çerçevesi "birleşmeler" yönünde yapılanmaktadır. Türkiye'nin de bu yapıya uyum sağlaması gerekecektir. Son yıllarda önemli finansal krizler meydana gelmiştir. Bu krizlerin bankacılık

¹⁷⁹ Daha geniş bilgi için bkz. Christos V. Gortsos, "Avrupa Birliği Düzenlemeleri ve Türk Mali Sistemi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 33, 2000, ss. 59-63.

sektöründen ayrı tutulması düşünülemez. Uluslararası gözetim ve denetim otoriteleri, krizlerin sebeplerini incelemekte ve krizler meydana gelmeden önce önlem alınması yönünde çalışmalar yapmaktadırlar. IMF'nin çalışmaları bu çerçevede çok önemlidir. IMF son yıllarda “gözetim politikası” (surveillance policy) üzerinde çalışmaktadır. Bu politikanın bir parçası olarak; IMF, bankacılık sisteminin etkin operasyonu üzerine çalışmalar da yapmaktadır. IMF ülkelere mali yardımda bulunurken makroekonomik koşullar ve sektörel durumun yanında ülkelerin bankacılık sektörlerinin yapısını da incelemektedir. Aynı zamanda “ihtiyatlı gözetim”, AB mevzuatında da çok önemli bir yer tutmaktadır. İhtiyatlı gözetim ya belli şartların yerine getirilmesi için ya da bankaların yeni koşullara uyum sağlaması ve uluslararası alanda rekabet edebilmesi için stratejik bir silah olarak kullanılmaktadır. Türkiye'deki bankaların uluslararası alanda rekabet edebilmeleri için bu kurallara uyum sağlaması önemlidir.

1.2.2.1.3. Türk Bankacılık Endüstrisinin Faaliyet Yapısı

İthal ikamesine dayalı dışa kapalı kalkınma politikalarının uygulandığı dönemde, bankacılığın kamu hizmeti yönü ağırlıklı görülmüş ve endüstri kamu tarafından yönlendirilmiştir. Bu dönemde, özel görevler verilen kamu bankacılığı ve topladıkları fonları iştirakleri ile diğer firmalara Kalkınma Planları çerçevesinde kullandıran “Holding Bankacılığı” ağırlıklı fiyat rekabetinin ikinci planda olduğu ve faaliyet alanı ile gelir kaynakları sınırlı bankacılık bulunmaktadır. Bankacılığımızın bu görünümü 1980'li yıllardan sonra uluslararası ve ulusal alanda yaşanan gelişmelerle büyük ölçüde değişmiştir. Bu dönemde dışa açık ve daha liberal ekonomik politikaların uygulanmaya konulması, dünyada da hızlı bir değişim içerisinde bulunan uluslararası pazarlarda ortaya çıkan yeniliklerin yurtiçine aktarılmasına ve yurtiçi pazarın özelliklerine uygun teknolojik gelişmelerin¹⁸⁰ yaşanması ve yeni ürünlerin kullanılmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda; menkul kıymetleştirme, bireysel krediler ve ödeme araçları gibi uluslararası yenilikler yurtiçinde müşterilere sunulmuş, serbestleşen piyasanın yeni koşulları kaynaklara ulaşma ve kullandırmada rekabet koşullarını değiştirmiş ve

¹⁸⁰ Daha geniş bilgi için bkz.: Adnan Kasman, “Cost Efficiency, Scale Economies and Technological Progress in Turkish Banking”, **Central Bank Review** 1, 2002, ss. 1-20.

artan kamu borçlanma gereksinimi bankaların fon kullanımlarının şekillenmesinde belirleyici olmuştur. Teknolojik gelişmelerin sunduğu olanakların da etkisiyle daha liberal ve dışa açık bankacılık yapısı; bankaların uluslararası işlemlerinde, geniş müşteri kesimlerine hizmet sunulmasında, fon kaynaklarının çeşitlendirilmesinde ve yeni bankacılık ürünlerinin kullanılmasında fırsatlar yaratmıştır. Bu gelişmelere rağmen, bankaların geleneksel aracılık fonksiyonun ve “Banka Tabanlı” yapının sürmekte olduğu Ülkemiz finans sektöründe gerekli hukuki ve teknik alt yapı hazır olmadan uygulamaya konulan liberal ve dışa açık politikalar finansal istikrarsızlıkları da beraberinde getirmiştir.

Bankaların faaliyet yapısındaki değişimleri gösteren başlıca gelir ve gider verilerine göre;¹⁸¹ Türk bankacılık endüstrisi, faiz rekabetinin bulunmadığı ve kredi riski dışındaki risklerinin olmadığı veya önemsiz olduğu, yaygın şube ağına sahip mevduat-kredi eksenli bir bankacılığın faaliyet yapısını yansıtmaktadır. Söz konusu verilere göre, verilen faiz ve komisyonların iki katına yakın oranda faiz ve komisyon geliri sağlanması, endüstrinin yüksek kaynak aktarma maliyetine sahip ve etkin çalışmaktan uzak olduğunu göstermektedir.¹⁸² Endüstrinin başlıca fon kaynakları ile kullanımları verilerine göre; günümüzde bankalarımızın kaynaklarını büyük oranda mevduat ağırlıklı olarak yurtdışı finans kuruluşlarından sağlanan fonlar ve özkaynaklar oluştururken, kullanımların ortalama yüzde 85’lik kısmını likit değerler, krediler ve tamamına yakını kamu kağıtlarından oluşan menkul kıymetler teşkil etmektedir.¹⁸³

Finansal bütünleşmenin düşük olduğu konut, tüketici ve kredi kartı kredilerini kapsayan bireysel kredilerde, Ülkemizde son yıllarda önemli artışlar görülmekle

¹⁸¹ TBB Bankalarımız Kitabı, BDDK Aylık Bültenler.

¹⁸² 2000’li yıllara kadar devam eden bu süreç son yıllarda uluslararası gelişmelere bağlı olarak değişmeye başlamıştır. Buna göre; artan rekabet ve işlem çeşidinin bir sonucu olarak faiz marjları azalarak faiz gelirlerinin yanında bankacılık işlemlerinden alınan komisyon ve gelirlere de artışlar yaşanmış olup bu eğilimin devam etmesi beklenmektedir.

¹⁸³ Ülkemizde uygulanan faiz ve kur politikası bankaların fon kaynaklarının yapısını büyük oranda etkilemiştir. 1980 sonrası döneminde bankacılık faaliyetlerinin daha serbest duruma gelmesi, fon kaynaklarının çeşitlenmesine neden olurken; yarattığı istikrarsızlık daha fazla özkaynağı gerektirmiştir. Bu durum; kaynaklar içerisinde kullanılan krediler ve özkaynakların payını arttırmıştır. Sermaye piyasalarının ve kurumsal yatırımların yeteri kadar gelişmemiş olduğu ülkemizde bankalar geleneksel fon kaynaklarının dışında, sermaye piyasalarını ve gelişmiş ülkelerde kullanılan alternatif finansal araçlarını kullanarak oluşturulan yeni fon kaynaklarına henüz yeteri kadar sahip değildiler.

birlikte, tutarlar bakımından büyük büyüme potansiyeli bulunan bu kredi türleri oran ve tutar olarak gelişmiş ülkelerin seviyelerinden henüz uzaktır. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde daha yoğun olarak görülen; liberalleşme, teknolojik gelişmeler, insanların yaşam süresi ve çalışma koşullarındaki değişimler, banka benzeri finans kurumlarından kaynaklanan artan rekabet baskısı ve sermaye piyasalarının hızlı gelişimi, finansal hizmetlerin eşgüdümlü olarak topluca sunulması yönünde eğilimleri gündeme getirmektedir. Bankacılığımızda henüz görülmeyen bu tür gelişmeler; endüstrinin gelişmesi ve uluslararası bütünleşmesinin artması ile gelecekte bankalarımızın faaliyet yapılarının değişmesine neden olabilecektir.

1.2.2.1.4. Türk Bankacılık Endüstrisinin Gelişmişlik Düzeyi ve Piyasa Yapısı

Banka tabanlı sisteme sahip olan Ülkemiz finans endüstrisi T.C. Merkez Bankası dahil, bankalar, finansal kiralama, sigorta, menkul kıymet aracılık, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonları ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları, tüketici finansman şirketleri ve faktoring şirketlerinden oluşmaktadır.

Türk Bankacılık Endüstrisinin Gelişmişlik Düzeyi: Finans endüstrisinin en büyük kesimini oluşturan bankacılık endüstrisinin derinliği veya gelişmişlik düzeyinin göstergesi sayılan gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranı¹⁸⁴ gelişmiş ülkelerin çok altında olmakla birlikte, yükselme eğilimi göstermektedir.¹⁸⁵ Bankaların kaynaklarındaki bu artışlar bilanço toplamına ve kredilere yansımıştır. Bu çerçevede; Planlı Dönemde yüzde 15,3 - yüzde 21,5 aralığında değişen Mevduat / GSYİH oranı 1980'li yıllarda önce pozitif reel faizlere bağlı olarak, daha sonra da konvertibiliteye geçiş ve tasarrufların yabancı paralara yönelmesiyle döviz tevdiat hesaplarındaki artışlarla genel olarak yükselme göstermiştir (yüzde 45 - yüzde 50).

Türk Bankacılık Endüstrisinde Yasal Düzenlemelerin Niteliği ve Değişme Sıklığı: Bankacılık sektöründe yasal düzenlemelerin yeterliliği, hem

¹⁸⁴ Bankacılık endüstrisinin gelişmişlik düzeyinin diğer göstergeleri; Aktif Toplamı / GSYİH, Krediler / GSYİH, Krediler / Mevduat oranı ile banka, şube, personel sayıları olarak belirtilebilir.

¹⁸⁵ GSYİH rakamları Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK) Yıllık İstatistik Göstergelerinden; aktif toplamı, krediler ve mevduat tutarları Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Bankalarımız Kitaplarından elde edilebilir.

piyasanın işleyişi, hem de faaliyette bulunan bankalar açısından büyük önem taşımaktadır. Türkiye’de çok sık değişen Bankalar Kanunu ve bu kanuna ilişkin diğer düzenlemeler sektörün hem zaman hem de maliyet kaybına uğramasına yol açmaktadır. Diğer taraftan, bankaların sermaye piyasalarında işlem yapabilmelerine ilişkin yetkileri önce verilmiş, sonra kaldırılmış, daha sonra tekrar serbest bırakılmıştır.

Yetkinin kaldırıldığı dönemde çoğu banka bu tür işlemlerini gerçekleştirebilmek için kısa sürede bu faaliyet alanına ilişkin iştirak kurma veya edinme çabası içine girmişlerdir. Bu ise bankalara ek bir maliyet getirmiştir. Örneğin, bankalar kanununa tabi olan özel finans kurumlarının leasing faaliyetinde bulunabilme serbestisi varken, bu olanak bankalara verilmemiştir. Bu ise haksız rekabete yol açmaktadır.¹⁸⁶

Türk Bankacılık Endüstrisinde Ürün Çeşitliliği: Bankacılık sektörü ürün çeşitlendirmesinin maksimum seviyede ihtiyaç duyulduğu sektörlerden biridir. Bu anlamda, uluslararası piyasalarda finans kurumları Ar-Ge faaliyetlerine çok önem vermekte ve bu alanda ciddi yatırımlar yapmaktadırlar. Türk bankacılık sektöründe rekabet avantajı taşıyan bankalara bakıldığında yoğun teknoloji kullanan ve ürün çeşitlendirmesine önem verip, bu konuda proaktif davrananların büyük kazanımlar sağladığı açıkça görülmektedir. Ancak, genel olarak sektördeki ürünler gözden geçirildiğinde bazı alanlardaki eksiklikler hemen göze çarpmaktadır. Menkul kıymetleştirme bunların başında gelmektedir.

1980’li yılların önemli bir gelişmesi olan menkul kıymetleştirme, ekonomik birimler arasındaki ilişkilerde fon akımları sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme; işletmelerin doğrudan mali piyasalara başvurmaları, banka kredilerinin veya farklı

¹⁸⁶ Tüm bunların yanı sıra finans piyasalarının gelişmesi, rekabetin yoğunlaşması, banka ve banka dışı finansal kurumların benzer alanlarda rekabet ortamında faaliyette bulunmaları ve en önemlisi tüm finansal kurumların ülke kaynaklarını etkin ve verimli alanlara aktarması gerekliliğinin temel ilke olduğundan hareketle, bu kurumların tümünü kapsayacak yasal düzenleme yapılması artık bir zorunluluk olarak kendini göstermektedir. Bankalar, özel finans kurumları, leasing, faktoring, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları vb. finansal kurumların tamamını kapsayan bir düzenleme, hem adil bir rekabet ortamı, hem standardizasyon, hem de kaynakların etkin ve verimli yönlendirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

türden başka alacaklarının mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere (asset backed on loan backed securities) dönüştürülmesidir. Bu konuda uluslararası piyasalardan çeşitli örnekler verilebilir: Note Issuance Facilities, Floating Rate Notes veya ABD'deki Commercial Papers. Menkul kıymetleştirme ile birlikte kredi verme, yani ödünç faaliyetleri, piyasa faaliyetine dönüşmektedir. Dahası kredi işleminin çeşitli aşamaları (risk değerlendirme, dağıtım) artık birbirinden ayrılmakta ve farklı uzman kuruluşlarca (rating ajansları, dealers, kredi sigortası gibi) ayrı ayrı yürütülmektedir.

Menkul kıymetleştirmenin başka avantajları da bulunmaktadır. Kısa vadeli alacakların uzun vadeye dönüştürülmesi, faiz oranı riskini devretme, alacaklara pazarlanabilir kabiliyet kazandırma, bankaların özvarlık ve likidite oranlarının iyileştirilmesi gibi avantajlar sayılabilir. 1990'lı yılların başında bankaların ilgi göstermeye başladığı bu ürün daha sonra yeterince kullanılmamaya başlanılmıştır. Bir diğer ürün olan özel sektör borçlanmaları (bono, tahvil) hemen hemen yok denecek düzeydedir. Bu durumda ise kamunun borçlanma etkisi kendini göstermektedir. Menkul kıymet ihracının hala devlet tekelinde olduğunu söylemek mümkündür.

Türk Bankacılık Endüstrisinde Risk Yönetimi Açısından Türev Finansal Araçlar: Türk bankacılık sektöründe, türev finansal araçlar geçmiş yıllarda çok düşük seviyelerde kullanılmaktadır. Son yıllarda türev araçlar kullanılmakla birlikte bu kullanımların önemli bölümü türev araçların riski devretme amacına yönelik olmayıp, spekülasyon kazanç sağlamaya yöneliktir. Son yıllara ait türev finansal araçların kullanımına ilişkin rakamlar incelendiğinde, kriz yılına kadar yükselen trend sonrasında düşüşe geçtiği görülmektedir.

Özellikle risk devretme anlamında avantaj sağlayan türev finansal araçların piyasa riskinin devrinin yanı sıra, kredi riskini de hedge etmek anlamında kullanımı uluslararası piyasalarda oldukça yaygındır. Ancak, Ülkemizde kredi riskini hedge amaçlı ne düzenleme ne de ürün bulunmamaktadır. Bu durumda, kullanım olanağı da mevcut değildir.

Türk Bankacılık Endüstrisine Giriş ve Çıkışlar: Türk bankacılık sektöründe yıllar itibariyle izlenen genel politika, hem sektöre girişlerin hem de sektörden çıkışların çok gerçekleşmemesidir. Bazı dönemlere giriş konusunda bir miktar esneklik sağlanmış olsa da genel tutum bu konuda çok katı olunması yönündedir. Bu durumda, mevcut bankalar potansiyel rakip kaygısı taşımadan mevcut piyasayı paylaşmak adına faaliyetlerini sürdürmektedirler. Bu ise rekabet anlayışının boyutunu değiştirmektedir.

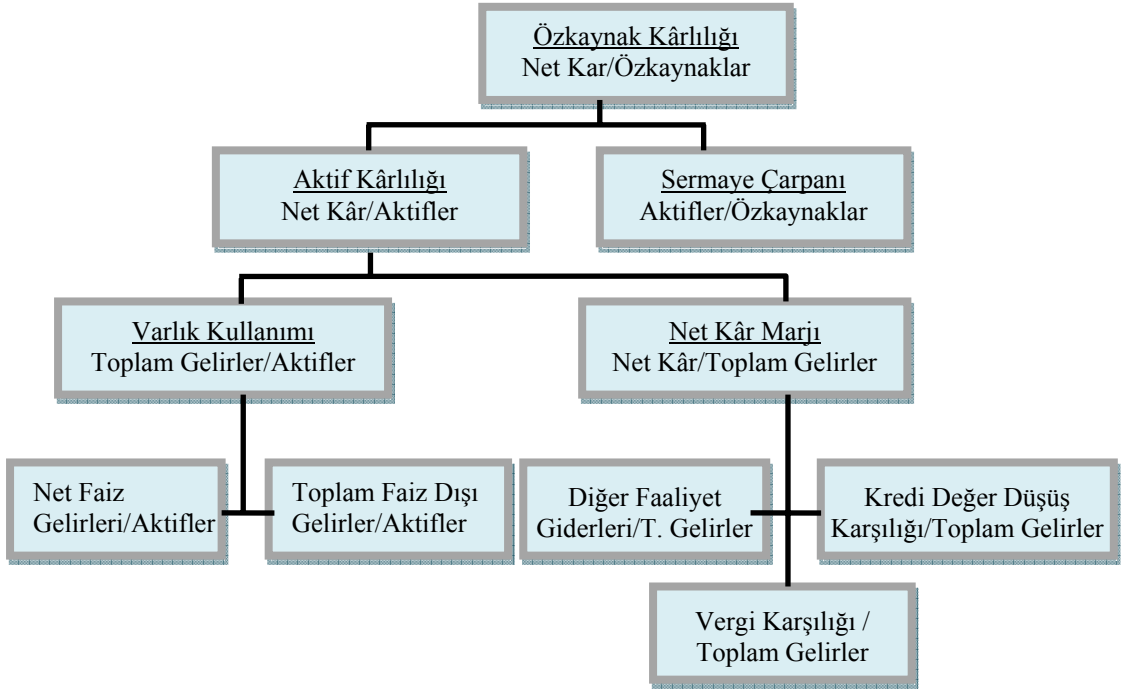
Bu konuda asıl olan, hem sektöre giriş hem de çıkış için gerekli koşulları sağlayan kişi ya da kurumlarda başka bir gerekçe aranmaksızın gereğinin yerine getirilmesidir. Böylece, piyasadaki mevcut bankaların potansiyel giriş riskine göre daha rekabetçi davranmaları sağlanarak sistemde optimal bir sayıya ulaşılması mümkün olabilecektir. Sektörde, büyük banka gruplarının oluşmasına yol açabilecek girişlerin (veya birleşmelerin ya da satın alımların) nesnel bir kritere göre sınıflandırılmasının gerekliliğini vurgulamakta yarar vardır. Piyasadan çıkış konusunda da daha esnek davranılması gerekmektedir. Her ne kadar bir bankanın sistemden çıkmasının yaratacağı ikincil etkiler ve türev sonuçları büyük olabileceksede, şansı olmayan bankaların sistemde kalması, genel refah açısından daha sakıncalıdır.¹⁸⁷

Türk Bankacılık Endüstrisinin Kârlılığı: Bankaların kârlılık performanslarının ölçülmesinde ve değerlendirilmesinde oran analizi, anlaşılır olması ve basitliği nedeniyle yaygın olarak kullanılmaktadır.¹⁸⁸ Bankacılık sektörünün temel kârlılık oranı olan ve net kâr/özkaynaklar olarak hesaplanan özkaynak kârlılık oranı, aktif kârlılık oranı ve sermaye çarpanı olarak iki alt orana ayrıştırılabilmektedir. Net kâr/aktifler olarak tanımlanan aktif kârlılık oranı, birim aktif başına elde edilen net kârı gösterirken; aktifler/özkaynaklar olarak tanımlanan sermaye çarpanı ise, bankanın sermaye yeterliliğinin ve risklilik düzeyinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Söz konusu iki oranın çarpımı, özkaynak kârlılık oranını vermektedir.

¹⁸⁷ İbrahim Aydın, **Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı (1991-1994)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No:40, Ankara, 1996, s. 61

¹⁸⁸ Mete Bumin, **Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılık Analizi: 2002-2008**, Maliye Finans Yazıları, Sayı:84, Yıl:23, Temmuz 2009, s. 44.

Şekil 1.4: Kârlılık Oranları



Kaynak: Mete Bumin, **Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılık Analizi: 2002-2008**, Maliye Finans Yazıları, Sayı:84, Yıl:23, Temmuz 2009, s. 44.

2008 yılında dünya ekonomilerinde ve küresel finans piyasalarında yaşanan dalgalanmaların Türk ekonomisini etkilemesi, bu yılda bankacılık sektörünün kârlılığında düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Bankacılık sektörünün takipteki alacaklar oranının, 2008 yılının son çeyreğinde artması ve bunun sonucunda sorunlu hale gelen krediler için ayrılan karşılıklar, sektörün kârlılığını düşürmüştür. Ancak krizin olumsuz etkilerinin hafiflemeye başlaması, net faiz gelirlerinde ve kambiyo kârlarında artışın olması, takipteki alacakların geri dönüş oranının yükselmesi; Türk bankacılık endüstrisinin 2009 yılı net kârını arttırmıştır. 2009 yılında bankacılık sektörü dönem net kârı 2008 yılına göre 6,7 milyar TL. (yüzde 49,6) artarak 20,1 milyar TL. düzeyinde gerçekleşmiştir.¹⁸⁹ Söz konusu artışta, net faiz gelirleri ile negatiften pozitifte dönen kambiyo kârındaki artışın yanı sıra faiz dışı gelir gider dengesindeki iyileşme* etkili olmuştur. Diğer taraftan, takipteki alacaklar özel

¹⁸⁹ Veriler için “Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK), Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2009, s. 23” e bakılabilir.

* Net faiz dışı gelirlerin giderlerden fazla artması, personel giderleri, diğer faiz dışı giderler ve diğer provizyonlardaki artışa karşılık, kredilerden alınan ücret ve komisyon gelirleri, diğer faiz dışı gelirler ile bankacılık hizmet gelirlerindeki artış ve genel karşılık provizyonlarındaki azalıştan kaynaklanmaktadır.

provizyonundaki yüksek artış, kâr artışını sınırlayan önemli bir etken olarak görülmektedir. Net faiz gelirlerindeki yüzde 34,9'luk artış ağırlıklı olarak mevduat faiz giderlerindeki yüzde 19,6'lık (8,6 milyar TL) azalışa karşın, kredilerden alınan faiz gelirlerindeki yüzde 0,7 (0,4 milyar TL) artış ile menkul değerlerden alınan faiz gelirlerindeki yüzde 3,6'lık (1 milyar TL) artıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu durumda, düşen piyasa faiz oranlarının yeniden fiyatlama dönemi kredilere göre daha kısa olan mevduat faizlerine yansımalarının, kredi faizlerinden daha hızlı gerçekleşmesi etkili olmaktadır.¹⁹⁰

1.2.2.2. Türkiye’de Sigortacılık Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci

Finansal piyasalarda fon akımına aracılık eden kuruluşlar arasında yer alan sigorta şirketleri, sosyo-ekonomik kayıpları önleme, toplumun refah düzeyini arttırma, uluslararası ekonomik ilişkileri geliştirme, vergi kaynağı olma gibi birçok önemli işlevi de yerine getirmektedir. Gelişmiş ülkelerde sigorta sektörü, diğer finansal kurumlar arasında ekonomiye en fazla fon aktaran sektörlerden biri durumundadır. Bu ülkelerde uzun vadeli fon yaratma kapasitesine sahip olan hayat sigortaları payının, kısa ve orta vadeli fon yaratma kapasitesine sahip hayat dışı sigortalara nazaran, daha fazla olması nedeniyle sektör sermaye piyasalarının vazgeçilmez unsurları arasında yer almaktadır. Bu kapsamda, analiz edilen sigortacılık endüstrisi, hem sosyal hem de ekonomik anlamda önemli işlevlere sahiptir. Bu endüstrinin ayrıntılı bir şekilde incelenmesi, ilgili ülkenin önündeki fırsatların ve maliyetlerin daha iyi değerlendirilmesine yardımcı olacaktır.

Sigortacılık faaliyetlerinin temelinde var olan risk kavramına, tanımsal çerçeveden hareketle kısaca yer vermekte yarar vardır. Evrensel nitelikte olan ve gerçek ya da tüzel kişilerin hayatlarında her an ortaya çıkabilen risk kavramı farklı

¹⁹⁰ Ekonomide geçmişte yaşanan krizlerin (1994, 1998, 2001) olumsuz etkilerine maruz kalan Türk bankacılık sektörünün sorunlarının çözümlenmesi ve daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amacıyla uygulamaya konulan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı kapsamında gerçekleştirilen reformlar, bankacılık sektörünün kârlılık performansını olumlu yönde etkilemiştir. Bankacılık sektörünün kârlılık oranlarında yaşanan artışlar, yabancı bankaların Türk bankacılık sektörüne olan ilgisini de arttırmıştır. Yüksek kârlılık oranları ve sektörün gelecekteki büyüme potansiyeli, yabancı bankaları Türk bankacılık sektöründe faaliyette bulunan bankaları satın almaya yöneltmiştir.

biçimlerde tanımlanmaktadır. “Olası kayıplarla ilgili belirsizlik”¹⁹¹, “sonuçlardaki potansiyel belirsizlik ya da potansiyel kayba karşı korunamama”¹⁹², “elverişsiz veya başarısız içsel yöntemler, topluluklar, sistemler ya da dışsal olaylardan kaynaklanan dolaylı veya dolaysız kayıplar”¹⁹³ olarak tanımlanabilen risk, “zararın veya hasarın ortaya çıkmasının olası olduğu bir durum”, “bir faaliyetin içerdiği belirsizlik ve zarar olasılığı”¹⁹⁴, “zarara uğrama olasılığı veya arzu edilmeyen bir olayın oluşma olasılığı”¹⁹⁵ şeklinde de tanımlanabilmektedir.

Sigorta kavramı da ilgili literatürde farklı biçimlerde tanımlanmıştır. Sigorta, “Bir zararı doğuran veya meydana getiren bir olayın, risk sonuçlarının sigorta işletmelerince üstlenilmesidir.”¹⁹⁶, “Gerçekleşme olasılığı olan aynı tür risklere karşı koruma sağlamayı amaçlar. İnsanlar ve işletmeler, sigorta sisteminde üzerinde taşıdıkları riskleri sigorta işletmesine devrederler.”¹⁹⁷, “Belirli bir prim karşılığında, kişi hayatının ya da organlarının veya kişi ve kuruluşların para ile ölçülebilir maddi varlıklarının maruz kalabilecekleri rizikolardan doğan hasarların ilgili yasalar çerçevesinde karşılanmasıdır. Bununla birlikte sigorta, sosyo-ekonomik çöküntüleri dağıtan ve önleyen, yatırımlara aktarılan fonları ve ikrazları¹⁹⁸ ile ekonomiye kaynak yaratan işlemler bütünüdür”¹⁹⁹, “Özellikleri ve prensipleri bakımından benzer risk yönetim türlerine göre insanlara, işletmelere ve ekonomiye en çok katkı sağlayan en ekonomik risk yönetim türüdür.”²⁰⁰, “Bilinmeyen ancak, toplu olarak tahmin edilebilen risklerin yol açacağı zararların giderilmesi amacıyla, zararların yol açtığı

¹⁹¹ S. Mark Dorfman, **Introduction to Risk Management and Insurance**, Eighth Edition, Prentice Hall, USA, 2004, s. 15

¹⁹² A. Williams, M. Smith ve P. Young, **Risk Management and Insurance**, Eighth Edition, McGraw Hill, USA, 1998, s. 11

¹⁹³ Steven Allen, **Financial Risk Management**, John Wiley & Sons Inc., USA, 2003, s. 12.

¹⁹⁴ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, 1992, s. 727.

¹⁹⁵ Kamuran Pekiner, Sigorta İşletmeciliği, Prensipieri-Hesap Bünyesi İ.Ü. Yay. No: 2826, İ.F. Yay. No: 124, Formül Matbaası, İstanbul, 1981, s. 3.

¹⁹⁶ Haydar Arseven, **Sigorta Hukuku**, Beta Basım Dağıtım A.Ş., 1991, s. 3.

¹⁹⁷ E. Baturalp Pamukçu, **Sigorta Kavramı ve Sigortacılık Eğitiminin Önemi**, Sigorta Dünyası, Sayı: 383, 1995, s. 25.

¹⁹⁸ Hayat sigortalarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin, hayat sigortalılarının en az üç yıl primlerini ödemiş olmaları kaydıyla hayat poliçelerine karşılık verdikleri borçlar.

¹⁹⁹ Şebnem Duman, **Türk Sigorta Sektöründe Boş Kapasiteler ve Ekonomik Kayıplar**, Bilimsel Araştırma Merkezi Yayını, İstanbul, 1990, s. 4.

²⁰⁰ Necdet Sağlam, **Sigorta İşletmelerinde Mali Tabloların Hazırlanması ve Avrupa Birliği’ne Uyum**, Etam A.Ş. Eskişehir, 1996, s. 5.

para ihtiyacına ilişkin bir karşılık ayrılmasıdır”.²⁰¹

Türkiye’de köklü bir geçmişe sahip olmayan sigortacılığın mevcut yapısının değerlendirilmesi; tarihsel gelişiminin de ilgili literatür çerçevesinde özetle bilinmesini gerektirmektedir.

Osmanlı’dan Cumhuriyet’e Sigortacılık Alanında Gelişmeler: Türkiye’de XIX. yüzyılın ikinci yarısından önce sigortacılıktan söz etmek pek mümkün değildir.²⁰² Ülkemizde ilk olarak 1872 yılında üç İngiliz sigorta şirketi, (Imperial

²⁰¹ Sigortacılık faaliyetlerini, sadece riskten korunmak isteyen sigortalı ve/veya sigorta ettirenlerden toplanan tüm kaynakları, riskle karşılaşan sigortalı ve/veya sigorta ettirenlere aktaran basit bir mekanizma olarak görmek yanlıştır. Sigorta sektörü bu mekanizma içerisinde önemli işlevlere sahiptir ve bu işlevlerini yaparak ekonomik büyümeye katkıda bulunur (H.D. Skipper, Jr. C.V. Starr ve J. M. Robinson, **Liberalization of Insurance Markets: Issues and Concerns**, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies OECD Book-1. Part 1:6b. Washington, D.C; www.oecd.org, 2000, s. 14.). Sigorta şirketleri; bir yandan riske karşı koruma, güven sağlama diğer yandan ise topladıkları primlerle sermaye birikimi sağlayarak yatırımların finansmanı için önemli bir potansiyel oluşturma gibi iki ana fonksiyonu yerine getirmektedirler. Sigorta şirketleri, prim gelirlerinin yarattığı fon gücünü yatırım alanlarına aktarmak suretiyle ekonomik kalkınmaya önemli bir finansal kaynak da olmaktadır. Diğer bir deyişle, sigorta, küçük tasarrufları bir araya getirerek fon oluşturan bir sistemdir. Bu işlev, kendisini en çok hayat sigortalarında gösterir. Çünkü hayat sigortalarının oluşturduğu fon, diğer sigorta dallarından farklı şekilde uzun vadeli. Bu fonlar reel yatırımlara kolayca aktarılabilir (Ömür Genç, **Sigortacılık Sektörü ve Türkiye’de Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Kapasitesi**, Türkiye Kalkınma Bankası Tarafından Hazırlanan ve Elektronik Ortama Aktarılan Araştırma Raporları, Sektör Araştırmaları SA-02-05-1/ (www.tkb.com.tr), 2002, s. 7). Nitekim sigortacılık faaliyetleri sayesinde biriken büyük montanlı fonlar, günümüzün gelişmiş ülkelerinin kalkınmalarında dinamik bir rol oynamıştır. Kalkınma hızı ile kapital birikimi arasındaki ilişkiden kaynaklanan bu dinamik rol sayesinde, ekonomik büyümenin yarattığı parasal büyüme yatırımlara kanalize edilmektedir. Öte yandan, sektör önemli bir tasarruf birikimi yaratmakta, sosyo-ekonomik kayıpları azaltmakta, genel refah düzeyini yükseltmekte, uluslararası ekonomik ilişkileri geliştirmekte, vergiye kaynak oluşturmaktadır. Ayrıca hasarların yol açtığı zararların sigorta şirketlerince karşılanması, devleti vergi kaybından kurtararak, dolaylı da olsa kamuya fon yaratılmasını güvence altına almaktadır (Selda Eke, “Risk Yönetimi Anlayışında Sigorta Kavramının Yeri ve Önemi”, Risk News, **Aylık Finansal Risk Yönetim Dergisi**, 2006, <http://www.riskcenter.com.tr/risknews>, Erişim tarihi: 15.10.2009, s. 1.). Sigorta sektörünün ekonomik büyümeye olan katkısı, Dr. Ian P. Webb tarafından Amerika Birleşik Devletleri’nde yapılan bir ampirik çalışmada tespit edilmiştir. Söz konusu çalışmada, banka ve sigorta şirketlerinin ekonomik büyümeye birlikte katkı sağladıkları bir mekanizma bulunduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, hayat, hayat-dışı sigorta şirketlerinin ve bankaların milli gelir artışı üzerinde çok büyük bir etkisi olduğu görülmüştür. Çalışmada ayrıca, her sektörün ekonomik büyümeyi birbirinden bağımsız olarak da arttırdığı, ancak birlikte çok daha büyük artış sağladıkları (Finansal araçların arasındaki sinerji = Finansal araçların birlikte çalışmalarından kaynaklanan etkinlik) da anlaşılmıştır (I.P. Webb, M. F. Grace ve H. D. Skipper, **The Effect of Banking and Insurance on the Growth of Capital and Output**, Center For Risk Management And Insurance Working Paper 02-1 Robinson College of Business, Georgia State University, 2002, s. 11.).

²⁰² Modern anlamda, ilk sigortacılığın Akdeniz’de İtalyanlar tarafından yapıldığı söylenebilir. İlk sigorta poliçesi olarak kabul edilen mukavele 23 Ekim 1347 tarihini taşımaktadır ve İtalya’nın Gênes (Cenova) Limanı’ndan Majorka’ya hareket eden “Santa Clara” adlı geminin yükünü temin amacıyla tanzim edilmiştir. İlk sigorta şirketi de 1424 yılında yine Gênes (Cenova) Şehri’nde kurulmuştur. Sigorta konusunda ilk kanuni mevzuat 1435 yılında yayınlanan Barselona fermanıdır. Bunu takiben,

Sun, Northern ve North British) acente açarak faaliyete geçmiş, bunu 1878 yılında bir Fransız sigorta şirketi (La Fonciere) izlemiştir. 1884 tarihinde Alman, İtalyan, Avusturya, Bulgar, Romen, Rus sigorta şirketleri de Ülkemizde çalışmaya başlamışlardır. 1890'larda acentelik şeklinde faaliyette bulunan şirket sayısı 20'ye yaklaşmış, 1900'lere gelindiğinde ise bu sayı 44'e yükselmiştir.^{203, 204}

Bu ortam içinde, ilk yerli sigorta şirketi, 1893 yılında Osmanlı Bankası'na ve Tütün Reji ve Duyunu Umumiye İdaresi'ne mensup bir sermayedar grubu tarafından oluşturulan, kısa adıyla "Osmanlı" diye anılan Osmanlı Umum Sigorta Kumpanyası'dır.²⁰⁵

Özetle, ülkemizde sigortacılık, 1914 yılına kadar genellikle yabancı uyruklu tacirler, azınlıklar arasında ve yabancı sigorta şirketlerinin kurallarını belirlediği ortamlarda, devlet denetiminden uzak olarak uygulanmıştır.

Cumhuriyet Döneminde Sigortacılık Sektöründeki Gelişmeler:

Cumhuriyet'in ilanıyla birlikte sigorta alanında gerek yasal, gerekse kurumsallaşma açısından büyük gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmeler Tablo 1.3'te özetlenmiştir.

en önemli resmi mevzuat arasında, 1601 yılında İngiltere' de Kraliçe Elizabeth zamanında yürürlüğe konulan yönetmelik, 1681 yılında Fransa' da Colbert tarafından hazırlanıp XIV. Louis tarafından yayınlanan Deniz Fermanı (Ordonnance de la marine) ve sadece deniz sigortalarını kapsayan 1732 tarihli Kraliyet (Fransız) Devlet Şurası kararı sayılabilir (Cengiz Akatlı, **Yangına Karşı Sigorta ve Yangın Reasüransı**, 1985, s. 14.). Yine İngiltere'de 1871'de kabul edilen bir kanuna göre kurulan ve deniz sigortalarına dayanan bir geçmişi bulunan Lloyd's of London (Lloyd's, dünyada başka benzeri olmayan, tamamen kendine özgü bir sigorta kuruluşudur. Lloyd's bir sigorta şirketi olmayıp, sigorta güvencesi veren kişilerin oluşturduğu bir topluluk, bir birlik ve aynı zamanda dünya gemicilik istihbaratı konusunda bir merkezdir. (Güvel ve Güvel, s. 47; Nomer ve Yunak, s. 13)) mevcut en eski sigorta organizasyonu olarak kabul edilmektedir (Karacan, s. 37.).

²⁰³ Akatlı, s. 17.

²⁰⁴ Bu şirketler duyulan gereksinimi karşılamakla beraber, ülkemizde o tarihlerde sigorta şirketlerinin kuruluşunu ve sigorta faaliyetini düzenleyen devlet denetimini öngören kanunların, hatta bu konuya değinen bir hükmün dahi bulunmayışı nedeni ile tamamen denetimsiz bir biçimde diledikleri gibi çalışmakta, merkezlerinden aldıkları talimatlarla işlem yapmakta, poliçelerini İngilizce veya Fransızca hazırlamakta ve diledikleri zaman sigorta poliçelerini tek taraflı olarak iptal etmekte idiler. Sigortalı ile ihtilaf halinde dava mercii olarak Londra mahkemeleri veya ilgili şirket merkezinin bulunduğu yerel mahkemeler salâhiyetli kılınmakta idi (Yüksel Aydın, **Türkiye'de Sigorta Şirketlerinin Mali Performans Değerlemesi**, Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001, s. 74.). Bu durum, ülkemizde kısa zamanda çok fazla sayıda yabancı sigorta şirketinin çalışmasına, sigorta ahlâkının bozulmasına, haksız rekabet ve ekspertiz suistimallerine yol açtı. Dürüst tüccarlar bundan olumsuz yönde etkilenmelerine rağmen hiçbir denetim olmayışı yüzünden sigorta şirketleri uzun süre sigortalıların hak ve hukukunu hiçe sayan bir biçimde davranmayı sürdürmüşlerdir.

²⁰⁵ Akatlı, s. 17.

Tablo 1.3: Türk Sigortacılık Endüstrisinin Kurumsallaşma Süreci

DÜZENLEME	GEREKÇE	ÖNEMİ
1924 tarihli Türkçe'yi kullanma zorunluluğu getiren yasa	Poliçelerin İngilizce ve Fransızca düzenlenmesine son vermek.	“Türkiye’de Çalışan Sigorta Şirketleri Cemiyeti” yerine “Sigortacılar Kulübü” kurulmuştur. Bu kuruluş bugünkü Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği’nin çekirdeğini oluşturmuştur.
1927 tarihli, 1160 sayılı “Mükerrer Sigorta İnhisarı Hakkında Kanun”	Ülke sigortacılığını ulusallaştırmak, yurt dışına yabancı para akışını azaltmak ve Hazine’ye belirli bir gelir temin etmek.	Türkiye’de sigorta şirketlerinin reasürans devri yapmaları zorunlu hale getirilmiştir. Millî Reasürans T.A.Ş. kurulmuştur. Türkiye’de sigortacılık gelişmeye, yerli sermaye ile kurulan şirketlerin sayısı artmaya başlamıştır.
1959 tarihli, 7397 sayılı “Sigorta Şirketlerinin Murakabesi Hakkında Kanun”	Sigorta şirketlerinin denetlenmesini yapmak.	Sigorta hizmetleri ile ilgili görev ve yetkiler Ticaret Bakanlığı’na ait iken Başbakanlık’a devredilmiştir. Başbakanlık bu yetkisini Hazine Müsteşarlığı’nın bağlı olduğu Devlet Bakanlığı’na devretmektedir.
1987 tarihli, 3379 sayılı “Sigorta Murakabe Kanunu”	7397 sayılı kanunundaki yasal boşlukları doldurmak.	Sigorta şirketlerini mali yönden geliştirmek ve sigorta araçlarının durumunu yeniden düzenlemek amacıyla önemli ve köklü değişiklikler yapılmıştır.
1999 tarihli, 587 sayılı Zorunlu Deprem Sigortasına Dair Kanun Hükmünde Kararname ve 23919 sayılı Zorunlu Deprem Sigortası Genel Şartları ile Zorunlu Deprem Sigortası Tarife ve Talimatı	Deprem sigortalarını yürütmek.	“Doğal Afet Sigortaları Kurumu” (DASK) kurulmuştur ve Türkiye’de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin 72 yıldan beri yürürlükte olan reasürans devretme zorunluluğu sona ermiştir.
2001 tarihli “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”	Bireysel Emeklilik Sistemi’ni (BES) ve buna bağlı olarak özel emeklilik fonlarını hayata geçirmek	Ülkemiz sermaye piyasasının gelişimine önemli katkılar sağlaması beklenmektedir.
2005 tarihli “Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ	AB’ne giriş sürecinde, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’na uyum sağlamak.	
2004 tarihinde yürürlüğe giren Mali Yeterlilik I (Solvency I)	Yükümlülük karşılama yeterliliğini güçlendirmek.	Direktifler, 2004 yılı başından itibaren yürürlüğe girmiş olup böylece hayat ve hayat dışı şirketler için yükümlülük karşılama yeterliliği ile ilgili gereklilikler güçlendirilmiştir.
Mali Yeterlilik II (Solvency II)	Sigorta şirketlerinin karşı karşıya olduğu riskler için daha uygun bir ihtiyat çerçevesi yaratılmasını, şirketlerin bu riskleri daha iyi anlamasını ve yönetmesini sağlamak.	Mali Yeterlilik II Projesi, sigorta şirketlerinin sermaye yeterliliklerinin belirlenmesinde sadece muhasebe açısından yapılan hesaplamaları değil, bununla birlikte nicel olarak ölçülebilen riskleri (piyasa riski, kredi riski, sigorta riski), rakamsal olarak ifade edilemeyen riskleri (işletme riski, varlık yönetimi, risk yönetimi, dinamik mali yeterlilik analizi) ve finansal bilgilerin açıklanması ile ilgili gereklilikleri dikkate almayı amaçlamaktadır.

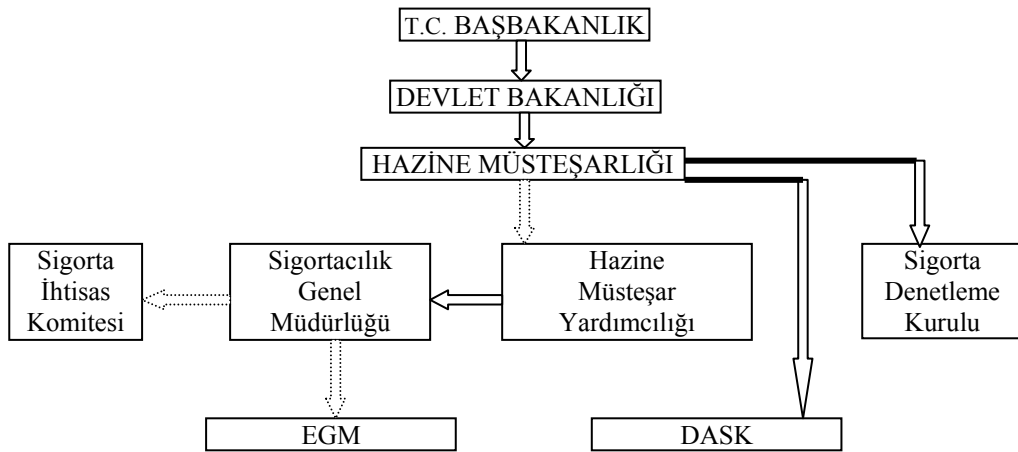
Kaynakça: Tarafımızdan oluşturulmuştur.

1.2.2.2.1. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Hukuki Yapısı

Ülkemizde sigorta sektörünün faaliyetlerine ilişkin esaslar, Hazine Müsteşarlığı ve 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanunu'nun 36. maddesine istinaden kurulan, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği (TSRŞB) tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle, Ülkemiz sigorta endüstrisinin hukuki yapısının, “Hazine Müsteşarlığı ve Bağlı Kurumlar” ile “Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği ve Bağlı Kuruluşlar” şeklinde iki başlık altında kısaca incelenmesi yerinde olacaktır.

Hazine Müsteşarlığı ve Bağlı Kurumlar: 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı İle Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun²⁰⁶ uyarınca sigorta sektörüne ilişkin faaliyetleri düzenlemek, uygulamak, uygulamanın izlenmesi ve geliştirilmesine ilişkin esasları tespit etmek Hazine Müsteşarlığı'nın görev ve yetki alanındadır. Hazine Müsteşarlığı Başbakan'a bağlı olup, Başbakan, yönetim ile ilgili yetkilerini bir Devlet Bakanı vasıtasıyla kullanabilir. Hazine Müsteşarlığı ve bağlı kurumların organizasyon yapısı aşağıdaki gibi bir şekilde gösterilebilir.

Şekil 1.5: Hazine Müsteşarlığı ve Bağlı Kurumlar



Kaynak: www.tsrbs.org.tr, Erişim Tarihi: 21.02.2010

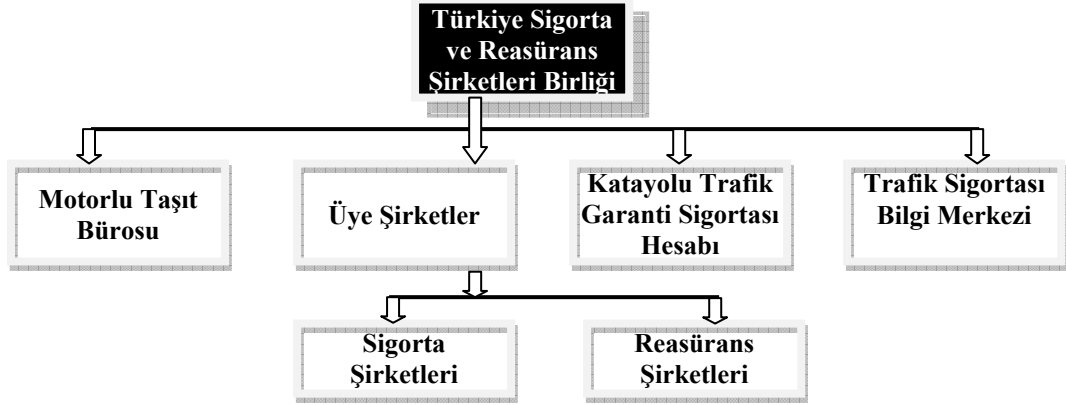
²⁰⁶ 20.12.1994 tarihli 22147 sayılı Resmi Gazete

Hazine Müsteşarlığı'nın sigortacılık sektörü ile ilgili hem denetleme hem de düzenleme ve gözetim işlevi bulunmaktadır. Denetleme işlevi Sigorta Denetleme Kurulu, düzenleme ile gözetim işlevi ise Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından yerine getirilmektedir.²⁰⁷

Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği ve Bağlı Kuruluşlar:

Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği (TSRŞB), 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanunu'nun 36. maddesine göre sigortacılık mesleğinin geliştirilmesi, şirketler arasında dayanışma sağlanması ve haksız rekabetin önlenmesi amacıyla kurulan, tüzel kişiliği haiz kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşudur. Türkiye'de faaliyette bulunan yerli ve yabancı tüm sigorta şirketlerinin veya şubelerinin Birliğe üye olmaları zorunlu olup; 2009 sonu itibarı ile 54'ü sigorta şirketi, 1'i reasürans şirketi olmak üzere, toplam 55 üyesi bulunmaktadır. Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği ve bağlı kuruluşların organizasyon yapısı aşağıdaki gibi bir şekilde gösterilebilir.

Şekil 1.6: Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği ve Bağlı Kuruluşlar



Kaynak: www.tsrbs.org.tr, Erişim Tarihi: 21.02.2010

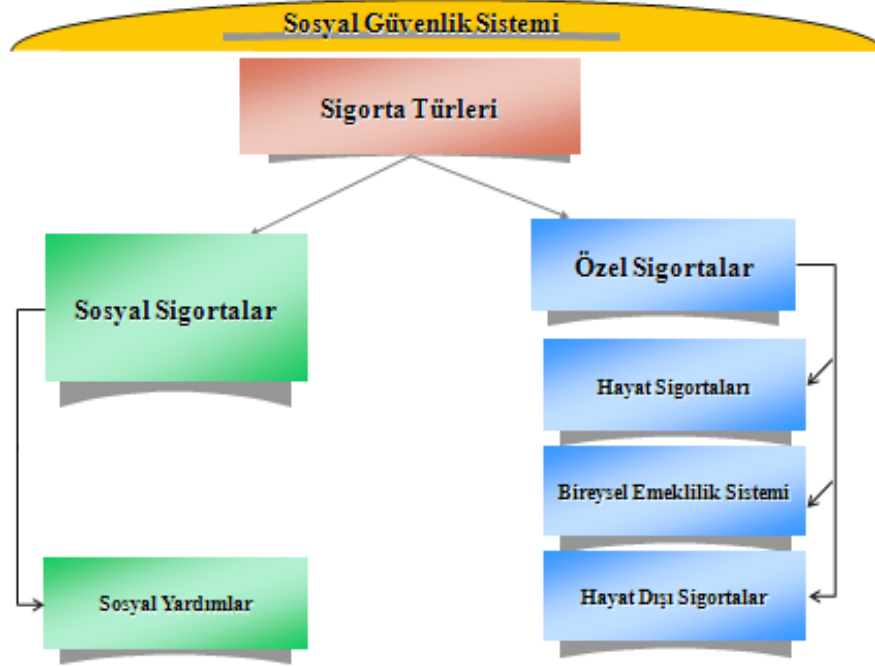
1.2.2.2.2. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Yapısal Analizi

Sigorta, sağlanan güvenliğin içeriği bakımından, sosyal sigorta ve özel sigorta

²⁰⁷ 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı İle Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat Ve Görevleri Hakkında Kanun.

biçiminde iki ana kola ayrılır.²⁰⁸ Sigorta türlerini aşağıdaki gibi bir şekilde göstermek mümkündür.

Şekil 1.7: Sigorta Türleri



Sosyal sigortalar, toplumun tümünü veya bir kesimini tehdit eden risklere karşı genelde devlet tarafından ve tekel olarak işletilen sigorta çeşididir.²⁰⁹ Ülkemizdeki sosyal sigorta kuruluşları, Emekli Sandığı, Bağ-Kur (Esnaf ve Sanatkârlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu) ve Sosyal Sigortalar Kurumu'dur. Emekli Sandığı devlet memurlarını, Bağ-Kur, esnaf ve sanatkârlar, diğer bağımsız çalışanlar, çiftçiler ve isteğe bağlı sigortalıları kapsamaktadır. Sosyal Sigortalar Kurumu ise; özel sektörde çalışan işçiler, kamu işçileri ve tarım işçileri ve isteğe bağlı sigortalılara hizmet vermektedir.²¹⁰

Sosyal güvenlikle ilgili bir yöntem olarak ortaya çıkmamış olmakla beraber, zaman içerisinde bu maksatla kullanılmaya başlanan özel sigortalar, temelde sosyal

²⁰⁸ Güvel ve Güvel, s. 99.

²⁰⁹ Atalay, s. 21.

²¹⁰ 20.05.2006 tarihli 26173 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5502 sayılı Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu ile Ülkemizde uzun bir zamandır gündemde olan sosyal güvenlik kurumlarının tek çatı altında toplanması yönünde önemli bir düzenleme yapılmıştır. Söz konusu kanun ile tüm sosyal güvenlik kurumları, tek çatı altında toplanmıştır.

sigortaları ikame edici olarak değil, tamamlayıcı olarak faaliyet göstermektedirler.²¹¹

Ülkemizde özel sigorta hizmetleri sigorta şirketleri tarafından verilmektedir. Sigorta şirketlerinin sunduğu sigortacılık hizmetleri; hayat sigortaları ve hayat dışı sigortalar olmak üzere iki ana gruba ayrılır.²¹²

Hayat sigortaları, konusu insan olan ve insanın hayatı süresince karşı karşıya gelebileceği risklerden doğacak zararlarına karşı önceden önlem almasını sağlayan bir sigorta branşıdır.

Hayat dışı sigortalar ise, gerçek ve tüzel kişilerin mal varlıklarını tehdit eden risklere karşı güvence sağlayan yangın sigortaları, kaza sigortaları, nakliye sigortaları, makine-montaj sigortaları gibi sigortalardır.²¹³

Ülkemizde hayat sigortalarında 2009 yıl sonu itibariyle, 1.812 milyon TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Hayat sigortası şirketlerimiz bu faaliyetleri sonucu 2008 yılına göre yüzde 14,97 oranında bir prim artışı gerçekleştirmişlerdir. 2009 yılı gerçekleşen enflasyon oranı dikkate alındığında hayat sigortalarında, 2009 yılında yüzde 8,53 oranında reel büyüme gerçekleşmiş olduğunu söyleyebiliriz.

Ülkemizde hayat dışı sigortalarda 2009 yıl sonu itibariyle, 10.468 milyon lira prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Hayat dışı sigorta şirketlerimiz, bu faaliyetleri sonucu 2008 yılına göre yüzde 2,60 oranında bir prim artışı gerçekleştirmişlerdir.

Bireysel emeklilik (özel emeklilik fonları), koşulları önceden belirlenmiş bir sözleşme çerçevesinde, katılımcıların bireysel hesaplarına düzenli olarak yatırılan

²¹¹ Kadir Arıcı, **Sosyal Güvenlik**, TES-İŞ Eğitim Yayınları, Ankara, 1999, s. 76.

²¹² Zaman içerisinde ortaya çıkması muhtemel risklerin farklılaşması, çeşitliliği değişik sigorta bölümlerinin oluşmasına yol açmıştır. Bunları belli gruplar türler itibariyle toplamak bilimsel bir gerek olarak ortaya çıkmaktadır. Özel sigortaların bölümlere ayrılması hukuki bir gerekliliğin sonucu olmayıp sigorta uygulaması açısından kaçınılmaz bir zorunluluktur. Bu zorunluluk sigorta kavramının temelinde yatan riskin derecesi bakımından birbirine benzer ünitelerin bir araya toplanması mecburi yetinin normal bir sonucudur. Özel sigortalar bölümlere ayrılırken literatürde çeşitli kriterler kullanılmış ve değişik tasnifler sunulmuştur. Tüm bu tasniflerin ortak amacı, sigorta bölümlerini belirli bir sistem içinde toplamak suretiyle anlaşılmasını kolaylaştırmaktır.

²¹³ Atalay, s. 22.

katkı paylarının emeklilik döneminin başlangıcına kadar etkin bir fon yöntemiyle değerlendirilerek organize edilen bir emeklilik sigortası türüdür.²¹⁴

Tüm dünyada önemli bir kurumsal yatırımcı olarak kabul edilen ve uzun vadeli bir yatırım perspektifi olan Bireysel Emeklilik Sisteminin (Özel emeklilik fonlarının) sermaye piyasamızda etkinliği ve derinliği artırma, reel sektöre daha fazla kaynak aktarma ve bunun da büyüme ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaratma potansiyelinin olması ülkemiz açısından önemini arttırmaktadır. Bununla birlikte, Ülkemizde Bireysel Emeklilik Sistemine katılımın gönüllülük esasına göre düzenlenmiş olması sistemin gelişimini olumsuz yönde etkilemektedir.²¹⁵

1.2.2.2.3. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Faaliyet Yapısı

Ülkemizde finansal sistemin gelişmesi aşamasında en çok ihtiyaç duyulan kavramlardan birinin bireysel yatırımların ağırlıklı olarak kurumsal yatırımlara dönüşmesi gerektiği ve dünyada uzun vadeli hayat ve emeklilik fonlarının ekonomilerdeki paylarının gelişmişlik göstergesi olarak kabul edildiği²¹⁶ gerçeği göz önüne alınacak olursa ekonomiye uzun vadeli fon sağlama işlevini yerine getiren kurumsal yatırımcı kimliğine sahip sigorta ve emeklilik şirketlerinin Ülkemiz finans piyasasının gelişimine sağladığı katkılar kendiliğinden ortaya çıkmaktadır.

Sigorta şirketleri, gelişmiş ülkelerin en büyük kurumsal yatırımcıları²¹⁷ arasında yer almaktadır. Bu ülkelerde sigorta aracılığı ile kişilerin küçük tasarruflarından ülke yatırımlarına kaynak olabilecek büyük fonlar oluşmakta ve

²¹⁴ Bireysel emeklilik sisteminde bireylerin sosyal güvenlik ihtiyaçları, devletin önderliğinde kurulan ve denetlenen fakat özel sektör tarafından işletilen, sigorta tekniğine dayalı ve bireysel katkılarla oluşturulan bir fonla sağlanmaktadır. Genelde tercihli bir vergi muamelesine tabi olan özel emeklilik fonları; gerekli şartlara uyulması kaydıyla, sigorta şirketlerince, bankalarca ve diğer özel sektör finansal kurumlarınca, bunların yanı sıra yetkilendirilmiş işverenlerce sunulmaktadır.

²¹⁵ Yusuf Alper, “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik” **Çimento İşveren Dergisi**, Cilt: 16, Sayı: 2, 2002, s. 30.

²¹⁶ A. Mustafa Su, “Bireysel Emeklilik Fonları Reel Sektörün Finansmanı Açısından Önemli Bir İşlevi Yerine Getirecektir”, **İşveren Dergisi**, Cilt: 42, Sayı: 2, 2003, s. 15.

²¹⁷ Gelişmiş finans piyasalarının en önemli yapı taşlarından birisi olan kurumsal yatırımcılar; bireysel yatırımcılardan, tasarruf sahiplerinden veya sigortalılardan bir menkul kıymet veya poliçe gibi araçlar karşılığı topladıkları fonları, fon kullanıcılarına aktaran kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Kurumsal yatırımcıların ekonomiye sağladıkları en önemli katkı, fon akışını düzenli ve ucuz olarak, tasarruf sahiplerinden son kullanıcılara veya projelerini finanse etmek isteyen girişimcilere aktarmaktır.

sigorta şirketleri finansal kurumlar olarak büyük yatırımlara girişmektedirler. Ülkemizde ise, sigorta şirketleri bünyesinde finansal departmanlar olmasına rağmen bunlar tam anlamı ile verimli çalışmamaktadırlar.²¹⁸

Özel emeklilik fonları da hayat sigortaları gibi kurumsal yatırımcı olarak bireysel küçük tasarrufların oluşturdukları birikimi sermaye piyasalarına aktararak, gerek sermaye piyasalarının gelişimine gerekse ekonomiye uzun vadeli kaynak sağlayarak istihdamın artırılmasına ve sonuçta ülke ekonomisinin sağlıklı, hızlı ve istikrarlı şekilde gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Emeklilik fonlarının sermaye piyasalarına bir başka katkısı da, menkul kıymetlere sabit bir talep yaratması sonucunda, piyasada likidite ve istikrar sağlayarak, yatırımcılar için işlem maliyetlerini düşürmeleri olacaktır. Tüm bunların bir sonucu olarak kısa vadeli stratejik amaçlı alım satım işlemleri, yerini büyük ölçüde uzun vadede getiri elde etme amacına yönelik kurumsal yatırımlara bırakacaktır.²¹⁹

Türk finans endüstrisi içinde 2009 yılında yüzde 3'lük payı ile Türk sigorta endüstrisinin Ülkemiz finans piyasasının gelişimine sağladığı katkıların rakamsal olarak ifade edilebilmesi açısından Ülkemizde faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin yatırım portföylerine kısaca değinmekte yarar vardır.

Sigorta şirketlerinin yatırımlarında yıllar itibariyle menkul kıymetlerin önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Menkul kıymet yatırımlarının toplam yatırımlara oranı 2000 yılında yüzde 82,96, 2001 yılında yüzde 82,53, 2002 yılında yüzde 80,34, 2003 yılında yüzde 81,83 ve 2009 yılında ise yüzde 93,3 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oranlar sigorta sektörünün toplam yatırımlarının yıllar itibariyle yüzde 80'den fazlasının sermaye piyasasına aktarıldığını göstermektedir.²²⁰

Sigorta şirketlerinin menkul kıymet yatırımları içinde yıllar itibariyle, devlet tahvilleri ve hazine bonosu en yüksek paya sahiptir. Devlet tahvilleri ve hazine

²¹⁸ Kahya, s.25.

²¹⁹ Doğan Cansızlar, "Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları", **İşveren Dergisi**, Cilt: 40, Sayı: 3, 2001, s. 23.

²²⁰ Veriler; Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Faaliyet Raporları 2000–2009'dan derlenmiştir.

bonosu yatırımlarının toplam menkul kıymet yatırımları içindeki payı 2000 yılında yüzde 81,40, 2001 yılında yüzde 79,09, 2002 yılında yüzde 91,65, 2003 yılında yüzde 91,53 ve 2009 yılında ise yüzde 78'dir.²²¹

Türk sigorta sektörünün fon kaynakları içinde önemli bir yere sahip olan "Sigortacılık Teknik Karşılıklar ve Öz Kaynaklar" aynı zamanda sigorta şirketlerinin mali açıdan yeterli olup olmadıklarının da bir göstergesidir. Bilindiği gibi, sigorta sektöründe mali yeterliliğe ilişkin düzenlemelerin amacı, elinde poliçesi olan sigortalılara karşı şirketin mali yükümlülüklerini yerine getirememeye riskini en aza indirmektir.

Türk Sigortacılık Endüstrisinin Fon Kullanımları: Fon kullanımı elde edilen fonların yatırıma yönlendirilmesidir ve şirket yatırımları bilançonun aktif tarafında yer almaktadır.

En önemli fonksiyonlarından biri, fon yaratmak ve yaratılan bu fonları çeşitli yatırım araçları kanalıyla ekonomiye kazandırmak olan sigorta şirketlerinin fon kullanımları yani yatırımları cari fiyatlarla sürekli olarak artmıştır.²²² Ancak, sektörde yaratılan fon miktarının büyüklük itibarıyla ekonomide fazlaca bir önem arz etmediğinden fonların kullanımı da finans endüstrisi içinde düşük düzeylerde kalmaktadır.²²³

²²¹ Bu durum sigorta sektörü tarafından yaratılan fonların kullanımında, yatırıma yönlendirilmesinde, sigortalıların korunması amacı ile devlet tarafından belirlenen yasal sınırlamalardan ve devlet tahvilleri ile hazine bonolarının diğer menkul kıymetlere nazaran daha güvenli bir yatırım aracı olmasından kaynaklanmaktadır.

²²² Ancak, fon yaratma ile ekonomik işlevin tam olarak gerçekleştiği söylenemez. Söz konusu fonların etkin ve verimli bir biçimde yatırımlara yönlendirilmesi, ekonomik işlevin tamamlayıcı unsuru olarak değerlendirilmektedir. Sigorta şirketlerinde fon kaynakları, başlıca bu iki faaliyete; teknik işlere ve mali yatırımlara kanalize edilmektedir. Bu faaliyetlerden elde edilen kârdan, vergiler ve dağıtılacak kâr payları düşüldükten sonra kalan "ihtiyat", işletmenin bünyesinde yeni bir fon oluşturmaktadır. Sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesi üzerinde etkili olan en önemli unsur, mali yatırımlardır. Sigorta şirketleri, mali yatırımlardan elde ettikleri kârlarla gelişmekte ve ekonomiye kaynak yaratmaktadır. Mali yatırımların sonuçları, teknik ve mali kârlılık üzerinde görülmektedir.

²²³ Veriler; Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Türk Sigortacılık Sektörüne İlişkin İstatistikler, 2009'dan alınmıştır.

1.2.2.2.4. Türk Sigortacılık Endüstrisinin Fon Yaratma Kapasitesi

Bir sigorta şirketinin fon kaynaklarının esasını, devraldığı riskler karşılığında sigortalılardan veya sigorta ettirenlerden tahsil ettiği primler oluşturur. Bu nedenle, sigortacılıkta fon yaratmanın en önemli şartı, prim üretimidir. Prim üretimi, sigorta sektörünün temel ürünü olup; sigortaya olan talebin parasal göstergesidir. Prim üretiminin seviyesini, ülkelerin ekonomik ve sosyal şartları tayin eder. Bu şartların gelişmediği ülkelerde, genel olarak prim gelirleri düşüktür.²²⁴

Sigortacılıkta fon yaratmanın en önemli şartı prim üretimi olduğundan Türk sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesi belirlenirken incelenmesi gereken ilk kriter, sektörün prim üretimi ve yıllar itibarıyla gösterdiği yüzdesel değişimler olmalıdır.²²⁵

Sigorta Yoğunluğu (Insurance Density) bir başka ifadeyle, kişi başına düşen yıllık prim üretimi ise, kişi başına düşen sigorta prim harcamasını ifade etmektedir. Bu miktar, zorunlu olarak yapılan sosyal güvenlik harcamaları hariç olmak kaydıyla, bir ülke içerisinde yaşayan kişilerin, özel sigortalar için harcadığı tutarı göstermektedir.

²²⁴ Prim üretiminin kişi başına düşen milli gelir ile ilişkisinin 73 ülkedeki 1995 yılı verileri kullanılarak yatay-kesit analizi ile yapılan araştırma sonucunda ülkelerin sigorta sektörüne verdiği önemin fertlerin kazanç durumuyla yakından ilişkili olduğu anlaşılmıştır (Erdoğan ve Özer, s. 97).

²²⁵ Yıllık prim üretiminin yanı sıra uluslararası karşılaştırmalarda yıllık prim üretiminin Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) veya Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'ya oranı (Sigorta Yaygınlık Oranı - Insurance Penetration) ve kişi başına düşen prim miktarı (Sigorta Yoğunluğu) da ölçü olarak kullanılmaktadır. Bu karşılaştırmalar, sigorta şirketlerinin ülkelerin finansal piyasalarındaki önemini de dolaylı olarak göstermektedir. Sigorta Yaygınlık Oranı, bir ülkede özel sigortalar tarafından üretilen sigorta priminin, o ülkenin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'sına (GSYİH) ya da ulusal kaynaklar tarafından bir yıl içerisinde üretilen tüm mal ve hizmetlerin, piyasa fiyatlarıyla toplam değerine (Gayri Safi Milli Hasıla - GSMH) bölünmesi ile bulunan orandır (Milli Reasürans T.A.Ş., 2004:151). Sigorta sektörünün milli ekonomi içindeki yerinin doğrudan bir göstergesi olan sigorta yaygınlık oranı, Penetrasyon Değeri olarak da ifade edilmektedir.

Tablo 1.4: Türkiye ve Dünya Prim Üretimi ve Sigorta Yaygınlık Oranı

Yıllar		Toplam Prim Üretimi		Prim Üretiminin Toplam İçindeki Payı		Sigorta Yaygınlık Oranı (Prim/GSYİH)		Sigorta Yoğunluğu (Kişi Başına Düşen Yıllık Prim Üretimi)	
		Türkiye (Milyar Dolar)	Dünya (Milyar Dolar)	Türkiye (yüzde)	Dünya (yüzde)	Türkiye (yüzde)	Dünya (yüzde)	Türkiye (Dolar)	Dünya (Dolar)
2007	Hayat	1,1	2.441,8	12.18	57,30	0,18	4,51	12	337
	Hayat Dışı	8,3	1.685,8	87.82	42,70	1,12	2,98	80	270
	Toplam	9,4	4.127,6	100	100	1,3	7,49	92	607
2008	Hayat	1,1	2.490,4	13.38	58.33	0,16	4.13	15	374
	Hayat Dışı	7,7	1.779,3	86.62	41.67	1,07	2.94	101	259
	Toplam	8,8	4.269,7	100	100	1,23	7,07	116	633
2009	Hayat	1,1	-	14.65	-	0,19	-	22	-
	Hayat Dışı	8,9	-	85.35	-	1,11	-	110	-
	Toplam	10	-	100	-	1,3	-	132	-

Kaynak: Türkiye verileri Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Faaliyet Raporları 2007–2009’dan, Dünya verileri Swiss Re Sigma Dergisi, 2008’de Dünya Sigortacılığı, No:3/2009’dan yararlanılarak tarafımızdan düzenlenmiştir.

Ülkemizde sigorta şirketlerinin prim üretimi 2007–2009 yılları arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Finansal krizin muhtemel etkilerinden dolayı 2008 yılında hayat dışı sigortacılıkta azalma söz konusudur. Ancak, dünya ile karşılaştırıldığında, dünyadaki durumun aksine Türkiye’de hayat sigortasının hayat dışı sigortasından çok daha düşük olduğu görülmektedir. Sigorta sektörü tarafından sermaye piyasasına aktarılabilecek uzun vadeli fon yaratma kapasitesinin bir göstergesi olan hayat sigortalarından elde edilen prim gelirlerinin toplam prim gelirlerinin yüzde 10 ile yüzde 15’i arasında, hayat dışı sigortalardan elde edilen prim gelirlerinin ise toplam prim gelirlerinin yüzde 80 ile yüzde 90’ı arasında değiştiği dikkate alındığında Ülkemizde sigorta sektörü tarafından yaratılan fonların büyük bir kısmının kısa vadeli olduğu, sektörün özellikle sermaye piyasasına aktarılabilecek uzun vadeli fon yaratılmasında yetersiz kaldığı görülmektedir. Hayat sigortacılığının toplam sigorta sektörü içinde düşük bir paya sahip olmasının temel nedenlerinden birisinin, Ülkemizdeki emeklilik sisteminin kamu ağırlıklı olmasından kaynaklandığı belirtilmektedir.²²⁶

Sigorta sektörünün milli ekonomi içindeki yerinin doğrudan bir göstergesi olan sigorta yaygınlık oranı bir başka ifadeyle Penetrasyon Değeri dünya ortalaması

²²⁶ Çiftçi, s. 12.

yüzde 7 iken Türkiye’de bu oran 1,23’tür. Bu durum, Türk sigorta sektörünün Ülkemizin ekonomik büyümesine sağladığı katkının çok düşük düzeyde kaldığını göstermektedir. Ülkemizde sigorta yaygınlık oranı 2007 – 2009 yılları arasında yatay bir seyir izleyerek, yüzde 1 – 1,5 arasında ve dünya ortalamasının çok gerisinde olması Ülkemizde sigorta şirketlerinin finansal piyasalarda etkin olamadıklarını ortaya çıkarmaktadır.

Sigorta yaygınlık oranının en az yüzde 5 olmasının gelişmişlik göstergesi olarak değerlendirildiği dikkate alındığında, Ülkemiz sigortacılık sektörünün prim üretiminin en az dört kat daha büyük olması, hedef prim üretimi olarak kabul edilebilir.

Kişi başına düşen yıllık prim üretimi bir başka ifadeyle sigorta yoğunluğunda 2007 – 2009 yılları arasında sürekli bir artış görülmektedir. Buna rağmen, 2008 yılında kişi başına prim üretimi dünyada 633 Dolar iken Türkiye’de 116 Dolar’dır. Dünya ortalaması ile karşılaştırıldığında kişi başına düşen yıllık prim üretiminin çok düşük olması Ülkemizin ekonomik gelişmişlik düzeyinin istenilen seviyede olmadığını ve Ülkemizde yaşayan kişilerin, özel sigortalar için harcadığı tutarın çok düşük düzeyde kaldığını göstermektedir.

Buna göre; Türk sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesinin, gerek Ülkemizdeki diğer finansal kurumlarla gerekse gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında, istenilen düzeyde olmadığı görülmektedir. Hiç şüphesiz bu durum, sektörün yeterince gelişmemiş olmasından kaynaklanmaktadır. Sigorta bilincinin gelişmemiş olması, sektördeki atıl kapasiteler, hasar ödemelerinde meydana gelen gecikmeler (sektöre özgü faktörler), ekonomik istikrarsızlık, yüksek enflasyon, düşük milli gelir, finansal piyasaların yeterli derinliğe kavuşmamış olması (ekonominin genelinden kaynaklanan faktörler) sektörün gelişimini olumsuz yönde etkileyen faktörler arasında sayılabilir.

Türk Sigortacılık Endüstrisinin Fon Yaratma Kapasitesini Etkileyen Faktörler: Türk sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesini etkileyen birçok faktör

söz konusudur ve bu faktörler aşağıda ele alınacaktır. Ancak, Ülkemizde sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesinin yeterli düzeye ulaşamamasının temel nedeni, prim üretim seviyesinin düşük olmasıdır. Sigorta şirketlerinin, prim üretim seviyesi ile fon yaratma kapasiteleri arasında doğrusal bir ilişki vardır. Sigorta sektörünün temel ürünü olan prim üretimi, sigortaya olan talebin parasal göstergesidir ve sigortalıların gönüllü tasarruflarıyla oluşmaktadır. Sigortalı açısından, herhangi bir riskin sigorta kapsamı içine alınabilmesi için; kişi sigorta bilincine sahip olmalı ve sigorta şirketine aktaracağı –prim olarak adlandırılan– tasarrufu bulunmalıdır.

Türk sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesini etkileyen faktörler; sosyal faktörler, ekonomik faktörler ve hukuki faktörler olmak üzere üç ana başlık altında toplanarak incelenebilir:

- **Sosyal Faktörler:** Ülkemizde sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesini etkileyen sosyal faktörler arasında; sigortacılık bilincinin gelişmemiş olması, din açısından caiz olmadığı düşüncesi sigorta hakkında yeterli bilgiye sahip olmama ve hasar ödemelerinde meydana gelen gecikmeler sayılabilir. Sigortacılık bilincinin gelişmemiş olması nedeniyle, sigorta ürünlerine yeterli talep bulunmamaktadır. Bu nedenle, ülkemizde uygulanan sigorta türlerinde, üretim ya da satış düzeyi, olması gereken düzeyin çok altındadır.

- **Ekonomik Faktörler:** Ülkemizde sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesini etkileyen ekonomik faktörler arasında; yüksek enflasyon, düşük milli gelir, ekonomik istikrarsızlık (Finansal piyasaların, özellikle hisse senedi piyasasının istikrarsızlığı ve yeterli derinliğe kavuşmamış olması) gibi sektörün doğrudan doğruya müdahale edemeyeceği, ekonominin genelinden kaynaklanan faktörler²²⁷ ile sektördeki atıl kapasiteler, haksız rekabet, tahsilat sorunu gibi sektöre özgü faktörler sayılabilir. Yüksek enflasyon, sigorta şirketlerinin fon yaratma kapasitelerini potansiyel sigortalılar ve sigortacılar açısından olumsuz yönde etkilemektedir. Potansiyel sigortalılar açısından enflasyon ortamında gelirlerinin reel olarak azalması, sigorta sözleşmesi sonucu elde edecekleri gelirlerin satın alma gücü

²²⁷ Kahya, s. 31.

kaybına uğraması gibi nedenler, sigorta yaptırma konusunda caydırıcı bir rol oynamaktadır.²²⁸ Enflasyonun en olumsuz etkisi ise, ekonominin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli fonları yaratma kapasitesine sahip olan²²⁹ hayat sigortalarında görülmektedir. Türkiye’de hayat sigortalarının yıllar boyu gelişmemesinin başlıca nedeni, yaşadığımız hızlı enflasyon olmuştur. Enflasyonun son derece yüksek olduğu bir ülkede, belli dönemlerde yatırılan paranın ileride hayat sigortası yoluyla geri dönmesi pek fazla bir anlam ifade etmemektedir. Sigortacılar açısından ise mevcut yatırılabılır fonlar değer kaybına uğramakta, enflasyonist ortamda yatırım gelirleri çoğunlukla negatif olmakta ve böylece sigorta şirketlerinin finansal yapıları sarsılmaktadır.

- **Hukuki Faktörler:** Ülkemizde sigorta sektörünün fon yaratma kapasitesini etkileyen hukuki faktörler arasında; yasal düzenlemelerde yaşanan boşluk ve aksaklıklar ile bu düzenlemelerin yol açtığı vergi alanındaki ciddi yanlış uygulamalar, sigorta şirketlerinin yatırım portföyü ile ilgili bazı yasal sınırlamalar sayılabilir. Sigorta sözleşmelerinin yasal dayanağını teşkil eden Türk Ticaret Kanunu’nun güncelliğini yitirmiş hükümleri bir yana, gerek Sigorta Murakabe Kanunu’nun bazı maddelerinin gerekse söz konusu kanunda önemli değişiklikler yapan Kanun Hükmünde Kararnamelerin önemli hükümlerinin Anayasa Mahkemesi tarafından çeşitli tarihlerde iptal edilmiş olması sektörde düzenleme ve denetim açısından büyük bir yasal boşluk doğmuştur. Anayasa Mahkemesi’nin 24.10.1995 tarihli kararıyla Sigorta Murakabe Kanunu’nun 9. maddesinin son fıkrası hükmünün iptal etmesi nedeniyle dayanaksız kalan ve uygulamadan kalkan Acenteler Yönetmeliği’nin doğurduğu boşluk halen devam etmektedir.²³⁰ Sigorta Murakabe Kanunu ve Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliği ile yapılan yasal düzenlemeler her ne kadar sigortalıların çıkarlarının korunması amacını taşımakta ise de sigorta şirketleri açısından fonların yatırım alanlarını ve dolayısı ile fon yaratma kapasitelerini olumsuz yönde etkilemektedir.

²²⁸ Kahya, s. 31.

²²⁹ Alkan, s. 17.

²³⁰ Türkiye Sigorta Reasürans Şirketleri Birliği, s. 25.

1.2.2.3. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi ve Kurumsallaşma Süreci

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde firmalar, talep ettikleri fon ihtiyaçlarının önemli bir bölümünü tahvil ihraç ederek veya hisse senedi çıkararak sağlarlar. Gelişen sermaye piyasaları, hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarının yanında farklı nitelikte ürünleri üretmiş ve kullanmıştır. Kollektif yatırım kurumları gibi kuruluşlar, riski dağıtarak belirli bir düzeyde kâr sağlamak amacı ile küçük yatırımcıların oluşturduğu sürekli portföy niteliğindedir. Çok sayıda küçük tasarruf sahibi, yatırım olanağı elde eder. Portföy hizmetleri tek elden yürütülürken maksimum getiri ile minimum risk arasında en uygun denge kurulmaktadır.²³¹

Kollektif yatırım kurumlarının iki temel tipi bulunmaktadır: Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları. Bu kurumları ortaya çıkaran başlıca iki faktör vardır. Bunlar;

- a) Küçük yatırımcıların yatırımlarında, portföy yönetiminde ve risk dağıtımdan bir uzmandan yararlanma ihtiyacı ve büyük çapta bir portföyün vereceği imkânlarla riskten kaçınma,
- b) Oluşan belli tipteki portföyün defalarca tekrarlanmasını bertaraf etmedir.

Buna göre, oluşan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları şu unsurlardan oluşmaktadır:²³² Sırasıyla, çok sayıda küçük sermaye sahibi, herkes için bir tip fon, uzman eliyle portföy oluşturma ve yönetme, portföyde maksimum getiri ile minimum risk arasında optimum dengeyi sağlama ve portföy hizmetlerini tek elden yürütmedir.

Yatırım fonları, küçük tasarruf sahiplerinden katılma belgeleri karşılığında topladıkları paralarla, belirli amaçlar doğrultusunda çeşitlendirilmiş menkul kıymetlerden bir portföy oluşturan yatırım şirketleri olarak tanımlanmaktadır. Tüzel kişiliği bulunmayan yatırım fonları, inançlı mülkiyet esasına dayanarak menkul kıymet portföyü oluşturup bu portföyü, katılma belgesi sahibi adına ve fon iç

²³¹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 1995, s. 321.

²³² A. Karacabey, **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Yayını, Ankara, 1998, s. 48.

tüzüğüne göre en verimli biçimde yöneten uzman kuruluşlardır.²³³ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'ne göre²³⁴ ise yatırım fonlarının tanımı şu şekilde yapılmaktadır: Fon, Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.

Yine aynı tebliğe göre yatırım fonlarının portföylerinde yer alan mal varlıkları şu şekildedir:

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,
- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,
- Kurul tarafından uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri,
- Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleridir.

Katılma belgesi olarak fona ortaklık hakkı kazanan yatırımcılar birikimlerini, fonun kurucularına teslim ederler. Fonlar, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkartılan tebliğ esaslarına göre kurulur ve işletilir. Fonların kuruluş ve işleyişine ilişkin tüm hususlar fon iç tüzüğünde ayrıntılı şekilde yer alır.

Yatırım fonları aracılığıyla gerçekleştirilen yatırım ilişkisi, ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber, temelde dörtlü bir yapı içerisinde gerçekleşmektedir. Bu yapıyı oluşturan unsurlar; kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf

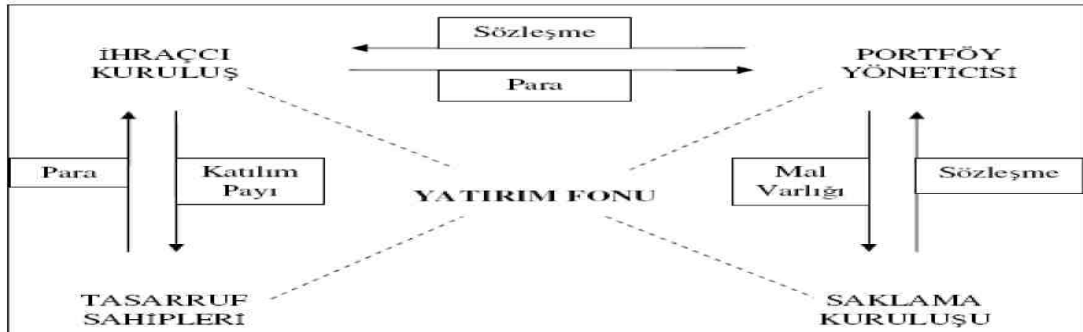
²³³ Ural, s. 7.

²³⁴ Seri VII – No:14, 4. Bölüm.

sahipleridir.²³⁵ Kurucu; yatırım fonuna katılma hakkı sağlayan katılma belgelerini halka arz eden ve fonun her türlü işlemlerinden üçüncü kişilere ve kamu kurum ve kuruluşlarına karşı sorumlu olan kuruluştur. Ülkemizde bulunan mevzuata göre bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, “Kurucu” sıfatı ile fon kurabilirler.²³⁶ Sermaye Piyasası Kurulu’nun izninin olması yatırım fonu kurulabilmesi için şarttır. Söz konusu dört unsuru barındıran tipik bir yatırım fonunun işleyişi Şekil 1.8’de gösterilmektedir.

SPK’nın yatırım fonlarına ilişkin esaslar hakkındaki tebliğin sıraladığı kurucu, bağımsız yöneticiyi atayarak fonun yönetilmesini sağlar. Fon yöneticisinin bağımsız olması niteliği, hak sahibi yatırımcıların menfaatlerini korumayı amaçlamaktadır. Yönetici, yukarıda adı geçen tebliğin aynı maddesine göre SPK’ dan portföy yöneticiliği faaliyeti yetki belgesi almış kuruluştur.

Şekil 1.8: Yatırım Fonlarının İşleyişi



Kaynak: Hüseyin Dağlar, *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2006, s. 25

Portföy yöneticisi; kurucu tarafından atanan ve fonun varlıklarını fonun amaçlarına yönelik olarak yönetmekle sorumlu olan kişidir. Saklama kuruluşu; fon portföyündeki varlıkları saklama ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekle sorumludur. Tasarruf sahipleri ise; fona iştirak eden gerçek ve tüzel kişilerdir. Bu kişiler fonun sahip olduğu portföyü temsil eden

²³⁵ Kılıç, s.6.

²³⁶ SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliği, Madde 3

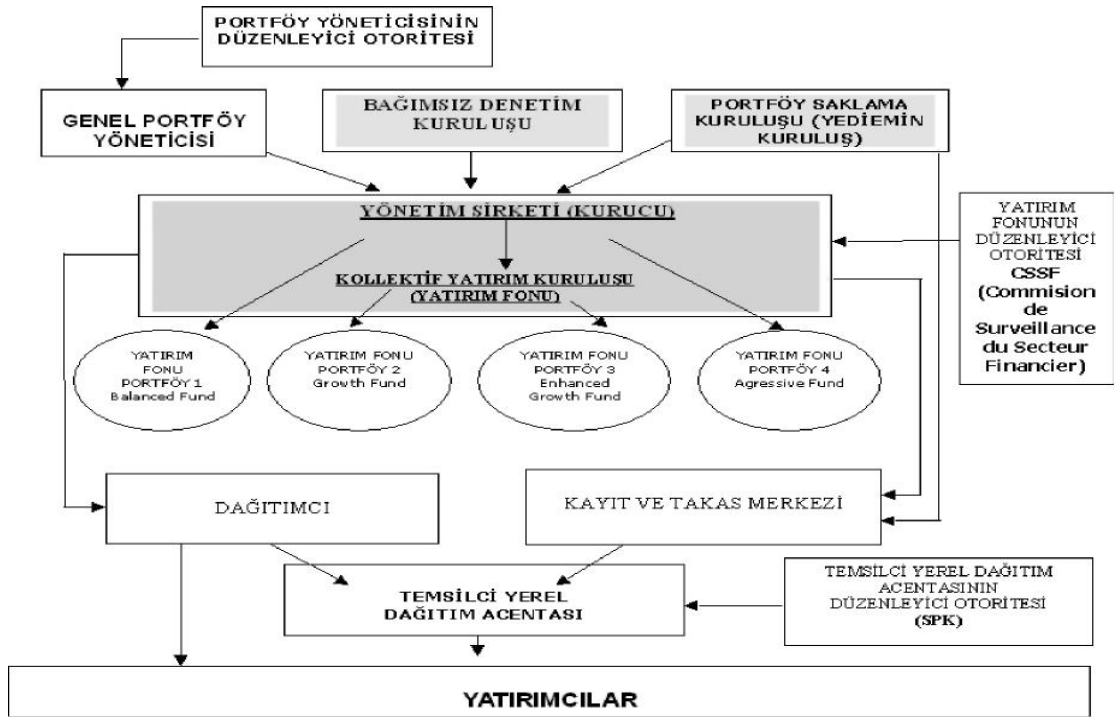
hisseleri yani katılma belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır.²³⁷

Şekil 1.9’da ise yabancı yatırım fonlarının şematik olarak işleyişi verilmiştir. Kurucu, belli sayıda fonu kurup portföy yöneticileriyle anlaşmaktadır. Portföy yöneticileri de kurucuya karşı sorumlu oldukları gibi düzenleyici otoritesine de bağlıdırlar. Fon kurucusunun bünyesinde portföy yöneticisinin dışında “Bağımsız Denetim Kuruluşu” ve “Portföy Saklama Kuruluşu” da bulunur. Portföy saklama kuruluşu da fonun kurulduğu ülkedeki “Kayıt ve Takas Merkezi”ne karşı sorumludur. Kurucu fonlarını tasarruf sahiplerine ulaştırırken Dağıtımçı, Kayıt ve Takas Merkezini kullanır. Bu oluşumun en tepesinde de fonun kurulduğu ülkenin Yatırım Fonları Düzenleyici otoritesi mevcuttur. Fon kurulduğu ülkenin dışında ihraç edilirse “Temsilci Yerel Dağıtım Acentesi” ile anlaşma yapılır ve bu acentelik de Temsilci Yerel Dağıtım Acente Düzenleyici Otoritesine tabidir.

Şekil 1.9’da yerli ve yabancı yatırım fonlarının işleyişleri şematik olarak gösterilmeye çalışılmıştır. Görüldüğü gibi aralarında düzenleyici kuruluşlara karşı sorumluluk, dağıtım süreçlerinin farklı işlemesi, yabancı yatırım fonlarının ülkemizde ihraç edildiği sürece dağıtım acentesinin SPK’ya tabi olması gibi birçok farklılık göze çarpmaktadır.

²³⁷ Hüseyin Dağlar, **Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2006, s. 25.

Şekil 1.9: Yabancı Yatırım Fonlarının İşleyişi



Kaynak: Hüseyin Dağlar, *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2006, s. 26.

1.2.2.3.1. Türk Yatırım Fonlarının Temel İlkeleri ve Sınıflandırılması

Ülkemizde yatırım fonları, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre belirli ilkeler doğrultusunda kurulur ve yönetilirler. Bu ilkeler riskin dağıtılması, profesyonel yönetim, menkul kıymet portföyü işletme, inançlı mülkiyet, fon varlığının korunması ve düşük maliyet şeklinde sıralanabilir. Söz konusu ilkeler; yatırım fonlarının tasarruf sahipleri, fon kurucuları ve ülke ekonomisi açısından yararlarını ortaya çıkarmaktadır.

Riskin Dağıtılması İlkesi: Yatırım fonlarının en temel özelliği, riskin dağıtılması kavramıdır. Bu özellik ile tasarruf sahipleri, çok sayıda ve çeşitte varlığa portföylerinde sahip olmuş olurlar. Tasarruf sahiplerinin portföylerinin küçük olması, onların karşılaştığı riskleri arttırmaktadır. Çeşitlendirme yoluyla, bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtmaları mümkün olmaktadır.

Profesyonel Yönetim İlkesi: Genel anlamı ile, menkul kıymet piyasaları belirli bir teknik bilgiyi ve uzun dönemli yakın takibi gerektiren piyasalardır. Tasarruflarına yüksek gelir getirmeyi amaçlayan her yatırımcının aynı ölçüde bilgi ve yeteneğe sahip olduğu söylenemez. Piyasaların takibi, değişen koşullara göre portföy üzerinde karar alma şeklindeki, belirli bir uzmanlık ve zaman gerektiren kararları alan fonun bağımsız yöneticisi, profesyonel anlamda yönetim hizmeti vererek tüm katılma belgesi sahiplerinin aynı derecede bu özellikten faydalanmasını sağlar.

Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi: Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

İnançlı Mülkiyet İlkesi²³⁸: Tasarruf sahipleri fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini kurucuya verir. Bu yetki devri fon iç tüzüğü ile olur. Kurucu bu iç tüzük çerçevesinde fonu tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönettirmek zorundadır.

Fon (Mal) Varlığının Korunması İlkesi: Sermaye Piyasası Kanunu gereği fonun mal varlığı rehin edilemez, teminat işlemlerinde kullanılamaz, üçüncü kişiler tarafından hacze konu olamaz. Bu şekilde fonun mal varlığı kanun ile koruma altına alınmış olur.²³⁹

Düşük Maliyet İlkesi: Fonların temel özelliği olan profesyonel yönetim ilkesi, bu hizmeti sunabilmek için yatırımcılardan belirli bir ücret almaktadırlar. Ödenen bu ücret ve komisyonlar, fonların sahip olduğu yüksek portföy miktarının artması ile ters orantılıdır. Yani o portföyün varlığı büyüdükçe, alınan komisyon ve ücretler düşmektedir.

“Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması” söz konusu olduğunda da çeşitli açılardan ele alınarak farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Finans yazınında, yatırım fonları ayrıntılı olarak incelendiğinde ve farklı açılardan ele alındığında

²³⁸ Trusting ownership

²³⁹ SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ, Madde 40.

sırasıyla portföyde yer alan kıymetlerin niteliği, yatırım amaçları, yönetim anlayışı göz önünde bulundurularak sınıflandırmalar yapmak mümkündür.²⁴⁰

Yatırım fonlarında önemli sınıflandırmalardan birisi, portföy yapılarına ve yatırım amaçlarına göre yapılan sınıflandırmadır. Bu açıdan; yatırım fonları, gelir amaçlı fonlar, büyüme amaçlı fonlar, denge amaçlı fonlar, sektör fonları, ihtisas fonları, uluslararası fonlar, küresel fonlar ve endeks fonları olarak sınıflandırılabilir. Gelir amaçlı fonlar; genellikle hisse senedi, devlet tahvili, yabancı fonlar vb. varlıklara yatırım yapan ve yatırım yapılan varlıktan kâr payı veya faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fonlardır. Denge amaçlı fonlar, fon portföyünün tamamını hisse senedi ve/veya borçlanma araçlarından oluşan hem sermaye kazancı hem de temettü geliri ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fonlardır.²⁴¹ Baz alınan ve kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki ilişki en az yüzde 90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar, endeks fonlarıdır. Fon yönetim olarak, pasif bir yönetim anlayışıyla yönetilir. Çünkü oluşturulan portföylerin tamamı endeksi yansıtması istendiği için fazla emek gerektirmez. Bu tür fonlara yatırım yapanlar uzun vadede sermayelerini büyütmeyi amaçlarlar.

Yatırım fonları, yatırım yaptığı varlıklar ve alanlar dikkate alınarak sınıflandırılabilir. Bu açıdan bakıldığında, temel ayrımlardan birisi de; menkul kıymet yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, risk sermayesi yatırım fonları, para piyasası yatırım fonları olarak sınıflandırılabilir. Belirtilen sınıflandırmalara dayalı fonlar dışında aynı mantığı kullanarak başka fonların ihdas edilmesi de mümkündür.²⁴²

Yatırım fonları, içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıdaki türlerde kurulabilir:

²⁴⁰ Burçak Müge Tunaer, “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003, s. 10

²⁴¹ <http://site.mynet.com/bireyselemeklilik/bes/id5.htm>, (Erişim tarihi: 21.03.2010)

²⁴² İbrahim Ethem Sancak, “Yatırım Fonlarının Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002, ss. 8-9.

Tahvil Bono Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlardır.

Hisse Senedi Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlardır.

Sektör Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlardır.

İştirak Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlardır.

Grup Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlardır.

Yabancı Menkul Kıymet Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlardır.

Kıymetli Madenler Fonu ve Altın Fonu: Fon portföyünün en az yüzde 51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlardır. Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar ise "Altın Fonu" olarak tanımlanır.

Karma Fon: Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin yüzde 20'sinden az olmayan fonlardır.

Likit Fon: Portföyünün tamamı devamlı olarak vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır. Portföyün ağırlıklı ortalama vadesi sermaye piyasası araçlarının ayrı ayrı ortalama vadeleri dikkate alınarak bulunur.

Değişken Fon: Portföyünün tamamı portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlardır.

Endeks Fon: Portföyünün en az yüzde 80'i devamlı olarak; yatırım fonlarına ilişkin tebliğde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az yüzde 90 olacak şekilde, endeks

kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlardır.

Fon Sepeti: Portföyünün en az yüzde 80'i devamlı olarak; diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlardır.

Garantili Fon: Asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla; yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izah namede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği fonlardır.

Koruma Amaçlı Fonlar: Asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla; yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı fonlardır.

Özel Fonlar: Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlardır.

Serbest Yatırım Fonları: Katılma paylar sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlardır.

Garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının ünvanlarının, garantinin veya korumanın başlangıç yatırımına oranını ya da garantili yatırım fonlarında garantör tarafından sağlanan garanti kapsamındaki getiri oranını açık olarak gösterecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Ancak Kurul'ca gerekli görülmesi halinde ünvanda orana yer verilmez. Koruma amaçlı yatırım fonunun ünvanında başlangıç yatırımının üzerinde hedeflenen getiriye ilişkin ifadeler yer almaz. Yukarıda sayılanlar dışında da, içtüzüklerde belirtmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

Fon içtüzüklerinde belirtmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az yüzde 25'ini, devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme

kapsamına alınan Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi, diğerleri B tipi olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir.²⁴³

1.2.2.3.2. Türk Yatırım Fonlarının Hukuki Yapısı

Ülkemizde yatırım fonlarının faaliyetlerine ilişkin esaslar, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği’ne istinaden kurulur ve işletilir. Bu çerçevede; fonların vergilendirilmesi, birleştirilmesi, sonlandırılması ve tasfiyesi şu şekildedir:

Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi: Fon katılma belgesinde kâr payları, Gelir Vergisi Kanunu’nun 75/1 maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. Ancak söz konusu kanuna, 14 Ağustos 1999 tarih ve 23786 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 4444 sayılı kanun ile eklenen geçici madde 55 uyarınca; 01 Ocak 1999 – 31 Aralık 2005 tarihleri arasında elde edilen ve stopaj yoluyla vergilendirilmiş bulunan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kâr payları için yıllık beyanname verilmeyecek ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde bu gelir beyannameye dahil edilmeyecektir. Gelir vergi kanununda yapılan yeni düzenlemeler ile vergi muafiyeti 31 Aralık 2006 tarihine kadar uzatılmıştır (Tam ve dar mükellef gerçek kişiler için).

A ve B tipi yatırım fonları kâr payları, Kurumlar Vergi Kanunu’nun 4369 sayılı kanun ile değişik 25. maddesinde belirtilen kurumlar vergisine tabidir. Bunun yanı sıra; Vergi Usul Kanunu’nun 279 sayılı maddesine göre, “menkul kıymet değerlemesinde hisse senetleri ile fon portföyünün en az yüzde 51’i Türkiye’de kurulu bulunan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgeleri alış bedeliyle, bunlar dışında kalan her türlü menkul kıymet borsa rayiciyle değerlendirilir.” şeklinde bir açıklama mevcuttur. Bu madde; bilanço gününde, portföyü en az yüzde 51 hisse senedinden oluşturulmuş yatırım fonu katılma belgelerini aktifinde tutan kuruluşlara vergi erteleme imkânı sağlayabilir. Tam mükellef tüzel

²⁴³ <http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat.index.html>, (Erişim tarihi:23.03.2010)

kişi; yatırım fonu alım satım işlemlerinden elde ettiği kârlar üzerinden vergi yükümlülüğünden kaçınmaz. Ancak, tüzel kişi söz konusu yatırım fonu katılma belgelerini bilanço gününde aktifinde muhafaza ederse, bu durumda katılma belgelerini alış bedeli ile değerleyebilme olanağına sahip olur.²⁴⁴

1 Ekim 2006 tarihinden itibaren yatırım fonlarından elde edilen gelir vergilendirmesi, Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesi hükümleri kapsamında değiştirilmiştir. Bu yeni bir vergilendirme ve hesaplama sistemi değil, tamamen hesaplanan verginin tahsil edilme şeklinde bir değişikliktir.

Bu uygulamada;

Yatırımcının fon katılma belgesini satması ile elde ettiği gelir üzerinden yüzde 10'luk vergi kesintisi (stopaj) yapılacaktır. Bir yıldan fazla süreyle elde tutulduktan sonra satılan, portföylerinde sürekli olarak en az yüzde 51 hisse senedi taşıyan yatırım fonlarına ait katılma belgelerinden sağlanan kazanç üzerinden stopaj yapılmayacaktır. Vergi Kanunu'nda yapılan değişiklik ile yatırım fonlarının içeriden vergilendirilmesi kaldırılmış, dışarıdan vergilenme sistemine geçilmiştir.

Buna göre, fon yatırımcısı fon katılma belgesini elinde tuttuğu sürece bir kesinti yapılmayacak, satış anında elde ettiği gelire yüzde 10 oranında stopaj uygulanacaktır. Dolayısıyla fon yatırımcısı, elindeki fon katılma belgelerini satana kadar, oluşacak vergiyi öteleyebilecektir. 01 Ekim 2006 tarihinden önce portföylerinde yatırım fonu olan müşterilerde, alış maliyeti olarak 2006 Eylül ayının son işlem günü oluşan kapanış fiyatı dikkate alınacaktır. Müşterinin yatırım fonu satış işlemlerinde, satış bedeli üzerinden "İlk Giren İlk Çıkar" esası ile (First In First Out - FIFO yöntemi) vergi matrahı hesaplanacak ve işlemi gerçekleştirdiği anda elde ettiği alım-satım geliri üzerinden yüzde 10 oranında Gelir Vergisi Stopajı alınacaktır. Yatırım fonu portföyü üzerinden yapılan vergilendirmenin sona ermesi ve müşteri bazında vergilendirilmeye geçilmesi ile mevcut uygulamaya göre toplamda ödenmiş olan vergi tutarında bir değişiklik olmamış, sadece müşterinin vergi ödemesi yatırım

²⁴⁴ Veli Akel, **Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye'deki Yatırım Fonları Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kayseri, 2006, ss. 14-15.

fonunun kurucuya geri satış tarihine ertelenmiştir. Kurumlar için ise kesilen yüzde 10'luk stopaj, kurumlar vergisinden mahsup edilebilir.²⁴⁵

Yatırım Fonlarının Birleştirilmesi, Sonlandırılması ve Tasfiyesi:

Kurucunun iflası veya tasfiyesi halinde SPK, fonu uygun göreceği başka bir kuruluşa tasfiye amacıyla devreder. Saklayıcı kurumun iflası halinde, kurucu fon varlığını Kurul'ca uygun görülecek başka bir kuruluşa devreder. Bundan başka fon, iç tüzüğünde öngörölmüş süre söz konusu ise bu sürenin sona ermesiyle, fon süresiz ise kurucunun kurulun uygun görüşünü aldıktan sonra altı ay öncesinden feshi ihbar etmesi ya da kurucunun fon kurma koşullarını kaybetmesi halinde fon sona erer. Fon mal varlığı, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tasfiye edilir ve tasfiye bakiyesi katılma belgesi sahiplerine payları oranında dağıtılır. Fesih anından itibaren hiçbir katılma belgesi ihraç edilemez ve geri alınamaz.

Türkiye'de yatırım fonlarının gündeme gelmesinden bu yana sıkça rastlanan bir husus ise, yatırım fonlarının birleştirilmesi olmuştur. Aynı kurucunun kurduğu fonlar, kurucunun veya Kurul'ca gerekli görölen durumlarda Kurul'un talebi üzerine birleştirilebilir. Bu amaçla kurucunun yönetimindeki ve birleşime konu olacak fonlardan, bünyesinde birleşilecek fon dışında kalan fonlara ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği için SPK'ya başvurulur. Kuruldan alınan uygun görüş ile iç tüzük değişikliği, kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir. Ayrıca, yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla, söz konusu değişiklikler ve değişikliklerin gerekçeleri Türkiye çapında yayım yapan en az iki adet günlük gazetenin Türkiye baskısında ilan edilir.

Kurucu, bünyesinde, birleşilecek fonun fon tutarına ve pay sayısına ilişkin iç tüzük maddesi değişikliği ve birleşme sonucu çıkarılacak katılma belgelerinin yatırımcılara dağıtımı için kurula bir dilekçe ve tebliğde belirtilen diğer belgeler ile başvurur. Bünyesinde birleşilecek fon dışındaki fonların iç tüzük değişikliklerinin ticaret siciline tescili tarihinden itibaren, söz konusu fonların katılma belgelerinin satımı durdurulur. Kurul gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, birleşme sonucu

²⁴⁵ <http://www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/vergilendirme.html>, (Erişim tarihi: 24.03.2010).

çıkartılacak katılma belgeleri kurul kaydına alınır. Birleşme ile ilgili ilanlarda birleşme tarihi ve değiştirme oranının hesaplanma yöntemi ve süresi belirtilir.²⁴⁶

1.2.2.3.3. Türk Yatırım Fonlarının Yapısal Analizi

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomide karşılaştığı en önemli sorunlardan biri tasarrufların yetersizliğidir. Bu konu Türkiye için de önemli bir problemdir. Bu sorunun tespit edilmesiyle birlikte, 1960'lerden başlayarak Türkiye'de yatırım fonlarının kurulması gündeme gelmiştir. Fakat birkaç başarısız deneme dışında yatırım fonu kurma konusundaki çalışmalar (1960'lı yıllarda) o yıllarda istenen düzeye ulaşmamıştır. 24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye'de yeni bir dönem aralanmış ve ekonominin her alanında serbestleşmeye dönük politikalar takip edilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkartılmasının ardından 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş; ardından 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete başlamıştır. Yatırım fonları da bu gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur. SPK 1982 yılında yürürlüğe girmesine karşın, ilk fona ait katılma belgesi 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiştir. SPK'dan önce 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık işleri gören Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş. (MEBAN) bünyesinde bir fon kurulmuş ve bu fonun iştirak belgeleri piyasaya sürülerek tedavül edilmiş ve hatta belgelerin değer artışları her ay gazetelerle kamuoyuna duyurulmuştur. Fazlaca başarılı olmayan bu girişimi gerçek anlamda Menkul Kıymet Yatırım Fonu (MKYF) olarak saymak zor olabilir. Yatırım fonlarının Türkiye'deki piyasalarda işlem görmesinin gecikmesinde başlıca üç önemli neden vardır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:

- İMKB'nin açılmamış olmasıdır. Borsa faaliyete geçmediği için menkul değer alım-satımları rayiç bedel üzerinden yapılamıyordu. Ayrıca kurulacak bir fona yasal yoldan portföy oluşturmak olanaksızdı.
- SPK'nın, katılma belgelerinin halka arzına dair tebliğinin gecikmiş olmasıdır. Bu tebliğ ancak Aralık 1986'da yayımlanmıştır.
- Vergi sorunlarıdır. Kurumlar Vergisi (KV)'nden muaf olan fon

²⁴⁶ Tunaer, ss. 27-28

gelirlerinin, Gelir Vergisi (GV) Kanununun 94. maddesine göre yüzde 10 stopaja tabi olması nedeniyle fonlara ilgiyi azaltacağı düşüncesiyle katılma belgesi ihraç edilmemiştir. Bu sorun Ağustos 1987'de giderilebilmiş ve katılma belgelerinin halka arzı başlamıştır.

Türkiye'de finansal piyasalardaki derinliliğin ve çeşitliliğin artırılmasının bir adımı olarak 12 Aralık 1986 tarihinde yayınlanan "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"nin ardından 1987 yılında ilk menkul kıymet yatırım fonu faaliyete geçmiştir.

Sermaye piyasasında bağımsız denetim, 2499 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu"nun 16, 22/d ve 22/e maddelerinde ele alınmış olup, bu maddelere istinaden sermaye piyasasında bağımsız denetime ilişkin standart ilke ve kuralları belirleyen Seri:X, No: 16 sayılı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ", 22570 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğin dördüncü bölümü ise yatırım fonlarının ve emeklilik yatırım fonlarının denetimi, bağımsız denetimin geçerliliği, hukuki ve cezai sorumluluklar ve listeden çıkartma gibi hususları ele almaktadır. Finansal kuruluşlar tarafından sunulan finansal hizmetlerdeki çeşitlilik dünyada son yıllarda büyük artış göstermiştir. Ülkemizde ise 1980'lerden itibaren yaşanan ekonomik liberalizasyonun bir sonucu olarak, finans piyasasında hızlı gelişmeler ve büyüme görülmektedir. Özellikle 1981'de SPK'nın oluşturulması ve 1986'da İMKB'nin faaliyete geçmesiyle bu gelişmeler kendini kanıtlamıştır. Yatırım fonları da bu gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur. Endüstriye giriş imkânının genişletilmesinin rekabeti arttıracığı düşüncesiyle 1992 yılında yatırım fonu kurma yetkisi bankalar dışında kurumlara da verilmiştir. Ancak 1996 yılı sonu itibariyle bakıldığında, toplam yatırım fonlarının yüzde 84'ünün bankalar tarafından kurulduğunu görmekteyiz. Yatırım fonu kurucularının ağırlıklı olarak bankalardan kurulu olması o yıllarda şaşırtıcı değildi, zira 1996'lı yıllarda Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerinin yetersiz oluşu ve portföy yönetiminde önemli eksikliklerin olması piyasa riskinin yüksek olması gibi sebeplerden dolayı bankaların rolü büyüktü. Son yirmi yıl içinde sınırlar arasındaki sermaye akımları otoriteler tarafından giderek daha az kısıtlanmıştır. Yatırımcılar

portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riski azaltmak amacıyla portföyelerine, yabancı hisse senetlerini dahil etmeye başlamışlardır. Aynı zamanda, 1970 yılında ticari bankalardan büyük çapta borçlar alan gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye pazarlarının ne tek ne de en iyi para kaynağı olduğunu keşfetmişlerdir. Ekonomik durgunluk ve kriz zamanlarında yabancı borç verenlerin verdikleri borçların hemen ödenmesini istemeleri, gelişmekte olan ülkeler için, büyük finansal yükler oluşturmuştur. Türkiye’de de uygulamada bu eksikler göze çarpmaktadır.

Türkiye’deki yatırım fonlarının yapısı da A.B.D.’deki yatırım fonları ile benzerlik göstermektedir. Yatırım fonları katılma belgesi karşılığı fon toplamakta ve topladığı fonları yönetmektedir. Kıymetler, Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Yatırım fonları SPK’nın yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarınca da denetlenmektedir.

Günümüzde dünyadaki yatırım fonu büyüklüğünün yaklaşık 14 Trilyon Dolar olduğu görülmektedir. Türkiye’nin bu büyüklük içindeki payı ise sadece yüzde 0,2 civarındadır. Ülkemizde artık finansal sektörün bir alt sektörü halini alan yatırım fonları sektörü, Ocak 2010 dönemi itibariyle 29,9 Milyar TL.’sı (19,9 Milyar Dolar) bir portföy büyüklüğüne ulaşmıştır. Aynı tarih itibariyle sektördeki yatırımcı sayısı ise yaklaşık 3,3 milyon kişidir. Yukarıdaki bilgilere ilave olarak ülkemizdeki yatırım fonu sektörünün yapısal özelliklerinden belki de en önemlisi B tipi yatırım fonlarının özellikle de B tipi likit yatırım fonlarının sektördeki ezici payıdır. Bu oran Ocak 2010 dönemi itibariyle yaklaşık yüzde 85 düzeyinde bulunmaktadır.

1.2.2.3.4. Yatırım Fonlarının Ülke Sermaye Piyasalarına Sağladığı Faydalar

Finansal kuruluşların temel fonksiyonu, fon fazlası olan birimlerden fon açığı olan birimlere doğru kaynak aktarımına aracılık etmektir. Bu fonların etkin kullanılması ve verimli alanlara aktarılması ekonomi açısından önemlidir. Profesyonel bir şekilde yönetilen yatırım fonları, tasarrufların ekonomiye aktarılmasını bireysel yatırımcılara göre daha etkin gerçekleştirmektedir. Yatırım fonları portföylerindeki yüksek tutarlı ve uzun vadeli kaynaklarından dolayı, finansal

piyasalarda oynaklığı azaltıcı bir etkiye sahiptir.²⁴⁷ Bu bağlamda, yatırım fonlarının sağladıkları faydalar tasarruf sahipleri (yatırımcılar), fon kurucuları ve ekonomi açısından ayrı ayrı değerlendirilebilir.

Yatırımcı Açısından Sağladığı Faydalar: Yatırım fonlarının her geçen gün daha fazla yatırımcı tarafından tercih edilmesinin altında aşağıda sayılan ve oldukça önemli olan faydaları yatmaktadır:

- Tasarrufçunun ortaya koyduğu sermayesi; yani tasarrufu, profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmektedir.
- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin en aza indirilmesi mümkün olabilecektir.
- Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile kupon, faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunabilecektir.
- Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlayacaktır.
- Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemiş gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadarını gerekse tamamını istendiği anda paraya çevirebilecektir.
- Portföye büyük tutarlı alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu sağlamaktadır.
- Bazı yatırım fonları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme imkânı sağlamaktadırlar. Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kurucular tarafından bir banka nezdinde, katılma belgesi sahipleri adına katılma belgeleri karşılığında ödeme yapılmak üzere açtırılacak hesaplar üzerine çek keşide etme imkânı sağlanabilir.

Kurucu Açısından Sağladığı Faydalar: Yatırım fonları, fon kurucuları açısından aşağıdaki faydaları sağlar.

- Kurucular, rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine

²⁴⁷ Ural, s. 29.

yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar.

- Fonun yönetimi ve temsili ile fona tahsis ettikleri eleman ve donanım karşılığı, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bünyesinden yönetim ücreti olarak almaktadır.

- Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler.

- İştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere mevzuat çerçevesinde fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler.

- Hisse senedi ağırlıklı A tipi fonlarda bulunan senetlerle, borsada gerektiğinde pazar düzenleyiciliği görevini üstlenmektedirler.

Ekonomi Açısından Sağladığı Faydalar: Gelişmiş mali piyasa yatırım fonları; yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına yardımcı olmakta, portföylerinde bulunan ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmakta ve portföylerinde yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu bulundurarak kurumların borçlanma maliyetini düşürmektedirler.

Yatırım fonları, ülkemizde yaşanan yüksek kamu borçlanma ihtiyacının özel sektör yatırımları üzerindeki dışlama (crowding out) etkisini azaltmakta ve özel sektör borçlanma maliyetlerini düşürücü etkiler yaratmaktadır. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren yatırım fonları, uzun vadeli kaynak yapılarının da etkisiyle özellikle teknoloji, bio-teknoloji, bilişim gibi hızla büyüyen sektörlerde faaliyet gösteren firmalara, kaynak aktararak uzun vadeli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır.

Ayrıca, yatırım fonları sermaye piyasalarının derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına katkıda bulunurlar. Finansal piyasalarda kurumsal yatırımcı tabanı oluşturdukları için menkul kıymetlerini satmak isteyen yatırımcılar, yatırım fonlarının piyasalara kazandırdığı derinlik ve likidite etkisiyle düşen piyasada bile müşteri bulabilirler. Uzun vadeli kaynaklarından dolayı finansal piyasalarda

volatilitiyi azaltıcı bir etkiye sahiptirler.

Yatırım fonları portföylerindeki yüksek tutarlı fonların gücüyle, aşırı değerlenmiş menkul kıymetleri satıp (fiyatını düşürerek), az değerlenmiş olanları satın alarak (fiyatını yükselterek) ve makro bazda piyasa gelişmelerine ters yönde karşılık vererek, finansal piyasalarda bir çeşit otomatik istikrarlaştırıcı görevi görürler. Böylece borsada fiyat mekanizmasının kaynak tahsisini en etkin ve en verimli tarzda icra etmesine katkıda bulunurlar.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan mali piyasalarda ise yatırım fonları şu faydaları sağlamaktadır:

- Hisse senetlerine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımında aracılık fonksiyonunu yerine getirir.
- Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunur.
- Borsanın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olur.
- Portföy yönetim faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunur.
- Küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşmesini sağlar.²⁴⁸

Toplam yatırım fonu pozisyonlarının hazinenin kısa vadeli borçlanma tutarına oranı; 2000 yılında yüzde 13, 2001 yılında yüzde 4, 2002 yılında yüzde 23, 2003 yılında yüzde 53 ve 2004 yılında yüzde 64 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlardan da anlaşılacağı üzere, Türkiye'deki yatırım fonları hazine borçlanmasında önemli bir paya sahiptir. Bireysel emeklilik fonlarının da düzenli büyüyeceğini varsayarsak yakın zamanda yatırım fonların hazinenin kısa vadeli borçlanmasını gerçekleştirmede önemli bir kurumsal yatırımcı olacağı açıktır.²⁴⁹

²⁴⁸ Vahdettin Ertaş, Kürşat Tuncel ve Bahadır Teker, "Yatırım Fonları (Türkiye Uygulaması)", Yayın no: 103, Ankara, 1997, ss. 17-18.

²⁴⁹ Akel, ss. 28-31.

İKİNCİ BÖLÜM
(KURAMSAL ÇERÇEVE)
FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN VE
FİNANSAL ETKİNSİZLİĞİN KURAMSAL ALTYAPISI

Geleneksel Keynesci Kuram, finans kavramı üzerinde fazla durmamış, sermaye birikimini sağladığı sürece faiz oranlarının düşük olmasını savunmuştur. 1970’lerde, finansal serbestleşme ve faiz oranlarına yaklaşım, *McKinnon-Shaw Hipotezi* ile değişime uğramıştır. Hipotez, yüksek reel faiz oranlarının tasarruf talep ve arzını birbirine eşitleyeceğini ve hızlı kalkınma için daha yüksek tasarruf oranlarına yol açacağını ileri sürmektedir. Hipoteze göre, düşük faiz oranları ülkeden sermaye kaçışına neden olur ve içeride yatırım için yapılan tasarrufları azaltır. Eğer faiz oranları piyasada serbest bir şekilde belirlenir ise, az kârlı yatırımlardan, yüksek verimli yatırımlara doğru kaymalar olur. McKinnon ve Shaw, gelişmekte olan ülkelerde denge faiz oranlarının altında ve hem nominal, hem de reel anlamda küçük olan oranların gereksiz biçimde sermaye yoğun yatırımlara neden olduğunu ileri sürmüşlerdir. Eğer finansal piyasalar serbestleştirilir ise, finansal piyasaların gelişmesi, vadelerin uzaması ve finansal kurumlar ve araçların çeşitlenmesi de bunu izleyecektir.²⁵⁰

Buna karşılık, *Stiglitz-Weiss’e* göre, çoğu az gelişmiş ülkede, sermaye piyasaları bulunmamaktadır, eksik bilgidен dolayı olumsuz risk tercihi olgusu söz konusudur, makroekonomik kararsızlık ödünç almaya konu olan miktarları azaltmaktadır, zayıf mevzuat ve kurullarla birlikte mevduat sigortaları ahlaki tehlikeye -bankaların bilinçli olarak aşırı risk alma davranışlarına- yol açmaktadır.²⁵¹

Bu doğrultuda, bu bölümde ilk olarak, belirsizliği göz ardı eden ve finans endüstrisinin serbestleştirilmesini savunan geleneksel Neo-klasik yaklaşımların yanı sıra belirsizliği ekonomik analizlere katan ve finans endüstrisinin etkinsizliğini araştıran yaklaşımlar ele alınmıştır. Daha sonra bu yaklaşımlar çerçevesinde bu

²⁵⁰ Yaman Aşkoğlu, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayını, No:24, Ankara, 1995, ss. 29-46.

²⁵¹ Joseph E. Stiglitz ve A.Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **American Economic Review**, Haziran 1981, ss. 912-927.

çalışmada finans endüstrisinde etkinsizliğin nedenleri analiz edilmiştir.

2.1. Belirsizlik Altında Risk Teorisi ve Finansal Serbestleşmeye Yaklaşımlar

Belirsizlik ve risk, ekonomik karar verme süreçlerinde oldukça önemli olgulardır. Ekonomi kuramında belirsizliğin tanımlanması ve içselleştirilmesi konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu durumun temel olarak iki nedeni vardır: Belirsizliğin soyut bir kavram olması nedeniyle somut bir şekilde kavramsallaştırılmasının güçlüğü ve belirsizliğin tanımlanması bağlamında egemen bir görüşün bulunmamasıdır.

Ekonominin evrimsel süreci içinde belirsizliğin ekonomik hayat ve kurumlar üzerindeki etkisinin Adam Smith'in 1795'te yayımlanan "*History of Astronomy*" adlı eserinde ele alındığı görülmektedir.²⁵² Adam Smith, belirsizliği, kişilerin zihinlerinde önceden hiç beklemedikleri bir şok sonucunda oluşan dengesizlik durumu şeklinde açıklamaktadır.²⁵³

Adam Smith'in belirsizlik ve iktisat arasında kurmuş olduğu bağlantı, David Ricardo ile birlikte tamamen ortadan kalkmıştır. Ricardo, "mükemmel bilgi" varsayımını iktisat kuramına yerleştirmiş, böylece gerçek dünyanın belirsizliğini ekonomi kuramından uzaklaştırmıştır.²⁵⁴

Marjinalizm akımıyla birlikte, geleceğin tam olarak öngörülebildiği varsayımı korunmuştur; ancak belirsizlik ve hata payı tamamen göz ardı edilmemiştir. W.S. Jevons ve C. Menger, bu konuya tam olarak çözüm getirememekle birlikte, bu faktörlerin pozitif iktisata dâhil edilmesi için çaba göstermiştir.

Ondokuzuncu yüzyılın ekonomik akımlarının tümdengelimci, belirsizliği

²⁵² Adam Smith'ten önce, Boisguilbert, Cantillon ve Condillac da iktisadi hayat içinde belirsizliğe yer vermiştir.

²⁵³ Adam Smith, "The Principles Which Lead and Direct Philosophical Enquiries Illustrated by the History of Astronomy", 1795, **Essays on Philosophical Subjects**, içinde (der.) W. P. D. Wightman and J. C. Bryce, Liberty Press, Indianapolis, U.S.A., 1982, s. 32

²⁵⁴ D. A. Alada, **İktisat Felsefesi ve Belirsizlik**, Bağlam Yayınları, İstanbul, 2000, s. 36

dışlayan ve tam bilgi varsayımına dayalı yaklaşımı, yaşanan bir takım sosyal, ekonomik ve politik gelişmeler sonucunda bir dönüşüme uğramıştır. I. Dünya Savaşı'nın yarattığı ekonomik durgunluk, ardından gelen 1929 Büyük Bunalımı ve uluslararası alanda istikrarın sağlanamaması, ondokuzuncu yüzyılın belirsizliği yok sayan iktisat kuramlarıyla uyum sağlamamaktadır. Klasik ekonomi döneminde kıtlık ve bölüşüm üzerine yoğunlaşan iktisat kuramları, bundan böyle belirsizliği içermek durumunda kalmıştır. Bu ortam; ilk ürününü, belirsizlik ve risk kavramlarının en sistematik ve kapsamlı bir biçimde iktisat kuramına dâhil edildiği Frank H. Knight'ın "*Risk, Uncertainty and Profit*" (1921) adlı eseriyle vermiştir. F.H. Knight bu eserinde, Von Thünen'i izleyerek, belirsizlik²⁵⁵ ve risk kavramlarını²⁵⁶ kesin olarak birbirinden ayırmaktadır. Knight, ölçülebilen belirsizlik durumunun aslında "risk" olarak tanımlanması gerektiğini belirtmekte ve riskin, sigorta aracılığıyla tamamen ortadan kaldırılamasa da azaltılabilecek ve iş hayatında her zaman karşılaşılabilecek bir durum olduğunu belirtmektedir. Diğer yandan belirsizliğin, nicel olmayan bir yapıda olduğunu; ölçülemediğini ileri sürmektedir. Knight, aynı zamanda belirsizliği eksik bilgiden de ayırmaktadır; belirsizliğin bilgi kopuklukları olduğunu ve bunun yerinin bilgiyle doldurulamayacağını belirtmektedir. Knight, belirsizlik ve riski bu şekilde birbirinden ayırarak, kendi tanımladığı anlamdaki belirsizliği, geliştirdiği kar kuramının merkezine yerleştirmektedir. Knight'a göre, kâr ve zarar belirsizliğe dayanmaktadır; özellikle kâr belirsizlikle kayıp ise riskle açıklanabilmektedir. Bununla birlikte elde edilen kâr, risk almanın karşılığı değil bir bakiyedir.²⁵⁷

İzleyen dönemde, J. M. Keynes'in "*The General Theory of Employment, Interest and Money*" adlı eserinde belirsizliğe önemli bir yer verdiği görülmektedir. Keynes, üç psikolojik unsuru (sermayenin marjinal etkinliği, likidite tercihi ve tüketim eğilimi) modeline dışsal olarak almakta; bu üç unsurun arkasındaki itici gücü ise, girişimci, yatırımcı ve halkın geleceğe dönük beklentilerinin güven derecesi

²⁵⁵ Belirsizlik tipleri hakkında geniş bilgi için; Recep Kök, **İktisadi Düşünce Kavramlarının Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999, ss. 69-65.

²⁵⁶ Riskin çeşitli tanımları ve sınıflandırmaları hakkında bilgi için; Turgutlu, ss. 1-5; M. R. Greene, **Risk and Insurance**, Second Edition, South-Western Publishing Company, Cincinnati, Ohio, U.S.A., 1971, ss. 3-4; A.H. Willet, **The Economic Theory of Risk and Insurance**, The S. S. Huebner Foundation for Insurance Education University of Pennsylvania, U.S.A., 1951, ss. 11-21; C.A. Williams ve R.M. Heins, **Risk Management and Insurance**, McGraw-Hill Book Company, 1989.

²⁵⁷ F.H. Knight, **Risk, Uncertainty and Profit**, Houghton Mifflin Company, Boston ve New York, 1921,

olarak tanımlamaktadır²⁵⁸ Keynes, bekleyişlerin güven derecesini ve belirsizliği aynı anlamda kullanmaktadır; belirsizlik ne kadar fazlaysa, bekleyişlerin güven derecesi de o kadar düşük olacaktır ve iktisadi birimlerin kararları (girişim, yatırım ve tüketim) bu çerçevede belirlenecektir. Keynes'in kurduğu bu bağlantı, belirsizliğin iktisadi çevrimlerin açıklanmasında önemini vurgulamaktadır. Ekonomik aktiviteler, karar birimlerinin bekleyişlerinin güven derecesine bağlı olarak şekillenmektedir, bekleyişlerin güven derecesi yüksek olduğu zaman ekonomi yükselme dönemine girmekte, bekleyişlerin güven derecesi düşük olduğu zaman ise ekonomi durgunluğa doğru yönelmektedir.

Keynes de, Knight gibi, risk ve belirsizliği ölçülebilirlik bakımından birbirinden ayırmakta, belirsizliğin olasılık hesaplarıyla ele alınamayacağını ileri sürmektedir. Bununla birlikte, Keynes'in belirsizlik tanımı, "eksik bilgi" olarak yorumlanabilmektedir. Eksik bilgi, geleceğe ait bilgisizlik kapsamındadır. Bu nedenle, deney sonrası (*a posteriori*) bilgisizlik anlamına gelmemektedir. Keynes'in bu belirsizlik tanımı, spekülasyon güdüsüyle para talebi konusundaki görüşlerine şekil vermiştir. Buna göre, kişiler, faiz oranının yakın gelecekte artacağını tahmin ederlerse, daha fazla kâr edebilmek için ellerinde bir miktar atıl para tutacaklardır. Kişilerin gelecekle ilgili eksik bilgileri, faiz oranıyla ilgili belirsizliğe neden olmaktadır ve onların spekülatif para taleplerini yönlendirmektedir.

Çağdaş iktisat tarihçilerinden Terence W. Hutchison, ekonomi kuramlarında Ricardo'dan itibaren başlayıp Neo-klasik iktisatla devam eden tam bilgi varsayımına ve izlenen yönteme derin eleştiriler yöneltmiştir. Hutchison, iktisattaki tam bilgi varsayımını eleştirirken, kendinden öncekiler gibi yöntemle ilgili arayışlara girmiş, bu süreçte Popper'in "yanlışlanabilirlik kriterini" benimseyip iktisat bilimine taşımıştır. Hutchison, tam bilgi varsayımını reddederken diğer yandan da tam bilgisizliği de uygun bir varsayım olarak görmemekte; her ikisinin de kişileri kendi iradelerini kullanmaktan uzaklaştıracağını bu nedenle iktisat kuramlarını de yanlış yöne sürükleyeceğini savunmaktadır. Bu nedenle, tümdengelimci, hipotetik yöntem yerine ayrıntılı ampirik, tarihi araştırma yöntemlerinin benimsenmesi gerektiğini

²⁵⁸ Alada, s. 80

vurgulamaktadır.²⁵⁹

Buna göre, ekonomi kuramında belirsizlik kavramıyla ilgili temel olarak dört farklı yaklaşım hâkim olmuştur.²⁶⁰ Bunlar şu şekildedir:

– Sayısal olarak ölçülebilir olasılık oranlarına karşılık gelen belirsizlik: Bu yaklaşım, olasılığı, dış dünyaya ait bilgiye ulaşmanın bir aracı olarak görmektedir. Öncülüğünü John F. Muth ve Robert E. Lucas'ın yaptığı “Rasyonel Bekleyişler” akımı da bu görüşü benimsemektedir.

- Sayısal olarak ölçülebilir olasılık oranlarına karşılık gelen ancak bu olasılık oranlarının dış dünyaya değil zihinsel tasarım ve bekleyişlere karşılık geldiği belirsizlik: Öncülüğünü L. J. Savage ve Milton Friedman'ın yaptığı “Beklenen Faydanın Maksimizasyonu” hipotezi de bu belirsizlik tanımını esas almaktadır.

- Sayısal olarak ölçülemeyen olasılığa veya ihtimali bilginin olmadığı duruma karşılık gelen belirsizlik: Bu durumda olasılık zihinsel tasarım ve bekleyişlere karşılık gelmektedir. Ancak, belirsizlikten bağımsızdır. Bu görüşü Keynes ekonomi kuramına taşımıştır ve Keynesyen belirsizlik olarak bilinmektedir.

- Ölçülebilen ve ölçülemeyen belirsizlik: Ölçülebilen belirsizlik, risk ile aynı anlamda kullanılmış ve a priori ve istatistiksel olasılığa dayandırılarak açıklanmaktadır. Ölçülemeyen belirsizlik ise, olasılık veya tesadüfün tatbik edilemeyeceği durum olarak düşünülmektedir. Bu görüş ise Frank H. Knight tarafından ekonomi kuramına kazandırılmıştır.

Belirsizliğin yukarıda yer alan ilk iki tanımı, ölçülebilirliğini vurgulamakta ve böylece bu kavramı “risk” olgusuna indirgemektedir. Ekonomi alanında bu iki tanımlamanın yaygın olarak kabul gördüğü bilinmektedir. Bunun nedeni, istatistiksel ve ekonometrik yöntemlerle uyumlu olması ve böylece ekonomik olayları açıklamada kullanılacak şekilde hesaplanabilmesidir. Paul Samuelson (1973), geleceği geçmişin yalnızca bir istatistiksel yansıması olarak görmektedir ve böylece stokastik süreci ekonomi biliminin vazgeçilmez bir unsuru haline getirmiştir.²⁶¹ Daha

²⁵⁹ Turgutu, s. 10.

²⁶⁰ Alada, s. 11.

²⁶¹ Recep Kök, **İktisadi Düşünce Kavramlarının Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999, s. 47.

sonraları, bu görüşe de eleştiriler getirilmiştir; geçmişten gelen, şu anda var olan bilgilerin geleceği açıklamada ne kadar yeterli olduğu tartışılmaya başlanmıştır. J. M. Keynes (1938) ise geleceğin, geçmiş istatistiklerin kesin bir fonksiyonu olarak ele alınmasına şüpheyle yaklaşmıştır. Benzer olarak J. R. Hicks (1979), geçmiş ve geleceğin birbirinden farklı olduğunu, ortalamalarının alınamayacağını belirtmiştir. Kenneth Arrow (1982) da gerçek hayattaki gelişmelerin, beklenen fayda hipotezinin geçerliliğine şüpheyle bakılmasını gerektirdiğini belirtmiştir.

Belirsizliğin ve riskin ekonomi üzerindeki etkisi, ekonomi biliminin gelişimine paralel olarak farklı tartışmaları beraberinde geliştirmiştir. 1930'lu yıllarda ve 1940'lı yılların başlarında, John Hicks (1931), Jacob Marschak (1938) ve Gerhard Tintner (1941) gibi ekonomistler, çeşitli risklerin, yalnızca ortalamalarına ve varyanslarına bağlı bir fonksiyon (olasılık dağılımı) aracılığıyla sıralanıp sıralanmayacağı konusunda tartışmıştır. Olasılık dağılımlarının sıralanmasıyla ilgili ilk aksiyomatik yaklaşım ise, Frank Ramsey (1931) tarafından geliştirilmiştir. Belirsizliğin riske indirgenerek, beklenen fayda modeli aracılığıyla ekonomi kuramında yerini alması John von Neumann ve Oscar Morgenstern'in 1944 yılında yayımlanan "*Theory of Games and Economic Behavior*" adlı çalışmasıyla gerçekleşmiştir. Buradaki temel katkı, rasyonel davranış varsayımı altında yapılan ekonomik analizlerin, beklenen fayda aracılığıyla, risk altında davranışların belirlenmesi doğrultusunda gerçekleştirilmesi yönündedir.²⁶² Bu yaklaşım, belirsizlik durumunda karar verme (seçim) ve piyasa dengesinin sağlanması yönünde gösterilen ilk önemli çabalardır. İzleyen yıllarda ise belirsizlik, bilgi ve riski ele alan ekonomi kuramları ilgi görmeye devam etmiştir.

Belirsizliğin ekonomi kuramlarıyla somut bir biçimde bütünleştirilmesinin ilk aşaması, belirsizliğin matematiksel olarak tanımlanmasıdır. Belirsizliğin matematiksel olarak tanımlanması, beklenen değer ve olasılık kavramlarıyla yakından ilgilidir. Olasılık ise bir olayın meydana gelme sıklığıyla açıklanmaktadır. Örneğin, bir yazı-tura oyununda tura gelme olasılığı, paranın her atılışında tura gelme hallerinin paranın toplam atılış sayısına oranını ifade etmektedir. Burada,

²⁶² Turgutlu, s. 12.

önceden yapılan gözlemlere dayanarak, bir sonraki sonuca ilişkin bir tahmin yapılmaktadır. Bu durum, kişinin beklentilerini içeren sübjektif bir değerlemeyi yansıtmaktadır. Beklenen değer ise yukarıdaki gibi bir oyuna ödül konulduğunda, oyunun sonucunda elde edilmesi umulan ödüdür.

Ekonomi kuramında genel eğilim, birimlerin daha fazla kazanç güdüsüyle hareket ettikleri yönündedir. Buna göre, ekonomik birimlerin, kazancı kayıplarına göre daha yüksek olan oyunları oynamayı tercih edecekleri varsayılmaktadır. Örneğin, bir oyunun beklenen getirisi kaybından daha yüksekse, birimlerin bu oyuna katılmayı isteyecekleri düşünülmektedir. Bununla birlikte, gerçek hayatta bu görüşün geçerli olmadığı gözlemlenmektedir. Kişilerin, daha fazla kazanç elde edebilecekleri oyunlara yöneldikleri görülmektedir. Kişileri bu tip davranışa iten, kazanma güdüsüdür. Kazanma güdüsü, kişilerin daha fazla risk almalarına neden olabilmektedir. Bununla birlikte, kişilerin kazanma isteği ve yüklenmeyi kabul edecekleri risk arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır.²⁶³

Bazı durumlarda kişiler, yılbaşı çekilişi gibi, küçük bir para karşılığında büyük bir ödül kazanma olasılığı ile bir oyunu kabul ederken, bazı durumlarda ise, riski yüksek oyuna katılmak için büyük bir miktar ödemeyi reddetmektedir. Bu durum, iktisat kuramlarında varsayılan fayda-maliyet analizi yoluyla karar verme koşulu ile çelişmektedir. Belirsizliğin olduğu durumlarda, kişiler, bir oyunun beklenen değerini ve oyunu kaybedecekleri durumda karşı karşıya kalacakları zararı karşılaştırarak eylemlerine yön vermemektedirler. Özellikle kumar veya piyango gibi şans oyunları örneklerinde bu tür çelişkili durumlar gözlemlenebilmektedir. Yazında bu çelişik durumu ilk olarak, Nicholas Bernoulli (1713) ortaya atmış ve daha sonra, “*St. Petersburg Paradoksu*” olarak adlandırılan bu durum, Daniel Bernoulli tarafından çözümlenmeye çalışılmıştır.²⁶⁴

Nicholas Bernoulli'nin St. Petersburg Paradoksu'nun ortaya çıkmasına neden olan oyun şöyle açıklanabilir: Tekrarlı para atmaya dayalı bir yazı-tura oyununun

²⁶³ Ernur D. Abaan, **Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 2002/3, Ankara, 1998, s. 79.

²⁶⁴ Turgutlu, s. 14.

beklenen değeri sonsuzdur. Oyunun beklenen değeri sonsuz olsa da kimse bu oyuna çok büyük bir para yatırarak katılmak istemeyecektir. Paradoks işte bu noktada ortaya çıkmaktadır. Nicholas Bernoulli'nin ortaya attığı bu oyunun değeri, beklenen değerine eşit değildir; ortaya konulan ödül çok büyük olsa da oyuna katılmak cazip değildir.²⁶⁵ Bu oyunda kişilerin, daha fazla kazanç güdüsü varsayımına ters davrandıkları görülmektedir; kişiler sonsuz kazanç sağlama olasılığını reddederek, oyuna katılmamayı seçmektedirler.

Nicholas Bernoulli'den sonra, Daniel Bernoulli, bu paradoksu çözmek için farklı bir yaklaşım geliştirmiştir.²⁶⁶ D. Bernoulli (1738), kişilerin kararlarını, belirsizlik altında oyunun beklenen parasal değerine göre değil, beklenen faydasına göre verdiklerini ileri sürmüştür. Böylece, gelir arttıkça, gelirin marjinal faydasının azaldığı varsayımı altında, böyle bir St. Petersburg oyunu da sonlu bir beklenen faydaya sahip olabilecektir. Bernoulli, bu beklenen fayda değerini, oyunun kişi için değerini gösterdiğinden, “ahlaki değer (moral value)” olarak adlandırmıştır. Oyundan elde edilecek kazançların faydası, kazançların parasal değerinden daha yavaş artacağından, oyunun ahlaki değeri parasal değerinden daha düşük olabilecek böylece paradoksal bir durum oluşacaktır.

D. Bernoulli, St. Petersburg Paradoksu'na çözüm getirmeye çalışırken, beklenen faydanın göz önüne alınması gerektiğini ortaya koyması aynı zamanda burada kardinal bir faydanın kullanılması gerektiğini de belirtmiştir.

2.1.1. Klasik ve Neoklasik Yaklaşımlar

Finansal serbestleşmenin kurumsal dayanağını oluşturan Neo-klasik yaklaşım, yabancı tasarrufların girişi ile yatırım ve büyüme için yeni kaynaklar yaratılmasını öngörmüştür. Sermaye, sermaye gereksinimi içinde bulunan ve bu nedenle de faiz oranları yüksek düzeylerde seyreden gelişmekte olan ülkelere

²⁶⁵ Walter Nicholson, **Microeconomic Theory**, Fifth Edition, The Dryden Press, U.S.A., 1992, s. 246.

²⁶⁶ Belirsizlik altında karar verme kuramlarının gelişiminde, belirsizliğin matematiksel olarak tanımlanmasında ve bu süreçte kullanılacak fonksiyonun biçiminin belirlenmesinde daha geniş bilgi için bkz: Turgutlu, ss. 10-32.

yönelecektir. Sermaye girişleri, yatırımların getiri oranları her yerde eşit oluncaya kadar sürmektedir. Finansal serbestleşme, kaynak tahsisini ve gelir dağılımını düzeltici etkilerde bulunmaktadır. Finansal piyasalar yatırım kararlarının doğru bir biçimde verilebilmesi için fon arzı ve talebi arasındaki uyumu sağlar, bunun için gerekli bilgiyi toplar ve böylece, fon fazlası olanlar doğru kararı verebilmektedir. Böylece kaynaklar etkin dağılmaktadır.

Neoklasik kuram, firmalar, yatırımcılar, piyasa ve hükümet ile ilgili olarak bir dizi varsayıma dayanmaktadır.²⁶⁷

Piyasa Varsayımları

- 1) İşlemler, piyasa olarak adlandırılan tek bir pazar yerinde gerçekleşmektedir.
- 2) Piyasanın yapısı, veri kabul edilmiştir.
- 3) Piyasaya tam bir giriş ve çıkış özgürlüğü vardır.
- 4) Piyasa, sonsuz derecede bölünebilir.
- 5) İşlem maliyeti sıfırdır. Vergiler, ya yoktur, ya da ayrımcılık taşımaz.
- 6) Fiyat hareketleri üzerinde hiçbir kısıtlama bulunmamaktadır.
- 7) Her bir kişi piyasaya göre çok küçüktür. Bu kişinin davranışları piyasada değişim konusu olan miktarlar ve denge fiyatları üzerinde etkili değildir.
- 8) Piyasa tarafından belirlenen tek bir faiz oranı üzerinden sınırsız ödünç alma ve borç verme olanakları vardır.
- 9) Her birey tam bilgi sahibidir.

Firma Varsayımları

- 1) Mülkiyet ve yönetim ayrılmıştır. Yöneticiler, hissedarların refahının

²⁶⁷ Bu konuda daha geniş bilgi için bkz.: Harold Lydall, **A Critique of Orthodox Economics: An Alternative Model**, London, Macmillian Press Ltd., 1998.; Zouache Abdallah, "Towards a New Neoclassical Synthesis? An Analysis of the Methodological Convergence Between New Keynesian Economics and Real Business Cycle Theory", **History of Economic Ideas**, Vol. XII No. 1, 2004.; Woodford Michael, "Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics", **Paper prepared for the conference on Frontiers of the Mind in the Twentieth Century**, Washington, 1999.; R. E. Jr. Lucas, "Monetary Neutrality", Nobel Lecture, **Journal of Political Economy**, 104(4), 1996.; Goodfriend Marvin, "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer", **International Finance** Vol. 5, Issue 2, 2002.; Blanchard Olivier, "The State of Macro" **NBER Working Paper** No. 14259, August 2008.; Philip Arestis, "What is the New Consensus in Macroeconomic", **Is There a New Consensus in Macroeconomics?**, Philip Arestis (Ed.), USA: Palgrave Macmillan, 2007.; Vural Savaş, Keynesyen İktisat Yıkılırken, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984.; Aşıkoğlu, ss. 4-5.

maksimizasyonunu hedef alarak karar verirler.

2) Firmalar, tam rekabetçi sermaye, emek ve ürün piyasalarında faaliyet gösterirler. Bu nedenle, piyasaların hem talep ve hem de arz yönlerinde oligopolcü yada şirket egemenliğine dayalı olanaklar bulunmamaktadır.

3) Firmalar, hangi biçimde olursa olsun sermaye arttırma / koyma maliyetlerine katlanmazlar.

4) Nakit akımları ya kesinlikle bilinmektedir ya da yatırımların getirileri normal dağılım göstermektedir.

Yatırımcı Varsayımları

1) Yatırımcılar, rasyonel ve tüm var olan bilgileri kullanan bireylerdir. Yatırımcılar, belirlilik durumlarında yaşam boyu gelire bağlı yaşam boyu yararı ve belirsizlik durumlarında yaşam boyu beklenen gelire bağlı yaşam boyu beklenen yararı maksimize etmeye çalışırlar.

2) Yatırımcılar, tam rekabet piyasasında optimum koşulları yakalarlar.

Hükümet Varsayımları

1) Hükümet ya hiç vergi koymaz ya da ayrımcılık taşımayan vergiler koyar.

2) Hükümet harcamaları ve vergiler, nakit akımlarını etkilemez ve gerek belirlilik gerekse belirsizlik durumlarında özel karar vericiler tarafından karşılaşılan fırsatları etkilemez.

3) Bütçe, dengededir.

4) Hükümetin düzenleyici, denetleyici ve yürütme işlevleri, ya ihmal edilmiştir ya da geri plandadır. Hükümetin finansal piyasalara ilgisi, özel katılımcıların ilgisinden farklı değildir.

5) Piyasanın yapısı hükümetin eylemlerinden bağımsızdır.

Reel Ekonomi Varsayımları

Ekonominin reel kesimindeki değişimin doğası, finansal piyasalardaki değişimin doğasından bağımsızdır.

Sak'ın (1995) analizine göre, Neo-klasik düşüncedeki piyasaların enformasyonel etkinliği paradigması, piyasalardaki fiyat mekanizmasının gerekli

bilgiyi iktisadi ajanlara tam ve eşit olarak aktardığı tezine dayanmaktadır. Ajanların gereksinim duydukları bilgi piyasalarda hazır ve ulaşılabilir olduğundan bu ajanlar bilgi toplamak için ek bir maliyete katlanmayacaktır. Bu çerçevede, bütün iktisadi ajanlar piyasaların geleceği hakkında bir örnek beklentiye sahip olacaktır.²⁶⁸

Kurama göre, piyasadaki katılımcıların ticari değişimde bulunabilecekleri tek bir genel denge faiz oranı olacaktır. Bir firma, firma değerini maksimumlaştırmak için yatırım yapmaktadır. Optimum noktada, yapılan son yatırım projesinden elde edilen getiri, piyasa faiz oranına eşittir. Tek bir faiz oranına sahip tam rekabetçi bir piyasada, firmanın yatırım kararları, hissedarların tercihlerinden ayrılabilir. Firma, var olan tüm yatırım fırsatlarının bugünkü değerini ve buradan firma değerini maksimize etmelidir. Bu, aynı zamanda, tüketim tercihleri ne olursa olsun paydaşların çıkarlarını da maksimize edecektir.²⁶⁹

Yatırımcılar, var olan tüm araçların getiri oranlarını bileceklerdir. Birim başına getiri eşit olacaktır, çünkü tam rekabetçi bir piyasada yalnızca tek bir getiri oranı vardır ve tüm finansal araçlar, birim getiri açısından aynı fiyata satılacaklardır.

Tam rekabetçi piyasada, bütçe açıklarının ya da fazlalarının dönem içi dağılımının finansal piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Hükümet, salt bugünkü değer açısından değil, aynı zamanda tek tek her dönem içinde denge sağlamak için, her bir dönem eşit miktarda vergileme yapmakta ve harcama yapmaktadır. Hasılanın geri kalan bölümü tüketicilerce harcanmaktadır. Bu nedenle, toplam cari hasıla, yatırım, toplam cari hükümet harcamaları ve cari tüketim arasında dağılmaktadır. Kapalı ekonominin bu basit versiyonunda, özel ve kamu tasarrufu sifıra eşittir.²⁷⁰

2.1.1.1. Geleneksel Yaklaşım: Modiglian Miller Teoremi

Modigliani ve Miller (1958) Teoremi'ne göre (M-M Teoremi), piyasaların

²⁶⁸ Güven Sak, **Public Policies Towards Financial Liberalization**, 1995, s. 16.

²⁶⁹ Aşıkoğlu, s. 6.

²⁷⁰ Robert Barro, "Are Government Bonds Net Wealth?", **Journal Of Political Economy**, Vol. 82, November - December 1974, ss. 1095-1117.

etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon oranını arttırması sonucu ortadan kalkmakta ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Bu teoriye göre, aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet kârları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkânı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj imkânı, kârlılığı nispi olarak düşük olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, kârlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin kârlılığı eşit duruma gelecektir.²⁷¹

Modigliani ve Miller (1963) firmaların mali kaynakları arasında tam ikame olmasından dolayı firmaların iç kaynaklarını kullanma ile dış kaynaklar arasında kayıtsız kaldıklarını ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, firmaların yatırım davranışlarının finansman kaynağından (iç veya dış) bağımsız olduğu görüşünü geleneksel iktisat yaklaşımıyla tutarlı olarak savunmuşlardır.²⁷² Ancak, yatırımların finansman yöntemlerinin firmaların reel faaliyetleri açısından önemli olduğunu yapılan teorik ve ampirik çalışmalar kanıtlamaktadır. Projelerin ayrıntılarıyla ilgili bilginin borç vericisi ve alıcısına asimetrik olarak ulaşması elde edilecek dış kaynağın maliyetinin, firmanın iç kaynaklarını kullanmasının alternatif maliyetine göre daha yüksek olmasına neden olmaktadır. Başka bir deyişle, dışarıdan elde edilen kaynaklar iç kaynaklara oranla daha pahalı olmaktadır. Sermaye açısından yeterli olan bir firmanın dışarıdan borçlanmasının maliyeti sermaye açısından yetersiz olan bir firmaya göre daha düşüktür. Bu bağlamda, firmaların mali yapılarının değişmesine neden olabilecek dışsal şoklar, firmaların reel faaliyetlerini olumsuz bir biçimde etkileyerek ekonomideki kaynak dağılımını değiştirmektedir. Bu çerçevede, kaynakları etkin olarak tahsis eden bir finansal sistemin varlığının ekonominin büyümesini olumlu yönde etkilemesi beklenebilir.²⁷³

M-M teoreminin temel varsayımları şunlardır:

²⁷¹ K. Giesecke ve L. Goldberg, "In Search of Modigliani-Miller Economy", **Journal of Investment Management**, 2, 2004, s. 3.

²⁷² F. Modigliani ve M. Miller, "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Corection", **The American Economic Review**, 3, 1963, s. 48.

²⁷³ TUSİAD, **Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 2005 Yılı Raporu, 2005, s. 77.

1. Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur.
2. Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
3. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır.
4. Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Bu yaklaşıma göre: (i) firmanın piyasa değeri, nakit girişlerinin, riski de dikkate alan bir iskonto oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir, (ii) ucuz yabancı kaynak maliyeti öz sermaye maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır, (iii) yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır.

Bu konuda yapılmış çalışmalar oldukça azdır. Yapılan çalışmalar da ise, konu daha çok teorik olarak ele alınmış ve yeterli ekonometrik veya istatistiksel analizler yapılmamıştır.²⁷⁴ M-M Teoremi'ne en büyük eleştiri, Stiglitz tarafından yapılmaktadır. Stiglitz (1969), çalışmasında M-M Teoremi'nin geçerli olabilmesinin M-M Teoremi'nin varsayımlarından daha çok genel şartlara bağlı olduğunu vurgulamıştır. Çalışmanın geçerliliği, riske ve piyasalardaki rekabete bağlıdır. Stiglitz'e göre gerçekte firmalar eksik rekabet şartları altında çalıştıklarından faizlerin yükselmesine, faizlerin yükselmesi ise M-M Teoremi'nin geçerliliğini yitirmesine neden olmaktadır.

Gottardi (1995), Stiglitz'in M-M Teoremi'nin eksik rekabet şartları altında geçerliliğini yitirdiğini irdelediği çalışmasını daha da geliştirmiştir. Bunun temel sebebi, menkul değerlerden kaynaklanan kazançların hem sermaye yapılarını hem de reel değerlerini etkilemesidir. Böylece bir belirsizlik ortaya çıkmakta, dolayısıyla M-M Teoremi geçersiz hale gelmektedir.

²⁷⁴ Daha geniş bilgi için bkz. M. Belhaj ve D. Bertrand, Optimal Investment under Credit Constraint, **Gremaq University Working Paper**, 2006.; A. Cunha "Implications of the M-M Theorem for the study of exchange rate regimes", **IBMEC Economics Discussion Papers**, No: 2006-03, 2006.; I. Claus ve A. Grimes, "Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission mechanism: A Critical Review", **New Zealand Treasury Working Paper**, No. 03/19, 2003.

Claus ve Grimes (2003) ise M-M Teoremi'ni asimetrik bilgi altında incelemişlerdir. Claus ve Grimes'e göre asimetrik bilgi altında, bilginin maliyeti artmaktadır. Bu durumda, bankalar kredi verme konusunda gönülsüz olmaktadır. Bu durum da M-M Teoremi geçersiz hale gelmektedir.

2.1.1.2. Modern Yaklaşım: Mckinnon-Shaw Yaklaşımı

McKinnon ve Shaw'a göre, bir ülkede finansal piyasaların fiyat denetimleri vb. yöntemlerle etkin bir biçimde çalışmasına izin verilmiyorsa, o ülkenin finansal sistemi baskılanmış demektir (*Finansal Baskı Kuramı*).²⁷⁵ McKinnon ve Shaw, genel olarak, Keynes ve Tobin'in yaklaşımlarına karşı finansal baskının ekonomik kalkınma ve büyümeye zarar verdiğini ortaya koyan kuramsal bir çerçeveyi savunmuşlardır.²⁷⁶ Kuramda, baskılanmış finansal piyasa, sermaye piyasalarının işleyişini düzenleyen hükümet müdahaleleri ile nitelendirilmektedir. Bu müdahalelerin en tipik biçimleri; faiz tavanları, yüksek karşılık oranları ve selektif kredi politikalarıdır. McKinnon-Shaw'a göre, faiz oranlarına sınırlama getirilmesi, ekonomide dört ayrı kanamaya yol açmaktadır. *İlk olarak*, faiz oranları olması gereken düzeyden daha düşük bir düzeyde olduğu için, bu durum cari tüketim lehine bir dürtü oluşturmaktadır. Bu durumun doğal sonucu ise, tasarruf hacminin toplumsal açıdan olması gereken düzeyinin altında gerçekleşmesidir. *İkinci olarak*, tasarrufçular tasarruflarını düşük faiz oranları nedeniyle banka mevduatı olarak tutmak yerine altın ve döviz gibi organize olmamış piyasalarda değerlendirirler. *Üçüncü olarak*, düşük faizle kredi alanlar göreceli olarak sermaye yoğun projelere yatırım yapabilir. *Dördüncü olarak* ise, potansiyel olarak kredi alacak olanlar, piyasa ekonomisi koşulları altında oluşacak kredi faiz oranlarını karşılayabilecek kadar getirisi bulunmayan yatırım projelerinin sahiplerinden oluşabilir. Bankaların yatırım projelerini değerlendirme sürecine, rassallık olgusu girdiği zaman, kredi kullandırabilen bazı yatırım projeleri piyasa faiz oranlarının öngöreceği düzeyin altında bir kârlılık oranına sahip olacaktır.²⁷⁷

²⁷⁵ Ronald I. Mckinnon, **Money and Capital in Economic Development**, The Brooking Institution, Washington, 1973, 69.

²⁷⁶ Burak Atamtürk, "Finansal Liberalizasyonun Etkileri", **İktisat Dergisi**, Sayı: 438, Haziran 2003, 42.

²⁷⁷ Maxwell Fry, "In Favour of Financial Liberalization", **The Economic Journal**, 107, Mayıs 1997,

McKinnon'a (1973) göre, firmalar ve yöneticiler birbirinden yalıtılmıştır. Firmalar ve yöneticiler sermaye ve mala göre farklılık gösteren efektif fiyatlara karşı durmak zorundadırlar. Firma ve yöneticiler aynı teknolojiyi kullanmamaktadırlar. Organize finansal piyasaların olmadığı varsayılırsa yatırımcılar (firmalar) ve tasarruf sahipleri (yöneticiler) arasında bir ayırım olmaksızın bütün ekonomik birimler otofinansman yoluyla ayakta durmak zorundadırlar. Bu aşamada, yatırımcı ve tasarruf sahipleri birbirlerine borç vermemekte ve birbirlerinden borç almamaktadırlar. Yatırım bir ön birikim gerektirmemektedir. Bu durum, iki ayrı görünüm arz edebilir: reel üretkenliği olmayan aktif biçimde bir tasarruf ya da reel nakit para. Reel nakit paranın (banka mevduatları) reel karşılıkların-mevduatlara uygulanan faiz oranlarının artan bir fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Bu oran yüksek olduğu sürece yatırımlara teşvik artmaktadır. Para ve sermaye birbirinin yerine geçmekten öteye birbirini tamamlar durumdadırlar. McKinnon, kısmen parasallaşmış bir ekonomi betimlemektedir. Nominal faiz oranlarını arttırmak ya da enflasyonu düşürmek yoluyla reel faiz oranını arttırmak, bir tasarruf piyasası yaratmak suretiyle ekonominin parasallaşması sürecini başlatacaktır. Shaw ise, "borcun aracılılandırılması" modelinde mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek, bankacılık piyasasının kredi kapasitesini arttırdığını göstermektedir. Bu ise yatırımları uyarmaktadır.²⁷⁸

Bu kuramda, faiz oranlarının denetim altında tutulması, tam rekabet piyasalarındaki düzeylerine göre, hem yatırımları, hem de tasarrufları azaltmaktadır. Bunun yanında, bankalar potansiyel olarak yüksek getirili projelerden risk primi tahsil edemedikleri için, faiz tavanları ekonomide risk alma eğiliminin azalmasına ve yatırımların ortalama getirilerinin düşmesine neden olmaktadır. Son olarak, enflasyonist koşullarda faizlerle ilgili düzenlemelerin yeteri kadar değiştirilememesi de negatif faiz oranlarına yol açmaktadır ve bu da borç para verme isteğini caydırmaktadır.²⁷⁹

Faiz oranlarının baskı altında olmasının etkileri Şekil 2.1'den de

s. 755.

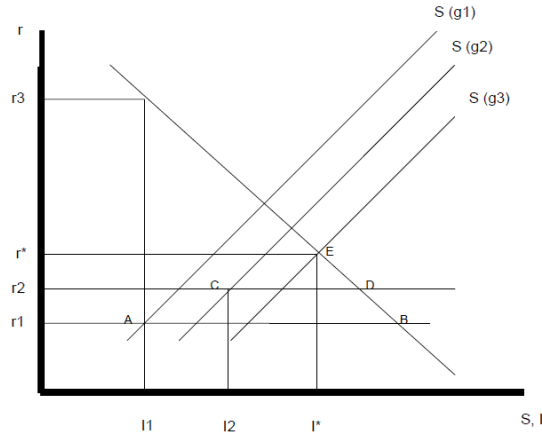
²⁷⁸ McKinnon, ss. 5-56

²⁷⁹ McKinnon, ss. 11-12.

görülebilmektedir. Yatırımın (I) reel faiz oranının azalan bir fonksiyonu, tasarrufun (S), milli gelir (g) ve reel faiz oranının (r) artan bir fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Şekilde, $g_1 < g_2 < g_3$, $r_1 < r_2 < r^*$ ve $r^* : I^* = S^*$ (Denge Faiz Oranı) olarak kabul edilmektedir.

Başlangıçta, ekonominin büyüme oranının g_1 olduğu varsayılmaktadır. r_1 'de (banka mevduatlarına uygulanan faiz oranları), tasarruflar I_1 'e eşittir. Bankalar kredi faizlerini istedikleri düzeyde sabitleyebilirler, bu durumda faizler, (I1 yatırımları için) r_3 'te sabitlenecektir ve düzenlenmiş fakat rekabetçi bankacılık sektörü tarafından el konulan ($r_3 - r_1$) arasındaki marj, fiyat dışı rekabet işlemlerini finanse etmekte kullanılabilmektedir.

Şekil 2.1: Finansal Baskının Yatırım ve Tasarruflar Üzerindeki Etkisi



Kaynak: Baptiste VENET, (Çev: Canan ÖZATAY), “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme, Literatüre Bir Bakış”, İktisat Dergisi, 2003 Haziran, Sayı: 263, s. 60.

Hükümet açısından bazı öncelikli sektörlerde borcun maliyetini kısararak yatırımcıyı teşvik etmek söz konusudur. r_1 oranı hem mevduat oranına hem bankalardaki kamu borçlarının oranına eşittir. Bu oranda, tasarruflar I_1 'de sabitlenmekte ve I_1 düzeyinde bir yatırıma olanak vermektedir. AB doğru parçasına eşit miktarda yatırıma yanıt verilememektedir. Bu aşamada kredi sınırlandırılmıştır ve girişimcilerin bir kısmı kârlı olabilecek yatırımları finanse edememektedirler. Finanse edilmiş projelerin reel faiz oranı r_1 'den daha fazla bir verimlilik oranına sahip olacağı varsayılabilmektedir. Kredilerin sınırlandırılması bankaları ihtiyatlı olmaya zorlamakta ve daha az riskli projeleri tercih etmeye yönlendirmektedir. Bu

tutum, bankacılık sektörünün daha riskli projelerin finansmanı için risk primini karşılamadaki yetersizliği ile açıklanabilmektedir. AB bölümünde ise, verimliliği yüksek ancak daha riskli bir dizi proje bulunabilmektedir. Bu projeler, finansman zorluğundan ötürü gerçekleşmemektedir. r_1 'den r_2 'ye geçiş bankacılık sektörü üzerindeki baskının hafiflediğini göstermektedir. r_2 , oranların kontrol altında tutulduğu bir duruma karşılık gelmekle birlikte, oranı daha yüksek bir noktada sabitleyerek karşılanmamış talep ($CD < AB$) halini almaktadır. r 'nin r^* 'a eşit olduğu yerde, karşılanmamış yatırım talebi ortadan kalkmaktadır. Ekonominin büyüme oranı g_3 'e gelmiştir.

Baskılanmış bir finansal sistemde enflasyonun da etkisi ile reel faiz oranları negatif olabilmektedir. Kamu borçlanmasının bu düşük ve negatif faizlerle yapılma olanağı, baskılamayı özellikle bütçe açıkları yüksek olan gelişmekte olan ülkeler için çekici bir finansman yöntemi haline getirmiştir. Ayrıca, bu ucuz kredi çeşitli yöntemlerle öncelikle sektörler aktarılmıştır. Aynı zamanda, bu sektörler finansal sistemin bir diğer ayağı olan döviz kurunun denetimleri ile de korunmuştur. Aşırı değerlendirilmiş yerli para politikası ile bu sektörler ucuz ara malı girdisi sağlamak amaçlanmıştır. Böyle bir ortam, her şeyden önce tasarrufların miktarını azaltmaktadır. Finansal baskılamının en önemli sonucu tasarrufların azalmasının büyümeyi yavaşlatması ve işsizliğe yol açmasıdır. Ayrıca, düşük faiz oranları nedeni ile kredi talebi aşırı artmakta ve ekonomi, kredi tayinlaması olgusu ile karşı karşıya kalmaktadır.²⁸⁰

Öte yandan, McKinnon-Shaw'a göre, bazı girişimcilerin düşük faizli krediye ulaşabilmesi ve kullanabilmesi, bazılarının ise kullanamaması ekonomide ikili bir yapıya yol açmaktadır. Düşük faizli krediyi kullanan yatırımcılar doğal olarak getirisi yüksek projelere, ötekiler ise yalnızca kendi fonları ile ayakta durabildiklerinden geleneksel üretim teknikleri ile düşük getirili projelere girişebileceklerdir. Bir bütün olarak bakıldığında ise, yatırımların marjinal getiri oranı, maliyetlere eşit olmayacaktır. Bu yapı aynı zamanda, gelir eşitsizliğine de yol açacaktır. Bir yandan, ekonomik rantın büyük bir kısmı düşük faizli kredi kullanıp, yüksek getirili projelere

²⁸⁰ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s. 42.

girişebilen yatırımcılara gidecektir. Öte yandan ise, sermaye yoğun üretim vasıfsız işgücüne olan talebi azaltacağından işsizlik artacak ve/veya vasıfsız işgücü ücretlerinde düşüş ortaya çıkabilecektir.²⁸¹

McKinnon ve Shaw, finansal baskı altındaki bir ekonomiye model çözüm olarak, bir yandan fiyat düzeyinin uygun makroekonomik önlemlerle kararlı kılınırken, bir yandan da reel faiz oranlarının ucuz kredi tahsis yetkilerini, faiz oranı tavanlarını, kanuni rezerv yükümlülüklerini tasfiye edecek biçimde pozitif ve daha yüksek tutulmasını önermektedirler. Bu noktada, yurtdışı tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, sermaye fiyatının kısıtlı olduğunu daha iyi görebilecekler ve yatırımların kârlılığındaki büyük yayılmayı azaltacaklardır. Benzer biçimde, reel faiz oranlarının denge seviyesine yaklaşmasıyla yurt içi fiyat düzeyi kararlılığa kavuşacaktır. Bu aşamada, finansal akımlar döviz kurunun daha az hareketli-oynaklaşmasına neden olacak, nominal ve reel faiz oranları ise çok az sayıda dalgalanmaya maruz kalacaktır. Böylece, ticarete konu malların ikamelerini üretenler, güvenli bir biçimde, hem daha kârlı, hem de daha uzun vadeli yatırımlara yönelebileceklerdir.²⁸²

McKinnon ve Shaw yaklaşımı bir Neo-klasik yaklaşım olarak finansal sistemin etkinliğinin ekonomik etkisini ilk ortaya koyan yaklaşımdır. Bu yaklaşım içinde, bu konu açık bir şekilde işlenmemiş olmasına karşın ekonomide tasarruf artışına bağlı olarak ortaya çıkacak etkiler yanında doğrudan finansal serbestleşme ile finansal kurumların etkinliğinin artacağını belirtmektedir. Bu yolla da ekonomide genel etkinlik artışının ortaya çıkacağını belirtmektedir. Finansal serbestleşme söz konusu yaklaşıma göre, finansal kurumların ekonomideki fonların endüstriler arası dağıtımında etkinliği arttıracığını ortaya koymuştur. Bu etkinlik artışı, Shaw tarafından finansal derinleşme olarak adlandırılmaktadır. Bu anlamda finansal kurumların etkinliğinin artışı finansal derinlik olarak da tanımlanabilmektedir.

2.1.2. Keynesyen Yaklaşımlar

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan iktisat politikalarının en önemli ortak

²⁸¹ Fry, ss. 30-38.

²⁸² McKinnon, s. 12.

özelliklerinden birisi, finansal piyasalara devlet müdahalesidir. Bunun hem ekonomik hem de politik nedenleri bulunmaktadır. *Tobin'e göre*, para ve büyüme arasında bir bağlantı bulunmakta olup, hane halkları tasarruflarını para ve sermaye malları arasında dağıtırlar. Sermaye mallarının getirisi faizden büyük olduğu sürece girişimciler verimli sermaye malları yatırımına yönelirler. Bu bağlamda, faizin düşük olması, verimli sermaye malları yatırımını hızlandıracak ve toplumsal refahın artmasına neden olacaktır. Bu refah artması ise, ancak mevduat faizlerinin düşük tutulması, paranın vergilendirilmesi ya da enflasyon oranının artırılması ve para stokunda büyüme yaratılması ile mümkün olacaktır.²⁸³

Keynes'in "likidite tercihi" teoreminde ise, faiz oranı likidite tercihi düzeyinde iken, para politikalarının etkisi bulunmamaktadır. Bu durumda, insanlar olası bir faiz artışı durumunda gönençlerinde bir azalma olmaması için paralarını yatırımlarda tutmak yerine, para olarak tutacaklardır. Faizleri daha da düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak mümkün olmadığından, bu denge gelirin/tasarrufun düşmesi ile sağlanacaktır. Keynes, tam istihdamda bulunan bir ekonomide bu dengenin gelir/tasarruf azalışı ile değil, faiz oranlarının devlet tarafından kontrol edilmesi ile sağlanmasını önermektedir. Bu durumda, tasarruf-yatırım dengesine düşük faiz hadlerinde maliye politikaları aracılığıyla yatırımlar uyarılarak ulaşılabilecek ve tam istihdam gelir düzeyi sağlanacaktır.²⁸⁴

2.1.2.1. Yeni Keynesyen Model(ler)

Grossman ve Stiglitz (1980), bilginin piyasalarda aynı anda dağıtılması durumunda bilgi üretimi ve üretilen bilgiyi elde etmenin bir getirisinin olmaması gerektiğini ileri sürmektedirler. Onlara göre, bilgi piyasalarındaki denge fiyatı aracılığıyla hazır ve maliyetsiz olarak dağıtılıyorsa hiçbir iktisadi ajan bilgi elde etme dürtüsüne sahip olmayacaktır. İktisadi ajanların bilgi arayışına girmemesi durumunda kimseye özel bilgi olmayacağından fiyat mekanizması piyasalardaki gerekli bilgiyi tam olarak sağlayamayacaktır. Çünkü fiyat mekanizması özel bilgileri ayrıntılandırılarak sunmak yerine elde edilebilir bütün bilgiyi toplulaştırmış

²⁸³ James Tobin, **Money and Economic Growth**, *Econometrica*, 33(4), 1965, ss. 671-684.

²⁸⁴ Fry, ss. 9-12.

piyasalarda karmaşık sinyaller olarak dağıtmaktadır.

Fazzari'ye (1999) göre, finansal krizleri açıklamaya çalışan yaklaşımlar Yeni Keynesyen Asimetrik Bilgi Yaklaşımı ile değişime uğramıştır.²⁸⁵ Asimetrik bilgi yaklaşımının özü, Stiglitz ve Weiss'in 1981 yılında oluşturdukları modelle açıklanmaktadır. Model, finansal piyasalarla ekonominin reel yönünden farklı olduğunu, kapitalist ekonominin temel olan serbest ve rekabetçi piyasaların reel sektör için geçerli olmasına karşın, finansal piyasalar için geçerli olamayacağını ifade etmektedir. Bugünkü paranın gelecekte belirli bir getiriyle geri ödenmesi için değişimine aracılık eden finansal piyasaların önemli fonksiyonu fonları tahsis edip, onun kullanımını izlemek için bilgi toplamak, bu bilgiyi işlemek ve ilgili birimlere iletmeğidir.²⁸⁶

Stiglitz'e (1998) göre, piyasalarda belirsizliğin bulunması ve gelecek piyasalarının yetersizliği zamanlar arası para değişimini riskli kılmaktadır. Borçlunun tipi ve kredinin tahsis edildiği projenin riski hakkındaki bilgi önemlidir. Bu bilgiyi elde etmek ise maliyetlidir. Bu maliyet de "*Piyasa Tökezlemesi*"ne neden olmaktadır. Bilgi kamu malı olduğundan, bir finansal kurumun borçlunun ödeme kapasitesi hakkında bilgi edinmesi ve buna göre tavır alması durumunda piyasadaki öteki aktörler de aynı tavrı alacak ama maliyete katılmayacaklardır. Bilginin tam paylaşılmadığı piyasalarda ise tersi seçim ve ahlaki riziko sorunları nedeniyle piyasanın tökezlemesi kaçınılmaz olacaktır.

Stiglitz ve Weiss (1981) yaklaşımında, kredi piyasası kredi tayinlaması tarafından karakterize edilmektedir. İkilinin kurdukları mekanizmaya göre, bankaların kredilere uyguladıkları faiz oranı kredilerin riskini iki yönlü olarak etkileyebilir.

1. Potansiyel kredi talebinde bulunanları sınıflandırarak / derecelendirerek (Adverse Selection-Tersi Seçim)

2. Kredi talebinde bulunanların davranışlarını etkileyerek (Moral Hazard-

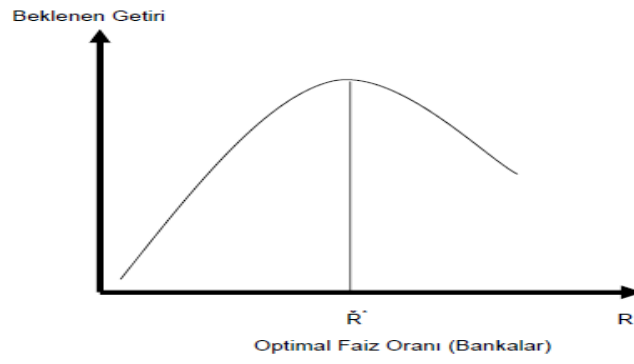
²⁸⁵ Steven Fazzari, "Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?", **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No. 278, 1999, s. 52.

²⁸⁶ Joseph Stiglitz, "The Role of the Financial System in Development", **Presentation at the Fourth Annual Bank Conference in Latin America and the Caribbean**, San Salvador,

Ahlaki Tehlike veya Ahlaki Risk).

Kredi talebinde bulunanlar farklı geri ödeme güç ve olasılıklarına sahip olmalarına karşın bankalar kredi talebinde bulunanlar arasında “iyi” ve “kötü” ayrımını yapamamaktadırlar. Bu yüzden fiyatlar bir perdeleme görevi görürler. Daha yüksek fiyatlar kredi isteminde bulunanların daha riskli projeleri tercih etmesine yol açacaklardır.

Şekil 2.2: Yüksek Faiz-Riskli Proje Seçimi



Kaynak: Joseph STIGLITZ ve Andrew WEISS, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, 1981, s. 71.

Şekil 2.2'ye göre, bankalar daha yüksek riske girmeyi tercih ettiklerinden dolayı, faiz oranları \check{R}^* 'nin üstünde olduğu bölgede fiyat mekanizması piyasayı temizlemeyebilir. Bundan dolayı, talebin faiz oranlarını \check{R}^* 'nin üstüne ittiği zamanlarda bankalar için en iyi strateji kredilerini tayınlamak olacaktır. Kredi tayınlama politikaları ile birlikte, eşit şartlara sahip kredi isteminde bulunanlar veri alındığında, bazıları kredi alabilecekler, bazıları ise daha yüksek faiz oranları talep etmeleri halinde bile kredi alamayacaklardır.

Kurama göre asimetri biçimleri şunlardır:

- Ters seçim (1); yüksek faiz oranı, daha yüksek riskli ödünç alıcıları kendine çeker.
- Ahlaki tehlike; yüksek faiz oranı, firmaları daha riskli projeleri seçmeye yöneltir.

- Ters seçim (2); yüksek teminat daha yüksek riskli ödünç alıcıları cezbeder.
- İzleme/takip tayinlamaya neden olur.

Kurama göre, bankaların karşı karşıya kaldığı temel bilgi sorunu, kredi olarak verilen paranın nasıl kullanıldığını bilmemeleridir. Greenwald, Stiglitz ve Weiss'e göre (1984), ödünç alanlara yüklenen faiz oranlarındaki bir artış genellikle bunların finanse ettiği projelerin ortalama riskini arttırmaktadır. Bu, ödünç alanların daha riskli projeleri tercih etmesinden ya da riski olmayan projelerin daha az çekici hale gelmesinden ve böylece bu projeleri gerçekleştirmeyi düşünen yatırımcıların kredi için başvurmalarından kaynaklanabilir. Kredilerin riskleri üzerindeki etki bankanın faiz oranlarını arttırmak suretiyle uygun bir kazanç elde etmesini sağlayabilir. Böylece, borç verilebilir fonlar için aşırı bir talebin olduğu faiz oranında banka kârını maksimize edebilir. Öte yandan, kredi piyasası tam rekabetçi bir yapıya ve mükemmel bilgiye sahipse kredilerin etkin bir biçimde kullanıcılara aktarılması beklenecektir. Bu özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı aracılığıyla sağlanacaktır. Bu, tam bilgi yerine asimetrik bilginin olması durumunda ise mümkün olmayacaktır.²⁸⁷

Caprio'ya (1998) göre, kredi piyasasında fon sağlayanlar fon kullanıcılarını kolaylıkla izleyemezler. Öte yandan, verilen kredinin amacına uygun bir biçimde kullanılıp kullanılmadığı hakkında da bilgi sahibi değildirler. Aynı durum, fon talebinde bulunanlar açısından bakıldığında da geçerlidir. Onlar da aldıkları kredinin getirisini fon sağlayandan daha iyi bilmekteler ancak finans kuruluşunun faaliyetlerini tam olarak izleyememektedirler. Kredi piyasasındaki var olan bu bilgi asimetrisi, piyasa oyuncularını yakından etkilemektedir. Bu durumda, çoğu zaman likit olmayan ve farklı piyasalarda kolayca el değiştirmeyen banka kredileri piyasada dengenin oluşmasını olumsuz olarak engellemekte ve ekonomik, finansal kırılganlığı arttırmaktadır.

Stiglitz ve Weiss'e (1981) göre, asimetrik bilginin temel kaynağı, kredilerin

²⁸⁷ Bruce Greenwald, J. Stiglitz ve A. Weiss, "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", **American Economic Review**, Vol.74, No.2., 1984, s. 195.

nasıl kullanıldığı konusunda bilgi eksikliğidir. Bankalar bu bilgi eksikliği karşısında kredi sınırlamasına girmektedirler. Bu durum, ödünç verilen fonların faiz oranının ex-ante olarak kredi talebi ve arzının eşitlenememesi durumu olarak tanımlanabilir. Kredi tayinlaması geçici ya da sürekli olabilir. Geçici tayinlama durumunda, piyasadaki talebi ve arzı dengeleyebilecek faiz oranından farklı olmasına yol açan geçici engeller söz konusu olmaktadır. Sürekli tayinlama durumunda ise, kredi talebi fazlalığı ile karşılaşan bankalar, bu talebi karşılamak için faiz oranlarını yükseltmek istememektedirler.

Stiglitz ve Weiss (1981), ödünç alanlara yüklenen faiz oranlarındaki bir artışın bu yatırımcıların finanse ettiği projelerin ortalama riskini arttırdığını göstermiştir. Bu durum, ortalama sermaye maliyetinin yükselmesi sonucu ödünç alanların daha riskli projeleri tercih etmesinden veya daha düşük, bu nedenle, getirisi düşük projelerin daha az çekici hale gelmesi, bu projeleri gerçekleştirmeyi düşünen yatırımcıların kredi için müracaat etmemelerinden ileri gelmektedir. Bu durumlarda, kredi almaya istekli olanların riski en yüksek yatırımcılar olacağı (tersi seçim) veya kredi alan kişilerin, kredi veren açısından kabul edilemeyecek yüksek riskli projelere yatırım yapması (ahlaki tehlike) çok olasıdır. Bu durum ise, kredilerin geri ödenmeme riskini arttırmakta ve sonuç olarak, finansal kararsızlığa yol açmaktadır.

Besanko ve Thakor'a (1987) göre, kredi tayinlamasını önlemenin önemli bir yolu ipotek kullanımıdır. Sınırsız ipoteye sahip yatırımcılar için kredi tayinlamasına gidilmemektedir. Ancak, yüksek riskli projelere sahip yatırımcılar, yüksek riske sahip olduklarını bildiklerinden aldıkları kredilere ipotek gösteremeyecekler, bu nedenle kredilerin ortalama riski düşecektir.²⁸⁸

Öte yandan, Bernanke ve Gertler'e (1989) göre, net işletme sermayesi de ipoteye benzer sonuçlar doğurmaktadır. İşletme hissedarları net işletme sermayesine göre borçlarına sahip çıkma ya da cayma haklarını kullanmaktadır. Net işletme sermayesinin düşmesi, işletme sahiplerinin ve yöneticilerin aşırı yüksek risk alınarak, durumdan kurtulma yollarını aramalarına neden olmaktadır. Bu ise ahlaki tehlike

²⁸⁸ D. Besanko ve A. Thakor "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", *International Economic Review*, Vol. 28, 1987, ss. 671-689.

sorununa yol açmaktadır. Net işletme sermayesinin düşmesi, piyasada aşırı riske sahip kötü yatırımcıların oluşmasına yol açtığı için, bankalar bu asimetrik bilgi sorunu nedeniyle kredi tayinlaması yoluna gitmektedirler. Bu ise tersi seçim sorununu doğurmaktadır.

Yetersiz enformasyon ve aksak rekabet piyasaların bulunduğu piyasalarda piyasa tökezlemesinin önüne geçmek ve pareto optimali (ikinci en iyi) seviyesinde bireyleri daha iyi bir refah seviyesine getirmek için bazı alanlarda devletin finansal piyasalara karışması gerekmektedir.²⁸⁹

Yetersiz enformasyonun veri olduğu piyasalarda finansal kısıtlama, dört kanaldan ekonomik etkinliği daha da arttırmaktadır. Birincisi, daha düşük faiz haddi kredi müşterilerinin ortalama kalitesini artırır. İkincisi, finansal kısıtlama sermaye maliyetini düşüreceğinden borçlu firmanın piyasa değerini yükseltir. Üçüncüsü, finansal kısıtlama ekonomik büyümeyi hızlandırmak için ihracata yönelik sektörlerde, örneğin performans kriterine dayalı olarak kaynak tahsisatında kullanılabilir. Dördüncüsü de, doğrudan kredi programları ile teknolojinin hızla geliştiği sektörlerde borç verilmesi sağlanabilir.

Finansal kısıtlama politikasında temel ilke, özel sektörün kendi içinde fon yaratmasıdır. Devletin özel sektörden kendisine rant aktarması söz konusu değildir. Bu rantların amacı, sosyal olarak faydalı özel sektör projelerinin de hayata geçirilmesidir. Düşük faiz oranlarında kârlılığı düşük sosyal amaçlı yatırımlar hayata geçirilebilir. Kredilerin ödenmemesi riski azaltabilir. Böylece bankaların lisans bedeli artar. Bankaların sağlamlığının denetiminde, finansal serbestleşmenin sonucu olarak kaybedilen lisans bedelinin bir ikamesi olarak sermaye yeterlik şartı yeterli bir araç değildir. Pareto etkinliği, krizden kaçınmak için mevduat sigortasının uygulanmadığı durumlarda her iki aracın da (sermaye yeterlik şartı ve lisans bedelini yüksek tutmak için faiz kısıtlaması uygulaması) aynı zamanda kullanılmasını gerektirmektedir.²⁹⁰

²⁸⁹ Joseph Stiglitz, **Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy and Economic Advice**, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, 1998, ss. 1-12.

²⁹⁰ Stiglitz, ss. 1-12.

Finansal serbestleşmenin uygun bir kurumsal altyapı olmadan ve uygun makro ekonomik koşullara ulaşılmadan yapılması, sorunların daha da büyümesine yol açmaktadır. Özellikle, finansal piyasaların oldukça sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal yeniliklere uygun düzenlemelerin yapılmaması sermaye giriş-çıkışlarını arttırmakta ancak bu sermaye genellikle uzun vadeli sermaye yerine “sıcak para” olarak adlandırılan kısa vadeli sermayeden oluşmaktadır. Bu tür sermaye, ekonomik kararlılığı olumsuz etkilemekte ve genellikle sabit kur rejiminin terk edilmesine yol açarak büyük maliyetlere neden olmaktadır. Öte yandan, finansal piyasalardaki şeffaflık ve denetim eksikliği asimetrik bilginin oluşmasına ortam hazırlamaktadır.

2.1.2.2. Post Keynesyen Model(ler)

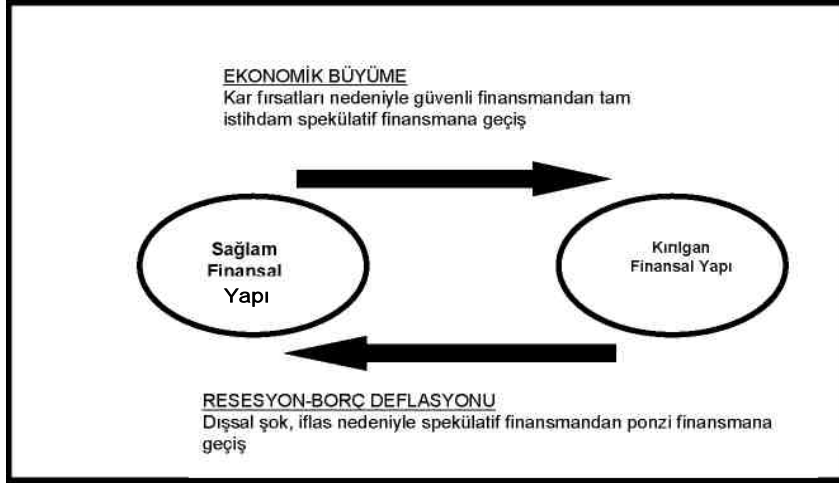
Fazzari’ye (1999) göre, finansal krizin ortaya çıkış nedeni, birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modellerinde ifade edilen; yanlış uygulanan makroekonomik politikalar, ahabap-çavuş kapitalizmi, asimetrik bilgi vb. olmakla birlikte asıl neden, kapitalist ekonominin doğasından kaynaklanmaktadır. Fazzari (1999), aynı zamanda, üçüncü nesil modellerde finansal kararsızlık ve spekülasyon atakların finansal sektörün doğasından kaynaklandığını ifade etmektedir. Kapitalist ekonomide, finansman-harcama ilişkisi, kararsızlığı arttırmanın ötesinde kararsızlığın asıl kaynağıdır.²⁹¹

Asıl olarak Minsky (1982, 1986) tarafından geliştirilen görüşlere dayanan Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımı, aşırı büyüyen bir ekonomide, finansal krizler ve firmaların finansal yükümlülükleri arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Post Keynesyen Kırılganlık Yaklaşımı, finansal sistemin sağlam ve kararlı bir yapıdan kırılgan ve kararsız bir yapıya doğal olarak dönüştüğünü ileri sürmektedir.²⁹²

²⁹¹ Fazzari, ss. 6-10.

²⁹² Hyman Minsky, **Stabilizing an Unstable Economy**, Nev Haven, Yale University Press, 1986, 219.

Şekil 2.3: Post Keynesyen Finansal Kırılganlık (Kapalı Ekonomi)



Kaynak: Jose SILVA, “Currency Crises in Emergent Markets and Minsky Financial Fragility Theory: Is There a Link?”, **Department of Economics, Working Paper**, Washington University, Working Paper, 2002, s. 13.

Wolfson’a (2002) göre, ekonomi büyürken beklentiler olumlu yönde değişmekte, iyimserlik artmakta, risklilik hakkındaki düşünceler göz ardı edilmekte, finansal varlıkların fiyatları ve spekülasyon artmaktadır. Bütün bu hususlar ekonominin ve finansal sistemin kırılganlığını arttırmaktadır. Uzun vadeli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarından büyük olduğu sürece; firmalar kısa vadeli borçlanma yoluna gideceklerdir. Bu durumda yatırımcılar uzun vadeli yatırımlarını kısa vadeli borçlanma ile karşılayacaklardır. Geleceğin belirsiz olduğu bir ekonomide aniden ortaya çıkan bir olay (bir şirketin iflas etmesi, bir banka paniği vb.) iyimser beklentileri birden tersine çevirecektir. Bu tür faktörler genelde finansal varlıkların bugünkü değerini azaltan ve ekonomi aktörlerinin borçlarını geri ödeme kapasitesini zorlaştıran etkenlerdir. Minsky’e (1986) göre, sağlam bir finansal yapıdan kırılgan bir finansal yapıya geçişte, kararlı ortamda iyimser beklentilere sahip ekonomik aktörlerin finansal yenilik yapma güdüsü, karar vericilerin müdahalelerde bulunmasının büyük etkisi bulunmaktadır. Minsky’e (1986) göre, sağlam bir finansal yapıdan kırılgan bir finansal yapıya geçiş mekanizması şu biçimde işlemektedir:²⁹³

Ekonominin genişleme aşamasında, artan yatırım ve değer kazanan varlık

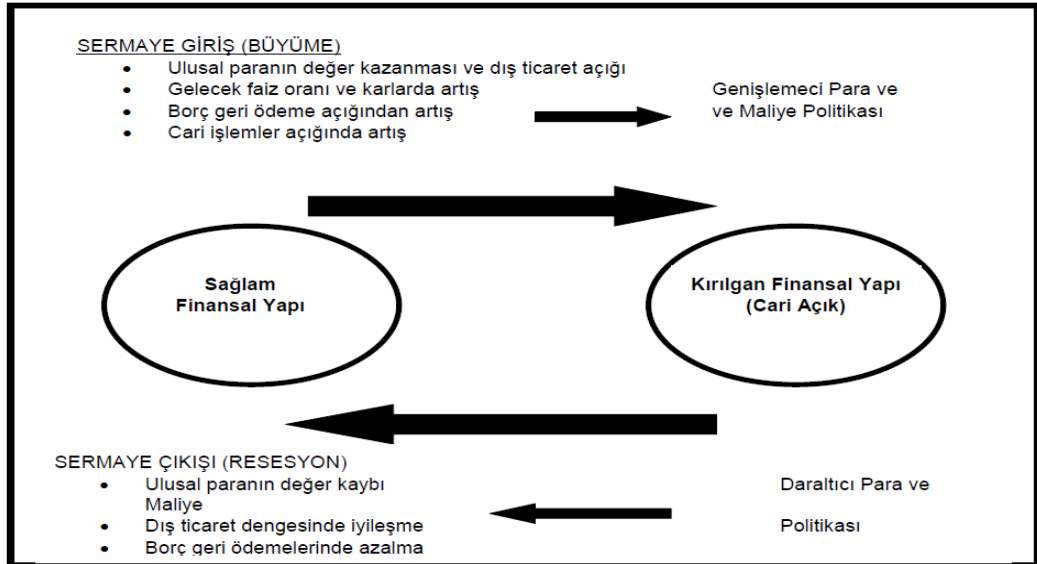
²⁹³ Martin Wolfson, “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, **Journal of Economic Issues**, Haziran 2002, s. 2.

fiyatlarının neden olduğu toplam kârlar, borçlanmanın ödemelerden daha fazla artmasına neden olmaktadır. Bu dönemde artan yatırım talebi finansman talebini arttıracak, bununla birlikte finansman teknikleri işadamlarının subjektif bekleyişlerine ve iyimser beklentilerine bağılı olacaktır. Bankaların bilançoları artan finansman talebi nedeniyle büyüyecektir. Bu durum kısa vadeli faiz oranlarının artmasına yol açacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının artmasına yol açacak bir diğere neden ise para otoritelerinin enflasyonu izlemek için rezervleri sınırlandırarak finansman sunumunu azaltması olacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının artması, firmaların borçlarının geri ödenmeme riskini arttıracak, bu ise bankaların likidite tercihini yükseltecektir. Bankalar gelecekle ilgili iyimser bekleyişlere sahip değilse, likit olmayan varlıklar yerine likit varlıklar tutmayı tercih edecek, likit olmayan varlıkların likidite primi artacaktır. Yine bankalar, bu aşamada borç vermeye yanaşmayacak, böylece sözleşme taahhütlerinin finansmanı zorlaşacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını arttırması, finansal varlıkların beklenen getirilerinin şimdiki değerini düşürecektir. Kâr beklentilerinin düşmesi ise, sermaye varlıklarının talep fiyatını azaltacak ve finansman taahhütlerinin karşılama gücünü düşürecek, böylece yatırımlar azalacaktır. Firmaların kârlılığının düşmesi, likidite tercihlerinin artmasına neden olacaktır. Spekülatif finansmandan ponzi finansmana geçildiği bu süreçte, sermaye varlıklarının talep fiyatı, arz fiyatının altına düşecek ve yatırımlar azalacaktır. Yatırımların azalması, kârlılığın azalmasına yol açacak, kârlılıkla ilgili bekleyişleri olumsuzla çevirecek ve likidite tercihi yükselecektir. Faaliyet gelirleri ile borçlanmayla ödeme taahhütlerini yerine getiremeyen firmalar varlıklarını likit hale getirmek zorunda kalacaktır. Bu aşamada varlıkların likit hale getirilmesi, fiyatların düşmesine ve sermaye kayıpları ile sonuçlanacaktır. Varlık fiyatlarının düşmesi ve azalan yatırımlar, kârlılığı düşürmesi nedeniyle borçların geri ödenme olasılıkları daha da azalacaktır. Post Keynesyenler'e göre bütün bu hususlar ekonominin ve finansal sistemin kırılganlığını arttıracak ve finansal krize yol açacaktır. Minsky'e (1986) göre, borç deflasyonunun olduğu yapı ile, borç deflasyonunu tetikleyen olaylar zinciri, ekonominin genişlemesi ve yatırımların artması aşamasında ortaya çıkan finansal ilişkilerin normal bir sonucudur. Bu nedenle, kapitalist bir ekonomi, doğası gereği krize eğilimli finansal yapılara sahiptir.

Post Keynesyenler'e göre, finansal kırılganlık / kriz raslantısal ve politik hatalar sonucunda değil, ekonomik karar birimlerinin davranışlarındaki içgüdüsel değişimlerin ansızın ve dışsal değişimlerin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal krize yol açan etkenler, varlık fiyatlarının gelecekteki beklenen değerleri hakkında var olan beklentileri etkileme potansiyeline sahiptir. Gelecekle ilgili iyimser beklentiler, kredilerle finanse edilen varlık fiyatlarında yükselmelere yol açacaktır. Borçlanma oranı arttıkça ise, finans sisteminin yapısı güvenli finansmandan ponzi finansmana doğru yönelecektir. Varlık fiyatlarındaki ansızın meydana gelen bir çöküş ise likidite krizine ve finansal kurumların çökmesine neden olacaktır. Finansal sistemin çökmesi ise üretim ve istihdam üzerinde ciddi olumsuz etkiler bırakacaktır.

Yukarıda yapılan açıklamalar Post Keynesyenler'in kapalı ekonomi varsayımı altında yaptıkları açıklamalardır. Post Keynesyen (Minskiyen) finansal kırılganlık yaklaşımının açık ekonomiye uyarlamasını ise farklı iktisatçılar yapmışlardır. Bunlar; Dymski, Kregel, Arestis-Glickman'dır.

Şekil 2.4: Post Keynesyen Finansal Kırılganlık (Açık Ekonomi)



Kaynak: Jose SILVA, "Currency Crises in Emergent Markets and Minsky Financial Fragility Theory: Is There a Link?", **Department of Economics, Working Paper**, Washington University, Working Paper, 2002, s. 13.

Dymski'ye (1999) göre, açık bir ekonomide ülkeye giren sermaye akımlarını

üretken yatırımlara dönüştürebilecek mekanizmaların bulunmaması halinde, ekonomik dengesizlik ve karasızlık kaçınılmazdır. Ülkeye giren sermaye akımlarının üretken yatırımlar yerine spekülâtif yatırımlara yönelmesi finansal varlık fiyatlarının aşırı şişmesine yol açmaktadır. Bu durum, Dymiski'ye göre, yeni bir Minskiyen kriz nedenidir. Finansal kriz, yatırımcıların piyasalarla ilgili beklentilerinin olumsuz hale gelmesi sonucunda, finansal varlık piyasasının çökmesi, döviz kurunun zayıflaması, borç deflasyonun ortaya çıkması, ülkeye giren sermayenin yavaşlaması veya ülke dışına yönelmesi sonucunda doğmaktadır.

Kregel'e (1998) göre, açık bir ekonomide firmaların yurt dışı faiz oranları ve döviz kurundaki dışsal değişmelerin nakit akımları üzerindeki etkilerini gidermek için gereksinim duydukları güvenlik marjları daha yüksek olmaktadır. Uluslararası faiz oranları artarsa, dışarıdan borçlanan firmaların borçları artmaktadır. Artan faiz marjı, ülkeden sermaye çıkışına ve döviz kurunun değer kaybetmesine yol açarsa, faiz oranının nakit akımlar üzerindeki etkisi artacaktır. Hükümetler, yurt içi politikalarla zayıf döviz kurunu korumak için faiz oranını yükseltmek zorunda kalırlarsa, bu durumun nakit akımı sorunu daha da kötüleşecektir.

Arestis ve Glickman'a (1999) göre, ekonominin genişleme döneminde firma kârlarının sermaye maliyetine göre artması, risk algılamasını azaltacak ve güvenlik marjını arttıracaktır.²⁹⁴ Ekonomik beklentiler olumlu ve önemli finans merkezlerindeki faiz oranları düşükse, fonlar bu ülkeye akacaktır. Bu aşamada finansal varlıkların fiyatları artacaktır. Aktifleri ve pasifleri arasındaki vade uyumsuzluğunu dikkate almadan dışarıdan kısa vadeli borçlananlar ortaya çıkacak dışsal şoklara daha duyarlı hale gelecektir. Bu noktada üç farklı kriz meydana gelebilir: (i) Ülke içinde meydana gelen ve ekonominin dış dengesini etkileyen krizler, (ii) Dışarıda ortaya çıkan ve yurt içi dengeleri etkileyen krizler ve (iii) Küreselleşmiş bir ekonomi, kriz ister dışarıdan ister içeriden başlasın, karşılıklı etkileşim içinde gelişen yıkıcı olaylara gittikçe daha fazla maruz kalacak bir finansal yapıya doğru ilerleyecektir. Post Keynesyen Yaklaşım ile Yeni Keynesyen Yaklaşım arasında "asimetrik bilgi" konusunda uyumlu görüşler bulunmaktadır. Yeni

²⁹⁴ Philip Arestis ve M.Glickman "Financial Crises in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way", **Working Paper**, No. 22, Department of Economics, Aralık, 1999, ss. 8-14.

Keynesyen asimetrik bilgi yaklaşımında, Stiglitz ve Weiss'e (1981) göre, finans piyasalarında tersi seçim ve ahlaki çöküntüye yol açan asimetrik bilgi banka gibi uzmanlaşmış kurumların önemini arttırmaktadır. Bankaların görevi, piyasa bilgisini toplayarak ve bilgi üreterek ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlamak olmalıdır.²⁹⁵

Post Keynesyen iktisatçılardan Sau'ya (2003) göre, ekonominin genişleme döneminde kredi hacminin artması, finansal piyasalarda denetim ve gözetim işlevlerinin daha az etkin olmasına neden olacaktır.²⁹⁶ Bu aşamada, piyasalar hakkındaki olumlu ve iyimser beklentiler faiz oranlarının düşmesine, kredilerin artmasına, fiyatlar genel düzeyinin düşmesine, borç yükünün azalmasına, net karların artmasına, üretim ve istihdamın artmasına yol açacaktır. Ancak, aşırı borçlanma beraberinde, finansal kırılganlığın artmasını doğuracaktır. Finans kurumlarının ve firmaların bilançolarında görülen kötüleşme, faiz oranlarının yükselmesine ve kredilerin daralmasına neden olacaktır. Üstelik bu dönemde, bankaların tersi seçim korkusuyla tayınlamaya gitmeleri, reel sektörü daha da olumsuz etkileyecektir. Bu koşullar, panik olasılığını arttırarak asimetrik bilgi sorunlarına neden olacaktır. Banka iflasları, olumsuz bekleyişleri arttıracığından, faiz oranlarında görülecek artışla, finansal varlıkların fiyatlarında, üretim ve istihdamda görülecek azalışlar beklendiğinden fazla olacaktır. Post Keynesyen iktisatçılar krizleri açıklarken, Yeni Keynesyen iktisatçılardan farklı olarak, finansal piyasaların ekonomik büyümeyi sağlamada temel rol oynadığını kabul etmekle beraber, finansal piyasaların aynı zamanda kararsızlığın ve kırılganlığın da nedeni olduğunu vurgulamaktadırlar.

2.1.3. Yapısalcı Yaklaşım

Finansal serbestleşme yaklaşımına eleştirilerini sistemli bir biçimde geliştirenlerin başını "Yapısalcı Okul" çekmektedir.²⁹⁷ Fry'e (1988) göre, yapısalcı

²⁹⁵ Stiglitz ve Weiss, s. 394.

²⁹⁶ Lino Sau, "Banking, Information and Financial Instability in Asia", **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring 2003, Vol. 25, No. 3, 2003.

²⁹⁷ Muhsin Kar ve M. Tunçer, "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Teorik Görüşler, Ampirik Sonuçlar ve Yeni Gelişmeler", **Uludağ Üniversitesi İktisat Dergisi**, <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/6/muhsin/muhsin.html>, (Erişim tarihi: 16 Temmuz 2009)

model, McKinnon-Shaw yaklaşımından temelden farklı 5 iddia üzerine biçimlenmektedir.²⁹⁸

1) Ücretler, sınıf savaşımından bağımsız, dışsal ya da yapısal bir biçimde belirlenmektedir.

2) Enflasyon, çalışanların ve sermayedarların görece ağırlığına göre belirlenmektedir.

3) Tasarrufun kaynağı ücretler değil, kârdır.

4) Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, dış alım ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir.

5) Gelişmekte olan ülkeler ilk madde, donanım malları ve ara malı dış alımlarına önemli oranlarda bağımlıdır.

Taylor'a (1983) göre, firmalar değişken maliyet olarak işletme sermayesi gereksinimi içerisinde. Finansal piyasalar ve haberleşme/ulaşım tekniklerinin yeterince ilerlemediği gelişmekte olan ülkelerde firmalar ara malı ve işgücü gereksinimi için önceden büyük miktarda işletme sermayesi tutmak zorundadır.²⁹⁹ İşletme sermayesinin maliyetindeki bir artış firmaların kârlılığını etkileyecek ve maliyet enflasyonuna neden olacaktır. Yapısalcılara göre, reel faiz oranlarındaki değişimin neden olduğu işletme sermayesinin maliyet arttırıcı etkisi, finansal serbestleşme programında çelişkili ayarlamalar gerektirmektedir. Bu, Yapısalcılar'ın finansal ve reel sektör arasında bağlantıyı sağlayan "işletme sermayesinin maliyet arttırıcı etkisi"ne önem verdiklerini göstermektedir. Girdilere (emek ve hammadde) yapılan ödemeleri finanse etmek için gereksinim duyulan işletme sermayesi, gelişmekte olan ülkelerde, genellikle bankalara başvurularak ve resmi olmayan para piyasaları aracılığı ile finanse edilmektedir. İşletme sermayesine ve buradan bir borç sözleşmesine duyulan sürekli gereksinim, kredi maliyetini ya da reel faiz oranını açıklamaktadır ve girdi maliyetlerinin önemli bir bileşenidir. Kalecki'nin mark-up fiyatlama³⁰⁰ kuralları, faiz oranlarındaki bir artışın fiyatı olarak hemen maliyet

²⁹⁸ Maxwell Fry, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, Baltimore: John Hopkins University Press, 1988, s. 18.

²⁹⁹ Lance Taylor, **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for The Third World**, 1983, ss. 90-91.

³⁰⁰ Mark-up fiyatlama, maliyete belirli bir kâr oranı ekleyerek satış fiyatını belirleme yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Genellikle sabit fiyatlı piyasalarda kullanılmaktadır. Bunlar daha çok oligopol

arttırıcı bir etki ile sonuçlanmaktadır.³⁰¹

Öte yandan, faizlerdeki artış yatırım talebindeki daralmanın bir sonucu olarak fiyat düşüşüne de yol açacaktır. Hangi fiyat değişmesi egemen olursa olsun kârlılık oranındaki artışın tasarrufu yatırımlardan fazla etkilemesi sonucunda standart istikrar şartı gereği faiz artışları ekonominin büyüme hızını düşürecektir.

Yapısalcılar, ilgili kredi maliyetini resmi olmayan para piyasalarındaki faiz oranına yükleyerek resmi olmayan para piyasaları üzerindeki ilgilerini sürdürmektedirler. Resmi olmayan para piyasaları, işletme sermayesi fonlarının en önemli sunucusu olarak görülmektedir. Bu mantık, sıkı para politikalarının pahalı kredilere yol açtığını, firmaları resmi olmayan para piyasalarına yönlendirdiğini, resmi olmayan para piyasalarındaki faiz oranlarını yukarıya çektiğini ve girdi maliyetlerinde artış oluşturduğunu anlatmaktadır. Mark-up fiyatlama, enflasyonu uyarmaktadır. Aynı zamanda kısıntının, talep azaltıcı etkilerinden dolayı üretimi azaltmaktadır. Bu nedenle, parasal kısıntı ya da faiz oranındaki anormal artışlar, gelişmekte olan ülkeler bağlamında, bu tür politikaları stagflasyonist olmaya götüren ek bir arz yanlı şok özelliği göstermektedir. İşletme sermayesinin maliyet arttırıcı etkisinin geçerli olduğu ayarlama dönemi, bu ülkelerdeki kredi vadelerinin kısa olmasına bağlı olarak kısa bir dönemdir. Bu nedenle, arz şoku geçici niteliklidir ve sistem tarafından hızla çözümlenir. Talep bastırıcı etkisi ise daha inatçıdır, öncelikle toplam talebi ve yatırımı azaltır, bu da işsizliği artırır ve daha sonra reel ücret baskısı ve enflasyonu yavaş yavaş gevşetir. Para politikasının bir defalık sıkılmasına tipik bir karşılık, enflasyon oranı için ters U biçimli bir yoldur. Toplam talep etkisinin egemen olmaya başladığı zaman, enflasyon önce hızlanır, sonra yavaş yavaş azalır.³⁰²

Taylor'a (1983) göre, hanehalkları tasarruflarını, mevduat dışında, organize olmamış piyasalarda firmalara kredi vererek de değerlendirmektedirler. Taylor modelinde, paranın ikamesi hem verimli olmayan yatırımlardan, hem de organize

piyasalarıdır.

³⁰¹ Murat Yülek, **Financial Liberalization and The Real Economy**, SPK Yayını, Ankara, 1998, ss. 3-5.

³⁰² Sikorski, s. 94.

olmamış piyasalardan gelmektedir. Organize olmamış piyasalar gelişmekte olan ülkelerde yaygın bir uygulama olup, rekabetçi bir yapıya sahiptir.³⁰³ Modele göre, finansal baskı kuramında belirtildiği gibi mevduat faiz oranlarındaki bir artış, kullanılabilir kredide bir artışa yol açmayabilir. Finansal serbestleşme ve tasarruf hacmi arasındaki ilişki, faiz oranlarındaki artış sonucunda artan mevduatın kaynağına bağlıdır. Eğer mevduatın kaynağı, verimsiz yatırımlardan (altın, taşınmaz değerler vb.) geliyorsa, banka kredilerinin artması ve yatırım talebinin uyarılması mümkün olabilecektir.³⁰⁴ Buna karşılık yüksek mevduat faizleri sonucunda, tasarruf sahipleri organize olmamış piyasalarda firmalara sağladıkları kredileri kesip, mevduata yönelirlerse kredi daralması yaşanacaktır.

Yapısalcılar, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların, finansman gereksinimini bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarından karşılamak durumunda olduklarını vurgulamaktadırlar. Onlara göre, resmi olmayan ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün çalışması daha verimlidir. Çünkü bu kurumlar, piyasa ilişkilerinde birebir çalıştıklarından mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir karşılık tutmamaktadırlar..³⁰⁵

Yapısalcılar, bankacılık sektöründeki mevduat munzam uygulamasının bazı ülkelerde çok yüksek olduğunu, bunun bir kaynak kaybı olduğunu belirtmektedirler. Kaynakları resmi bankacılık kurumlarına çekmek isteyen politikalar, bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarının çalışmasını göz önüne almadıkları için, toplamda daha az finansal aracılık yaratacaklardır.

Reel faiz oranlarındaki artışın iki büyük sonucu olacaktır:

1) Üretken sermayenin maliyetini arttıracaktır. Bu da fiyatlar genel düzeyinde bir artışa ve ekonomik büyüme oranını düşürecek olan yatırımlarda bir azalmaya yol açacaktır.

2) Faiz oranlarındaki artış nakit para istemini kısıabilir. Bu da organize olmamış finans piyasalarındaki nominal faiz oranlarında bir artışı tetikleyerek borç

³⁰³ Lance Taylor, **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for The Third World**, Basic Books, 1983, s. 92.

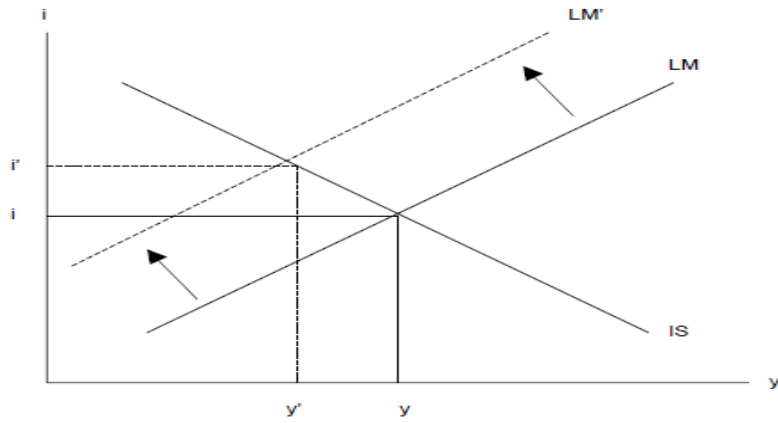
³⁰⁴ Taylor, s. 197.

³⁰⁵ Sikorski, ss. 92-102.

sunumunun kısılmasına yol açacaktır.

Van Wijnbergen (1983), organize olmamış piyasalarda ajanların (W) reel zenginliğinin, para (CC), vadeli banka mevduatları (TD) ve üretken sektörün doğrudan borçları (LH) arasında dağıldığını varsaymaktadır.³⁰⁶ Bu üç aktifinde birbiriyle ikame edilebilir olduğu ve aynı değişkenlere bağlı olduğu ileri sürülmektedir. Bu değişkenler şu şekildedir: Enflasyon oranı (π), organize olmamış sektörün nominal denge faiz oranı (i), vadeli mevduatlara uygulanan reel faiz oranı (rt_d) ve gelir (y). Mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarındaki bir artışın etkileri Şekil 2.5'te gösterilmiştir.

Şekil 2.5: Vadeli Mevduata Uygulanan Reel Faiz Oranlarındaki Artışın Etkileri



Kaynak: Baptiste VENET, (Çev: Canan ÖZATAY), “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme, Literatüre Bir Bakış”, İktisat Dergisi, 2003 Haziran, Sayı: 263, s. 66.

Mal piyasasını etkilemeyen, mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarındaki (rt_d) bir artış sonucunda, yalnızca organize olmamış sektörün reel faiz oranlarına ve gelire (y) bağımlı, IS değişmez iken para piyasalarında çelişkili etki yaratacaktır. Bir yandan, rt_d 'deki artış nakit para talebini arttıracak ve LM'nin yukarı doğru kaymasına (LM') yol açacaktır. Öte yandan, para ve vadeli mevduatlar arasında bir ikame etkisi meydana gelecektir. Ekonomik ajanlar nakit para tutmak yerine vadeli mevduatlara yöneleceklerdir. Bu, para arzında artışa yol açacaktır.

³⁰⁶ S. Van Wijnbergen, "Interest Rate Management in LDCs", **Journal of Monetary Economics**, Vol.12.,1983,

LM üzerindeki etki ise, zorunlu rezervler ve organize olmamış sektörün aktif ve para talebinin göreceli esnekliklerinin, vadeli mevduatlara uygulanan oranlara göre değişmektedir:

- Ajanlar portföylerindeki vadeli mevduatları organize olmamış sektörün aktifleriyle ikame ederlerse, üretken sektör açısından kullanılabilir fonların toplam arzını azaltmaktadır. Çünkü, vadeli mevduatlardaki artışın bir kısmı zorunlu rezervlere ayrılacaktır. LM bu durumda yukarı doğru (LM') kayacaktır. Vadeli mevduat faiz oranlarındaki artış organize olmamış piyasadaki nominal faiz oranlarındaki bir artışla ve gelirden bir azalmayla kendini gösterecektir.

- Ajanlar, vadeli mevduatlara yönelirlerse, üretici sektör açısından toplam kullanılabilir fon sunumu artacaktır. LM doğrusu aşağıya doğru kayacaktır. Bu da, organize olmamış sektörün nominal faiz oranlarında bir düşüşe ve gelirden bir artışa neden olacaktır.

2.1.4. Kriz Modelleri Kapsamında Finansal Serbestleşme

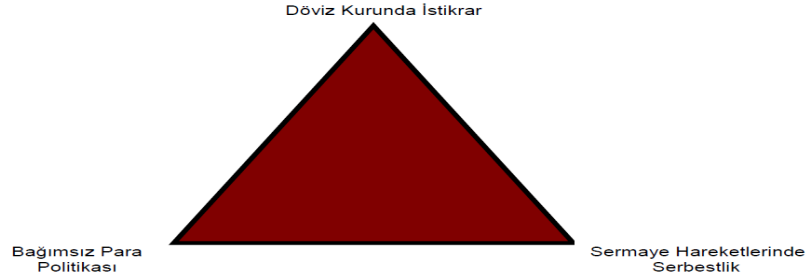
1980'li yıllardan sonra dünya ekonomisinde farklı ülkelerde finansal krizler ortaya çıkmıştır. Bu finansal krizler uluslararası parasal krize dönüşmediği sürece yerel (ülke boyutunda) düzeyde kalmıştır. Yaşanan finansal krizlerden dolayı yeni teoriler ortaya çıkmış ve böylece bu krizleri açıklamaya çalışan kriz modellerinin de sayısı artmıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan bölgesel finans krizleri, makro ekonomik istikrarsızlıklar ve finansal serbestleşme yeni tip modellerle açıklanmaya çalışılmıştır. Söz konusu krizler, nedenleri itibarıyla ortak değişkenlere ve özelliklere sahip olsa da, krizleri açıklamaya yönelik teorik modellerin gerçeği kavrama açısından gücü sınırlı kalmıştır. Buna rağmen, bu modeller, sonuç olarak finansal krizlerin derinleşmesine yol açan temel faktörün gerek ulusal gerekse uluslararası boyuttaki finansal serbestleşme uygulamaları olduğunu göstermiştir.

Bununla birlikte, krizleri açıklamaya yönelik modeller aslında birbirinin yerini alan değil, birbirlerini tamamlayan ve birbirlerinin devamı olan modellerdir. Bunlar sırasıyla şu şekilde açıklanabilir: (i) Birinci nesil kriz modelleri, (ii) İkinci nesil kriz modelleri ve (iii) Üçüncü nesil kriz modelleri

2.1.4.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modellerine göre, finansal krizlerin nedeni, uygulanan yanlış makro ekonomik politikalar sonucunda ortaya çıkan ödemeler bilançosu dengesizlikleri ve bu dengesizliklerin finansal piyasalarda spekülasyon ataklarına dönmesidir. Bu yaklaşıma göre, yanlış makro ekonomik politikalardan kaynaklanan spekülasyon saldırıları nedeniyle sabit döviz kurunu savunmak mümkün değildir.³⁰⁷ Krugman ve Obstfeld'e göre (2001), şu politikaları eşanlı uygulamak imkânsızdır. Bunlar, sabit kur rejimi, bağımsız para politikası, uluslararası sermaye hesaplarında hareketlilik şeklinde sıralanmaktadır.³⁰⁸ Obstfeld ve Taylor'un (2002) *makro ekonomik politika üçlemi* ya da *tutarsız üçlü* olarak adlandırdıkları teze göre, dışa açık bir sermaye piyasası var ise, hükümetler ulusal amaçları için, aynı anda hem döviz kuru hedeflemesini, hem de para politikasını uygulayamazlar. Ancak, yukarıda sayılan üç politikadan yalnızca ikisini aynı anda uygulamak mümkündür. Böylece Şekil 2.6'da gösterilen üçgenin sadece iki köşesi tercih edilebilmektedir.³⁰⁹

Şekil 2.6: Dışa Açık Ekonomilerde Politika Üçlemi



Kaynak: Paul Krugman ve Maurice Obstfeld, “**International Economics Theory and Policy**”, Fifth Edition, 2001, s. 713.

³⁰⁷ Daha geniş bilgi için bkz: Paul Krugman, “A Model Of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol: 11, No: 3, Ağustos 1979, ss. 321-322.; Robert Flood ve P. Garber “Collapsing Exchange Rate Regimes”, **Journal of International Economics** 17, 1984.; Pierre Ageron ve R. Flood, **Macroeconomic Policy, Speculative Attacks and Balance of Payment Crises**, The Handbook of International Macroeconomics, Editör: Frederic Van Der Ploeg, Blackwell Publishes, Cambridge, 1992.; Gerardo Esquivel ve F. Larrain, **Explaining Currency Crises**, 2003 www.cid.harvard.edu/huidpapers/Explainfinal.pdf P. Richard Ageron ve Jagdeep S. Bhandari, Robert P. Flood, **Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises**, IMF Staf Papers, Vol: 39, No: 2, Haziran 1992, s. 364.; Ivan Pastine, **Speculation and the Decision to Abandon A Fixed Exchange Rate Regime**, 4 Mart 1999, www.econometricsociety.org/meetings/wc00pdf0931.pdf, s. 12. Maurice Obstfeld, “Balance of Payments Crises and Devaluation”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol: 16, No: 2, Mayıs 1984, s. 215.

³⁰⁸ Paul Krugman ve M.Obstfeld, **International Economics Theory and Policy**, 5. Edition, 2001, s. 647.

³⁰⁹ Guillermo Calvo ve M.Reinhart Carmen, **Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate and Dollarization**, Finance&Development, Eylül 1999, ss. 13-15.

Bu noktada, tutarsız üçlü tezine göre hükümetin;

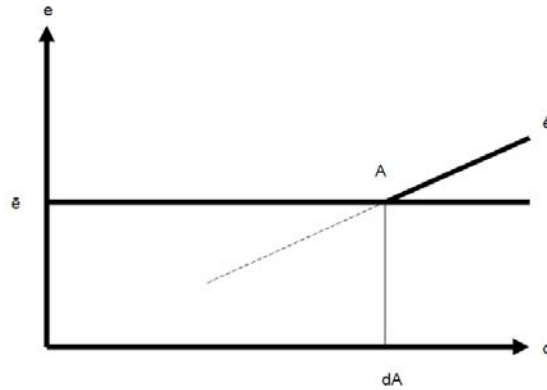
1) Sermaye hareketliliğin serbestliği ve sabit kuru tercih etmesi durumunda, para politikasını kontrolünde bulundurması imkânsızdır.

2) Sermaye hareketliliğinin serbestliğini ve bağımsız para politikasını tercih etmesi durumunda döviz kurunu serbest bırakması gerekir.

3) Sabit kur ve bağımsız para politikasını seçme durumunda ise, sermaye hareketliliğinin serbest olması gerekir.

Flood ve Marion'a (1997) göre, hükümetin elindeki rezervlerin kritik düzeye gerilemesi ve spekülörlerin rezervlerdeki dövizleri satın alması ile sabit döviz kuru sisteminin terk edilip, esnek döviz kuru sistemine geçiş esnasında oluşan kura "Gölge Döviz Kuru" denilmekte olup, spekülörler hükümetten satın aldıkları dövizleri gölge döviz kurunun olduğu noktadan sonra satmaya başlayarak kâr ederler. Bu durum Şekil 2.7'den de görülebilmektedir:

Şekil 2.7: Belirsizliğin Olmadığı Durumda Spekülatif Atağın Zamanlaması



Kaynak: Robert Flood ve Nancy Marion, **Perspectives on The Recet Currency Crises Literature**, 1997, www.nber.org/papers/w6380, s. 63.

Şekilde \bar{e} sabit döviz kurunu, \hat{e} gölge döviz kurunu, d yurt içi kredileri göstermektedir. \hat{e} , \bar{e} 'den küçük olduğu bölümde spekülatif atağın başlaması halinde spekülörler zarar edeceklerdir. Çünkü bu alanda başlayacak bir atak kurun değerlendirilmesine yol açacaktır. \bar{e} 'nin, \hat{e} 'den ya da d_A 'nın d 'den küçük olduğu bölgede ise spekülörler kârlı olacaklardır. A ($d=d_A$) noktasından önce, kâr sağlamak için spekülörler rekabet içinde olacaklar ve daha önce davranmaya çalışacaklardır. Atak

$d=dA$ ya da $\bar{e}=\hat{e}$ olana kadar sürecektir. Bu aşamada, A noktasına kadar olan bölüm sabit kur sistemini, A noktasından sonraki bölüm ise esnek döviz kuru sistemini temsil etmektedir.³¹⁰

1914 yılından önce Altın Standardı Sistemi'nin egemen olduğu dönemde, dünyanın belli başlı ülkeleri paralarını altına bağlamışlar ve öteki ülkelerin paralarına karşı gizli bir sabit döviz kuru sistemi uygulamışlardır. Bu dönemde, Altın Standardı Sistemi üçleme, ülke içi makro kararlılığın bozulması pahasına sabit döviz kuru sistemini ve sermaye akışkanlığını tercih ederek çözüm bulmuştur. 1929 Ekonomik Buhran'dan 1970'lere kadar uzanan dönemde sisteme Keynesci iktisat politikaları egemen olmuştur. Savaş sonrası bir ara yeniden Altın Standardı Sistemi'nin uygulanması düşünülmüşse de Büyük Depresyon'la birlikte finansal piyasalar ve Altın Standardı Sistemi krizlerin nedeni olarak görülmüştür. 1930'lu yılların başında yaşanan uluslararası finansal kriz, bu dönemde uygulanan yoğun döviz denetimlerinin başlıca nedeni olmuştur. Cooper'a (2001) göre, Kıta Avrupası'nda döviz ve sermaye kontrollerin başını Almanya çekmektedir.³¹¹ Başlangıçta geçici bir tedbir olarak düşünülüp uygulamaya konulan kontroller daha sonra Nazi Dönemi ve sonrasında temel politika aracı olmuştur.

Bretton Woods Sistemi ile birlikte ise ayarlanabilir döviz kuru ve sermaye denetimi sistemi geçerli olmuştur. 1950 sonrası birçok gelişmiş ülke sermaye denetimlerini kaldırarak cari işlemler hesabında konvertibiliteye geçmişlerdir. Bu dönemde, sermaye hareketliliği yalnızca dış ticaretin finansmanında geçerli olup, sermaye kontrolleri yoğun biçimde uygulanmıştır. Yine Cooper'a (2001) göre, 1950'lerden itibaren Latin Amerika Ülkeleri sermaye hareketlerinde serbestleştirmeye gitmişlerse de ödemeler bilançosu sorunları nedeniyle sık sık sermaye denetimlerine başvurmuşlardır. 1970'lerdeki Petrol Krizi ve 1980'lerdeki Borç Krizi, bu durumun sürdürülmesine yol açmış, ancak 1990'lardan itibaren

³¹⁰ Robert Flood ve Nancy Marion, **Perspectives on The Recet Currency Crises Literature**, 1997, www.nber.org/papers/w6380, s. 8. (Erişim Tarihi: 5 Mart 2010).

³¹¹ Richard Cooper, **Should Capital Controls be Banished?**, Ed. B.N.Ghosh, Global Financial Crises and Reforms, Routledge, London-New York. Should Capital-Account Convertibility be a World Objective? In: S. Fischer et al., Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, 2001, ss. 378-379.

serbestleşme dalgası ile birlikte sermaye kontrollerini kısmi olarak kaldırmışlardır. Bu dönemde üçlem söz konusu olmamıştır.³¹²

Bretton Woods Sistemi, tutarsız üçlü nedeniyle çökmüştür. Dalgalı döviz kuru sistemi finansal piyasaların hacminin genişlemesine yol açmıştır. Bu dönemde ülkeler, eğer para politikasında ülke içi şartlara öncelik verilirse sermaye akışkanlığı ya da döviz kuru hedefinden vazgeçilmesi gerektiği, sabit döviz kuru ve uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmek amaçsa, para politikasından vazgeçilmesi gerektiğini öğrenmişlerdir.

1970 sonrası dünya ekonomisinde görülen en önemli gelişme, uluslararası finansal işlemlerde ve sermaye hareketlerinde görülen büyük gelişmedir. Bu dönemde, büyük miktarda sermaye hareketleri genel olarak gelişmiş ülkeler arasında görülse de, Eichengreen ve Mussa'ya (1998) göre, asıl sorun gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının aynı dönemde 5 kat artmasıdır.³¹³ 1980 ve 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte farklı tercihler uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, politika seçeneklerini çoğaltırken, öte yandan kararsız makro ekonomik politikaların uygulanması ile birlikte kriz yaratıcı bir niteliğe kavuşmuştur. Öte yandan, Kenen'e (1994) göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte döviz kuruyla ilgili beklentiler ön plana çıkmış, sabit döviz kuru ve para politikası arasında herhangi bir tutarsızlığın başlaması sermaye hareketlerine ve para otoritesinin ulusal ya da yabancı varlıkların tükenmesine neden olmaktadır. Sermayenin yurt dışına çıkışı, yurt içindeki yerleşiklerin yabancı varlıklara olan talebini arttırmakta, sermayenin yurt içine girişi ise yurt içi varlıklara olan talebi arttıracığından para otoritesinin faiz oranlarını ya da para miktarı ile ilgili politikalarını uygulaması imkânsız hale gelmektedir.³¹⁴

Krugman (1979) ve Flood-Garber'in (1984) geliştirdikleri modellere göre, 1.

³¹² Cooper, s. 381.

³¹³ Barry Eichengreen ve M. Mussa **Capital Account Liberalization, Theoretical and Empirical Aspects**, IMF Occasional Paper, 1998, s. 6.

³¹⁴ Peter Kenen, **Exchange Rates and The Monetary System: Selected Essays of Peter Kenen**, Edward Elgar Publishing Limited, 1994, s. 536.

nesil kriz modellerinde spekülâtif atağı önlemenin yolu “açık faiz paritesi”nden geçmektedir. Burada yurtiçi faiz oranları pasif bir konumdadır ve devalüasyon beklentilerine göre biçim almaktadır. Diğer bir deyişle, yurt içi faiz oranını aktif bir biçimde kullanma olanağı bulunmamaktadır.

$$\dot{I} = I^* + (E^e - E)/E$$

\dot{I} : Açık faiz oranı

I^* : Uluslararası faiz oranı

E^e : Beklenen nominal döviz kuru

E : Nominal döviz kuru

Bu modelde, sabit kurun sürdürülebilmesi için rezerv düzeyinin yeterli olması gerekmektedir. Spekülâtif baskı yok ise, hükümet açısından endişelenecek bir durum bulunmamaktadır. Merkez Bankası spekülâtörlerin kısa dönemde ödünç aldıkları paralarla döviz satın almalarını engellemek ve rezervlerini kaybetmemek için faiz oranını yükseltecektir. Hükümet alternatif maliyeti arttırarak spekülasyonu önlemeye çalışmaktadır.

2.1.4.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

İkinci nesil kriz modellerinde ise, makro ekonomik politikaların sürdürülebilirliğine ilişkin beklentilerde ortaya çıkan ani olumsuz gelişmeler, finansal krizlerin başlıca nedenidir. Krugman’a (1998) göre, ikinci nesil kriz modelleri, sabit kur rejiminin hükümet tarafından terk edilmesinin nedenleri, sabit kur rejiminin hükümet tarafından sürdürülmesinin nedenleri, piyasada sabit kur rejiminin sürdürülmesinin maliyetinin yükseldiğine ilişkin beklentilerin artması hususları üzerinde odaklanmaktadır.³¹⁵ Obstfeld ve Rogoff’a (1995) göre, ikinci nesil kriz modellerinde spekülâtif atağı, “güneş lekesi” adı verilen etki başlatmaktadır. Buna göre, piyasaya yayılan bir bilgiye piyasa ajanlarının inanması ve bu bilginin etkili bir bilgi haline gelmesidir.³¹⁶

³¹⁵ Paul Krugman, **Currency Crises**, <http://web.mit.edu/Krugman/www/crises.html>, 1998, s. 3, (Erişim Tarihi: 18.11.2009).

³¹⁶ Maurice Obstfeld ve K. Rogoff “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, **Journal of Economic Perspective**, Vol: 9, No: 4. 1995, s. 86.

Bensaid ve Jeanne'e (1997) göre ise, spekülörlerin devalüasyon beklentisi olmadıkça hükümet devalüasyon yapmaz. Bu "iyi denge"dir. Güneş lekeleri iyi dengeden krize geçişe neden olur. Devalüasyon beklentilerinin, ekonomik büyüklüklerle ilgisi olmayabilir. Bir takım iyi haberler ya da politikalar da olabilir. Bu kriz modellerinde, spekülörlerin beklentileri ve hükümetin sabit kur rejimini sürdürmek için atacağı adımlar kendi kendini besleyen krizlere yol açabilir. Krizin sürecini her iki tarafın davranışları belirleyecektir. İkinci nesil kriz modelleri, birinci nesil kriz modellerinden ayıran en önemli farklılık, birinci nesil kriz modellerinde tam öngörü varsayımının geçerli olmasıdır. İkinci nesil kriz modellerinde, asimetrik bilgi önemlidir. Spekülörlerin, hükümetin sabit kur rejimini sürdürmek veya sürdürmemek konusundaki kararı hakkındaki özel bilgileri veya ortak bilgileri spekülatif ataklarda önemli rol oynamaktadır. Piyasa oyuncularını bu konular hakkında tam bilgiye değil, asimetrik bilgiye sahiptirler. Bensaid ve Jeanne'e (1997) göre, bu koşullar altında sabit kur rejimi kendi kendini besleyen krizlere neden olacaktır.³¹⁷

İkinci nesil kriz modellerinin en önemli kavramlarından biri, "*Sürü Psikolojisi*"dir. Bu psikolojinin ortaya çıkması iki faktöre bağlanmaktadır. Bunların birincisi, "Bandwagon Etkisi"dir. Bandwagon Etkisi, başarılı olacağı düşünülen bir girişime katılmak olarak açıklanabilir. Yatırımcılar nötr ya da pozitif bilgiye sahip olsalar dahi, bir başka yatırımcının sahip olduğu özel bilgisiyse satışa geçmesinden etkilenmekte ve sahip oldukları bilgileri bir tarafa -olumsuz bir haber almamakla birlikte- bırakarak satışa geçmektedirler. Obstfeld'e (2001) göre, ikinci nesil kriz modelleri, spekülasyonun olmadığı ortamlarda dahi beklentilerin krizi hızlandırabileceği durumunu açıklamaktadır. Calvo ve Mendoza'ya (2000) göre, asimetrik bilginin olduğu ortamlarda, tam bilgiye ulaşmanın maliyeti yüksek olduğundan sınırlı bilgilerle ve dedikodularla yetinilmektedir. Böyle bir ortamda, bir yatırımcının hareketi diğer yatırımcıları da harekete geçirmekte ve sürü psikolojisi ortaya çıkmaktadır. Panik içinde bulunan spekülörler lider olan spekülörleri takip etmekte ve hep birlikte ulusal paradan yabancı paraya yönelmektedirler. Güven eksikliği ve belirsizlik sürü davranışlarının başlıca nedenleridir.³¹⁸

³¹⁷ Bernard Bensaid, ve O. Jeanne, "The Instability of Fixed Exchange Rate System When Raising The Nominal Interest Rate is Costly", **European Economic Review** 41, 1997, ss. 1470-1471.

³¹⁸ Guillermo Calvo ve E. Mendoza "Rational Contagion and The Globalization of Securities

İkinci nesil kriz modellerinin diğere bir önemli kavramı ise, “Bulaşma” kavramıdır. Bulaşma, bir ülkede başlayan olumsuzluğun diğere ülkelere sıçraması olarak açıklanabilir. Bulaşma, üç farklı kanalla gerçekleşebilir.

1) Gelişmekte olan ülkeler, krize açık bir ekonomik yapıya sahip olmaları nedeniyle, gelişmiş ülke ekonomik politikalarından olumsuz etkilenebilirler. Bankacılık sisteminin zayıf olması, yüksek cari açıklar ve yüksek dış borçlar vb. hususlar, krize yol açabilen başlıca unsurlardır.

2) Ticari ve finansal olarak birbirine bağlı ülkeler, izledikleri politikalar nedeniyle birbirlerini olumsuz etkileyebilirler. Bu durum, bulaşma etkisinden çok yayılma etkisi olarak açıklanmaktadır. 1992-1993 yıllarında Avrupa Birliği’nde ortaya çıkan kriz, böyle bir krizi temsil etmektedir.

3) Diğere bir bulaşma kanalı ise, beklentilere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Benzer makro ekonomik politikalar izleyen ülkelerin birinin karşılaştığı olumsuzluk, diğere ülkeleri de kolaylıkla etkileyebilmektedir.

Sbracia ve Zaghini’ye (2001) göre, ikinci nesil kriz modelleri, ülke hükümetlerinin sabit kur rejimini sürdürmek ile sürdürmeyerek diğere ekonomik hedefleri gerçekleştirmek arasındaki seçimi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu durum, hükümet üzerinde baskı oluşturmaktadır. Hükümet ya sabit kur sistemini sürdürmek niyetinde olacak ya da işsizliği azaltma, ekonomik büyümeyi artırma, mali yükü azaltma, bankacılık sistemini güçlendirme politikalarını tercih edecektir. Devalüasyon kararı spekülörlerin beklentilerine bağlı olacaktır. Bu beklentiler, makro ekonomik büyüklüklerdeki gelişmelerden çok, kendi kendini besleyen olayların bir sonucu olacaktır. Spekülatif atakların sabit kur sistemini sürdürmenin maliyetini artırması ikinci nesil kriz modellerine göre, çoklu dengeye neden olmaktadır.³¹⁹

Cavallari ve Corsetti’ye (1998) göre, çoklu denge gölge döviz kurunda meydana gelebilecek değişikliklerden (örneğin, ücret ya da faiz oranlarındaki değişimler) kaynaklanabilmektedir. Spekülörler, ulusal paranın değer kaybedeceği

Markets”, *Journal of International Economics*, Vol. 51, 2002, s. 81.

³¹⁹ Massimo Sbracia ve A. Zaghini, *Expectation and Information in Second Generation Currency Crises Models*, *Economic Modelling*, Vol: 18, 2001, ss. 204-212.

beklentisi içinde iseler alış atağını, ulusal paranın değer kazanacağı beklentisi içinde iseler satış atağını başlatacaklardır.³²⁰ Sbaracia ve Zaghini'ye (2001) göre, ikinci nesil kriz modellerinde oyun kuramı, spekülörlerin sahip oldukları bilgilerin ve beklentilerin krizin oluşumuna nasıl yol açabileceğini açıklamaktadır. Oyun kuramına göre, spekülörler birbirlerinin davranışlarını takip etmektedirler ve kendi davranışlarını da buna göre belirlemektedirler. Bu durum, tekli ya da çoklu dengenin oluşmasına yol açmaktadır. Spekülörler eğer birbirlerinin hareketlerinden habersiz iseler, farklı bir sonuç ortaya çıkacaktır.

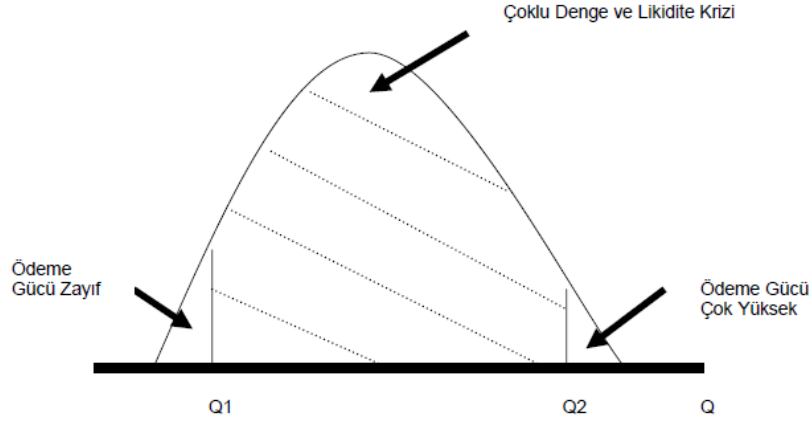
Morris ve Shin (1998), ikinci nesil kriz modellerinde çoklu denge yerine tekli dengenin nasıl oluşabileceğini araştırmışlardır. Buna göre, spekülörler diğer spekülörlerin davranışlarını takip edemediklerinden ya da bilemediklerinden inançlarına göre hareket etmektedirler. Ekonomik dengelerle ilgili olumsuz belirtiler, çoklu denge yerine tekli dengenin oluşumuna neden olabilmektedir. Tekli dengenin oluşması, sıcak para miktarı ve spekülatif işlemlerin maliyetlerinden de kaynaklanabilmektedir.³²¹ Tekli dengenin oluşumu, Sbaracia ve Zaghini'ye (2001) göre, spekülörlerin makro ekonomik büyüklükler hakkında ortak bir bilgiye sahip olamamalarından kaynaklanmaktadır. Bu durum, spekülörlerin sahip oldukları bilgilerin gizli ve özel olmaları ile yakından ilişkilidir. Chui (2000), ekonomik büyüklüklere bağlı olarak krizin hangi alanda gerçekleşeceğini şu şekilde açıklamaktadır:³²²

³²⁰ Lilia Cavallari ve G. Corsetti, **Shadow Rates and Multiple Equilibria in the Theory of Currency Crises**, www.econ.yale.edu/corsetti/shad-jie.pdf, 2000, (Erişim Tarihi:10.12.2009), s. 3.

³²¹ Stephen Morris ve H. Song Shin, "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attack", **The American Economic Review**, Vol: 88, No: 3, 1998, ss. 587-598.

³²² Michael Chui, P. Gai ve A. Haldane "International Financial Crises and Public Policy: Some Welfare Analysis", www.bankofengland.co.uk/gb/gb000402.pdf, 2000, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 370.

Şekil 2.8: Ekonomik Büyüklükler ve Çoklu Denge

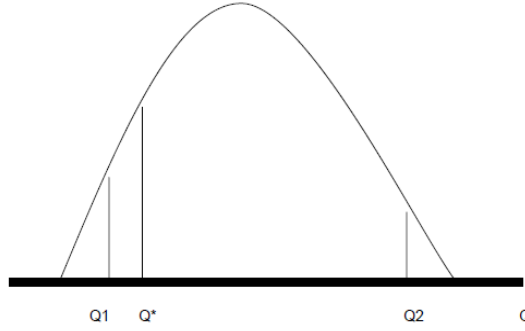


Kaynak: Michael Chui, P.Gai, A.Haldane: "International Financial Crises and Public Policy: Some Welfare Analysis", Kasım 2000, www.bankofengland.co.uk/gb/Gb000402.pdf, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 369.

Q, ekonomik büyüklüklerin durumunu göstermektedir. Q1'in sol tarafı, birinci nesil krizlerin ortaya çıkabileceği ve ekonomik büyüklüklerin iyi olmadığı bölgeyi, Q2'nin sağ tarafı, kriz olasılığının bulunmadığı, spekülörlerin olumsuz beklentiler içinde olmadığı, ekonomik göstergelerin iyi durumda olduğu bölgeyi, Q1-Q2 arasındaki bölge ise, ekonomik beklentilere dayalı krizlere ya da likidite krizine duyarlı olunan bölgeyi, diğer bir deyişle çoklu dengeyi göstermektedir. Ekonomik büyüklüklerdeki kötüleşme ve kendi kendini besleyen krizler aynı anda gerçekleşebilir.

Öte yandan, ekonomik büyüklüklerdeki bozulmalar kendi kendini besleyen krizlerin kaynağı ve tetikleyicisi olabilir. Makro ekonomik büyüklüklerin çok iyi düzeyde olması durumu ise, kendi kendini besleyen krizleri tetiklememektedir. Q1-Q2 bölgesinde, ekonomik büyüklüklerin normal düzeyde olması durumunda ise kendi kendini besleyen krizlerin oluşması için beklentilerin olumsuz yönde gelişmesi gerekmektedir. Q1'in solundaki bölgede meydana gelen krizlere, 1982 Meksika Krizi'ni; Q1-Q2 bölgesinde meydana gelen krizlere, 1992 ERM Krizi'ni; Q2'nin sağ tarafındaki bölgeye ise Amerikan Ekonomisi'ni örnek olarak gösterebiliriz.

Şekil 2.9: Ekonomik Büyüklükler ve Tek Denge



Kaynak: Michael Chui, P. Gai ve A. Haldane “International Financial Crises and Public Policy: Some Welfare Analysis”, www.bankofengland.co.uk/gb/gb000402.pdf, 2000, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 369.

Şekil 2.9’da ise spekülâtorlerin ekonomi hakkında ortak bir görüşe ve tam bilgiye sahip olmadığı durum gösterilmiştir. Bu durumda, Q1-Q2 bölgesinde tek denge oluşacaktır. Q* noktası krizi tetikleyecek ekonomik büyüklükleri göstermektedir. Q1-Q* bölgesi ise, beklentilere dayalı likidite krizinin oluşabileceği bölgedir. Chui ve diğerlerine (2000) göre, krizlerin ekonomik büyüklüklerden mi yoksa beklentilerden mi kaynaklandığını söylemek ve tam bir ayırım yapmak oldukça zordur. Her iki faktörde yaşanan krizlerde önemli rol oynamıştır.³²³

İkinci nesil kriz modellerinde, krizin önlenmesi için hükümet birinci nesil kriz modellerinin aksine faiz oranlarını kullanmaktadır. Hükümetin faiz oranlarını yükseltmesi Drazen ve Hubrich’e (2002) göre, spekülâtorler tarafından dört farklı biçimde değerlendirilebilir.³²⁴

1) Spekülâtif atağı gerçekleştirmek için kullanılacak sermaye, alternatif maliyetin arttığı düşünülerek, daha yüksek faiz oranlarında değerlendirilebilir.

2) Hükümetin sabit kuru sürdüreceği düşünülebilir.

3) Faiz oranlarının yüksekliği ekonomik büyüklüklerin zayıf olduğunun ve sabit kurun sürdürülmesinin gerek şartı olarak görülebilir. Bu durumun daha fazla sürmeyeceği düşünülebilir.

4) Hükümetin uygulayacağı ekonomik politikalar konusunda eksik bilgi söz

³²³ Chui, Gai, Haldane, s. 371.

³²⁴ Allen Drazen ve S. Hubrich, “Mixed Signals in Defending the Exchange Rate” <http://econ.tav.ac.il/Papers/macro/mixed%20signalsEvidence.pdf>, 2002, (Erişim Tarihi: 5.12.2009), ss. 1-2.

konusu ise, yüksek faiz oranı gelecekte uygulanacak döviz ve kur politikaları ile ilgili devalüasyon beklentilerini arttırabilir.

Sabit kur rejimini sürdürüp sürdürmemek kararı, bu kararın sermaye hareketlerini ve dış finansman olanaklarını nasıl etkileyeceği ile yakından ilişkilidir. Sermaye hareketleri faiz oranı değişikliklerine duyarsız ise, sabit kur rejimini sürdürme kararı, daha az maliyetli olabilir. Bu durumda, üretimde ve işgücünde ortaya çıkacak maliyetlerin iyi değerlendirilmesi ve ölçülmesi gerekmektedir. Cardoso ve Velasco (2002), sermaye hareketlerinin faiz oranlarından etkilenmesi durumunda, hükümetin sabit kur rejimini terk edip esnek döviz kur rejimini tercih etmesinin daha doğru olacağını ve bunun uzun bir resesyona girilmesini önleyeceğini söylemektedirler.³²⁵

Sabit kur rejimini sürdürmek ya da sürdürmemek kararının alınması aşamasında, bankaların ve kamu sektörünün borç yapısının büyük önemi bulunmaktadır. Borçlanma büyük oranda döviz üzerinden yapılmış ise, ulusal paranın değer kaybetmesi borçların artmasına yol açacaktır. Bu aşamada fiyatlar genel seviyesinde meydana gelecek artışları da dikkate almak gerekir. Obstfeld ve Rogoff (1995), hükümetin faiz oranlarını yükseltmesinin, kısa dönemli borçları ve uzun dönemli alacakları olan bankaları olumsuz etkileyeceğini, yatırım, işsizlik, bütçe açıkları ve gelir dağılımı üzerinde olumsuz etkileri bulunacağını, sabit kur rejimini sürdürmek için katlanacağı maliyetlerin kredibilite ve güvenilirliğini azaltacağını, bu durumda da spekülasyon ataklara daha da açık hale geleceğini belirtmektedirler.³²⁶

Sabit kur rejimini sürdürmek için faiz oranlarının arttırılması kararının başarılı olabilmesi için, faiz oranlarının kısa sürede eski seviyesine düşeceği beklentisinin yaratılması gerekir. Aksi durumda, faiz oranlarının arttırılması kararının başarılı olması olanağı bulunmamaktadır. Drazen'a göre, hükümetin faiz oranlarını yükselterek katlanacağı maliyet ve spekülasyoncuların sabit döviz kurunun terk

³²⁵ Eliana Cardoso ve A. Velasco, “**Monetary and Fiscal Responses to Currency Crises**”, <http://www.worldbank.org/external/lac/lac.nsf>, 2002, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 1.

³²⁶ Obstfeld ve Rogoff, ss. 79-80.

edilmesi ile yaratacağı maliyet hükümetin belirleyeceği politikanın merkezini oluşturmaktadır. Hükümetin faiz oranlarını arttırmakla spekülâtif atağı önleyip önleyemeyeceği ve faiz oranlarını ne kadar arttıracacağı, spekülâtif atağın büyüklüğüne ve ülkenin ekonomik olarak karakteristiğine bağlı olacaktır. Örneğin, Türkiye gibi yüksek enflasyona sahip ülkelerde, spekülâtif atağı önlemek için faiz oranlarının arttırılması daha çok başarısız bir savunma mekanizması olarak sonuçlanmaktadır.³²⁷

Lahiri ve Vegh'e (2000) göre, sabit kur rejimini sürdürmek için faiz oranlarının arttırılması kamu borç yükünün artması yanında yüksek enflasyon beklentisini de beraberinde getirmektedir. Bu halde, sabit kur rejimini sürdürmek için faiz oranlarını yüksek tutmanın faydası ile yüksek enflasyonun getireceği maliyetin dikkatli değerlendirilmesi gerekmektedir.³²⁸

Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri; tezlerini, "etkin piyasa kuramı"na dayandırmaktadırlar. Buna göre, finansal krizlerin asıl nedeni, beklentilerdeki kötümserlik ve iktisadi ajanların rasyonel olmayan davranışlarıdır. Bu modellerde reel sektör ve finansal sektör birbirinden tamamiyle ayrı olarak ele alınmaktadır ve tam piyasalar varsayımı altında borçlanma biçimlerinin hiçbir önemi bulunmamaktadır. Rekabetçi piyasalarda reel ekonomik kararlar sadece tüketici tercihlerine, mevcut teknolojiye ve girdilere bağlı olacaktır. Firmaya ilişkin mülkiyet haklarının hiçbir önemi bulunmamaktadır. Bernanke'ye (1992) göre, etkin piyasa teorisi finansal sistemi sadece bir peçe olarak dikkate almaktadır.³²⁹

2.1.4.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Üçüncü nesil kriz modelleri, üç ana konu üzerinde durmaktadır:

1) Ahlaki tehlike sonucunda doğan aşırı riskli yatırımların sabit kur rejimini

³²⁷ Allan Drazen ve Stefan Hubrich, "Mixed Signals in Defending The Exchange Rate", Mayıs 2002, [http://econ.tav.ac.il/Papers/macro/mixed %20 Signals Evidence.Pdf](http://econ.tav.ac.il/Papers/macro/mixed%20SignalsEvidence.Pdf). (Erişim tarihi: 20.11.2009).

³²⁸ Amartya Lahiri ve C. Vegh, "**Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises**", <http://www.nber.org/Papers/w7734>. 2000, (Erişim tarihi: 20.11.2009), ss. 37-38.

³²⁹ Ben Bernanke, "Credit in the Macroeconomy", **FRBNY Quarterly Review**, Spring:50-76, 1992, s. 52.

sürdürülemez bir noktaya sürüklemesi.

2) Chang ve Valesco (1997) tarafından geliştirilen Diamond-Dybving bankacılık sistemine hücum modelinin açık ekonomilerde yarattığı durum.³³⁰

Karacan'a (2000) göre, Diamond-Dybving (D-D) Modelinde, bütün alacaklılar paralarını geri çekmek istediklerinde bir banka bunların hepsini geri ödeyemez. Bir bankanın pasiflerine kıyasla varlıkları daha uzun vadeli ve daha az likit olduğu için sorunun maliyeti çok yüksektir.³³¹ Panik olasılığını doğuran temel mekanizma bankaların müşterilerini başvuru sıralamasına göre hizmet sınırlamasıdır. Beklentilerin kendi kendini beslemesi ile panik ortaya çıkabilir. Bir kısım mevduat sahibi öteki mevduat sahiplerinin paralarını çekmeye başladıkları kanısındaysa bundan zarar görmek istemeyeceklerinden mevduatlarını çekmek isteyeceklerdir. Önce gelene önce hizmet verme kuralı bankaların paniği önleyecek biçimde kaynaklarını dağıtmalarına engel olur. Bu modelde bankalara hücum, hükümet açıklamaları ya da önemli bir olay nedeniyle olabilir. Paniğin nedeni, kendi kendini besleyen inanç ve beklentilerin sonucu ortaya çıkan raslantısal para çekilişleridir. Kurumsal ve hukuksal altyapı eksikliği bulunan bankacılık sistemlerinde bankalara hücum sürekli olarak görülen bir durumdur. (D-D) modeli banka hücumlarını engellemek için mevduat sigortası ve son kredi merci kurumlarının kullanılması gerektiğini savunmaktadır. Chang ve Velasco (1997) ise, yukarıda anlatılan modeli, farklı üç döviz kuru sisteminde incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmaların sonucunda, esnek döviz kur sisteminde de banka hücumlarının olabileceğini ancak sabit döviz kuru sisteminin para kuruluna göre banka hücumlarına ve döviz kuru krizlerine daha uygun bir ortam hazırladığı sonucuna varmışlardır.³³²

3) Devalüasyonun bilançolar üzerinde yarattığı etkiler.

Üçüncü nesil kriz modellerinde en önemli kavramlardan biri, “*Ödünç Verme Mekanizmaları*”dır. Bu, hem ulusal hem de uluslararası olabilir. Uluslararası kuruluşların verdiği krediler ve hükümetin verdiği garantiler krizlerin oluşmasında

³³⁰ Roberto Chang ve Andres Velasco, “Financial Fragility and the Exchange Rate Regime”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series, No.16 Kasım 1997, ss. 17-23.

³³¹ Ali İhsan Karacan, **2000 Bankacılık ve Kriz**, 2000, s. 54.

³³² Roberto Chang ve Andres Velasco, ss. 17-19.

önemli rol oynamaktadır. Kriz yaşayan ülke hükümetlerinin verdiği garantiler Vasquez'e (2002:654) göre, 1982 yılından bugüne kadar en az 90 banka krizine yol açmıştır. Bu krizlerde, Türkiye dahil krize giren her ülkenin GSMH'nın yüzde 10'u ile yüzde 25'i arasındaki miktarı bankaları kurtarmak için harcanmıştır. Öte yandan, yaşanan krizlerde uluslararası kuruluşların, özellikle IMF'nin, etkisi olduğu savunulmaktadır. Uluslararası son ödeme mercii gereksinim bankacılık sistemindeki para birimi uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Uluslararası bir ödeme mercii kimilerine göre, ciddi sorunlarını ortadan kaldırırken, kimilerine göre ise ahlaki tehlike sorununu da arttırabilmektedir. Mishkin'e (1999b) göre, uluslararası son kredi merciiinden sağlanan fonlar yurt içinde enflasyona neden olmamakta ve makro ekonomik kararsızlıkları giderebilecek alanlarda kullanılabilir. Ancak bu, ahlaki bir rizikoya neden olabilmektedir. Yine Mishkin'e (1999b) göre, finansal serbestleşme, hükümetlerin bankacılık sistemine verdiği garantiler ve uluslararası finans kuruluşlarının verdiği güven, gelişmekte olan ülkeleri yüksek faiz ile yabancı sermayeyi çekmeye yöneltmektedir. Sabit kur sisteminin uygulanması da yabancı yatırımcılarda daha düşük risk anlamında artı bir güven unsuru olarak görülmektedir.³³³ Bu ortamda ülkeye giren yabancı sermaye, bankacılık sisteminin aşırı borç vermesine yol açmakta, bu ise genellikle geri dönmeyen kredilerin artmasına ve banka bilançolarının bozulmasına neden olmaktadır. Bu ülkelerde kriz esnasında uygulanacak politikalarda sınırlı kalmaktadır. Yaşanan likidite sıkışıklıkları genellikle para arzının arttırılması ile karşılandığından sabit kur rejimi altında büyük kararsızlık ve risk yaratmaktadır. Yüksek faiz oranları enflasyon beklentisini arttırmaktadır. Son ödeme mercii bu aşamada bankaların daha da sorumsuz davranmasına yol açabilmektedir. Bu ise ahlaki riziko sorununun artması ile sonuçlanmaktadır.

Calorimis'e (1998) göre, 1980'li yıllardan önce gelişmekte olan ülkelerin çoğunda özel sektör oligopolistik bir yapıya sahipti ve küçük ve zengin bir grup tarafından yönetilmekteydi. Bu durum, hükümet ile özel sektör arasındaki olumsuz birlikteliğin başlangıcını oluşturmuştur. Bankalar bu ortaklıklar tarafından ele geçirilmiş ve özel kurumlara bu yolla kamu kaynakları sağlanmıştır. Ortaklıklar

³³³ Frederic Mishkin, "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", **Journal of Economics Perspectives**, Vol: 13, No: 4., 1999b, ss. 13-14.

grubu bir yandan yurt içi ekonomi üzerinde büyük ölçüde söz sahibi olurken, hükümetlerde bu ortaklılara politik müşteriler transfer etmiştir. Bu ortaklıkların sahip oldukları bankaların kârlılık durumlarında herhangi bir sorun yaşanmamıştır. Zarar oluştuğunda ise, bankaları kurtarma girişiminde bulunulmuştur. Bu durum, bankaları aşırı riskli politikalar yürütmeye itmiş, böylece bankaların bilançoları daha kırılgan hale gelmiş ve ülke ekonomisi için büyük sorunlar doğurmuşlardır. Bu bağlamda, üçüncü nesil kriz modelleri, krizin kaynağını yurt içi firmaların ve bankaların bilançolarındaki bozulmaya bağlamaktadır. Bu modelde, birinci nesil kriz modellerinde önemli rol oynayan hükümetin bütçe politikaları ile ilgili politikaları yer almamaktadır.³³⁴

Üçüncü nesil kriz modellerinin, finansal sektöre verilen örtük veya açık garantilerin aşırı borçlanmaya yol açması, bu durumun bir süre sonra sürdürülemez hale gelmesi ve sabit kur rejiminin terk edilerek esnek döviz kuru sistemine geçilmesi üzerinde yoğunlaştığını ifade etmektedir. Obstfeld'e (1998) göre, bankaların ve firmaların sabit kur rejiminde döviz üzerinden yaptıkları aşırı borçlanmalar, ulusal paranın devalüe edilebileceğini göz ardı etmeleri, hükümetin sabit kur rejimini sürdüreceğine inanmaları, riskli kararlara yönelmelerine yol açmaktadır. Firmaların özellikle yurt dışından aldıkları kredi ve borçları üretken yatırımlara yönlendirmekten ziyade, faaliyet dışı yatırımlara yönelmeleri, borçlarını ödeyememe durumuna girmelerine yol açabilmekte, bu durumda bankalarda geri ödenmeyen kredilerin varlığı nedeniyle zor durumda kalabilmektedirler. Rajan ve Bird'e (2001) göre, bankalara verilen garantiler banka bilançolarında vade ve para birimi uyumsuzluğuna neden olmaktadır. Bu durum ise, bankaların daha riskli kararlar almalarına yol açmakta, uluslararası borçlanmalarını arttırmaktadır. Bilançolardaki vade ve para birimi uyumsuzluğu baş gösterdiğinde, spekülasyonlara maruz kalınabileceği için bankalar uluslararası borçlanmalara gitmektedirler. Bu aşamada, hükümet tarafından verilen garantiler ahlaki tehlikeye yol açabilmekte, ancak garantilerin olmaması ise ahlaki tehlikenin yaşanmayacağı anlamına gelmemektedir.³³⁵

³³⁴ Harles W. Calomiris, "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort", www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-11.htm, 1998, (Erişim tarihi: 10.01.2010), s. 248.

³³⁵ Ramkishan Rajan ve G.Bird, "Banks, Maturity Mismatches and Liquidity Crises: A Simple

Banka bilançolarındaki görülen bir diğer bozulma, artan açık pozisyonudur. Bankaların açık pozisyonlarının büyüklüğü krizlerin başlıca tetikleyicileri olmaktadır. Spekülatif atak sonucunda terk edilen sabit kur rejimi, bankaların açık pozisyonu nedeniyle, önce finansal sistemi, ardından reel sektörü olumsuz etkilemektedir. Finansal serbestleşme ve bankalara verilen garantiler ile birlikte finansal sistemin reel sektöre daha çok kredi verebileceği beklentisi ise, genellikle verimsiz yatırımların artması ve krizin daha da derinleşmesi ile son bulmaktadır.

Asimetrik bilgi sorunu, finansal sistemdeki krizin yaygın hale gelmesinde, diğer bir deyişle diğer finansal kurumlara bulaşmasında da önemli rol oynamaktadır. Finansal sistemdeki bir bankanın iflas etmesi, bilgi alışverişinde bir kopukluk anlamına gelir. Hükümet garantisinin olmadığı durumda, bir bankanın iflası diğer bankaların da bundan olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Bankacılık sektöründeki bu tür sorunlar, genellikle reel sektöre verilen kredilerde bir azalma ile sonuçlanmaktadır.

Stiglitz'e (2002) göre, IMF'nin Doğu Asya Krizi öncesi bölge ekonomilerine yüksek faiz politikaları önermesi ve uygulatması borçluluk düzeyi yüksek olan firmaları oldukça olumsuz etkilemiş, borçlarını ödeyemez duruma düşen firmalar bir yandan iflas riski ile karşı karşıya kalırken bir yandan da bankaları güç durumda bırakmışlardır. Bu ortamda, güven unsurunun kalmadığını gören yabancı yatırımcılar da sermayelerini yurtdışına çıkarmışlardır. Aslında yüksek faiz politikası, IMF tarafından sabit kur rejiminin devamını sağlamak ve sistemin çökmesi halinde Dolar cinsinden borçlanan kişileri zor durumdan kurtarmak amaçlı olarak uygulatılmak istenmiş, ancak dikkate alınmayan diğer ekonomik sorunlar faiz oranını yükselterek döviz kurunu dengelemeye çalışmak politikasının istenilen sonuçları verememesine yol açmıştır.

Model", www.adelaide.edu.au/cies/0132.pdf, 2001, (Erişim tarihi: 10.01.2010), ss. 3-4.

2.1.5. Yapı - Uygulama - Performans (SCP) Modeli

Bu modelin temelleri, 1930-1940 yılları arasında Harvard Üniversitesi'nde bulunan iktisatçıların çalışmalarına ve özellikle de E.S. Mason'un³³⁶ çalışmalarına dayanmaktadır (Harvard Okulu). Bu çalışmalarda belli pazar yapılarında ortaya çıkabilecek anti-rekabetçi davranışlar belirlenmeye çalışılmıştır.³³⁷ Yöntem olarak da teorik modeller yerine Amerikan Endüstrisi üzerine yapılan ampirik çalışmalar kullanılmıştır.³³⁸ Bu çerçevede, ilk çalışmaları yapan E. S. Mason, firmaların gerçekleştirilmesi gereken performanslarıyla mevcut davranış ve yapılarından doğan performansları arasında mukayese yaparak sonuca ulaşma yöntemini benimsemiştir. Daha sonra J. S. Bain, J. Clark, R. E. Caves ve F. M. Scherer gibi iktisatçılar bu yaklaşımı daha da geliştiren çalışmalar yapmışlardır.

Modelin belirlediği temel yaklaşım, bir pazarın iktisadi analizinin ancak yapı (structure) - davranış (conduct) - performans (performance) arasındaki ilişkiye dayanılarak ortaya konulabileceğidir. Modelin ortaya koyduğu bu yaklaşım, özellikle 1940-1970 yılları arasında Amerikan endüstri iktisadi literatüründe tayin edici rol oynamıştır. Yapı – davranış - performans arasındaki ilişkilerle kastedilenin ortaya konulması, bu ilişkilerin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

Pazar yapısı, pazardaki rekabet ve fiyatlama üzerinde stratejik etki gösteren örgütlenme özelliklerini belirtmek üzere kullanılmaktadır. Pazar yapısı unsurları olarak; alıcılar ve firmalar açısından yoğunlaşma derecesi, ürün farklılaştırma derecesi ve pazara giriş koşulları gösterilebilir. Pazar yapısının, temel arz ve talep koşullarına bağlı olduğu kabul edilmektedir. Temel arz ve talep koşulları ise, ürünün dayanıklılığı, ham maddelerin sahipliği ve coğrafi yeri, teknoloji, arz esnekliği, talep esnekliği, pazarın büyüme eğilimi ve dönemsel dalgalanmalar açısından özellikleri gibi unsurlardır.

³³⁶ Daha geniş bilgi için bkz. E. S. Mason, **Economic Concentration and the Monopoly Problem**, Harvard University Press, 1957.

³³⁷ H. Hovenkamp, **Federal Antitrust Policy: The Law of Competition and Its Practice**, 2. B., Place West, St. Paul, 1999, s. 42.

³³⁸ A. Jones ve B. Sufrin, **EC Competition Law**, Oxford University Press, 2001, s. 20.

Pazar davranışı, pazardaki alıcı ve satıcıların ve pazara girmesi olası firmaların, kontrol alanlarına giren değişkenlerin seçiminde takip ettikleri davranışsal kurallar olarak tanımlanmaktadır. Pazar davranışlarının başlıca unsurlarına örnek olarak; fiyat ve üretim miktarını belirlemede kullanılan yöntemler ve takip edilen amaçlar, ürün farklılaştırması ve satış artırma politikalarının özellikleri, rakip firmaların fiyat, ürün gibi konulardaki politikaları arasındaki ilişkiler verilebilir.

Pazar performansı pazar davranışları sonucunda ulaşılan sonuçlar bütünü belirtmek üzere kullanılmaktadır. İktisatçılar pazar performansını değerlendirirken tam rekabet piyasası tanımına yüzde yüz uyan piyasaların gerçek hayatta bulunmaması nedeniyle, en iyi performansı gösteren ve gerçekleştirilecek nitelikte olan *işleyebilir rekabet*³³⁹ (workable competition) kavramını kullanmaktadırlar. Bu çerçevede, işlerliği olan pazar performansı da, firmaların faaliyette buldukları pazarlara sağladıkları uyumun ideal duruma makul ölçüde yaklaşması veya ideal durumdan önemli sayılacak derecede uzaklaşmaması olarak tanımlanmaktadır.

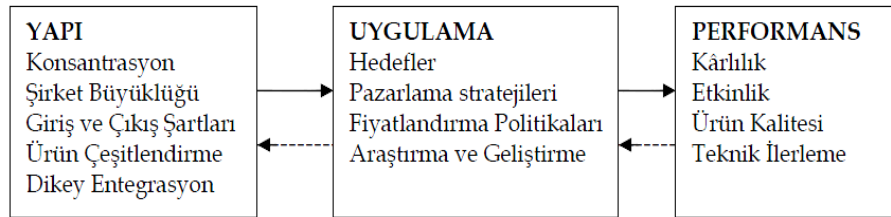
Yapı – davranış - performans arasındaki ilişki şu şekildedir: Pazar yapısı firma davranışlarını belirlemekte, firma davranışları da ekonomik performansı etkilemektedir. Yapı – davranış - performans arasında öngörülen bu etki zinciri ise şu şekilde işlemektedir: Firmanın karar alanına giren değişkenlerin hasılat ve maliyet üzerindeki etkileri, alıcıların ve diğer pazardaki diğer rakiplerin davranışlarına bağlı olacaktır. Dolayısıyla firma kararlarını alırken müşterilerin ve rakiplerinin davranışlarını etkileyen unsurları bir sınırlama olarak kabul edecektir. Bu sınırlamanın firma tarafından algılanış şekli de, karar değişkenlerinin alacağı değerleri etkileyecektir. Pazar yapısı unsurları, söz konusu sınırlamanın firma tarafından algılanışını etkileyerek alınan kararların performansı üzerinde etki gösterecektir. Bu çerçeve içinde, belirleyici unsur pazar yapısıdır. Nitekim, endüstri iktisadında tüm dikkatler pazar yapısını belirleyen yoğunlaşma oranlarına, giriş engellerine ve ürün farklılaştırması gibi konular üzerine yönelmiş ve pazar yapılarının pazar performansı ile olan ilişkilerini araştıran çalışmalar yapılmıştır. Bu çerçevede, modelin önde gelen temsilcilerinden B. J. Bain, 1950'lerde yapmış

³³⁹ İşleyebilir rekabet konusunda daha geniş bilgi için bkz. E. Türkkan, **Rekabet Teorisi ve Endüstri İktisadı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2001, ss., 73-74.

olduğu çalışmalardan, yoğunlaşma oranlarının ve giriş engellerinin yüksek olduğu pazarlardaki kâr oranlarının, yoğunlaşma oranlarının ve giriş engellerinin düşük olduğu diğer pazarlardaki kâr oranlarına göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bu paradigma, Neo-klasik firma teorisinin iç yapısından gelişmektedir. Tam rekabet koşulları altında, müşteri refahı maksimize edilir. Buna göre, firma refahı, tekel altında maksimize edilir. Birçok piyasa bu kategori içerisine girmez, fakat aksak rekabet halinde olabilirler. Bu durumda, firmanın uygulaması rakibinin tutumundan etkilenir. Şekil 2.10'da, bu modelin bileşenleri arasındaki bağlantı görülmektedir.

Şekil 2.10: Yapı - Uygulama - Performans Paradigması



Kaynak: J. A. Goddard, P. Molyneux ve J. O. S. Wilson, *European Banking, Efficiency, Technology and Growth*, 2001, s. 35.

Bu modele ilişkin ilk ampirik araştırmalar, kârlılıkla ölçülen yoğunlaşma ve performans arasındaki ilişkiye odaklanan modele dayalıdır. Bankacılık sektörüne uygulandığında, bu paradigma, fiyatlandırma stratejilerini bildiren bankanın uygulaması, genellikle kârlılıkla ölçülen performansını etkileyecektir. Genel olarak kabul görmüş tek bir bankacılık modeli olmadığı ve endüstriye giriş bariyerlerinin yüksek olduğu gerçeği dikkate alınarak, SCP modeli, tüm dünyada bankacılık piyasalarının analiz edilmesinde kapsamlı olarak kullanılmaktadır.³⁴⁰

³⁴⁰ Bu konuda daha geniş bilgi için bkz: A.A. Heggstad, *A Survey of Studies on Banking Competition and Performance In Issues In Financial Regulation*, McGraw Hill, New York, Chapter 9, 1979, s. 466;; D. R. Fraser ve P.S. Rose, More on Banking Structure and Performance: The Evidence from Texas, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol: 6, No: 1, 1971, ss. 601-611.; A. A. Heggstad ve J. J. Mingo, "Prices, Nonprices and Concentration in Commercial Banking", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol: 8, No: 1, 1976, ss. 107-117.; A. A. Heggstad, "Market Structure, Risk and Profitability in Commercial Banking", *Journal of Finance*, Vol: 32, No: 4, 1977, ss. 1207-1216.; A. R. Gilbert, "Bank Market Structure and Competition: A Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, Kasım 1984, ss. 617-645, D. Evanoff ve D. Fortier, "Re-Evaluation

1970’li yılların sonuna doğru yapı – davranış – performans yaklaşımına eleştiriler başlamıştır. Yapılan eleştiriler iki noktada yoğunlaşmıştır: Birincisi, Chicago Okulu temsilcilerinden H. Demsetz’in *başat etkinlik hipotezi*³⁴¹ (superior efficiency hypothesis) modeline dayalıdır. Yoğunlaşmanın yüksek olduğu pazarlardaki kâr oranlarının yüksek olmasının nedenini o pazardaki işbirliğinden çok, üstün etkinliğe bağlayan görüşten gelmiştir. Üstün etkinlik hipotezine göre, yüksek pazar paylarının nedeni firmaların üstün etkinliklerinin sonucudur. Yapılan ikinci eleştiri, yoğunlaşma oranları ile kâr arasında doğrusal bir ilişki bulunmadığı hususundadır. Gerçekten yapılan ampirik çalışmalar, pazar yoğunlaşması ile kâr oranları arasındaki ilişkinin çok zayıf olduğunu göstermiştir.³⁴²

2.1.6. Chicago Okulu

1970’li yıllarda Chicago Üniversitesi’nin iktisat ve hukuk fakültelerinde bulunan iktisatçı ve hukukçuların devletin rolünü en aza indirmek konusunda ortaya attıkları görüşler ile firma ve piyasa teorilerindeki yeni gelişmeler ışığında endüstri iktisadında yeni bir akım başlamıştır. Chicago Okulu olarak bilinen bu yeni yaklaşım içinde, Robert H. Bork, Ward S. Bowman, Harold Demsetz, John S. McGee, Stanley I. Ornstein, Sam Peltzman, Richard A. Posner, George J. Stigler ve Lester G. Telser gibi isimler yer almaktadır.³⁴³

Bu yaklaşım, bir yandan endüstriyel organizasyonun en etkin biçimlerini (en yüksek performans sağlayan yapılanmayı) araştırırken, diğer yandan da devletin rekabet sürecindeki rolünün ne olması gerektiğini sorgulamıştır.³⁴⁴

of the S-C-P Paradigm in Banking”, **Journal of Financial Services Research**, Haziran, 1988, ss. 277-294.; A. N. Berger ve T. H. Hannan, “The Price-Concentration Relationship in Banking, the Review of Economics and Statistics”, Vol. 71, No. 2, 1989, ss. 291-299.; P. Molyneux ve W. Forbes, “Market Structure and Performance in European Banking”, **Institute of European Finance**, University College of North Wales, Bangor 1989, s. 7.

³⁴¹ Bu hipotez aynı zamanda *farklı etkinlik hipotezi* (differential efficiency hypothesis) veya *üstün etkinlik hipotezi* olarak da bilinmektedir (Viscusi, Vernon ve Harrington 1998, s. 152).

³⁴² W. K. Viscusi, J. M. Vernon ve J.E. Harrington, **Economics of Regulation and Antitrust**, 2. B., The MIT Press, Cambridge, 1998, s. 152.

³⁴³ D. Hildebrand, **The Role of Economic Analysis in the EC Competition Rules**, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 1998, s. 169

³⁴⁴ Türkkan, s.11.

Chicago Okulu'nun en belirgin özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

1. Devlet müdahalesi olmaksızın piyasa kendi dinamikleri çerçevesinde en uygun çözümü üretir.
2. Devletin piyasa mekanizmasına etki edecek yasal düzenlemeleri mümkün olduğunca alt düzeyde kalmalıdır.
3. Chicago Okulu büyük firmaların ortaya çıkmasına neden olacak girişimciliğe hoşgörülü, liberal bir yaklaşım sergilemekte, diğer yandan aynı sonucun birlikler vasıtasıyla ortaya çıkmasına sıcak bakmayarak tutucu bir tavır almaktadır.

Bu özelliklerden de anlaşılacağı üzere, Chicago Okulu serbest piyasa ekonomisine tam bir güven duymakta ve devletin ekonomiye müdahalesine kuşkuyla bakmaktadır. Chicago Okulu, SCP Modelinin kullandığı yapı – davranış - performans yaklaşımına önemli eleştiriler getirmiştir. G. J. Stigler ve H. Demsetz gibi iktisatçılar aynı ya da yeni verileri ancak farklı teknikler kullanarak ampirik yapı – davranış - performans çalışmalarını incelemiş ve eleştirmişlerdir. Giriş engelleri, yoğunlaşma ve yüksek kârlar arasındaki ilişkinin çok istikrarlı ve güçlü olmadığını hatta bazen bu ilişkinin hiç var olmadığını farklı tekniklerle ortaya koymuşlardır. Chicago Okulu artan yoğunlaşma oranı ile kârlar arasında pozitif bir korelasyon olduğunu inkar etmez.³⁴⁵ Ancak bu Okula göre, pazardaki yüksek karlara, SCP Modelinin ileri sürdüğü gibi artan yoğunlaşmaların firmalar arasındaki işbirliğini arttırması değil, firmalar arasındaki farklı etkinlik seviyeleri neden olmaktadır. H. Demsetz'in başat etkinlik hipotezine (farklı etkinlik hipotezi) göre, firmalar arasındaki farklı etkinlik seviyeleri, etkin olmayan firmaların pazarı terk etmesine yol açarak pazardaki yoğunlaşmaları arttırmakta ve artan yoğunlaşma oranları da yüksek kârları ortaya çıkarmaktadır³⁴⁶.

Sonuç olarak, Chicago Okulu, yüksek giriş engelleri ve kârlılık arasındaki nedensel bir ilişkinin olmadığı bunun yerine firmalar arasında farklı etkinlik seviyelerinin bulunması sonucu ortaya çıkan yoğunlaşma ile yüksek kârlar arasında

³⁴⁵ I. L. O. Schmidt ve J. B. Rittaler, **A Critical Evaluation of the Chicago School of Antitrust Analysis**, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1989, s. 66.

³⁴⁶ Bu konuda yapılan ampirik çalışmalar, büyük ölçüde Chicago Okulu'nun tezini destekler niteliktedir (Viscusi, Vernon ve Harrington 1998, s. 152).

bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir.

Chicago Okulu'nun yoğunlaşmalar hakkındaki görüşleri şu şekilde özetlenebilir:

- İktisadi etkinlik rekabet politikasının tek amacı olmalıdır. İktisadi etkinlik, **üretim etkinliği** (productive efficiency) ve **tahsis etkinliğinden** (allocative efficiency) oluşur. Bazen üretim etkinliğini arttıran, örneğin firmaya ölçek ekonomisi avantajı sağlayarak pazarda büyük bir pazar payına ulaşmasına izin verecek yeni bir tesisin inşası veya büyük ölçekli bir devralma, firmaya aynı zamanda monopol fiyatlama fırsatı da verebileceğinden, tahsis etkinliği azalabilir. Böyle bir durumda, rekabet politikaları net etkinlik kazancını dikkate almalıdır. R. Bork bu konuda; rekabetin vereceği sonuçlar elde edildiği sürece toplum açısından bu sonuçlara rekabet yoluyla mı, yoksa monopol yoluyla mı ulaşılabileceğinin o kadar önemli olmadığını söylemektedir.

- Yüksek yoğunlaşma oranlarına sahip pazarlar rekabetçi bir şekilde işleyebilir. Hatta pazarda tek bir firma olsa bile pazar rekabetçi olabilir. Çünkü pazarda firmanın kendi kendini regüle etmesini sağlayan bir mekanizma vardır. Bu mekanizma potansiyel rekabet baskısıdır. Yani firma, yüksek kârların pazara yeni girişleri teşvik edeceğini bilir ve monopolcü davranışlar içine girmekten kaçınır. Bu bakımdan artan yoğunlaşmalara ön yargılı yaklaşılmaya gerek yoktur.

- Pazarda potansiyel rekabetin işlenmesi önünde en önemli engel, devlet müdahaleleridir.

Chicago Okulu'nun yukarıda özetlenen rekabet politikaları hakkındaki görüşleri bazı yönlerden eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin başında, hangi davranışların etkinliğe yol açtığı, hangilerinin açmadığı hususunda iktisatçılar arasında tam bir uzlaşmanın bulunmadığı gelmektedir. Diğer yandan, Chicago Okulu'nun serbest piyasa ekonomisine duyduğu aşırı güven de eleştirilmektedir.

2.1.7. Etkin Piyasalar Modeli

Bu model aynı zamanda “Göreceli Etkinlik Modeli” olarak da

adlandırılmaktadır. Bir model olarak, temelde, SCP modellerine karşı çıkmaktadır. Model, bazı firmaların normal kârlardan daha fazlasını kazandığını iddia eder; zira bunlar diğerlerinden daha etkilidirler. Bu tipteki firmaya özel verimlilik dışsaldır ve doğal olarak yüksek piyasa payıyla yansıtılırlar. Göreceli etkinlik modeli, SCP modeline göre, pozitif yoğunlaşma ilişkisini ortaya koyar, ancak aynı zamanda firma kârlarının, etkinliği ile korelasyon halinde olması gerektiğini iddia eder. Göreceli etkinlik modelinde, firmaya özel etkinlikler daha fazla yoğunlaşan piyasalarla sonuçlanırlar; zira, bu nispeten verimli firmaların piyasa baskınlığı söz konusudur.

Fiyatlar ve yoğunlaşma ters ilişkilidir. Bu hipoteze göre, daha büyük etkinlik, daha düşük fiyatlar ve daha fazla yoğunlaşma / pazar payı arasında giden bir bağlantı kabul edilmektedir.³⁴⁷ Bu hipotez, bankacılık piyasalarının serbest bırakılması ve politika yapıcıların faiz oranlarına müdahale etmemelerini kesinlikle tavsiye etmektedir.³⁴⁸

2.1.8. Yarışılabilir (Contestable) Piyasalar Modeli

1980'lerin başında Willliam J. Baumol önderliğindeki bir grup iktisatçı tarafından, potansiyel rekabetin rekabet sürecindeki önemine vurgu yapan yeni bir yaklaşım geliştirilmiştir. Bu yeni yaklaşım, *Yarışılabilir Piyasalar*³⁴⁹ (Contestable markets) olarak bilinmektedir³⁵⁰.

Baumol (1982) yarışılabilir piyasaları; girişin tamamen serbest ve çıkışın tamamen maliyetsiz olduğu piyasalar olarak tanımlamaktadır. Bu yaklaşım, bir piyasada rekabetin esas belirleyicisinin firma sayısı veya firmaların pazar payları değil, giriş engelinin düzeyi olduğu hipotezine dayanmaktadır.³⁵¹ Bu çerçevede eğer bir piyasada giriş engeli yoksa, bu piyasada tek bir firma bile olsa fiyat, rekabetçi

³⁴⁷ Heffernan ve Banking, Londra, 2005, s. 496.

³⁴⁸ M. Smirlock, "Evidence on the (Non) Relationship Between Concentration and the Profitability in Banking", **Journal of Money, Credit and Finance**, Vol: 17, No: 1, 1985, ss. 69-83.

³⁴⁹ Contestable markets kavramının Türkçe karşılığı olarak Türkkan (2001), "yarışılabilir piyasalar"ı kullanmıştır. Literatürde "**Rekabet Edebilen**" olarak da kullanılmaktadır.

³⁵⁰ Bu konuda temel kaynak, W.J. Baumol, J.C. Panzar ve R.D. Willing, **Contestable Markets and the Theory of Industrial Structure**, San Diego: Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1982.

³⁵¹ Türkkan, s. 344.

düzeve yakın oluşacak ve piyasada rekabetin sağlanabileceği etkinliğe ulaşılacaktır. Şayet monopolcü durumdaki firma, fiyatı yüksek bir düzeyde belirlerse, yeni girişler olacak ve mevcut monopolcü piyasayı terk etmek zorunda kalacaktır.

Bir pazarın yarışılabilir piyasalar gibi işleyebilmesi için şu koşulları taşıması gerekir:

– **Serbest ve Sınırsız Giriş:** Buradaki giriş serbestisi, piyasaya girişin maliyetsiz ya da kolay olması anlamında değil, yeni firmanın üretim teknolojisi ya da ürün kalitesi açısından mevcut firmalara göre bir dezavantaja sahip olmaması anlamındadır.³⁵² Bu koşul, herşeyden önce endüstriye yeni giren firmaların endüstrideki mevcut firmalarla aynı teknolojiyi kullandıklarını ve dolayısıyla da aynı maliyetle üretim yaptıkları varsayımına dayanmaktadır. Söz konusu koşul ayrıca endüstriye yeni giren firmaların mevcut firmalara kıyasla ölçek, marka/ürün kalitesi gibi konularla da herhangi bir dezavantaja sahip olmadıklarını ve dolayısıyla da tüketicilerin malı en düşük fiyat teklif eden firmadan satın aldıklarını öngörmektedir. Yarışılabilir piyasalar bu yönü ile tam rekabetçi piyasaya benzemektedir. Ancak tam rekabetçi piyasada olduğu gibi, firmaların piyasayı etkilemeyecek kadar çok sayıda ve küçük olmaları, homojen mallar üretmeleri gerekmemektedir. Girişin sınırsız olması ise, yeni giren firmanın piyasada küçük bir yer edinmenin çok ötesine geçebilmesi ötesinde, hemen mevcut herhangi bir firmanın yerini tamamen alabilmesi anlamındadır.

– **Mutlak Giriş:** Bu koşula göre, endüstriye yeni giren bir firma, mevcut firmalar girişe fiyat konusunda tepki göstermeden önce mal üretmeye başlamaktadır. Bu nedenle, mevcut firmalar fiyat ayarlamaları yoluyla giriş veya çıkışı engelleyemezler. Ayrıca endüstriye yeni girecek olan firma, mevcut firmaların fiyat konusunda tepki göstermeden önce mal üretip satacağını düşündüğünden, mevcut firmaların giriş öncesi uyguladıkları fiyatları dikkate almaktadır.³⁵³

– **Endüstriden Çıkışın Tamamen Serbest ve Maliyetsiz Olması, Batık Maliyetlerin Bulunmaması:** Çıkışın serbest ve maliyetsiz olması bir anlamda giriş

³⁵² Baumol, s. 3.

³⁵³ Baumol, s. 4.

serbestliği de sağlayan bir unsurdur. Zira, ıkış halinde tüm sermaye, aşınma – yıpranma ve normal kullanım maliyeti dışında kayba uğramaksızın satılabiliyorsa veya yeniden kullanılabiliyorsa batık maliyetler yoktur. ıkış serbestliğinin söz konusu olduğu bu durumda girişe ilişkin herhangi bir risk de bulunmamaktadır. Giriş riskinin bu şekilde ortadan kalkması da giriş serbestliği sağlamaktadır. ıkış engellerinin bulunması ise hem yeni girecek firma için caydırıcı bir etki yaratacak, hem de mevcut firmalar açısından girişi engelleme dürtüsüne ağırlık kazandırarak endüstriye girişi zorlaştırıcı etki yaratacaktır.

Bailey (1981), batık maliyetlerle karakterize edilen bir piyasanın dahi yarışılabilir piyasa olabileceğini ileri sürmektedir. Bu durum için, batık maliyetlerin hemen başka bir firmaya transferi ya da bu maliyetlere başka bir firmanın katlanması gerekmektedir.³⁵⁴

Yarışılabilir piyasalar modelinde yukarıda açıklanan üç koşulu ihtiva eden piyasalara, *tam yarışılabilir piyasalar* veya *ultra serbest giriş* (ultra-free entry) denilmektedir.³⁵⁵ Tam yarışılabilir piyasaların en önemli özelliği *vrka* (hit and run entry) biçimindeki girişlere açık olması³⁵⁶ ve dengeye gidiş sürecinde bu tür girişin önemli bir yerinin bulunmasıdır. Vurka girişi, aşırı kârın varlığı halinde yeni bir firmanın piyasaya girmesi, mevcut firmaların uyguladığından daha düşük bir fiyat uygulayarak geçici bir süre kr elde etmesi ve henüz mevcut firmalarca kendisine tepki gösterilmeden o alandan çıkması durumunu anlatır. Bu durumda kısa süreli, geçici kârlılık fırsatları bile potansiyel firmalar tarafından kaçırılmaz. Bu ise mevcut firmalar üzerinde sürekli bir potansiyel rekabet baskısının olmasına neden olur.

Baumol, Panzar ve Willig (1982)³⁵⁷ modeli “Rekabet Edilebilen Piyasalar ve Endüstri Yapısı Teorisi” isimli kitabında modeli açıklamaktadırlar. Baumol’un (1982) “Rekabet Edilebilen Piyasalar: Endüstri Yapısının Yükselen Yapısı” isimli

³⁵⁴ E. E. Bailey, “Contestability and the Design of Regulatory and Antitrust Policy”, **The American Economic Review**, 71, Mayıs1981, ss. 178-183.

³⁵⁵ Erdal nsal, **Mikro İktisat**, 3. Basım, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2000, s. 427.

³⁵⁶ Baumol, s.4.

³⁵⁷W. J. Baumol, J. C. Panzer ve R.D. Willig, “Contestable Markets and the Theory of Industry Structure”, New York, Harcourt, Brace Jovanovich, 1988.

makalesinde mücadele edilebilir piyasalar anlayışı detaylı olarak verilmektedir. Rekabet edilebilen piyasa girişi tamamıyla serbest olan, çıkışı ise tamamıyla maliyetsiz olan piyasadır. Giriş serbestisi ile girenin bedava veya kolay girişi değil, üretim teknolojisi veya ürün kalitesi açısından piyasadakilere oranla herhangi dezavantajı olmadığı ifade edilmektedir.

Nathan ve Neave (1989)³⁵⁸, Panzer-Rosse (1987)³⁵⁹ İstatistiğinin rekabet edilebilirliği ve diğer rekabet türlerini ABD ve Kanada bankacılık piyasalarında test etmek amacıyla kullanılabileceğini ifade etmektedirler. Teknikleri, faktör fiyatlarındaki değişikliklerin firmanın gelirlerini nasıl etkilediğine bakarak ölçmeyi, firmanın toplam gelir reaksiyonunu, faktör girdi fiyatlarındaki değişimle miktarlandırmayı içermektedir. Araştırmalarında, girdi fiyatları, işçilik, tesislerin birim fiyatı ve faiz giderlerinin, bankalardaki toplam mevduata oranıydı. Panzer-Rosse İstatistiği, toplam gelirin elastikliğinin, seçilen vektör giriş fiyatlarına göre sayısal değeri olarak tanımlanmaktadır.

Molyneux, Lloyd-Williams ve Thornton (1994)³⁶⁰, Alman, İngiliz, Fransız, İtalyan ve İspanyol piyasalarındaki bankalardan 1985–1989 dönemi için örnekleri kullanmışlar ve Panzer-Rosse İstatistiğinin Almanya, İngiltere, Fransa ve İspanya için pozitif ve sıfır ve birim değerden büyük ölçüde farklı olduğunu göstermişlerdir. Bu da söz konusu ülkelerdeki ticarî bankaların, tekeli rekabet piyasasında faaliyet gösterdiklerini göstermiştir. İtalya için, Panzer-Rosse İstatistikleri negatif olarak bulunmuştur, her ikisi de sıfırdan ve birim değerden önemli oranda farklılardı. Bu sebeple, tekel hipotezinin reddedilmesinin mümkün olmadığı sonucuna varmışlardır. Dickens (1996) ticarî bankacılığı, mücadele edilebilir piyasalar teorisini yazdığı “Rekabet Edilebilen Piyasalar Teorisi, Rekabet ve ABD Ticarî Bankacılık Endüstrisi” isimli kitabında incelemektedir.³⁶¹ Bankacılık endüstrisi incelenirken nasıl bir ürün

³⁵⁸ A. Nathan ve E. H. Neave, “Competition and Contestability in Canada’s Financial System: Empirical results”, **Canadian Journal of Economics**, Vol: 22, 1989, ss. 579-594.

³⁵⁹ Rosse ve Panzer (1977), bu testi gazetecilik endüstrisindeki rekabeti test etmek için kullanmıştır ve Panzer and Rosse 1987’deki yayınlamalarından sonra Panzer-Rosse İstatistiği olarak adlandırılmıştır.

³⁶⁰ P. Molyneux, D. M. Lloyd-Willias ve J. Thornton, “Avrupa Bankacılığında Rekabet Koşulları”, RP. 92/17, **Institute of European Finance**, University of NorthWales, 1994, ss. 1-18.

³⁶¹ Dickens, N. Ross, **Contestable Markets Theory, Competition and the United States Commercial Banking Industry**, Garland Publishing Inc., Newyork & London, 1996.

portföyü kullanılması ve hangi tür ticarî banka ve banka benzeri kurum inceleneceği belirlenmesi gereksiniminin hangi giriş ve çıkış durumlarının kullanılacağını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda incelendiğinde, kanuni veya lokal yönetmeliklerin bu konuda engel oluşturabileceği ortaya çıkmaktadır. Özellikle uygulanan Amerikan sistemindeki farklı kanuni düzenlemeler bu konuda ciddi bariyerler oluşturmaktadırlar. Bu da karşılaştırma yapmak açısından ampirik araştırmayı kısıtlamaktadır. Diğer taraftan, çıkış stratejisi bankacılıkta iki şekilde olabilmektedir: iflas veya satış. Halbu ki yine devlet kurumlarının yakın kontrolleri ve mevduatı, sigortası, sistemi banka iflaslarının oluşumunu ciddi derecede azaltmaktadır. Yine satış aracılığıyla sektörden çıkış kanuni zorunluluklardan dolayı devlet kurumlarının onayını gerektirmektedir.

Portföyün incelenmesi durumunda ise, bankaların çok çeşitli tipleri olmasından dolayı ve ürünlerin belirli kurumlar tarafından pazarlanmasından dolayı zorluklar oluşmaktadır. Bu nedenle, “Mücadele Edilebilir Piyasalar Teorisi”nin genelde tek ürüne uygulanması daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Özellikle ev ve otomobil kredileri ele alındığında, bu konuda birçok tipte kurumun rekabet ettiği açıktır ve bunların müşteri odaklı bakıldığında birbirlerinin yerine geçebildikleri görülmektedir. Aynı şekilde kredi kartı, vadeli mevduatlar da kolay girişi ve çıkışı olan alanlardır. Diğer bir konu ise yeni bir banka kuruluşunun kanuni açıdan zorluğu ve oluşturacağı batık maliyetin yüksekliğidir. Oysa deregülasyondan sonra, farklı bir finansal kurumun hazır altyapısı ile bir başka ürünü sunmaya başlaması özellikle batık maliyet yaratmayacağından dolayı girişi neredeyse maliyetsiz hale getirmektedir. Bankacılık sektörünün ürünleri ele alındığında hepsinin homojen ürünler olduğu görülmektedir. Tüketicinin reaksiyonu üründen ürüne değişebilmektedir, çünkü her bir ürünün kendi fiyat hassasiyeti vardır. Örneğin, mevduat faizlerinin hassasiyeti düşükken, otomobil kredilerinin hassasiyeti yüksek olabilmektedir. “Mücadele Edilebilir Piyasalar Teorisi” kanun ve yönetmelikler sınırlanmayan tüm banka ürünleri, mevduatlar ve aktiflerine uygulanabilir.

Yukarıda bahsedilen yapısal teorilerin eksiklik ve ampirik uygulamalarındaki uygunsuzluklara reaksiyon olarak, çeşitli yapısal olamayan modeller

geliştirilmiştir.³⁶²

Yarışılabilir piyasalar modeli, varsayımlarının gerçeğe uygunluğu açısından eleştirilmiştir. Örneğin, pazara yeni giren firmanın mevcut firma tekeli bile olsa tümüyle onun yerini alabilmesi, aynı üretim tekniklerini kullanabilmesi, ayrıca pazardan çıkışın da tümüyle maliyetsiz olması modelin gerçekliğini büyük ölçüde zayıflatmaktadır. Modelde, azalan maliyetlerin söz konusu olmaması, fiyatların keyfi olarak değiştirilmemesi ve tüketicilerin fiyat değişikliklerine derhal tepki göstermesi gibi hususlardaki varsayımları da gerçekçi bulunmayarak eleştirilmiştir.

2.2. Finansal Etkinlik Yönlü Endüstriyel Etkinlik ve Literatür Bulguları

Üretim birimlerinin performansı, bu birimlerin “*verimliliği*” veya “*etkinliği*” ile değerlendirilebilmektedir.³⁶³ Verimlilik ve etkinlik kavramları, ilişkili olmakla beraber oldukça farklı göstergelerdir. Bununla birlikte, bu kavramlar, sıkça karıştırılabilmektedir. Üretimde “verimlilik”, üretilen çıktı miktarının kullanılan girdi miktarına oranıdır. Ele alınan firma tek girdi kullanıp tek çıktı üretiyorsa, bu üretim sürecinin verimliliği, basitçe çıktının girdiye oranı şeklinde belirlenebilecektir. Kuramsal olarak bu tip basitleştirmeler yapılabilir de gerçekte firmalar birçok girdi kullanarak birden fazla ürün ortaya çıkarabilmektedir. Bu durumda, girdiler ve çıktılar ekonomik olarak kabul edilebilir bir şekilde toplulaştırılarak tek bir oran elde edilebilmektedir. Firmalar arasındaki verimlilik farklılıkları, üretim teknolojisi, üretim sürecinin etkinliği ve üretimin gerçekleştiği çevrenin farklılıklarından

³⁶² Bu modeller;

- Iwata Modeli
- Bresnahan Modeli
- Panzar ve Rosse Modelidir.

Bikker ve Haaf, bankacılık endüstrisindeki rekabetçi koşulları ve piyasa yapısını “Rekabet, Yoğunlaşma ve İlişkileri: Bankacılık Endüstrisinin Ampirik bir Analizi” isimli makalelerinde hem Avrupa Piyasası, hem de diğer piyasalar bazında analiz etmektedirler. Kullandıkları yöntem Panzar ve Rosse modelidir. Bu model banka bazında indirgenmiş bir kazanç denkleminde ve H test istatistiklerinin kullanılmasına dayanmaktadır. Daha geniş bilgi için bkz.: J. A. Bikker ve K. Haaf, “Competition, Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry”, **Journal of Banking and Finance**, Vol: 26, 2002, ss. 2191-2214.

³⁶³ K. A. C. Lovell, Production Frontiers and Productive Efficiency, Eds: H. O. Fried, K. A. C. Lovell ve S. S. Schmidt, **The Measurement of Productive Efficiency**, Oxford University Press, New York, 1993, s. 3.

kaynaklanabilmektedir.³⁶⁴

“Etkinlik” ise, üretim sonucunda gerçekleşen ile optimum girdi-çıkıtı miktarları arasındaki farkla ölçülmektedir. Bu ölçüt, ele alınan üretim biriminin veri girdi miktarı ile *elde ettiği ve elde edebileceği* maksimum potansiyel çıkıtı arasındaki oran şeklinde tanımlanabilmektedir. Benzer bir tanım da, girdi düzeyi temel alınarak, belli bir çıkıtı miktarını elde etmek için gerekli minimum girdi miktarıyla firmanın bu düzeyde üretimi gerçekleştirmesi için kullandığı girdi miktarı arasındaki oran olarak yapılabilmektedir.³⁶⁵

Etkinlik, temelde amaca ulaşmadaki başarının bir göstergesidir. Bu bağlamda, bir firma aktif olduğu alanda başarılı olduğu ölçüde etkindir. Eger amaçlarına ulaşamıyor ise etkin değildir. Bu etkinlik veya etkinsizlik durumu hedeflenen ve gerçekleşen performans arasındaki fark ile ölçülmektedir.³⁶⁶

Etkinlik kavramı, ekonomik ve finansal anlamda etkinlik olarak sınıflandırılmaktadır. Genel olarak, kaynakların tam olarak kullanılması ekonomik etkinlik içinde değerlendirilirken kaynakların mevcut yatırım alanlarına verimli olarak dağılımı ise finansal etkinlik kapsamında incelenmektedir. Fon transferini sağlayan para ve sermaye piyasalarının bütünü oluşturarak finansal sistemin etkinliği de genel ekonomik etkinliğin sağlanmasında önemli bir yer tutmaktadır.

İktisadi etkinliğin başarısı ile tam rekabet arasındaki ilişkiye, Pareto tarafından dikkat çekilirken; böyle bir piyasada oluşmuş denge fiyatı ile firmalara kâr, tüketicilere de fayda maksimizasyonu sağlayan optimum dengeye ulaşılacaktır. Yani bir anlamda Pareto iktisadi etkinlik koşullarının her biri gerçekleşmiş olacaktır. Ancak aksak rekabet koşullarının varlığı halinde ya da devlet müdahalesinin varlığı

³⁶⁴ Evrim Turgutlu, **Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2004, s. 75.

³⁶⁵ A. Ertuğrul ve O. Zaim, **Türk Bankacılığında Etkinlik**, Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları, Yayın no:3, Ankara, 1996, s. 37.

³⁶⁶ Verimlilik ve etkinlik ayrımına ve verimlilik ölçütlerine yönelik daha geniş bilgi için bkz.: Recep Kök, **“Endüstriyel Verimlilik ve Etkinlik Bir Uygulama (Türkiye Şeker Endüstrisinde Karşılaştırmalı Verimlilik ve Etkinlik Analizi)”**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 81, Erzurum, 1991.

durumunda İkinci Pareto Tipi etkinlikten söz edilir. Bu etkinlik doğrudan kaynak tahsisine bağlı olarak ortaya çıkan kişisel çıkarların rekabetçi ürünü değil, seçkincilerin regülasyon politikalarıyla oluşmuş belki de tamamen tesadüfi olarak oluşan bir mübadelede etkinliktir.³⁶⁷ Etkin olmayan üretim, var olan girdilerden beklenen çıktı düzeyinin daha altında mal ve hizmet üretimi şeklinde tanımlanabilmektedir. Bunun anlamı, kullanılan kaynakların bir kısmının atıl kalması demektir. Yüksek düzeyde etkinlik, yüksek düzeyde ürün ya da çıktı anlamına geldiğinden, bunun bütün ekonomi için anlamı “refah” demektir.³⁶⁸

Ekonominin var olma nedeni, kaynakların toplumdaki insanların ihtiyaçlarına göre kısıt olmasıdır. İstenilen durum, sahip olduğumuz kaynakların israf edilmemesidir. Kaynakları israf etmenin en bariz yolu onları hiç kullanmamaktır. Ciddi resesyonlarda görüldüğü gibi işgücünün, işsiz, fabrikaların atıl kalması potansiyel üretimlerini kaybetmeleri anlamına gelmektedir. Kaynakların tamamen kullanılması da etkinliğin tam sağlanmasında yeterli olmayabilir. Kaynakların tamamen kullanıldığı durumlarda etkinsizliğe neden olan faktörleri aşağıdaki biçimde analiz etmek mümkündür:

- Firmalar üretimlerinde en düşük maliyetleri sağlayacak yöntemleri uygulamıyorlarsa, kaynakların israf edilmesi söz konusu olacaktır. En düşük maliyeti sağlayacak yöntemi benimsemekle başka malların üretiminde kullanabilecekleri kaynakları serbest bırakmış olacaklardır.

- Eğer firma piyasada mevcut olan diğer firmalardan çok büyükse, hiçbir firma kendi uzun dönem ortalama maliyet eğrisinin en düşük noktasında üretim yapmayacaktır. Dolayısıyla, endüstrinin belli bir düzeydeki üretimi gerekenden daha fazla kaynak kullanımına neden olacaktır.

- Eğer üretilen mal bileşiminde bir maldan çok fazla, diğer maldan çok az üretiliyorsa bu durumda da kaynakların etkin kullanılmaması söz konusudur.³⁶⁹

³⁶⁷ Recep Kök ve Ertuğrul Deliktaş, **Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme Ve Strateji Geliştirme Teknikleri (İş Dünyasından Örneklerle)**, DEÜ İİBF Yayınları, İzmir, 2003, s. 45.

³⁶⁸ George G. Kaufman, **Money The Financial System And The Economy**, Rand McNally Company Chicago, New York, San Fransisco, London, 1973, s. 8.

³⁶⁹ G. Lipsey ve diğerleri, **İktisat**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1983, s. 227.

Etkinlik ekonomik açıdan sağlanması zor bir kavram olduğu kadar göreceli bir kavramdır. Etkinliği tam ve kesin olarak tanımlamak oldukça güçtür. Belli bir sektörün çeşitli birimleri birbirine göre farklı etkinlik sonuçları verebilmektedir.³⁷⁰

Finansal sistem içerisinde yer alan para ve sermaye piyasaları ekonomideki kaynakların aktarım mekanizmasını yerine getirdikleri için ekonomik etkinliğin sağlanmasında ve artırılmasında önemli pay almaktadırlar.³⁷¹ Finansal literatürde, sermayenin en etkin kullanımına olanak veren mekanizmalardan birinin sermaye piyasası olduğu kabul edilmektedir. Sermayenin etkin dağılımı ise, ekonominin bütününde etkinliği arttırmaktadır. Sermaye piyasaları, sadece yurt içi tasarrufların sabit sermaye yatırımlarına dönüşmesi için uygun bir ortam yaratmakla kalmaz, aynı zamanda yabancı sermayenin de yurt içine çekilmesine olanak hazırlamaktadır. Sermaye piyasaları portföy çeşitlendirmesi suretiyle yatırımcıların taşıyabileceği riski azaltıp, sermaye arz edenlerin talep edeceği risk primini dolayısıyla sermaye maliyetini düşürmektedir. Bu süreç, yatırım düzeyinin artmasını ve ekonomik gelişmenin yükselmesini sağlamaktadır.³⁷²

Sermaye piyasaları kanalıyla firmaların halka açılması, ortakların karar sürecinde söz sahibi olmalarına imkân hazırlamaktadır. Firma yöneticileri böylece binlerce ortağın yararına ve onların sosyal sorumluluklarını gözeterek yönde karar alacaklardır. Dolayısıyla gelişen yönetim sektörü de, ekonomik gelişmeye ve etkinliğe de katkı sağlayacaktır.

2.2.1. Ekonomik Etkinlik Kavramı

Çıktı sermaye oranının belirlenmesinde birçok değişken yer almaktadır. Bunlar; ihracatın bileşimi, kamu sektörünün büyüklüğü, Dünya Bankası'ndan alınan belirli programlara yönelik krediler, finansal borç yükü, enflasyon oranı, reel döviz kuru olarak kabul edilmektedir. Tüm bu değişkenlerin ekonomik etkinliğin

³⁷⁰ Fehim Bakırcı, **Üretimde Etkinlik ve Verimlilik Ölçümü-Veri Zarflama Analizi**, Atlas Yayınları, Ankara, Mayıs 2006, s. 84.

³⁷¹ David S. Kidwell, Richard L. Peterson; David W. Blackwell, **Financial Institutions, Markets and Money**, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, USA, 2000, s. 58.

³⁷² Tahsin Özmen, **Sermaye Piyasa Kurulu**, Yayın No:61, Ankara, Ocak 1997, s. 7.

arttırılması yönünde uygun politikalarla desteklenmesi gerekmektedir.³⁷³ Ekonomik etkinlik ve finansal etkinlik kavramlarının bir bütün olarak değerlendirilmesi ekonominin genel olarak yüksek performans göstermesi için büyük önem taşımaktadır. Sağlıklı ve canlı bir ekonomi, tasarruf sahibi bireylerin fonlarını üretken yatırım yapmak amacıyla olan bireylere aktaran bir finansal sistem gerektirmektedir. Bu bağlamda, artan bir ekonomik etkinlik iyi düzenlenmiş bir finansal yapı ile etkin bir finansal yönetimin bileşkesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Finansal endüstrinin yönetim açısından ekonomik analizi, finansal sektörün performansını ekonomik büyümeyi ve finansal krizlerin nasıl ortaya çıktığını ve genel ekonomik aktivite için çok ciddi sonuçlar ortaya koymaktadır.³⁷⁴ Finansal sistemin işlevi oldukça karmaşıktır ve tüm dünya üzerinde bu karmaşık işlem her ekonomik sistem içinde geçerlidir. Finansal sistemin içinde çok sayıda ve birbirinden farklı kurumlar bulunmaktadır. Bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, sermaye, para ve bono piyasaları ve bunun benzeri birçok sayıda kurumu içermektedir.

Finansal piyasalarda zamana ve artan teknolojiye bağlı olarak gelişen finansal araçlar bu piyasaların aktarım mekanizması içindeki yerini daha da önemli hale getirmektedir. Artan finansal araçlar nedeniyle, sermaye artık firmaların dışsal finansman kaynakları arasında son sıralarda yer almaktadır. İşletme finansmanında sermayenin yerini alternatif finansman araçları alırken indirekt (dolaylı) finansman daha önemli hale gelmektedir.

Amerika'daki sermaye piyasaları üzerine 1970 ve 1985 yılları arasında yapılan bir inceleme sonucunda sermayenin dışsal finansman kaynakları arasında sadece yüzde 2,1 paya sahip olduğu görülmektedir. Finansal piyasaların gelişmesiyle ve finans piyasalarında yer alan menkul kıymetlerin çeşitlenmesiyle birlikte finansal araçların faaliyetlerini içeren indirekt finans çoğu zaman direkt finansdan daha önemli hale gelmektedir.

³⁷³ M. O. Odedokun, "Growth & Change", *Journal of Economic Studies*, Vol: 97, Issue 3, Summer 1996, s. 269.

³⁷⁴ Frederic, S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Sixth Edition, Addison Wesley, USA 2000, s. 181.

Finansal işlemlerde kullanılan en önemli kaynak bankalardır, bankalar açtıkları kredilerle herhangi bir yatırımın gerçekleşmesinde önemli rol oynamaktadırlar. Devlet ve/veya bağımsız kurumlar yoğun fon aktarımının sağlandığı finansal sistemin sağlamlığını temin etmeye ve finansal piyasalarda, piyasanın etkin çalışmasında önemli yer tutan bilginin elde edilmesini geliştirmeye yönelik tedbirleri düzenlemektedir. Sadece büyük ve iyi oluşturulmuş tüzel kişilikler faaliyetlerini hisse senedi piyasalarında gösterebilmektedirler. Bireyler veya küçük işletmeler iyi donanımlı olmadıklarından, pazarlanabilir menkul kıymetler piyasasını kullanarak fonlarını arttırmaları mümkün değildir. Bunun yerine, bu tarz işletmeler kendi finansmanları için banka kaynaklarını kullanmaktadırlar.³⁷⁵ Finansal sistemin bütününe oluşturan para ve sermaye piyasaları, bankalar ve diğer ticari kurumlar ekonomi içindeki paranın dolanımında önemli yere sahiptirler. Devletin bu sistem içerisindeki sorumluluğu, finansal piyasaların fonksiyonu olan tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesi ve kredi hacmi yaratarak iş ve ticari yaşamı düzenlemesi olarak ifade edilebilir.³⁷⁶

Farklı finansal politikaların ekonomik büyümeyi etkilediği gerçek olarak kabul edilmektedir. Bu konuda finans literatüründe Gupta tarafından 1987'de benimsenen teorik açıdan iki tür sınıflama söz konusudur.³⁷⁷ Bunlar;

Finansal Yapısalcılar (Financial structuralist) ve Finansal Baskı (Financial repressionist) Okulları'dır. Bu düşünce okullarından her ikisinde de finansal değişkenlerin miktarının ve bileşiminin ekonomik kalkınmayı etkilediği belirtilmektedir. Finansal piyasalarda yer alan değişkenler sistemin yapısal durumundan önemli ölçüde etkilenmektedir. Finans piyasalarında oluşan ve finansal sistemin bir değişkeni olarak kabul edilen faiz oranlarının, reel olarak belirlenmesi durumunda ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Finansal sistemin başka bir değişkeni olan reel döviz kurunun gerçek değerinin belirlenmesi, ekonomik büyüme ve ekonomik etkinliğin sağlanmasında

³⁷⁵ Mishkin, s. 184.

³⁷⁶ Peter, S. Rose, **Money and Capital Markets**, Fifth Edition, Australia 1994, s. 50.

³⁷⁷ Daha geniş bilgi için bkz.: Matthew O. Odedokun, **Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries**, Ed: Niels Hermes ve Robert Lensinle, Routledge, London ve New York 2000, ss. 15-119.

önemli yer tutmaktadır.³⁷⁸

2.2.2. Finansal Yönüyle Etkinlik

Finansal sistemde etkinliğin sağlanması ve ölçülmesi konuları son yıllarda önem kazanmaya başlamıştır. Ülkelerde yaşanan enflasyon, finansal sınırlamalarla finansal baskıya dönüşmüştür. Birçok gelişmiş ülkede finansal baskının varlığı, durumu daha da kötü hale getirmiştir. Finansal baskı nedeniyle faiz oranlarının reel getirileri negatif olmuştur.³⁷⁹ Finansal baskı nedeniyle uygulanan negatif kurumsal faiz oranları; ulusal tasarruflarda azalma, daha fazla oranda ülke dışına sermaye kaçıışı, kaynakların etkin olmayan biçimde kötü dağılımı, kurumsal olmayan para piyasasının ortaya çıkışı, yabancı finansal araçların kullanımında artış ve parasal kontrol problemleri artışının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

1970'lerin sonunda ve 1980'lerin başında finansal düzenleme ve serbestleştirme politikaları çok sayıda ülke tarafından kullanılmaya başlanmıştır.³⁸⁰ Finansal piyasaların derinleşmesi ve liberalleşmesi gerekliliğini ve bu amaç doğrultusunda finans kesimi reformlarının hızlı bir biçimde uygulanması gerektiğini savunan Yeni Klasik Liberal görüşe karşılık, özellikle gelişmekte olan finansal gelişme ve kalkınmanın her zaman finansal derinleşme ve serbestleşme ile mümkün olamayacağını ileri süren Yeni Yapısalcı ve Yeni

³⁷⁸ Reel döviz kuru tek başına yorumlanamayan nominal döviz kurunun aksine, ülke ekonomisi ile ilgili daha fazla bilgi içermektedir. Bununla birlikte, sadece gerçekleşen reel döviz kurunun ele alınarak yapılan değerlendirmeler yeterli olmamakta, ülke ekonomisinin dinamiklerinin göz önünde bulundurulduğu denge reel döviz kurunun hesaplanması ve gerçekleşen reel döviz kurunun denge değerinden ne kadar sapma gösterdiğinin de ölçülmesi gerekmektedir. Nitekim, döviz kurunda gözlemlenen sapmaların orta ve uzun dönemde düşük oranlı ekonomik büyümeye yol açtığı ve sürekli olarak değer kazanan reel döviz kurunun finansal krizlere neden olduğu konusunda literatürde genel bir kanı bulunmaktadır. Özellikle, 1994 yılında Türkiye ve Meksika'da, 1997 yılında Asya Ülkeleri'nde, 1999 yılında Brezilya'da, 2000-2001 yıllarında tekrar Türkiye'de ve 2002 yılında Arjantin'de yaşanan krizlerin en büyük nedeni olarak reel döviz kurlarındaki dengesizliklerin görülmesi, söz konusu dengesizliklerin ölçülmesinin önemini bir kat daha arttırmıştır.

Bu konu üzerine daha geniş bilgi için bkz.: Ahmet Murat Alper, **Sürdürülebilir Reel Döviz Kuru Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2010. Söz konusu tez, konuyu "Modern Reel Döviz Kuru Modelleri - temel denge döviz kuru (fundamental equilibrium exchange rate, FEER), davranışsal denge döviz kuru (behavioural equilibrium exchange rate, BEER), temsili birimin dönemlerarası optimizasyon modeli (representative agent intertemporal optimization model, RAIOM), REDUX modeli ve doğal reel döviz kuru (natural real exchange rate, NATREX)" çerçevesinde analiz etmiştir

³⁷⁹ İnan Alphan, "Banka Etkinliğinin Ölçülmesi ve Düşük Enflasyon Sürecinde Bankacılıkta Etkinlik", **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 34, Ankara 2000, s. 82.

³⁸⁰ J. Fry Maxwell, **Money Interest and Banking in Economic Development**, John Hopkins University Press, USA 1988, s. 129.

Keynesyen görüşler de bulunmaktadır.

Finansal gelişme, etkin bir finansal sistemin sağlanmasında gerek sistemin büyüklük ve gerekse yapı itibarıyla değişmesini gerektirmektedir. Öncülüğünü E. S. Shaw'ın yaptığı bu görüş, finans sistemindeki bu değişmeyi finansal derinleşme kavramı ile açıklamaktadır. Finansal derinleşme, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Finansal derinleşme, para arzının gayri safi milli hasıla içindeki payını ifade etmektedir. Finansal derinleşmeye ilişkin göstergelerden en çok kullanılan M2/GSMH göstergesidir. Bu gösterge belli bir yılda ülke ekonomisinde bulunan dolaşımdaki para, vadesiz mevduat ve vadeli mevduat toplamının GSMH içindeki payını vermektedir. M2Y/GSMH, M3/GSMH ve Finansal Varlık Stokları / GSMH göstergelerinin de kullanıldığı da görülmektedir. Uluslararası boyutta finansal derinleşme göstergelerine bakıldığında, ülkeler arasındaki gelişme farklılıklarına bağlı olarak finansal piyasaların da değişik boyutlarda derinlik kazandıkları izlenmektedir.

Gelişmiş ülkelerin finansal derinleşme düzeylerinin çok yüksek olduğu görülmektedir. Bu ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların oldukça gelişmiş ve çeşitlenmiş olmasının önemli ölçüde payı vardır. Bu nedenle, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki varlık stoklarının ulusal gelirleri içindeki payı, gelişmekte olan ülkelere göre daha yukarıda bulunmaktadır. Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış para piyasalarından organize olmuş piyasalara kaymasına yol açacaktır.

Ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin organizasyonu da finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır.³⁸¹ Finansal derinleşmenin yanı sıra finansal piyasaların serbestleştirilmesi de piyasaların etkin

³⁸¹ Tezer Öcal ve Ö. Faruk Çolak,, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara. 1999, s. 272-273.

durumda olmaları için önemli bir unsurdur. Finansal piyasalarda baskının varlığına bağlı olarak faiz oranlarının kamu otoritelerince, piyasada oluşabilecek faiz oranının altında tutulması ve dolayısıyla nominal faiz oranlarına getirilen tavanlar, ekonominin büyümesinin yavaşlamasına ve yatırımların azalmasına neden olmaktadır.

Faiz oranlarının, idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi sürecinde, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf - yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri kapsayan bir gösterge niteliğini taşıyacaktır. Buna bağlı olarak tasarruf oranı artacak ve yatırımlara aktarılacak kaynak miktarı yükselecektir. Tasarruf oranının artması tüketime ayrılan bütçenin kısılmasına ve bir anlamda enflasyonist baskıların azalmasını da önlemiş olacaktır.

Faiz oranlarının yükselmesi ile daha önceden üretken olmayan yatırımlar daha üretken olanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Finansal liberalizasyon, mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açacak finansal derinleşmeyi arttıracak, buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır. Etkin çalışan bir finansal sistem içerisinde değişkenlerin birbirlerini etkileme oranları da daha yüksek olacaktır. Finansal piyasaların temel fonksiyonu, ekonomideki kaynakların fon fazlası ve fon açığı veren birimler arasında etkin dağılımını sağlamaktır. Piyasa bu fonksiyonu ne kadar başarıyla yerine getirirse sermaye birikimi ve ekonomik büyüme o derece olumlu etkilenir.

Dolayısıyla finansal piyasaların etkinliği, hane halklarından hükümetlere, işletmelerden finansal kurumlara kadar herkesin ilgi alanında yer almaktadır. Finansal piyasaların etkinliği konusunda genel olarak üç ana kriter öne sürülmekte ve akademik çevrelerce bu ölçütler ampirik olarak test edilmektedir. Söz konusu kriterler, kaynakların en iyi kullanana dağılımını sağlamak bakımından "dağıtımsal etkinlik" (allocational efficiency), kaynak aktarımını minimum maliyetle gerçekleştirmek bakımından "yönetim etkinliği" (operational efficiency) ve piyasa fiyatlarının tüm mevcut bilgileri yansıtması bakımından "bilgisel etkinlik"

(informational efficiency) olarak sınıflandırılmaktadır.³⁸²

Finansal sistem içerisinde bu etkinlik kriterlerinin sağlanması, özellikle bilgisel³⁸³ ve yönetim etkinliği, piyasaların etkinlikten uzaklaşma olasılığını azaltacaktır. Yönetim etkinliğinin sağlanamadığı piyasalarda piyasa derinlikten ve etkinlikten uzaklaşır ve kamu müdahalelerine ihtiyaç duyar, haksız kazançlara ortam hazırlanır ve en önemlisi de sermaye birikimi ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenir.

2.2.2.1. Yönetim Yönüyle Etkinlik (Operational Efficiency)

Finansal piyasalarda "kaynak aktarımını minimum maliyetle gerçekleştirmek" olarak açıklanan yönetim etkinliğinin sağlanmasında en önemli amaç işlem maliyetlerinin minimum düzeye indirmek anlamına gelmektedir. Finansal araçlar ekonominin genelinde bir yandan para yatırılan kurumlar olmakla diğer yandan parasal harcama mekanizmasını yönetmekle çok önemli iki fonksiyonu yerine getirmektedir. Finansal araçlar ekonomide paranın bir anlamda istenilen alanlara transferi görevini üstlenmektedirler. Yönetim Etkinliği finansal sektörün iki temel fonksiyonuyla ilgilidir. Ödemeler dengesi mekanizmasının yönetimi, tasarrufçu ve yatırımcı arasında aracılık işlemleri yönetim etkinliğinin sağlanması gereken alanlarını oluşturmaktadır. Bu işlevler risk havuzu, kaynakların tahsisi, genel sigorta, ödemeler mekanizmasının yönetimi, tasarruf ve yatırım arasındaki mobilizasyon gibi konuları içermektedir.

Tobin'e göre, hisse senetleri piyasasında meydana gelen bir hareketlilik, piyasa fiyatlarında da hareketliliğe yol açacaktır.³⁸⁴ Reel piyasa ve finansal piyasa arasında ayrılmaz bir bağ bulunmaktadır. Yönetim Etkinliğinin değerlendirilmesi

³⁸² Özmen, s.1.

³⁸³ Genel olarak piyasa etkinliğini inceleyen etkin piyasa hipotezinin temel varsayımı piyasalardaki "bilgi etkinliği"nin tam olmasıdır. Finansal piyasalarda öngörülen etkin piyasa hipotezi, herhangi bir zamanda menkul kıymet fiyatları ulaşılabilir tüm bilgileri yansıtmaktadır varsayımına dayanmaktadır. Tüm bilgiler kamu kesimine ve özel sektöre ait tüm verileri yansıması olarak değerlendirilmektedir. Etkin piyasa hipotezinin geçerli olabilmesi için yukarıda söz edilen etkinlik kriterlerinin tam olarak sağlanması gerekmektedir. Geniş bilgi için bkz. Paul Krugman, web.mit.edu/krugman, www.ssn.com, Website of the Social Science Research Network.

³⁸⁴ Maxwell, s. 247.

için, özel işlemlerin kaynak maliyetlerinin minimize edilmesi, dağıtım servisinin hızı ve kalitesinin artırılması, herhangi bir mevduatı oluştururken ortaya çıkabilecek işlemleri göz önünde bulundurması gerekmektedir. Yönetim Etkinliği genel anlamıyla piyasanın kendi içindeki işlerliğini tam olarak yerine getirmesi olarak da tanımlanabilmektedir. Ancak bu işlerliği tanımlarken bilgi, işlem ve tahsis etkinliklerinin de aynı anda sağlanması gereği vurgulanmaktadır. Yönetim Etkinliğini belirleyen iki önemli faktör, piyasa yapısı ve düzenlenmiş bir çatı altındaki finansal sektör işlemleridir.

Piyasa yapısı, rekabet derecesi, yoğunlaşma, finansal kurumlar, ve işverenler arasındaki ilişki ve finansal sektörün özelleşme derecesi yönetim etkinliğini yakından ilgilendirmektedir. Finansal araçların yönetim biçimi ve içsel organizasyonlarda yönetim etkinliği açısından önem taşımaktadır. Tüm bunlar devletin ekonomide sahip olduğu pay ve kontrolü tarafından etkilenmektedir. Piyasa yapısı ve devletin piyasaya müdahalesi arasında bir ilişkinin olduğu açıktır. Bu açıdan devletin piyasaya yaptığı müdahaleler etkinlik açısından önem taşımaktadır. Uygulanan para politikası ve ihtiyatla belirlenmiş amaçlar yönetim etkinliğinin belirlenmesinde önem taşımaktadır.

Finansal gelişmişlik düzeyinin yüksek olması durumunda; yönetim etkinlik düzeyinin de yüksek olacağı açıktır. Finansal gelişmişlik Khatkhate ve Riechel'e (1980) göre finansal sistemin, finansal yapı ve formunun, yapılan işlemlerin, finansal talep türlerinin gelişmesi, ürünlerin çeşitliliği finansal kurum tarafından bilgi toplama ve yayma, risk alabilme anlamına gelmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinin finansal sistemleri derinleşme ve serbestleştirme sürecini tamamlamış olduklarından fonksiyonel olarak daha etkin çalışmaları beklenmektedir. Oysa gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemlerinin derinleşmesi ve serbestleşme süreci henüz tamamlanmamış olduğundan özellikle küçük yatırımcıların finans sistemi içine dahil edilmesi gerekmektedir.

İşlem maliyetleri finansal sistem içerisinde yer alan finansal araçlar tarafından azaltılarak, küçük yatırımcıların da finans sistemi içine dahil edilmesine

ve finans piyasasının var olmasından fayda sağlanmasını olanaklı hale getirmektedir. Yüksek işlem maliyetleri söz konusu olduğunda finansal sistem içinde yönetim ya da işlem etkinsizliğinden bahsetmek yanlış olmamaktadır. Yüksek işlem maliyeti probleminin ilk çözümü birçok yatırımcıyı bir araya getirerek fon denetimini oluşturmaktır. Böylece yatırımcılar ölçek ekonomisi avantajını kullanabilmektedirler. Bunun sonucunda yatırımcılar için yatırım başına düşecek olan işlem maliyetleri azalacaktır.

Finansal piyasalarda ölçek ekonomisinin var olması durumunda küçük yatırımcılar da sisteme dahil olabileceklerdir. Finansal aracılardan var olmasıyla oluşan ölçek ekonomisine en açık olarak artan örnek yatırım fonlarıdır. Karşılıklı fonlar finansal araçlar kanalıyla bireylere ya da yatırımcılara satılmaktadır. Böylece yatırımların sermaye ve bono piyasasına aktarımı sağlanmaktadır. Bu fonlar yatırımcıya düşük işlem maliyeti avantajı sağlarken aynı zamanda portföy çeşitlendirmesi olanağı da sunmaktadır. Böylece yatırımcı için portföy çeşitlendirmesinin anlamı istenilen riskin daha da alt düzeylere inmesi demektir.

Finansal aracılık sisteminin gelişmesi işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Sermaye piyasasında işlem maliyetlerini "broker komisyonu" olarak da tanımlayabiliriz. Sistemde sayıca fazla finansal aracının olması bu komisyonların marjlarını da daha alt düzeylere indirecektir. Finansal araçlar bilgisayar teknolojisindeki gelişmeyle beraber yatırımcılara gerekli bilgileri anında ulaştırmaktadır ve böylece kaynaklar daha verimli yatırım alanlarına aktarılmış olacaktır.

2.2.2.2. Kaynak Dağılımı Yönüyle Tahsis Etkinliği

Kaynakların tahsisi etkinliği ile ilgili olarak oluşan genel tutum, finans sektörü serbestleştirilirse kaynakların tahsisinde etkinliğin sağlanmasının daha iyi olacağı yolundadır. McKinnon-Shaw, finansal kontrol ve baskıların ekonominin reel büyüme hızını düşürdüğünü ve finansal sektörün büyüklüğünün ekonominin reel

sektörüne oranla daralttığını ifade etmektedirler.³⁸⁵ Finans piyasasında özellikle yeni ödünç almak isteyenlerle farklı ödünç alanlar arasında belli bir risk söz konusudur. Her iki taraf arasında tarafların belli bir finansal akitten önce bilgilendirilmeleri gerekmektedir. Bu esnada bilgi maliyetleri çok yüksek olduğunda düzenlenmemiş bankacılık sisteminde kredi tayinlaması ortaya çıkabilmektedir. Kredi tayinlaması uygulaması ise bir anlamda bankacılık sektörünü vergilendirmek anlamına gelmektedir. Yüksek bilgi maliyetleri söz konusu olduğunda, kredi sınırlaması ya da tayinlaması, ödünç fon arz edenlerin sorumsuz ve rasyonel davranıştan uzak davranmalarına neden olacak ve böylece piyasada yeni bir denge düzeyi oluşacaktır. Eğer piyasada belli bir faiz oranındaki krediler için talep çok fazla olursa bu durumda ödünç verici çok yüksek bir faiz oranında sağlayabileceği kârın daha da üzerinde kâr elde edebilmektedir. Bu durumda özel yatırım gruplarının beklenen getirileri kredi sağlayan yatırımcı grupların beklenen getirilerinden daha yüksek olabilmektedir. Bu şartlar altında sermaye etkin dağıtılmamış olacaktır.

Ödünç alanların riskleriyle ilgili bilgi maliyetleri yüksek olduğunda, özel ödünç alıcı bir gruba ödünç verirken kredi miktarı ve fon maliyetleri sabitken ödünç verilen miktar artmayacaktır. Kredi miktarı ve fon maliyeti eski seviyesini koruyacaktır. Bu durum iki nedenle ortaya çıkacaktır. Kötü seçim (Adverse selection) ve teşvik etkisi (Incentive Effect).³⁸⁶ Finansal piyasalarda kaynakların etkin bir biçimde tahsis edilmesi ekonominin reel sektörünün gelişmesini ve yatırımların doğru alanlara aktarılmasını sağlamaktadır.

2.2.2.3. Bilgisel Etkinlik

Piyasada yer alanlar bilgiyi fiyatların belirlenmesinde kullanmaktadırlar. Fiyatların belirlenmesinde çok önemli paya sahip olan bilgi, kredi kullanıcıları tarafından da oldukça büyük öneme sahiptir. Kredi kullanıcılar finansal piyasalardaki fiyatları kendilerine rehber edinerek herhangi bir yatırım gerçekleştirirken ya da mevcut yatırımı genişletirken bu bilgiyi dikkate almaktadırlar. Ödünç verenler ise

³⁸⁵ İlyas Şıklar, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar**, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 1991, s.31.

³⁸⁶ R. Glenn Hubbard, **Money The Financial System And The Economy**, Second Edition, Addison Wesley, Columbia University, USA 1997, s.193.

menkul kıymetlerin fiyatlarını kullanarak onların gelecekte alacakları değeri tahmin ederek bir portföy tahsisi gerçekleştirmektedirler. Mal piyasasında, örneğin tarım ürünleri piyasasında tarımsal ürün fiyatları üreticiler için bir işaret işlevi görmektedir. İş gücü piyasasında ise fiyat mekanizması işçi ücretleri aleyhine azalırsa bu durumda üretimde yoğun olarak emek kullanmaya yönelinecektir.

Sonuç olarak alıcılar ve satıcılar tüketim ve üretim kararlarını verirken piyasa fiyatlarını kullanmaktadırlar. Finansal piyasadaki alıcı ve satıcılar menkul kıymetlerin gelecekteki değerlerini ve davranışlarını ve tutumlarını bu duruma göre belirlerler. Alıcı ve satıcıların beklentileri bir finansal varlığa ne kadar ödemede bulunmak istediklerini belirlemektedir. Bilgi, yatırımcı kararlarında veridir. Ekonomik durum hakkında var olan bilgi; politik olaylar tüketici davranışları hem bireysel kararlar hem de firmalar için finansal varlığın gelecekteki değerinin tahmin edilmesinde göz önünde bulundukları koşullar arasında yer almaktadır.

2.3. Finans Endüstrisinde Etkinsizliğin Nedenleri

Neo Klasik finans teorisi tam rekabetçi sermaye piyasaları varsayımına dayanmaktadır. Piyasaların mükemmel ve enformasyonun tam olduğu durumlarda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların etkin kullanıcılara aktarılması gerekmektedir. Bu ideal dünyada, firma içi fonlarla, firma dışı fonlar arasında firma maliyeti açısından bir fark olmayacağı tezi dikkate alınır, firmaların borç ya da özkaynak yoluyla finansman sağlamaları verimliliklerini de etkilemeyecektir. Ancak bu durum gerçekçi değildir. Çünkü, finansal piyasalar tam rekabet koşullarında çalışmamakta, önemli boyutlarda işlem ve enformasyon maliyetlerine katlanmaktadırlar.

Finansal yapının önemli bir unsuru olan finansal kurumlar, işlem maliyetlerini azaltmak ve küçük tasarruflular ile yatırımcıları finansal piyasaların imkânlarından yararlandırmak üzere ortaya çıkmışlar ve zamanla bu doğrultuda gelişme göstermişlerdir. Finansal kurumlar, piyasalara önemli miktarda ölçek ekonomileri sağlamaktadırlar. Finansal işlemlerde kullanılan teknoloji, portföy

çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılması, finansal uzmanlık ve danışmanlık hizmetlerinden herkesin istifade edebilmesi, ve daha önemlisi müşterilere sağlanan likidite imkânları finansal kurumların etkin çalışmasının önemli sonucu olarak görülmektedir. Ancak işlem maliyetlerinin varlığı, bilginin piyasalarda kullanıcılar arasında eşit oranda ve simetrik veya homojen dağılmaması, kötü ahlak problemlerinin yaşanması gibi bazı olumsuzluklar ve anomaliler piyasaları etkinlikten uzaklaştıran nedenler arasındadır. Bu nedenle finansal yapının tam olarak anlaşılabilmesi ve etkinliğin sağlanabilmesi için etkinsizliğe yol açan kaynakların araştırılması gerekmektedir.

2.3.1. Asimetrik Bilgi

Finansal piyasalarda, asimetrik bilgi konusunda 1970 yılından bu yana hızlı bir gelişme yaşanmaktadır. Asimetrik bilgi, finansal anlaşma yaparken taraflardan birinin konuyla ilgili bilgiye sahipken, diğer tarafın bu bilgiden yoksun olması şeklinde tanımlanabilmektedir.³⁸⁷ Finansal piyasalarda asimetrik bilgi problemi "kötü seçim" ve "ahlaki çöküntü"ye neden olarak piyasanın etkinlikten uzaklaşmasına ve piyasadaki fon aktarım mekanizmasının işlerliğini bozarak, üretken yatırım olanaklarının değerlendirilmemesi sonucunu yaratmaktadır.

Çok sayıda piyasayı, alıcı ve satıcı arasındaki bilgi farklılığı şekillendirmektedir. Finansal piyasalarda bilgi aktarımı doğru ve eşit olsa asimetrik bilginin neden olduğu "kötü seçim" ve "ahlaki tehlike" nin de önüne geçilmiş olacaktır. İkinci el araba satıcıları asimetrik bilgi tanımlamalarında kullanılan en yaygın ve en iyi örnektir. Çünkü ikinci el araba satıcılarını arabanın alıcısından daha fazla bilgiye sahip olma ihtimalleri oldukça yüksektir.³⁸⁸ Sözleşme yapan taraflar arasındaki eksik bilgiden kaynaklanan asimetrik bilgi ve buna bağlı sorunların finansal piyasaların işleyişi üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Finansal piyasalar temel aracılık işlevlerinin yanı sıra bu tür bilgi problemleriyle de ilgili işlevleri yerine getirmek durumunda kalmaktadırlar. Bir bütün olarak finansal

³⁸⁷ Joon-Ho Hahn and Frederic S.Mishkin, "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", *The Emerging Markets Review*, Cilt no.1, Sayı no.21-52, 2000, s.2.

³⁸⁸ Brian Hiller, *The Economics of Asymmetric Information*, Mcmillan Press, USA 1998, s. 3.

sistemin karmaşık yapısını ve fonksiyonlarını etkileyen bilgi problemleri hem finansal kurumları ve sözleşmeleri şekillendirmekte hem de para politikasının ekonomiye aktarım kanalı yoluyla makro sonuçlar doğurabilmektedir.

Asimetrik bilgiyle ilgili çalışmaların başlangıcı olarak Akerlofun (1970) "limonlar piyasası modeli" bu alanda yapılan çalışmalara önemli oranda hız kazandırmıştır.³⁸⁹ Akerlof modelinde kalite belirsizlikle ilişkilendirilmiş, temel olarak model asimetrik bilgi esasında geliştirilmiştir. Akerlof modelinde asimetrik bilginin ardındaki unsurlar anlaşılmaya çalışılmaktadır. Asimetrik bilgi kavramı altında temel olarak sahip olunan özel bir bilgi vardır. "Özel Bilgi" ekonomi literatüründe "ben bir şeyler biliyorum, sen bilmiyorsun" şeklinde tanımlanabilmektedir. Sahip olunan bazı bilgiler gözlemlenebilirken, bazı bilgiler gözlemlenemez. Gözlemlenemeyen bilgiler tamamıyla "özel bilgi" kabul edilirken, varolan bilginin bir kısmı herkes tarafından gözlemlenebiliyorsa "kamusal bilgi" olarak adlandırılmaktadır. Özel bilginin varlığı ise "asimetrik bilgi" yaratmaktadır. Bazı kimselerin diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olmaları "gizli bilgi" ya da "özel bilgi" kavramının oluşmasına neden olmaktadır.

Asimetrik bilginin daha ileri formu gözlemlenemeyen insan davranışlarına bağlı olarak değerlendirilmektedir. Gözlemlenemeyen insan davranışının bu durumu genellikle "kötü niyet" olarak adlandırılmaktadır.³⁹⁰ İnsan davranışlarında görülen kötü niyet probleminin finansal piyasalara yansımaları asimetrik bilgilenmenin bir çeşidi olarak yorumlanmaktadır. Finans literatüründe "heterojen bilgi" yani "eksik ya da "asimetrik bilgi"nin menkul kıymet piyasasında fiyat oluşum sürecine etkileri yoğun bir biçimde araştırılmıştır. Elde edilen yeni bir bilginin fiyat oluşumunda önemli etkilere sahip olduğu bilinmektedir.³⁹¹

Finansal piyasalarda fon aktarım mekanizmasında yer alan özel bilgiye sahip olan araçlar ticari işlemlerinde normal üstü getiriler elde ederken bilgiye sahip

³⁸⁹ Ian Molha, **Economics of Information**, Black Well Publisher, UK 1997, s.19.

³⁹⁰ Molha, s.2.

³⁹¹ Chunseng Zhou, "Informational Asymmetry and Market Imperfections: Another Solution to the Equity Premium Puzzle", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.34, December 1999, s. 446-447.

olmayan aracilar ortalama bir getiri elde etmektedirler. Asimetrik bilginin varligi tahsis etkinligini olumsuz ve taraflı bir biçimde şekillendirmektedir. Oluşan bu durum "kötü seçim" olarak adlandırılmaktadır. Bu durum piyasada asimetrik bilgi sonucu gerçekleşmektedir. Piyasada asimetrik bilginin oluşmasının nedeni "insider gains" olarak adlandırılan içerden bilgilendirilenler olduğu savunulmaktadır. Ayrıca firmaların sayıca ve büyüklük olarak artması, özellikle bilime dayalı sektörlerde ve teknolojiye gelişmelerin çok hızlı artması, sermaye ve finansal araçların çeşitliliğindeki artışlar da asimetrik bilgi nedenleri arasında yer almaktadır.

Bilginin piyasada kullanıcılar arasında eşit oranda dağılmaması sonucu "asimetrik bilgilendirme" ortamı oluşmaktadır. Bu durumda var olan bilgiyi bazı kişi ya da kurumlar daha önce edinmek suretiyle piyasada yer alan diğer kişi ya da kurumlara göre daha avantajlı duruma gelmektedirler. Bunun sonucunda finansal piyasalarda herhangi bir yatırıma karar verirken, eldeki bilginin dikkate alındığı tüm işlemlerde bilgiyi elinde tutanlar yani "içerden bilgilenenler" piyasada eşit koşullarda karar verme durumunu ortadan kaldırarak piyasanın etkin olmayan bir yapıya dönüşmesine yol açmaktadırlar. Bu şekilde bilgiye sahip olanlar "Insider Gain" ya da "İçerden Bilgilenenler" olarak adlandırılabilirler.

Etkin piyasa koşullarının geçerli olduğu bir piyasada içerden bilgilenenlerin olması mümkün değildir. Amerika Birleşik Devletleri borsası, NASDAQ, Newyork borsası etkin olarak kabul edilen finans piyasalarıdır. Bu piyasalarda yer alan menkul kıymetlerin normal şartlar altında belirli ortalamadan sapma göstermeleri mümkün görünmemektedir. Bu ortalamalardan sapma, ancak "içerden bilgilenenlerin ticareti" olduğu zaman olası görülmektedir. Asimetrik bilgi durumunun olmadığı etkin bir piyasada, piyasaya yeni ve beklenmedik bir haber ulaştığında, menkul kıymet fiyatları bu bilginin türüne göre yükselme veya düşme yönünde bir trend izleyecektir. Çünkü "Etkin Piyasada" fiyatların, ulaşılabilir bütün bilgileri yansıttığı varsayılmaktadır. Etkin piyasa hipotezine göre herhangi bir fiyat değişimi ancak beklenmedik bir haberle (bilgiyle) gerçekleşmektedir. Bu nedenle piyasada bulunan menkul kıymetlerin hepsinin fiyatının eşit oranda artma ya da düşme ihtimali söz konusudur. Bu kavram "Tesadüfi Yürüyüş" olarak tanımlanmaktadır. Etkin piyasa

hipotezinin en önemli varsayımı, menkul kıymet fiyatlarının "Tesadüfi Yürüyüş" biçiminde değiştiğini kabul etmesidir.

Menkul kıymet fiyatlarının gelecekte alacağı değeri bugünden bilmek mümkün görünmemektedir. Menkul kıymet fiyatlarının tesadüfi yürüyüş biçiminde fiyat hareketi ilkesini benimsemesinden dolayı, piyasada yer alan bireylerin sistematik hata yapmaları mümkün görünmemektedir. Etkin piyasa hipotezi, bütün bilginin piyasada yer alanlarca paylaşıldığını kabul ettiğinden, menkul kıymetlerin piyasa fiyatının da bu bilgileri yansıttığını kabul etmektedir. Bu varsayım ışığı altında, bilginin monopolistik erişim yapısından dolayı kimse diğerinden daha fazla kar elde edememektedir şeklinde bir genelleme yapılabilmektedir. Uzmanlaşmış şirketler, piyasayla ilgili olarak herkes tarafından bilinmeyen bilgileri elde etme yetkinlikleri varsa, bu durumda gelecekte fiyatların hangi yönde değişeceği fikri daha önce elde edinilmiş demektir. Bu durumda içerden bilgilenenler fiyatların gelecekteki durumuna göre portföylerini bugünden düzenleyerek avantaj sağlayacaklardır. İçerden bilgilenenlerin daha önce elde ettikleri bilgi herkes tarafından öğrenildiğinde menkul kıymet fiyatları düşecektir.

Bu durumda içerden bilgilenenler, ellerindeki mevcut bilgi herkes tarafından paylaşılmadan önce ellerindeki menkul kıymet fiyatları düşmeden sattıklarından, belli bir kayıptan korunmuş olacaklardır, dolayısıyla diğer menkul kıymet sahiplerine göre daha avantajlı duruma geçmiş olacaklardır. Bu durumun aksi şeklinde bir bilgilendirme durumu söz konusu olduğunda içerden bilgilenenler avantajlı durumda olabilirler. Eğer içerden bilgilenen yatırımcılar hisse senedi almayı düşünüyorsa ve hisse senetlerini almayı düşündükleri şirket hakkında geleceğe ilişkin olumlu bilgi edinimlerine sahiplerse, o şirkete ait hisse senetlerini, henüz piyasada bu bilgi diğer katılımcılar ya da piyasada yer alanlar tarafından öğrenilmeden alacaklardır. Ardından şirket hakkında ortaya çıkacak olan pozitif duruma ilişkin bilgi direkt fiyatlara yansıtacak ve hakkında olumlu bilgi oluşan şirkete ait hisse senedi fiyatları yükselecektir. Bu nedenle içerden bilgilenenler, bilgiyi fiyatlara yansımadan önce elde ettiklerinden ve bu bilgi dahilinde kendi portföylerine yön verdiklerinden daha avantajlı durumda olacaklardır. Sonuç olarak içerden bilgilenenlerin sahip oldukları

özel bilgi, piyasada yer alan diğer katılımcılara oranla daha avantajlı duruma gelmelerine neden olacaktır.³⁹² Genel olarak büyük yatırım şirketleri asimetrik bilgi yaratmaktadır. Yatırım şirketlerinde, şirket yöneticileri yatırımların verimliliklerindeki değişimleri gözlemlene olanağına sahiptir. Şirketin dışında yer alan diğer yatırımcılar ise bu tarz bilgileri belirli bir zaman sonra ancak dışarıdaki yatırımcılara duyurulacak biçimde hazırlandığında edinebilmektedirler.

Asimetrik bilgiyi oluşturarak, piyasada bilgi farklılığı yaratan en önemli neden büyük ve uzmanlaşmış şirketlerin sahip oldukları AR-GE departmanlarıdır. Örneğin bir firma herhangi bir projesini tamamıyla başarıya ulaştırmadan konuyu aynı sektörde yer alan diğer firmalarla paylaşmayacaktır. Bilimsel çalışmalar, oluşan büyük bilgi asimetrisinin kaynağını AR-GE departmanlarından kaynaklandığını belirtmektedir. Örneğin; Barth, Kasznik ve McNichols'un 1998'de yaptıkları çalışmalarında, büyük ve AR-GE departmanına sahip firmaların daha küçük ve AR-GE departmanı olmayan firmalara göre özel bilgi paylarının daha fazla olduğunu ortaya koymuşlardır.³⁹³

Bir anlamda AR-GE, sermayenin bir başka formu şeklinde değerlendirilmiştir. Bu durum, AR-GE faaliyetleri şirketlerin yönetim merkezinde bulunanlarla yatırımcılar arasında asimetrik bilgi oluşmasına neden olmaktadır. Bilgi asimetrisinin kaynağı AR-GE olarak kabul edilmektedir.³⁹⁴ İçerden bilgilenenlerin ticaretiyle ilgili olarak İspanya üzerine yapılan çalışmada içerden bilgilenenlerin ticaretinde içerden bilgilenenler elde ettikleri bilgi karşılığında olması gerekenin üzerinde kar elde ettikleri gözlemlenmiştir. Bunun nedeni içerden bilgilenenlerin menkul kıymetlere ilişkin bilgileri daha fazla olmasındandır. Bu durum gelişen piyasalarda içerden bilgilenenlerin piyasalarda yüksek kar elde etmeleri sermaye piyasalarında etkinsizlik durumuna işaret etmektedir. Ayrıca içerden bilgilenenlerin ticaretinde normal üstü karların elde edildiğine ilişkin çalışmalar yapılmıştır. Kerr, Lin ve Howe, Holderness ve Sheehan bu alanda çalışma yapanlar arasında yer

³⁹² Kris McKinley and Elan College, **Stock Market Efficiency**, <http://www.elon.edu/ipe/mickinley.pdf2001>. (24 Nisan 2010), s. 1-3.

³⁹³ David Aboody, Baruch Lev, "Information Asymmetry, R&D and Insider Gains", **The Journal of Finance**, Vol.IV. No.6, Aralık, 2000, s. 2751.

³⁹⁴ David Aboody, Baruch Lev, s.2767.

almaktadır.³⁹⁵

Araştırma sonuçlarına göre içerden bilgilenenlerin ticaretinin söz konusu olduğu piyasalarda genellikle az sayıda üyeye sahip olunan finansal piyasalarda görülmektedir. Bunlara ek olarak Amerika Birleşik Devletleri piyasasında, Kanada, Meksika ve Avrupa piyasalarında içerden bilgilenenlerin ticareti görülmektedir. İspanya sermaye piyasaları üzerine yapılan bir çalışmada içerden bilgilenenlerin ticaretinin, diğer yatırımcılara göre normal üstü kar elde ettiklerinden yasaklanmış olduğu ortaya konulmaktadır. Hem şirketlerin hem de tüzel kişiliğe sahip içerden bilgi ticareti yapanlar sermaye piyasalarında konulan kanunlarla özel bilgi kullanımları kısıtlanmaya çalışılmıştır. Özel bilginin kullanımını sağlayanlar ve kullananlar cezalandırılarak uygulamada bu tür bilgi kullanımı yasaklanmıştır.

Piyasada bulunan içerden bilgilenenlerin ticareti ile ilgili olarak oldukça fazla çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar arasında Holderness ve Sheehan, Meulbroek, Cornell ve Sini ve Chakravarty ve McConnell çalışmaları yer almaktadır.³⁹⁶ Bu çalışmalar genel olarak içerden bilgilenenlerin ticaretinin yasal olmadığı konusunda yoğunlaşmışlardır. Bunun sebebi ise içerden bilgilenenlerin finansal piyasalardaki işlemlerde yüksek fiyat hareketlerine sebep olmalarıdır. Bu durumda oluşan yüksek fiyat hareketleri ise piyasalarda oynaklığın artmasına ve etkinlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır. İçerden bilgilenenlerin piyasalarda gerçekleştirdikleri her tür ticaret başarılı bir biçimde piyasalarda dengenin manipülasyonuna yol açmaktadır. İçerden bilgilenenlerin menkul kıymetlerin gelecekte alacakları değerler hakkında sahip oldukları öngörü diğer yatırımcılara göre bir avantaj olarak kabul edilebilmektedir. Bu bilgi avantajı piyasada bulunan diğer yatırımcılar tarafından kârlı görüldüğü için içerden bilgilenenlerin izledikleri yatırım politikaları izlenebilir. Bu durumda iki önemli sonuç ortaya çıkmaktadır. İlki piyasa katılımcıları arasında oluşacak rekabete dayalı baskı durumu piyasayı yanlış yönlendirip bir manipülasyon durumunun oluşmasına yol açabilir.

³⁹⁵ David Aboody, Baruch Lev, s.2769.

³⁹⁶ Del Brio ve diğerleri, "Insider Trading in Spanish Stock Market" <http://odu.edu/bPa/efma/edelbrio.pdf>. (26 Şubat 2010), s. 1-4.

İkincisi, içerden bilgilenen katılımcıyı izleyen diğer yatırımcılar, içerden bilgilenen ticaretçinin düşük fiyattan almış olduğu menkul kıymeti daha da yüksek fiyattan satın almak isteyebilirler. Bu durumda piyasada oluşan aşırı talepten dolayı suni olarak bir fiyat artışı oluşacaktır.³⁹⁷ Bu nedenlerden dolayı içerden bilgilenenlerin ticaretinin önleyici ve bu ticaret nedeniyle oluşan bilgi akışında asimetrinin önlenmesi piyasa dengesini gerçek fiyatları yansıtacak biçimde oluşması için önemli bir husustur. Bir piyasa ne kadar çok rekabete açılır, küreselleşir ve birçok ülke tarafından tanınırsa, o piyasada var olan içerden bilgilene anlayışını düzenlemek o kadar çok ihtiyaç haline gelecektir. Sağlıklı bir piyasa yapısının oluşturulmasında ve finansal analizlerin etkili yapılabilmesi için içerden bilgilenenlerin ticaretini önlemek gerekmektedir.³⁹⁸

2.3.2. Kötü Seçim

Literatürde genel olarak dört tür bilgi probleminden söz edilmektedir. Bunlar, "Kötü seçim, Ahlaki Tehlike, Maliyetli Durum Belirleme Problemi, Aracılık Problemi" olarak sınıflandırılmaktadır.³⁹⁹ Kötü seçim, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup, saklı bilgidir kaynaklanmaktadır. Piyasada var olan kötü seçim durumunun finansal piyasa üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır.

Kötü seçim kavramının geleneksel modeller içinde yer alması birçok ekonomi bilimcisinin çözümünü daha kolay olmasını sağlamıştır.⁴⁰⁰ Ekonomik sistem içinde yer alan bütün katılımcılar sürekli bir karar verme süreci içinde bulunmaktadır. Bu süreç içinde verilen tüm kararlar ortaya koyduğu sonuçlar itibariyle içinde bulunduğumuz ekonomik yapıyı etkilemektedir. Bu konuyla ilgili olarak yapılan bilimsel çalışmalar içinde daha önce de belirtildiği gibi "Akerlof'un

³⁹⁷ Archishman Chaknaborty ve Bilge Yılmaz, "Nested Information and Manipulation in Financial Markets", **The Rodney L.White Center for Financial Research**, Wharton School, University of Pennsylvania 2001, s.1.

³⁹⁸ Michael S. Caccese, **Insider Trading Laws and The Role of Securities Analysts**, <http://www.aimpubs.org/faj/issues/v53n2/pdf/f05300098.pdf>, (22 Aralık 2009), s.3.

³⁹⁹ Hiller, s.5.

⁴⁰⁰ Gary Biglaiser ve diğerleri, "Price and Quality Competition Under Adverse Selection: Market Organization and Efficiency", <http://www.unc.edu/gbiglais/cerveout.pdf>, (26 Şubat 2010), s. 1.

Limon Piyasaları" diğerlerinden daha fazla ve derinlemesine açıklamalar ortaya koymaktadır. Akerlof'un ünlü makalesinde, kötü seçim durumu bulunan bir piyasada bu durumun piyasanın etkinlik yapısını nasıl etkilemiş olduğu ortaya konmaktadır. Buna göre;

1. Dünyanın hangi ülkesinde olursa olsun pazarlanabilir menkul kıymetler bir işletme için ana finansman kaynağı olamamaktadır. Bu durum bir anlamda menkul kıymet piyasalarının, sermaye ve bono gibi tasarruf edenler ile tasarruflarını ödünç kullandırmak isteyenler arasındaki etkili kanal olma fonksiyonunu yerine getirmediğini göstermektedir.

2. Piyasada yer alan menkul kıymet alıcıları yeterince bilgi sahibi olmadıklarından ya da yanlış bilgiye sahip olduklarından iyi firma ile kötü firmayı birbirinden ayıramamaktadırlar, bu durumda ortalama fiyatın üstünde kalan ve iyi firmalara ait menkul kıymetler satılamamaktadır. Kötü seçim problemi ortadan kaldırıldığında iyi firmaların menkul kıymetleri sermaye piyasaları kanalıyla verimli yatırım alanlarına aktarılma fırsatına kavuşmuş olacaktırlar.⁴⁰¹

Kötü Seçimin varlığı finansal yapıyı başka alanlarda da olumsuz etkilemektedir. Ekonomik analizlerde en çok sorulan ve çözümlenmesi gereken soru, insanların kıt kaynaklar karşısında en yüksek memnuniyet seviyesine nasıl ulaştırılacağı konusudur. Bu tanımlamada önemle üzerinde durulacak kavram "en yüksek" kavramıdır. Bu konu birçok ekonomist tarafından "Pareto Etkinliği" ile açıklanmaktadır.⁴⁰²

Ekonomide optimum dengenin kurulmuş olduğu pareto etkinliğine ulaşma da engellerden birisi de var olan "kötü seçim" durumudur. Kötü seçim durumunda kaynakların olası yerler içinde verimli olmayan alanlara yönlendirilmesi ekonomide sağlanacak optimum çıktı düzeyini de azaltacağından gerek finans piyasalarında gerekse reel piyasalarda etkinlikten uzaklaşmasına neden olacaktır. Ekonomide, finans piyasaları reel piyasalarla ekonominin geneli arasında köprü olma işlevini yerine getirmektedir. Finansal piyasaların bu işlevi yerine getirmede önlerinde bulunan en önemli engellerden biri de "Asimetrik Bilgi"dir. Asimetrik bilginin

⁴⁰¹ Mishkin, s.188-189.

⁴⁰² Molha, s-4.

varlığı piyasayı "Kötü Seçim" ve "Kötü Ahlak Problemi"nin olduğu yapıya taşımaktadır. Bu yapı ise ekonomiyi finansal krizlere açık bir duruma getirmektedir.

Finansal piyasalarda finansal araçlar ve özellikle bankalar çok önemli bir role sahiptir. Bankalar bir anlamda bilgiyi üreterek ekonomide kaynakların verimli alanlara aktarılması işlevini de yerine getirmektedirler. Bu aracı kurumların bilgi üretme işlevlerindeki bir düşme, yatırımcılara ve ekonomik faaliyetlere yönlendirilen kredi miktarında azalma anlamına gelmektedir. Bu arada finansal sistemde "kötü seçim" ve "kötü ahlak " problemlerinin yoğun olarak yaşanması, potansiyel alıcı ve satıcı için verimli yatırım alanlarının daha zor tespit edilmesi ya da yanlış alanlara yatırım yapılması anlamına gelecektir.

Bunu bankaların bireylere ve firmalara harcamalarını gerçekleştirmek üzere verdikleri kredilerin kesilmesi izleyecek ve sonuç olarak ekonomik etkinlikteki kötüye gidiş oldukça ciddi bir hal alacaktır. Özetle asimetrik bilgi problemi dört farklı sonucun oluşmasına neden olacaktır.⁴⁰³ Bunlar; 1) Finansal sektöre ait bilanço dengesinde bozulma, 2) Faiz oranlarında artış, 3) Piyasadaki belirsizlikte artış, 4) Menkul kıymet fiyatlarının değişimine bağlı olarak finansal olmayan sektörlerin bilanço dengelerinde bozulma.

Sonuç olarak "kötü seçim" finans piyasalarında başlayarak ekonominin geneline yansıyan ve reel piyasaları da içine alarak genel bir etkinsizlik durumunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ekonominin tümü düşünüldüğünde finans ve reel piyasaların birbirleriyle etkileşim halinde oldukları kabul edilmektedir. Bu etkileşimin dengeli sağlanması durumunda sistemin tümünde bir etkinlik durumunun sağlanması beklenmektedir.

Bu nedenle kötü seçim probleminin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Finansal piyasalarda kötü seçim probleminin önlenmesinde alınacak bazı önlemler bulunmaktadır. Asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan problemler finansal piyasaların temel işlevlerinin yerine getirilmesine engel olmaktadır. Uygulamada bu

⁴⁰³ Hahm ve Mishkin, s. 2.

sorunun çözümü için önerilen tedbirleri kısaca değerlendirmekte yarar vardır. Bunlar sırasıyla;

Bilginin Özel Üretimi ve Satımı: Finansal piyasalarda "kötü seçim" problemini çözmek için bireyler ya da firmaların yatırım aktivitelerinin finansmanı konusunda fon arz eden bireylerin tamamen bilgiyle donatılarak asimetrik bilginin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu bilgiyi sağlamanın birinci yolu, tasarruf sahipleri ve ödünç verenler için özel şirketlerin iyi ve kötü firmalar hakkında bilgi toplamasıdır. Daha sonra bu bilgileri menkul kıymet satın almak isteyenlere satması yoluyla sağlanabilmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde bu amaçla kurulmuş şirketler bulunmaktadır. Standart and Poor's, Moody's ve Value Line şirketleri firmaların bilanço pozisyonu dengelerini, yatırım aktivitelerini göz önünde bulundurarak saptamakta ve bu konuyla ilgili bilgi sahibi olmak isteyenlere satmaktadır. Ancak sermaye piyasalarında özel bilgi üretimi ve satışı sistemi "kötü seçim" problemini tamamıyla çözmektedir. Bunun nedeni piyasada ortaya çıkan "Free Rider Problemi"dir.

Free Rider Problemi (Bedavacılık Sorunu) bazı bireylerin bilginin sağladığı avantajı kullanmalarına rağmen elde ettikleri bilgi karşılığında herhangi bir ödemede bulunmamaları, diğer bireylerin ise kullandığı bilginin avantajına karşın ödemede bulunması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak göz önünde bulundurulması gereken şey özel bilgiyi satın almayanlar yani "bedavacılık sorunu yaratanlar" bu durumda belli bir maliyete katlanmadıklarından, bu bilgiyi kullanarak menkul kıymet alımını bu doğrultuda yaptıklarında belli oranda normal üstü kar elde ettikleri gözlemlenmektedir.⁴⁰⁴ Özel bilginin satışı free rider probleminin ortaya çıkması nedeniyle "kötü seçim" problemini kısmen çözmektedir.

Devlet Düzenlemeleri: Devlet düzenlemeleri yolu ile bilginin piyasada simetrik dağılımı sağlanabilmektedir. Devletin finansal piyasalara bilgi sağlama sürecinde bilginin niteliği ve amacı tam olarak sağlanmalıdır. Finansal bilginin genel

⁴⁰⁴ Mishkin, s.18.

amacı ilgili taraflara yönetimin işletme hedeflerine ulaşmadaki başarısını değerlendirmede yardımcı olmaktır. Ancak burada finansal bilgilerin farklı kişi ya da gruplara iletilmesi hedeflendiğinde bilgilerin kitleliliğinden öte, kalitesinin önemli bir ölçüt olarak ele alınması gerekmektedir. Bilgilerin, gereksinimleri karşılayacak nitelikte olması için bir olayın nitel amaçlarına uygun, önemli, güvenilir, tarafsız, anlaşılır, zamanlı, tutarlı ve karşılanabilir olması beklenmektedir.

Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda kamuya sunulan bilgilerin gerek kapsam ve gerekse içerik bakımından kullanıcıların yoğun bir bilgi yüküyle karşılaşmalarına neden olmaktadır. Yatırımcılar ve ilgili taraflar bu noktada yeterince seçici olamamaktadır. Bu noktada kamuya sunulan bilgilerin ihtiyaç gruplarının isteklerini dikkate alarak zaman ve kapsam açısından sınıflandırılmaları ve yeni sunum yollarının araştırılması gerekmektedir. Finansal bilgilerin açıklanma sürecinde zamanlılık (Timeliness) kavramı son derece önem taşımaktadır. Bu bilgilerin işletme yöneticisine tarihi bilgi formu olmasının yanı sıra, yatırımcı için ileriye yönelik kararların alınmasında ve firmalar arası, seçim yaparken bir kıyaslama yapılmasında da oldukça önem taşımaktadır.

Sermaye piyasasının etkinliğinin artmasında temel kriter olan "güven" unsuru kamuoyu aydınlatma işlevinin yerine getirilmesiyle piyasada etkinlik ve istikrar sağlayarak, fon arz ve talebini kolaylaştırıp yatırımcıların daha güvenli buldukları ortama motive olmalarını sağlamaktadır. Yani başka bir ifadeyle doğru ve etkili bilgilendirme fonksiyonu "kötü seçim" olasılığını azaltmaktadır. Kamu oyunda güven unsurunun artırılması ve yatırımcıların kararlarında "kötü seçim" olasılığının azaltılması amacıyla yapılan aydınlatma faaliyetleri esas olarak üç temel fonksiyonu yerine getirmeyi amaçlamaktadır.⁴⁰⁵

1. Koruyucu Fonksiyon: Asimetrik bilginin ve dolaylı olarak "kötü seçim" in önlenmesini hedefleyen fonksiyondur. Taraflar arasında avantaj ve dezavantajı en aza indirmek suretiyle bilgi ve belgelerin eşit olarak elde edilmesini sağlayıcı diğer bir ifadeyle "Asimetrik Bilgi"yi önleyici fonksiyondur.

2. Caydırıcı Fonksiyon: Kamuoyunda fırsat eşitliği yaratmak amacıyla meydana

⁴⁰⁵ Tuna Taner ve Fehmi Karasıoğlu, "Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu", <http://idari.cu.edu.tr/dergi/tunafehmi.pdf>, (14 Nisan 2010), s.3.

gelebilecek olumsuz bir öncelik hakkının önlenmesi amacıyla bir ortaklığın ele geçirilmesi, sermaye artırımının önceden haber alınması ve benzeri gibi durumlarda ilgili taraflara benzer bir uygulama başlamadan caydırıcı etkisini ortaya koymaktadır.

3. Bilgilendirme Fonksiyonu: Yatırımcının ihtiyaç duyduğu bilgilerin düzenli bir şekilde akışını sağlayarak gerekli kararların alınmasına katkıda bulunmaktadır.

Devletin bilgi ihtiyacını karşılarken bilginin genel amacına ulaşmasının sağlanması önem taşımaktadır. Açıklanan bilgi bu fonksiyonları taşıdığı oranda asimetrik bilginin ve kötü seçim ihtimalinin önüne geçme olasılığı da artmaktadır. Devlet bilgi üreterek aracı kurumların kötü karar birimi iyi karar biriminden ayırmasını sağlayabilmektedir. Bunu kamunun yararına ve ücretsiz yapmaktadır. Ancak bu çözümde ilk olasılık devletin politik nedenlerden dolayı pratikte kurumlar hakkında negatif bilgileri piyasaya çıkarmasının güçlüğü göz önünde bulundurulmalıdır.

İkinci olasılık, devletin sermaye piyasalarını düzenlemesinin bir başka yolu, devletin doğru bilgileri ortaya koyması için karar birimlerini teşvik etmesi şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu şekilde karar birimleri iyi ile kötüyü birbirinden ayırabilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde "Menkul Kıymet Değişim Komisyonu" (Security Exchange Commission) devletin bir kuruluşu olarak görev yapmaktadır. Firmalar bu kurum kanalıyla kendi menkul kıymetlerini kamu piyasalarında muhasebe ilke standartlarına uygun olarak kendi satışlarını, menkul kıymet stoklarını ve kazançlarıyla ilgili bilgileri açıklayarak satışa sunabilmektedirler. Benzer düzenlemeler diğer ülkelerde de görülmektedir.

Teminat ve Özsermaye: Kötü seçim, finansal piyasaların üstlendiği fonksiyonların gerçekleşmesine engel olmaktadır. Teminat, herhangi bir sözleşmede ödünç alanın aldığı borcunu ödeyebilecek kabiliyeti olmadığı durumlarda herhangi bir mal ya da mülk üzerinden yapılan sözleşme şeklidir ve bir anlamda ödünç veren tarafın korunmasını sağlamaktadır. Böylece ödünç veren, sözleşmenin herhangi bir şekilde yerine getirilmemesi durumunda, teminatı satabilir veya karşılıksız çıkan kredisi için bir gelir olarak kullanabilmektedir.

Kredi piyasalarında kötü seçimin önlenmesinde kullanılan bir başka yol kredi verirken öz sermaye oranı yüksek firmaların tercih edilmesidir. Özsermaye "net değer" olarak da adlandırılmaktadır. Firmaların sahip oldukları menkul kıymetleri ve borçları birbirinden farklılık göstermektedir. Sahip olunan bu varlıklar firmaların teminatların belirlenmesinde önemli roller oynamaktadır. Eğer bir firmanın sahip olduğu özsermaye fazlaysa ve firma yapmış olduğu bir yatırımdan negatif bir kar sağlarsa ve firmanın borcunu ödeyebilecek kaynağı yoksa, ödünç verenler verdikleri ödünç karşılığı firmanın öz sermayesini kullanabilirler. Bu durumda firmanın özsermayesinin fazla olması ödünç verenler için bir anlamda teminat ögesi olarak görülmektedir. Özsermayesi yüksek olan firma güvenilirlik anlamında ilk sırada yer almaktadır ve kaybetme riski çok azdır. Çünkü firma bir anlamda sahip olduğu varlıkları kredinin geri ödenmemesi riskine karşı istediğinde kullanabilme avantajına sahiptir.⁴⁰⁶ Bu yüzden ödünç verenler için kredi kullanılırken sahip olunan özsermayenin fazla olması önemli bir avantaj haline gelmektedir. Özsermayenin yüksek olması kötü seçim ihtimalini azalttığından ödünç verenler özsermayesi yüksek olan firmaları tercih etme eğiliminde olacaklardır.

Sözleşmelerin Bağlayıcılığının Sağlanması: Sözleşmelerin bağlayıcılığının sağlanması piyasada genel olarak kötü seçim durumunu azaltmaktadır. Bankalar kredi verdikten sonra da müşterilerini izleyerek kredinin amacına uygun olarak kullanılıp kullanılmadığını kontrol etmek isteyebilirler. Banka ile kredi sözleşmesi yapan tarafın kredi kullanımında bankayı yanıltıp yanıltmadığını kontrol etmek için yapılan bu çalışma sözleşme sonrasında oluşabilecek bir asimetrik bilgi problemi olan "Ahlaki Tehlike"yi önleme amacı taşımaktadır. Söz konusu olan "ahlaki tehlike" kredinin amacına uygun kullanılıp kullanılmadığını veya gereken etkinlikte kullanımını sağlamak için bankaca alınmış bir tedbir niteliği taşıyan önlemler alınarak ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Bankaların "ahlaki tehlikeyi" önlemeye yönelik bu çabaları kredi sözleşmelerine çok detaylı hükümlerin konulması ve bu yolla sözleşmelerin bağlayıcılığının sağlanması şeklinde olmaktadır.⁴⁰⁷

Ayrıca bankalarda firmaların davranışlarını izlemek amacıyla kurulmuş birimler

⁴⁰⁶ Mishkin, s.192.

⁴⁰⁷ M. Kutluğhan Savaş Ökte, "Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri", <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/10/kutlu-htm>, (10 Ocak 2010), s. 8.

de bulunmaktadır. Ancak bu birimlerin oluşturulmasının önemli maliyetleri bulunmaktadır. Bankalar hazırladıkları sözleşmelerde herhangi bir ihtilaf söz konusu olması olasılığını göz önüne alarak, kredinin amacına uygun kullanılmadığını ispat etmek konusundaki güçlükler ve mahkemede kararın çok zaman alması şeklindeki durumları göz önünde bulundurarak sözleşme hükümlerini oldukça basit ve böyle bir durumda mahkemede kolay kanıtlanabilecek sözleşmeler hazırlamayı tercih etmektedirler.

Banka tarafından bu durumlar göz önünde bulundurularak kredilerin vadeleri kısa tutulabilir ya da uzun vadeler yerine sık aralıklarla yenilenen krediler açılabilmektedir. Başka bir yöntem ise, bankaların müşterileri ile aralarında doğabilecek çıkar çatışmalarından korunmak için kredi faizi üzerine daha yüksek risk primi uygulamalarıdır. Ancak bu prim müşteri açısından firma içi fonlarla, firma dışı fonlar arasında bir fark yaratarak, firma dışı fonların maliyetinin daha yüksek olmasına yol açabilecektir. Dolayısıyla bankalar risk primi yüksek firmalara kredi vermemek yoluna gidebilmektedir. Bu durum, genel ekonomiyle yakından ilişkili ve finans piyasalarıyla reel piyasaların birbirinden ayrılmaması gereğini vurgulayan bir örnek oluşturmakta ve ekonomide "kredi tayinlaması" sorununa yol açmaktadır.

2.3.3. Kötü Ahlak (Ahlaki Risk)

Kötü ahlak kavramı piyasada paylaşılan bilgilerin herkes tarafından ve aynı oranda paylaşılabilmesi durumundan kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi bu problemle ilgili olarak piyasaların farklı ve önemli sorunlar yaşamasına neden olmaktadır. Ahlaki çöküntü ya da kötü ahlak problemi asimetrik bilgi problemlerinden biridir ve taraflar arasındaki finansal sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmaktadır.

"Kötü niyet" problemi ise fon kullanan yatırımcıların amaçlarının gerçek yatırım dışında farklı alanlara kaymasıyla ortaya çıkmaktadır. Bu durumda kullanılan kredi gerçek amacı dışında ve etkisiz bir biçimde değerlendirilmiş olacaktır. Eğer asimetri borç veren ve borç alan arasında bir sözleşme imzalandıktan sonra ortaya çıkıyorsa bu

durumda ortaya çıkan soruna "ex-post" asimetrik problem denilmektedir.⁴⁰⁸ Asimetrik bilgi türlerinden biri olan "kötü niyet" probleminin varlığı aslında toplumda insan davranışlarının olumsuz bir biçimde bozulmasına neden olmaktadır. Bozulan davranışlar farklı değerleri ön plana çıkararak yalan söylemek, kopya çekmek, veya faydacı yaklaşımlar daha kabul edilebilir hale gelmektedir. Bu tarz davranışların daha sık gözlemlenmesi toplumun sosyal yapısını önemli ölçüde etkilemektedir. Değişen davranış kalıplarının finansal piyasalara yansımaları olarak da algılanan ahlaki problem yatırım amacıyla verilen fonların amacına uygun kullanılmaması sorununu ortaya çıkarmaktadır.

Ekonomi insanların ihtiyaçları ve bunların sınırlı kaynaklarla karşılanmaları üzerine kurulmuştur. Bireylerin davranış kalıplarının ekonomik sistem içindeki önemi yadsınamayacak ölçüde büyüktür ve bu davranış kalıplarının ekonomik yapı üzerindeki etkisini de "davranışsal ekonomi"⁴⁰⁹ bilim dalı incelemektedir. Toplumda genel olarak bu tarz davranış şekillerinin gelişmesi, bu davranış biçimlerinin oluşturduğu tüketim, üretim ve yatırım ve diğer makro büyüklükler üzerinde de önemli ölçüde etkiler yaratacaktır. Bu davranış kalıplarına göre toplumda yeni oluşan aktarım mekanizması ise ekonomide yeni aktarım mekanizmalarının oluşmasına neden olacaktır. Bu yeni oluşan aktarım mekanizması da optimum etkinlik olan "Pareto Etkinliğinden" çok uzak sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilecektir.

Ahlaki problemin varlığının birçok ülkede finansal krizlere neden olduğu ifade edilmektedir. Finansal serbestleştirme sürecinde ekonomide rekabetin arttığına dikkat çekilmekte, artan rekabetin karları olumsuz etkilediği ve bu durumun da menkul kıymet piyasasında işlem gören ticari varlıkların değerinin de düşmesi anlamına geldiği vurgulanmaktadır. Bu sorunların yanı sıra finansal serbestleştirme sürecinin sorunlu olmasının nedeninin "ahlaki problem" in varlığı olduğu açıklamalarda yer almaktadır.⁴¹⁰

Özellikle "ahlaki çöküntü" nün bankacılık sektöründe oluşturduğu açılımlar genel

⁴⁰⁸ Hiller, s.4.

⁴⁰⁹ Geniş bilgi için bkz. Zafer Akın ve Ü. Barış Urhan, "İktisat Deneysel Bir Bilim Olmaya mı Başlıyor?", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:25, Sayı:288, Yıl:2010, ss. 9-28.

⁴¹⁰ Thomas F.Hellmann, Kevin C. Murdock and Joseph E. Stiglitz, "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", **The American Review**, Vol.90,no.1, Mart 2000, s.148.

ekonomi açısından oldukça ciddi sonuçlar doğurabilmektedir. Bu nedenle "ahlaki problem" in önlenmesine yönelik alınması gereken tedbirleri inceleyen birçok model üzerinde çalışılmaktadır. Stiglitz ve Weiss tarafından 1981 yılında yapılan bir çalışmada kredi faiz oranlarının sınırlanmasının temel nedenin borç veren (banka) ile alan (müşteri) arasındaki eksik ve asimetrik bilgi olduğu tespit edilmiştir.⁴¹¹

Kredi faiz oranlarındaki belli bir noktadan sonraki artışın kredi arzını daraltacağı ve kredi müşteri havuzunun yüksek risk kategorisine giren müşterilere doğru kayacağı çalışmanın bir başka sonucudur. Bu sonuçtan yola çıkarak yüksek risk grubuna giren müşterilere kredi kullanımına gitmek bir anlamda kredinin geri dönmeme riskini de göze almak anlamına gelmektedir. Bu durum genel ekonomi açısından kredilerin etkili alanlarda kullanılmaması sonucunu da ortaya çıkarmaktadır. Kredi talebi fazlasıyla karşılanan ve verilen kredilerin geri dönmemesi durumunda gerekli idari tedbirlere başvurmak zorunda bulunan bir bankanın açacağı krediyi sınırlaması ve bankanın beklenen karını optimum yapacak bir faizi önermesi düşünülebilecek bir yoldur. Faiz oranını bu seviyenin altında tutmak bankanın toplam getirisini iki nedenle etkileyecektir.

İlki kredibilitesi yüksek müşterilerin cesareti kırılacak ve muhtemelen kredi piyasası dışına itileceklerdir. Bu durumda oluşan etki "adverse selection effect" kötü seçim etkisi olarak adlandırılmaktadır. Diğerleri ise piyasada kalmayı tercih eden müşteriler riski yüksek ve dolayısıyla başarı şansı düşük projelere doğru yöneleceklerdir. Bu şekilde oluşan etki ise "adverse incentive effect" kötü seçimin teşvik edici etkisi olarak adlandırılmaktadır.⁴¹²

Finansal piyasalarda görülen ahlaki problem ya da kötü seçim sonuç olarak piyasanın yapısındaki dinamikleri etkileyerek piyasanın etkinlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır. Firmaya ait özsermayenin yüksek olması ve firmanın gözlemlenmesi kötü ahlak probleminin önlenmesinde alınabilecek tedbirler arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Ayrıca finansal araçlara ve bankalara düşen bazı görevler de bulunmaktadır. Özsermayesi yüksek olan firmaların genel olarak piyasada güven sağlamaları ve finansal

⁴¹¹ Joseph Stiglitz, A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/stiglitz.htm>. (22 Kasım 2009), s. 7.

⁴¹² Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği No:9803, Aralık 1998, s.3.

anlamda güçlü olduklarını ifade etmeleri daha kolaydır. Bu firmalarla yapılan anlaşmalarda "ahlaki problem" tehlikesinin daha az olması firmalara kolaylıkla kredi bulabilme olanağı sağlamaktadır. Ahlaki tehlikenin en aza indirilmesini sağlayan tedbirleri aşağıdaki biçimde sıralamak mümkündür.

1. Ahlaki problemin azaltılması için kredi verme programı riskli yatırımlara girişilmesini önleyecek biçimde düzenlenebilmektedir.

2. Diğer bir önlem ise krediyi kullanmak isteyen bireyin yaşam sigortası yaptırmış olmasını istemek olabilir.

3. Alınabilecek başka bir tedbir ise şirketin portföyünde şirket büyüklüğüne göre belli finansal varlıkların tutulması zorunluluğunun getirilmesi şeklinde ifade edilebilmektedir. Bu durum şirketin ödünç veren tarafından güvenilir bir portföy oluşturmasını sağlamak ve ödünç vereninden güvenini kazanmak açısından önem taşımaktadır.

4. Teminat ödünç verenler için önemli bir korunma aracı olmaktadır. Bu tarz teminatlarla özellikle otomobil piyasasında karşılaşmak mümkündür. Otomobilin borcu bitmeden otomobilin satılması mümkün olmamaktadır. Yapılan bu tür sınırlayıcı sözleşmelerle ahlaki tehlike önlenmeye çalışılmaktadır.

5. Ahlaki problemin önlenmesinde izlenecek diğer bir önlem ise kredi verilen şirketin muhasebe kayıtlarına bakılarak gözlemlenmesidir. Yapılan bu gözlemler sonucu güven uyandıran şirketlere kredi tahsisi yoluna gidilebilmektedir.

Bu tarz sınırlayıcı sözleşmeler ahlaki problemi oldukça azaltmaktadır ancak tamamıyla ortadan kaldırmamaktadır. Ödünç alanlar gerektiğinde bu sözleşmelerin boşluklarından çok iyi yararlanabilmektedir. Bu sözleşmelerin faydalı olabilmesi için yaptırımlarının olması gerekir ve aynı zamanda da sürekli kredi kullanan kişi ya da firmaların gözlemlenmesi gerekmektedir.⁴¹³ Piyasanın genel yapısının çok sayıda firmanın satıcı ve alıcılar arasındaki bilgi farklılığına göre şekillendiği düşünüldüğünde asimetrik bilgi probleminin oluşturduğu ahlaki sorunun da piyasalarda çok önemli sonuçlara yol açacağını tahmin etmek gerekmektedir.

Ödünç verenler, ödünç verdikleri kişi ya da kurumların dürüstlüklerini bilseler,

⁴¹³ Mishkin, ss.196-197.

ahlaki sorunda büyük ölçüde çözümlenmiş olacaktır. Fakat piyasada ahlaki problemin varlığı piyasada yer alanlar arasında direk bilgi geçişini engellediğinden piyasanın çok zayıf bir etkinlik göstereceğini beklemek doğru olacaktır.⁴¹⁴ Piyasanın daha etkin hale getirilmesi ve kaynak dağılımındaki optimalite göz önüne alındığında ahlaki problem sorunun çözümlenmesinin gereği iyi bir şekilde anlaşılmaktadır.

2.3.4. Maliyetli Durum Belirleme Problemi

Bilgi probleminin diğer bir türü de "maliyetli durum belirleme problemi"dir. Bir yatırımcının bir yatırım projesi gerçekleştirmek istediğini varsayalım. Bu varsayım altında yatırımcı tarafından gerçekleştirilecek olan her yatırım projesinin getirisi de farklı olacaktır. Fon arz edenler yatırımı gerçekleştirecek olan her yatırımcının projesini gözlemleyerek asimetrik bilgi problemini ortadan kaldırmak isteyeceklerdir. Fakat bu gözlemler için fon arz edenler tarafından belli bir maliyete katlanmak gerekecektir. Bu problem ise "maliyetli durum belirleme problemi" olarak adlandırılmaktadır. Kötü niyet probleminde olduğu gibi bu problem zaman zaman "ex-post asimetrik bilgi problemi" olarak adlandırılmaktadır. Bunun nedeni iki taraf arasındaki asimetrinin anlaşma yapıldıktan sonra ortaya çıkmasıdır.⁴¹⁵ Maliyetli durum belirleme probleminin var olmasının nedeni taraflar arasında asimetrik bilginin varlığıdır. Bir proje için ödünç alan ve ödünç veren arasında gerçekleşen anlaşmada taraflardan birisi diğerine oranla projenin getirisine ilişkin daha fazla bilgiye sahipse bu durumda kredi veren konumda olan taraf bunu gözleme yolunu seçecektir.⁴¹⁶ Bu gözlemlerde katlanması gereken önemli maliyetleri vardır. Bu maliyete katlanmanın piyasada çeşitli şekillerde yansımaları olacağı tahmin edilmektedir. Bu yansımalar içinde kredi faiz oranının artması, sözleşme hükümlerinin bazı sınırlayıcı hükümler içermesi şeklinde görülebilmektedir.

2.3.5. Aracılık Problemi

Bu problem tipi "aracılık" veya "temel aracılık" problemi olarak

⁴¹⁴ Hayne E. Leland ve David H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol:XXXIII, No.2, Mayıs 1997, s.255-256.

⁴¹⁵ Hiller, s.8.

⁴¹⁶ Christopher M.Snyder, **Optimal Long Term Contracts in a Costly State Verification Model**, George Washington University and MIT, <http://home.gwu.edu/csnyder/webb.pdf>, (5 Şubat 2010), s.7.

adlandırılmaktadır. Eğer finansal piyasalarda yer alan ve sözleşmelerin oluşmasında aracilar taraflara sözleşmenin yapılması için oldukça önem taşıyan bilginin esasları hakkında yanıltıcı bilgiler verebilirler. Bir anlamda “kötü ahlak problemiyle” karşı karşıya kalınmış olabilir. Aracılar bu bilgiye belli bir anlaşma imzalanmadan öncede sahip olacakları gibi aynı zamanda belli bir anlaşma sağlandıktan sonra da sahip olabilirler. Eğer aracilar elde ettikleri bilgiyi kendi avantajları için kullanırlarsa davranışları karşı tarafı aldatmaya yönelik olarak değişebilir.⁴¹⁷ Bu değişim karşı tarafın, anlaşma konusunda yeterince ve doğru bilgiye sahip olmamasından dolayı aleyhine bir durum yaratır. Aracıların bu şekilde taraflar arasında veya tarafla kendi arasında asimetrik bilgi akışı sağlaması, yapılan anlaşmanın gerçek anlamda etkin olmaması sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

2.3.6. Finans Endüstrisinde Görülen Anomaliler

Piyasada anomalilerin varlığı hem piyasa etkinsizliğini işaret etmekte hem de sermaye varlıklarının fiyatlandırılmasında yetersiz koşulları ortaya koymaktadır. Piyasalarda görülen normalden uzaklaşma durumu şeklinde de tanımlanabilen anomaliler piyasayı etkin olma durumundan uzaklaştırmaktadır. Bu konuyla ilgili çalışmaların başlangıcı 1970'lerde Fama ile başlamış ve 2000'lerde Keim ve Ziemba'nın çalışmalarında da yer almıştır. Anomaliler normal davranış modellerine göre göreceli olarak değerlendirilmektedir. Piyasada gözlemlenen anomaliler, özelliklerine göre şu şekilde sınıflandırılmaktadır.⁴¹⁸

Firma Büyüklüğü Etkisi: Sermaye piyasalarında uzun zamandır yapılan araştırmalar, piyasa etkinliği açısından bir anomalilik olarak değerlendirilen "firma büyüklük" ya da "küçük firma" etkisini ortaya koymaktadır. Bu etkinin test edildiği hemen hemen bütün hisse senedi piyasalarında piyasa değeri küçük firmaların, piyasa değeri büyük olan firmalara oranla yatırımcılara daha yüksek bir getiri sağladığını ortaya koymuştur.⁴¹⁹ Yapılan bu araştırmalara ilişkin bir başka örnek ise Reinganum'un 1981'de

⁴¹⁷ Hiller, s.8.

⁴¹⁸ G. William Schwert, “Anomalies and Market Efficiency”, **Universty of Rochester, NY14627 and National Bureau of Economic Research**, Ocak 2001, s.1.

⁴¹⁹ Gökhan Özer, "Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıklar, Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve Bir Değerlendirme", (<http://www.basirimcom.tr/dergi/2000-03/a/uzunsureligetiri.htm>),

yaptığı çalışma Newyork borsasında yapılmış ve küçük sermayeye sahip firmaların daha yüksek ortalama getiri elde ettiği gözlemlenmiştir.⁴²⁰

Bu konuyla ilgili başka bir çalışma ise Branz tarafından 1981'de yapılan 1936 ve 1977 yılları arasındaki zaman dilimini içeren çalışmadır.⁴²¹ Bu çalışma sonucunda da küçük sermayeye sahip firmalarla büyük sermayeli firmaların karşılaştırılması sonucu küçük sermayeye sahip firmaların büyük sermaye sahibi firmalara göre yüzde 19.8 oranında daha yüksek getiri sağladıkları gözlemlenmiştir. Firmaların sahip oldukları sermayenin farklı olmasından dolayı sahip oldukları menkul kıymetlerin farklı fiyatlardan değerlendirilmesi piyasada getirilerin farklılığından dolayı bir anomallik yaratmaktadır. Bu durumun nedeni farklı biçimlerde açıklansa da sonuç olarak piyasayı etkinlik durumundan uzaklaştırmaktadır.

Yıl Sonu Etkisi: Yapılan gözlemler sonucu yatırımcıların Aralık ayının son birkaç günü ile Ocak ayının ilk bir iki haftasında yılın diğer ay ve günlerine oranla daha yüksek getiri elde ettikleri saptanmıştır. "Yıl sonu etkisi", Roll tarafından 1983 yılında araştırılmıştır. Bu çalışmada küçük sermaye stoklarının yüksek oynaklığa sahip olduğu ve bunun da kısa dönemli sermaye kayıplarına neden olabileceğini açıklamıştır.⁴²² Küçük sermayeye sahip yatırımcıların yıl sonundan önce gelir vergisi ödemesinde bulunmaları ancak ellerinde bulundurdukları ve yüksek oynaklığa sahip menkul kıymetleri satmalarıyla gerçekleşmektedir, gelir vergisi ödemelerini izleyen dönemde yani Ocak ayının ilk haftasında küçük sermaye sahipleri yatırımlarını tekrar kurmak amacıyla geri satım amacıyla alım yapmaktadır. Yıl sonunda veya Ocak ayında yatırımcıların yatırım pozisyonundaki iyileşmenin nedeni olarak tekrar portföy oluşturmalarıdır şeklinde tanımlama yapılabilmektedir.

Takvimsel Etki: Hafta sonu etkisi olarak ifade edilen "takvimsel etki" French tarafından 1980 yılında yapılan bir çalışmada gözlemlenmiştir. French, Standart&Poor's un 1953-1977 arasındaki getirilerini göz önünde bulundurduğunda hafta sonu getirilerinin

(20 Nisan 2010), s. 2.

⁴²⁰ Schwert, s.3.

⁴²¹ Pilbeam, s.209.

⁴²² Schwert, s.4.

negatif olduğu gözlemlenmiştir.⁴²³ Hafta sonu etkisinin açıklanmasını sağlayan bir diğer açıklama, hafta sonunda fiyatların Cuma günü çok yüksek düzeyden kapanması veya Pazartesi günü çok düşük düzeyden açılmasıdır. Cuma günü işlem yapmak, arada hafta sonunun da bulunması ve fazladan iki gün daha ek maliyetsiz kredi günü sağladığından Cuma günü işlem yapılması tercih edilmektedir. Bu nedenle Cuma günü fiyatlar artmaktadır. Haftasonu fiyatların düşmesi ise Cuma günü sağlanan artışın ortadan kaldırılması için yorumlanan zıt bir hareket olarak ifade edilebilmektedir. Cuma günü en çok pozitif sermaye getirisiyle en yüksek getirinin elde edildiği gün olmaktadır.

Haftasonu etkisi bir başka hipoteze göre "bilgi" ile ilişkilendirilmiştir. Haftaiçi günlerde bilginin yatırımcıya aktarılması konusunda pozitif bir eğilim varken, haftasonunda bu konuda negatif bir yönelim oluşmaktadır. Piyasada iyi olan bir haber hemen yatırımcıya ulaştırılmakta ve bunun sonucunda fiyatlar artmaktadır. Ancak kötü haber Cuma günü piyasa kapandıktan sonra açıklanmaktadır. Bu durumda haftasonunda bu bilgiye dayalı olarak fiyatlar piyasanın açılış gününde yeniden düşük bir seviyeden açılmaktadır.

Abraham ve Dcenberry tarafından 1994 yılında ortaya konulan hipotez ise haftasonu etkisini "seri korelasyon hipotezi" ile açıklamaktadır.⁴²⁴ Hipoteze göre Pazartesi günü fiyatlarını Cuma günü piyasada oluşan performans belirlemektedir. Fiyatlar açısından yaşanan olumlu bir Cuma gününü pozitif haftasonu getirisi izleyecektir. Olumsuz bir Cuma gününü ise negatif haftasonu getirisi izleyecektir. Finansal piyasalarda haftasonu etkisiyle bu tarz anomalilerin gözlemlenmesi piyasa etkinliği açısından değerlendirildiğinde piyasanın kendi içsel dinamikleri tarafından ortaya çıkan ancak sonuç olarak sermaye varlıklarının fiyatlandırılmasında da bazı sapmalara yol açan bir durum yaratmaktadır.

Mutlak Zıtlık (Momentum Etkisi): Fama ve French 1996' da zıtlık stratejisini iki farklı biçimde test etmişlerdir.⁴²⁵ De Bont ve Thaler'in 1995'de yapmış olduğu her iki

⁴²³ Schwert, s.6.

⁴²⁴ Peter Fortune, "Weekends Can Be Rough:The Weekend Effect in Stock Price", **Working Papers 98-6/Federal Reserve Bank of Boston**, RePEc:Fip:fedbwp:98-6, (20 Nisan 2010), s.17.

⁴²⁵ Fama, F., Eugene, and Kenneth R. French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", **The Journal of Finance**, Vol.51, 1996, s. 56.

çalışmasında da piyasada geçmişte kaybedenlere ilişkin bir anomali tespit etmişlerdir.⁴²⁶ Panik satışların örneklerini inceleyen Rensaw'ın 1984'de yaptığı çalışmasında, iki haftalık dönem üzerinden çok kaybettirmiş hisse senetlerinin, piyasanın yoğun ilgisi nedeniyle olumlu yöne yüksek bir performans olduğunu ifade etmektedir. Howe, iyi ve kötü haberli firmalar portföyünün elli haftalık piyasaya ayarlanmış getirilerinin davranışını incelediği çalışmasında, önceden aşırı kazandırmış hisse senetlerinin olayı takip eden elli haftalık süre içerisinde piyasanın yaklaşık yüzde 30 altında getiri elde etmesine yol açacak biçimde kötü performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu kötü performansın tamamı olayı takip eden dönemde ortaya çıkmamakta, aşağı yukarı bir yıllık bir zaman süresi dilimine yayılmaktadır. Buna karşın alınan kötü haber neticesinde fiyatları aşırı düşmüş hisse senetleri portföyü için sonuçlar, zıtlık etkisinin ilk haftalarda yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. İlk haftalarda toplanmış olan bu zıtlık etkisi, bu getiri sekmesinin en büyük kısmının olayı takip eden ilk beş haftada ortaya çıkmakta olduğunu göstermektedir. Ancak daha sonraki haftalarda azalmaya başlamakta ve olayı takip eden kırkıncı hafta ve sonrasında ise negatif olmaya başlamaktadır.⁴²⁷

Piyasada öncelikli olarak yüksek getiri elde eden menkul kıymetler ile düşük getiri elde eden menkul kıymetler sırasıyla tam tersi getiri elde etmektedirler. Geçmişte kaybedenlerin, geçmişte kazananlara göre daha yüksek ortalama getiri sağladıkları ortaya konduğu için bu etkiye "zıtlık" etkisi denilmektedir. Bu konuyla ilgili Jegadeesh ve Titman'ın 1993'de elde ettikleri sonuçlar zıtlık hipotezini desteklemektedir.⁴²⁸ Çalışmalarında elde ettikleri sonuçlara göre yakın geçmişte kazananların (bir yıl önce), yakın geçmişte kaybedenlere oranla daha yüksek verimlilik gösterdiklerini ortaya koymuşlardır. Bu nedenle bu etkiye "devamlılık ya da momentum" etkisi denilmektedir.⁴²⁹ Genel olarak "mutlak zıtlık etkisi", fiyatlarda belirli bir stabilitenin reddedilmesinden dolayı ve temel olarak yapısında içerdiği zıtlıktan dolayı etkin piyasa hipoteziyle çelişen bir anomalilik durumu olarak görülmektedir.

⁴²⁶ Werner F. M. Debondt and Richard H. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", **The Journal of Finance**, Vol. 40, 1985, s.799.

⁴²⁷ Özer, s.15.

⁴²⁸ Narasimhan Jegadeesh ve Sheridan Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers Implications for Stock Market Efficiency", **The Journal of Finance**, Vol 48, 1993, s. 67.

⁴²⁹ Schwert, s.9.

Zaman İçinde Getirilerin Farklılaşması, Metodolojik Sorunlar ve Ölçme

Hataları: Finansal piyasalar sürekli yoğun işlemleri gerçekleştirdiği ve teknoloji ve zamandaki gelişmelere son derece açık ve bu konuda hassasiyeti olan piyasalardır. Dolayısıyla bu piyasalara ilişkin ölçümlerde verilerin gerektiği oranda ve güncel olması gerektiği gibi doğru ölçüm metotlarının kullanılması da gerçeği yansıtan sonuçlara ulaşmak açısından son derece önem taşımaktadır.

Fama'nın işaret ettiği gibi çoğu piyasada etkinlik testleri, piyasa etkinliği ve beklenen hisse senedi getiri modellerinin birleşik testlerinden ibarettir. Bunun bir sonucu olarak da birleşik hipotezi reddinin, piyasanın etkin olmadığı mı ya da beklenen getiri modellerinin başarısızlığını mı ifade ettiğini belirlemek zordur.⁴³⁰ Birçok analist, anomalilerin bulunmasında ve anomalilere ilişkin modellerin kurulmasında, veri inceleme süreciyle ilgilenmektedir. Veri toplama sürecinde genellikle verilere ilişkin yapılan hatalar sonuçların gerçek durumu yansıtmaktan çok uzak olmasına neden olmaktadır. Veri toplama sürecinde yapılan hatalar veri toplarken ortaya çıkabilecek ve sonucu doğrudan etkileyen hatalar arasında yer almaktadır.⁴³¹ Bu tarz veriler tahmin sonuçlarının farklı çıkmasına dolayısıyla piyasada bir anomali durumu varlığı varmış gibi sonuçlar ortaya koymaktadır.

Kısa Süreli Getiri Zıtlıkları (Aşırı Tepki Verme Teorisi): 1960'lı yıllarda F/K (fiyat / kazanç) oranı ile getiriler arasındaki zıtlıklara dikkat çeken çalışmalarla temelleri atılmıştır. 1980' li yılların ortalarına doğru getiriler arasındaki zıtlıkları ortaya koyan çalışmalar büyük ilgi ve tartışma odağı olmuştur. İlk olarak De Bondt ve Thaler tarafından yayınlanan araştırma bulguları, yatırımcıların hisse senedi fiyatlarını, aldıkları yeni bilgi çerçevesinde değerlendirirken firmaların nakit akım ve kazanma güçleri ile ilgili beklentilerinde büyük bir değişme yaratan çok iyi ya da çok kötü haberlere aşırı tepki vermekte olduklarını, bu aşırı tepki ise, piyasada tekrar çok uzun bir sürede düzeltilmekte olduğu tespit edilmiştir.⁴³² Piyasalarda bu tür nedenlerle meydana gelen aşırı tepki verme hareketi, piyasada yer alan menkul kıymet fiyatlarını önemli derecede düşürmekte ya da yükseltmektedir. Bu durumun zaman içinde farkedilmesiyle menkul

⁴³⁰ Özer, s.12.

⁴³¹ Schwert, s.10.

⁴³² Özer, s.1.

kıymet fiyatlarını gerçek değerlerine çekmek belirli bir zaman almaktadır. Bu nedenle "aşırı tepki verme hipotezi" bir etkin piyasa anomalisi olarak değerlendirilmektedir.

De Bondt ve Thaler tarafından 1985 yılında yapılan çalışmada, 1926 ve 1982 yılları arasında Newyork borsasındaki fiyatların aşırı tepki gösterdiğini tespit etmişlerdir.⁴³³ Fiyatlar olmaları gereken gerçek değerlerinin çok üzerinde veya çok altında belirlenmiştir. İzleyen yıllar itibariyle bir önceki yıl kaybedenler izleyen yılda daha yüksek getiriler elde etmişlerdir. Daha sonra yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmalar arasında Chan'ın 1988, Fama ve French'in 1988, Chopra, Lakonishok ve Ritter'in 1990 ve Forbes'in 1996 yılında yaptıkları çalışmalar sayılabilir.⁴³⁴ Aşırı tepki verme durumunu piyasalarda ortaya çıkmasını sağlayan başka bir neden olarak da gürültücü ticaret yapanlar (Noise Trader) gösterilmektedir.⁴³⁵

Piyasada görülen belirsizlik durumu "noise" olarak ifade edilebilmektedir. Genel olarak Noise gelecekteki teknoloji ve tercihlerin nasıl olacağı şeklindeki belirsizlik yaratmaktadır. Finansal piyasalarda "noise" bilgiyle zıt bir anlam taşımaktadır. İnsanlar bazen bilgiye dayanarak işlem yaparlar ve işlemlerinden kar beklemekte de haklıdırlar. Bazı yatırımcılar ise sanki bir bilgiymiş gibi "noise"a dayanarak işlem yapmaktadırlar.⁴³⁶

Gürültücü işlemcilerin etkileri bakımından vurgulanması gereken bir diğer husus ise, bireysel olarak tek başına piyasada yer alan gürültücü işlemcilerin piyasadaki fiyat oluşumunu etkileme güçleri bulunmamaktadır. Fakat bu işlemciler bir grup olarak hareket ettiklerinde piyasada fiyat oluşumunda önemli etkiye sahiptirler. Bu konuyla ilgili genel bilgiler Schleifer, Summer'ın 1990 ve Shiller'in 1989'da yaptıkları psikolojik çalışmalarına dayanmaktadır.⁴³⁷ Bu çalışmalarda bireylerin sistematik olarak hata yapma eğiliminde oldukları gösterilmektedir. Bireylerin yeni bir haber karşısında aşırı tepki verdiklerini ve geçmişteki fiyat hareketlerinin de bireyin bugünkü davranışlarında etkili

⁴³³ Debondt and Thaler, s.804.

⁴³⁴ Özer, s.4.

⁴³⁵ Theo Offerman ve Joep Sonnemans, "What's Causing Overreaction?, An Experimental Investigation of Recency and the Hot Hand Effect", (<http://www.Fee.uva.nl/creed/pdfFiles/hothand.pdf> . (15 Nisan 2010), .s. 2

⁴³⁶ Fisher Black, **Noise**, Çeviren: Naile Kantür Üreten, Sermaye Piyasa Kurulu, Yayın No: 124, Ankara 1998, s.469.

⁴³⁷ Keith Cuthbertson, **Quantitative Financial Economics, Stock, Bonds and Foreign Exchange**, John Wiley&Sons, USA 1999, s. 175.

olduğu saptanmıştır. Ayrıca bireysel olarak değil de grup olarak alınan kararların piyasada daha etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Grup olarak alınan kararlar ise piyasada daha yüksek sapmalara neden olmaktadır. Oluşan bu fiyat sapmaları piyasada değerlendirilen kaynakların tahsis etkinliğinde, oluşan fiyat etkinliğinde ve piyasaların tümüne olan güvenin zarar görmesine neden olmaktadır. Bu nedenle piyasalarda faaliyet gösteren gürültücü işlemcileri mümkün olduğunca engellemek etkinliğin sağlanmasında önemli bir aşama olarak kabul edilmektedir.

Finansal piyasaları etkinlikten uzaklaştıran nedenlerden sayılan anomalilerin piyasalara olan etkileri ölçülebilir ve ortadan kaldırılabiliirse bu durumda piyasayı etkinlik düzeyine yaklaştırmak da mümkün olabilmektedir.⁴³⁸ Böylece piyasalarda etkinlik kriterine yaklaşılmış olacaktır.

2.3.7. Finansal Etkinlik Üzerine Gelişen Bilgi ve Teknolojinin Etkisi

1980'lerin ortalarından itibaren uluslararası alanda yeni teknolojilerin yarattığı informasyon ve iletişim devrimi, insanların dünya görüşündeki değişiminden, şirketlerin yeni teknolojilerle donatımına ve toplumsal kurumların yeniden yapılanmasına uzanan bir değişimi tetiklemiştir. Böylece yeni teknolojik devrimle tetiklenen değişim, yeniden yapılanma ve küreselleşme tüm dünyada yeni bir dönemin başlamakta olduğunu göstermiştir. 1980'lerde devreye giren değişim; yerelden ulusala, ulusaldan küresele uzanan süreçlerin küresel boyutta etkili olmasına yol açan köklü bir dönüşüm olarak kendini göstermiştir. Bireysel düzeyden küresel düzeye kadar genişleyen yelpaze içinde her düzey ve alanda gündeme gelen yeniden yapılanma ve değişim, her alanda sürekli yenilikler anlamına gelmektedir.⁴³⁹ Bilgi teknolojisindeki hızlı gelişmeler günümüzde "Yeni Ekonomi"⁴⁴⁰ adı verilen

⁴³⁸ Eugene F. Fama, "Efficiency Survives an Attack of the Anomalies" http://dfafunds.com/The_Firm/About_Dimensional/Philosophy/fama_an_efficiency.html, (8 Mayıs 2010), s. 8.

⁴³⁹ Hüsnü Erkan, "Türkiye'nin Stratejik Önceliği: AB ya da Bilgi Toplumu", **Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Genelkurmay Askeri Tarih ve Stratejik Etüt Başkanlığı Yayınları, Sayı:13, Yıl:7, Mayıs 2009, Ankara, s. 2.

⁴⁴⁰ Literatürde "yeni ekonomi" kavramıyla eş anlamlı veya bu ifadenin bir alt dalı olacak biçimde "bilgi ekonomisi", "dijital ekonomi", "sanal kapitalizm", "bilgi bazlı ekonomi", "net ekonomisi" gibi kavramlar da kullanılmaktadır. Geniş bilgi için bkz. Adem Kalça, **Eski Yeni Ekonomi**, Element Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Kasım 2008. Robert D. Atkinson ve Rondolph H. Court, "The New

kavramın ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Son on yılda dünya ekonomisi ve ABD ekonomisindeki gelişmelere bakıldığında, yeni ekonominin verimliliği, yeniden yapılanmaya yönelik baskıları, küresel niteliği, yol açtığı krizleri ile birlikte yeni ekonominin sistemi nasıl kökünden değiştirip sarstığı ortaya çıkmaktadır. Eski sektörler önemini, kârlılığını, istihdam gücünü, üretim kapasitesini yavaş yavaş yitirirken, yeni sektörler son derece hızlı büyüyerek ekonomik büyümeyi belirleyici konuma gelmektedir. Bilgi akışının hızla artması ve mevcut bilginin paylaşılması finans piyasalarını oldukça önemli bir biçimde etkilemektedir.

Teknolojik gelişmeyle ve büyük ölçüde dijitalleşmeye ve internete bağlı olan yeni ekonomi, geliştirdiği yeni ürünler ve araçlarla eski ekonominin üzerinde çok büyük dönüşüm sağlamaktadır. Sürekli kalite rekabetinin sağlanabilmesi için, firmalar toplam kalite uygulamasına yönelmek zorunda kalırlar. Toplam kalite uygulamasında, ürünleri tek tek kalite kontrolünden geçirmek yerine; üretim sürecinin tüm aşamalarında, hataları sıfıra indirgeyerek, sıfır hata ile üretim anlayışı geliştirilmiştir. Sıfır hata ile üretim anlayışına dayalı toplam kalite süreci; yalnızca ürün ve üretim aşamasını değil; girdiden satış sonrası hizmetlere kadar tüm aşamaları kapsayacak biçimde uygulanmaktadır. Müşteri memnuniyeti yanında çalışan memnuniyeti de birlikte gerçekleşmektedir. Toplam kalite anlayışının yerleştiği şirketler kendi alanlarında en iyi olarak, küresel düzeyde de en iyi olmayı hedeflemektedir. Bu durum rekabet anlayışında da yeni yaklaşımların geliştirilmesine yol açmaktadır. Artık firmalar, yalnızca rakipleriyle kıran kırana mücadele ederek değil; daha çok kendini sürekli geliştirerek, kendi ile rekabet ederek, rekabet üstü olmaya gayret etmektedirler. Bugün rekabet üstü olmanın yolu; sürekli iyileştirmeler ve sürekli yeniliklerle, rekabet ve kalite avantajlarını sürekli üstün tutmaya dayanmaktadır. Bunun için, işletmede yenilikçilik ve kalite kültürünün yerleştiği, nitelikli insan kaynaklarının yaratıcılığına dayalı yeni bir anlayışın geliştiğini görmekteyiz.⁴⁴¹

Economy Index”, Progressive Policy Institute, www.neweconomyindex.org.

⁴⁴¹ Hüsnü Erkan ve diğerleri **Türkiye İçin Bilgi Bazlı Sürdürülebilir Yenilikçi Sanayileşme Stratejisi** EGİAD Girişimcilik – Yönetim – Ekonomi Araştırmaları Dizisi – 5, İzmir, Eylül 2007, s. 6.

Bu çerçevede yeni oluşan ekonominin dört temel özelliği vardır. Bunlar, 1) dijitalleşme, 2) araştırma-geliştirme faaliyetlerinin artması, 3) küreselleşme ve 4) insan kaynakları profilinde yaşanan radikal değişimdir. Yeni ekonomide ülkeler, bilim ve teknolojiadaki gelişmelerden hareketle yeni ürün ve hizmetler, yeni üretim ve dağıtım yöntemleri, yeni sistemler yaratabilme yetkinliğine kavuşulabilmekte, ülke kaynaklarının en etkin ve verimli şekilde kullanılabilmesi sağlanmaktadır.⁴⁴²

Bilgi teknolojisindeki gelişmeler sayesinde, elde edilen bilgi, bilgiyi elde edenin kendine olan güveni geliştirmekte alınan kararlarda özellikle belirleyici olmaktadır. Piyasada verilen kararlarda özellikle bilgi edinimi oldukça önem taşımaktadır. Bilgi teknolojisinin etkisiyle ortaya çıkan finansal yenilikler de finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemiştir. Finansal yenilikler finansal düzenlemelerin etkisini hafifletmek amacıyla düşünülebileceği gibi, yüksek oranda vergilerden kaçışı sağlamak olarak da düşünülebilmektedir. Ayrıca yatırımcıların çok geniş yelpazeye yayılan ihtiyaçlarını karşılamak ve finansal piyasalarda etkinliğin artmasıyla beraber yatırımcıların yatırım kararlarında daha isabetli davranmalarına da olanak sağlamaktadır. Artan bilgi teknolojisine bağlı olarak finansal ürünlerde oldukça çeşitlenme olmuş ve finansal ürünler 1980'lerden sonra daha hızlı ve çok geniş ölçüde yaygınlaşmıştır. 1970 ve 1980'ler arasında finansal yeniliklerin artışının hızlanmasının nedeninin altında yatan çeşitli faktörler yer almaktadır. Mal ve hizmet piyasaları ve finansal piyasalarda görülen oynaklık bunun en temel nedenleri arasında yer almaktadır.

1970'lerin başında sabit kur rejimi içeren Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla faiz oranlarında ve para piyasalarındaki kur oranlarında görülen değişkenlik yeniliklerin artmasında başka bir neden olarak gösterilmektedir. 1973'lerin başında petrol fiyatlarının OPEC karteli nedeniyle dört kat artması birçok ülkede yüksek ve değişken enflasyon oranlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenle oluşan dalgalı ekonomi koşulları yatırımcıların ve ödünç verenlerin finansal piyasalardaki ürünlere olan talebini arttırmıştır. Aynı zamanda 1980'lerde bilgisayar ve yazılım teknolojisindeki yüksek orandaki gelişmeler, yeni ve karmaşık ürünlerin finans piyasalarına girmelerine olanak sağlamıştır. Finansal sektörde görülen artan rekabet ve değişim şüphesiz ortaya çıkan finansal ürünlerin

⁴⁴² Üzeyir Aydın ve Oğuz Kara, “Bilgi Ekonomisinde Değişen Öncelikler Bağlamında İktisat Politikası”, **5. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongre Kitabı**, cilt 1, 3-5 Kasım 2006 Kocaeli, s. 801.

kalitesini ve miktarını artan oranda değiştirmiştir. Bilgi akışı, müşterilerin hızla değişen ürünlere uyumuna olanak sağlayan ürünlere talebi arttırmıştır. Yani bilginin artmasıyla beraber risk almak daha olanaklı hale gelmiştir.

Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayarın kullanımının yaygınlaşması, işlem başına maliyetlerin daha da düşmesini sağlamıştır. Yakın zamanlarda bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler farklı biçimlerde sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Özellikle teknoloji, bilginin bütün dünya üzerinde dolaşımına izin vererek herkes tarafından kolay ve ucuz bir biçimde elde edilmesini sağlamaktadır. Teknoloji, finansal araçlardan bilgi edinme faaliyetlerini kolaylaştırmakta ve rekabet sonucunda işlem maliyetlerini de azaltmaktadır. Teknoloji sağladığı "etkin bilgi paylaşımı" sayesinde yatırımcının sahip olduğu hakları bilmesini de mümkün kılmaktadır. Bilginin teknoloji nedeniyle finansal piyasalarda paylaşımı nedeniyle çok miktarda veriye zamanında ulaşımın sağlanması finansal piyasalar açısından oldukça önemli bir fayda oluşturmaktadır. Bu bağlamda teknoloji dolaylı olarak yatırımcı kalitesini ve sayısını arttırmakta ve finansal kuruluşların yönetim etkinliğinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.

Teknoloji kanalıyla gün boyunca internet yoluyla finansal raporlama verilerine ulaşılması, öngörü tahminlerinin yapılması, yatırım önerilerinin bilinmesi ve diğer yatırımcıların düşüncelerini almak mümkün olduğundan yatırım kararlarının verilmesinde artık çok fazla sayıda kriteri göz önünde bulundurarak doğru karar olasılığı artmaktadır. Ayrıca web teknolojisi, yatırımcının sürekli olarak kendi yatırım portföyü performansını ölçmesine izin vermektedir. Web teknolojisi yoluyla bilginin paylaşıma açılması yatırımcının bir anda eğitilmesi anlamına gelmektedir. Yatırımcının eğitilmesi ise piyasa etkinlik düzeyini arttıran nedenlerden birisidir. Bu durumda piyasaya dahil olan yatırımcı sayısı da artacaktır. Piyasada etkinliği olumsuz etkileyen "gürültücü işlemci" sayısı azalaçağından etkinlik düzeyinin artmasını beklemek yanlış bir beklenti olmayacaktır. Artan ve gelişen teknolojiyle firma ve şirketlerin web kanalını kullanarak yatırımcılara doğru bilgileri aktarmaları mümkün olacağından piyasada "asimetrik bilgilenme" nedeniyle de yapılacak yatırıma ilişkin yanlış tercihler yapılmayacaktır. Bunların yanı sıra teknoloji, neden olduğu finansal yeniliklerle piyasaların işlem bazında daha etkin ve daha tam olmasına yardımcı olacaktır.

Finansal yeniliklerin ilk önemli özelliği, finansal hizmetlerin müşteriye maliyetlerini azaltarak, işlem bazında etkinliğin artmasına katkıda bulunmasıdır. Finansal yenilikler özellikle risk paylaşımı imkânını arttırarak, işlem maliyetlerini ve asimetrik bilgi problemini azaltarak etkinliğin artmasına katkı sağlamaktadır. Finansal yeniliklerin ikinci önemli özelliği, piyasaların daha çok rekabete açmakta ve işlerliğini arttırmaktadır. Eğer dünyadaki bütün yatırım ihtimalleri dikkate alınıyorsa bu durumda işlerliği yüksek bir piyasadan bahsetmek mümkün olabilmektedir. Bazı yatırım ihtimalleri dikkate alınmıyorsa bu durumda işlerliği düşük bir piyasadan bahsedilmektedir. Tam olarak işlerliğe sahip olmayan piyasalarda bir kısım yatırımcının portföyünde bulundurmak istediği menkul kıymetlere ulaşamaması söz konusudur. Fakat amacı riski azaltmak olan bu araçlar, yeni bilgisel ortamda iyi değerlendirilemediği zaman daha büyük risk yaratacaktır. Çok değişik finansal araçların ortaya çıkması durumu, bir araçtan diğerini tercih ederken işlem maliyetlerini düşürmektedir. İşlem maliyetlerindeki düşme, ödeme yapma veya herhangi bir zaman diliminde likidite sağlama imkânını vermektedir.

2.3.8. Finansal Piyasalarda Etkinsizliğe Yol Açan Diğer Nedenler

Finansal piyasalarda etkinsizliğe yol açan diğer nedenler olarak; finansal piyasalarda oynaklık, fiyat balonları, finansal piyasalarda yer alan gürültücü işlemler, piyasa katılımcılarının davranışları ile ilgili olarak ortaya çıkan etkiler ve piyasanın kendisinden kaynaklanan sosyal dinamikler ve piyasaların otoritelerce yapılandırılmasına ilişkin konulan kanunlar ve bunların piyasa üzerinde oluşturduğu etkiler diğer nedenler başlığı altında şu şekilde sıralanabilir.

Finansal Piyasalarda Volatilite: Volatilite kavramı oynaklık ya da değişkenlik anlamında kullanılmakla beraber, incelenen varlık değerinin standart sapmasıdır şeklinde ifade edilebilmektedir.⁴⁴³ Finansal piyasalarda meydana gelen bu fiyat hareketi rasyonel beklentilerle açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak bu fiyat hareketini piyasadaki bilgi ve haber akışı da yönlendirmektedir.

Geçmişte finansal piyasaların etkinlik derecesi birçok uygulamalı ve teorik

⁴⁴³ Sevil Güven, **Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.1323, Eskişehir 2001, s. 41.

çalışmaya konu olmuştur. Etkin piyasa hipotezi hala finansta baskın paradigmalardan birisidir. Ekonomide etkin piyasa hipoteziyle ilişkili bir diğer paradigma "Rasyonel Beklentiler Dengesi" kavramıdır. Rasyonel beklentiler kavramı literatüre Muth tarafından tanıtılmıştır. Rasyonel Beklentiler Dengesi kavramında yer alan yatırımların ekonominin temel yapısına ilişkin bütün bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu teoriye göre bütün ticaret yapanlar rasyonel davranmaktadırlar ve bilgi oluşum ve aktarım süreci oldukça hızlıdır. Ayrıca fiyatlar ulaşılabilecek tüm bilgileri yansıtmaktadır ve normal üstü veya aşırı kar elde etmek mümkün olmamaktadır.

Buna göre; fiyat hareketleri sadece piyasada duyulan yeni haberler tarafından değil aynı zamanda piyasanın sahip olduğu kendi yapısı tarafından da belirlenmektedir. Piyasanın içinde bulunduğu durum fiyat oynaklığını⁴⁴⁴ belirlerken, piyasadaki kaos, noise ve belirsizlik durumu yine fiyat oynaklıklarını desteklemektedir. Etkin piyasalar da fiyat dalgalanmaları olarak tanımlanan volatilitenin asıl nedeni, faiz oranlarındaki değişimler olarak da tanımlanmaktadır. Piyasada faiz oranları artarsa bu durum menkul kıymet fiyatlarını düşürecektir. Faiz oranlarının değişmesini de yurtiçi ve yurtdışı döviz kuru hareketi de etkilemektedir.

1980 de Amerika Birleşik Devletleri sermaye piyasası fiyatlarında görülen çok büyük oynaklık ve 19 Kasım 1987'de sermaye piyasalarının maksimum düşüş göstermesi bu konuyla ilgi verilebilecek en iyi "volatilitenin" örneklerdir. 19 Kasım 1987'de Dow Jones yaklaşık olarak bir günde yüzde 23 değer kaybetmiştir ve bunun yaşandığı gün tarihe "Kara Pazartesi" olarak geçmiştir. Sermaye piyasalarındaki bu düşüş birçok ekonomist tarafından farklı biçimlerde açıklanmaya çalışılmıştır. Bunlardan birisi 1987' deki düşüşü piyasada yer alan ve bilgi sahibi olmayan ticaret yapanlar olarak adlandırılan "noise trader"lar olarak gösterilmektedir.

Fiyat Balonları: Piyasa davranışlarıyla ilgili olarak en çok dikkati çeken konulardan birisi belirli bir menkul kıymetin değerlemesinin kendi kendine

⁴⁴⁴ Piyasada oluşan bu fiyat hareketleri çeşitli testler yardımıyla ölçülmektedir. Shiller volatility, first generation volatility bunlara örnek olarak gösterilebilmektedir. Geniş bilgi için bkz. Keith Cuthbertson, **Quantitative Financial Economics, Stock, Bonds and Foreign Exchange**, John Wiley&Sons, USA 1999, s. 134.

gerçekleşmesidir. Böylesi bir durumda oluşan menkul kıymetin fiyatı sadece bireysel olarak piyasada yer alanların menkul kıymetle beklentileri sonucu oluşmamaktadır. Bu değerlendirme "fiyat balonları" olarak da adlandırılan ekstra değerlemeler sonucu oluşmaktadır. Bu ekstra değerlendirme menkul kıymetin fiyatını arttırmaktadır. Çünkü piyasada yer alanlar gelecekte diğer piyasa katılımcılarına satacakları menkul kıymetin fiyatının daha yüksek olacağına inanmaktadırlar ve bu fiyatın o menkul kıymetin gerçek değerini yansıttığını düşünmektedirler.

Fiyat balonları nedeniyle tarihte piyasalarda büyük çöküşler yaşanmıştır. Dutch Tulip Bulb, İngiltere'deki Güney Denizi Balonu ve Fransa'da Missipi şirketinin büyük çöküşü, 1929 – 1987 ve 2008'de sermaye piyasalarında yaşanan bunalımlar fiyat balonlarına örnektir. Fiyat balonu oluşumunun başlangıçtaki seyri, büyük fiyat artışları ve ardından menkul kıymetin temel değerinin oluşmasıyla sona ermektedir. Bu fiyat hareketleri piyasa katılımcıları ve fiyatın gelecekte alacağı son duruma ilişkin beklentiler tarafından belirlenmektedir. Bu şekilde, fiyat hareketleri temel değerini buluncaya kadar diğer değişkenlerden bağımsız bir biçimde kendi kendini güçlendiren bir süreç oluşturmaktadır. Böyle bir sürecin ardından oluşan menkul kıymet fiyatları balon içermektedir. Bu süreç devam ettikçe aşırı değerlendirilen fiyatlar bir piyasa çöküntüsü ya da fiyat balonunun patlamasına neden olmaktadır.

Günümüzde fiyat balonlarını açıklamada "pozitif feedback (geri bildirim)'e sahip ticaretçiler yaklaşımı" kullanılmaktadır. Pozitif geri bildirim fikirlerine sahip ticaretçiler fiyatlar yükseldiğinde almak, düştüğünde satmak eğilimine sahiptirler. Psikolojik deneylerden yola çıkarak geçmişteki menkul kıymet hareketlerinin geleceğe ait bir beklenti oluşturacağını göstermektedir.⁴⁴⁵ Bu konuda çalışma yapan bazı bilim adamları 1980'leri ortalarında ABD'de ve 1980'lerin sonlarında Japonya'da görülen fiyat hareketlerini fiyat balonlarıyla açıklamaktadırlar.⁴⁴⁶ 2007 ortalarında ABD'de Mortgage krizi olarak baş gösteren ve daha sonra tüm dünyaya yayılan 2008 küresel krizin de temelinde gayrimenkul fiyat balonu yatmaktadır.

⁴⁴⁵ Michael Youssefmir, Bernardo A. Huberman and Tad Hogg, "Bubbles and Market Crashes", (<http://www.noreply@wueconbwustl.edu>., Economics WPA-ewp-fin , (5 Ocak 2010), s.6.

⁴⁴⁶ R. Glenn Hubbard., **Money, Financial System and the Economy**, Second Edition, Addison-Wesley, Columbia University USA 1997, s. 241.

Menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtması para politikalarının oluşturulması ve mal ve hizmet fiyatlarında orta dönemli enflasyon hedeflemesinin sağlanması açısından oldukça önemli bir unsur olmaktadır. Menkul kıymet fiyatlarının balon içermesinin finansal sistem üzerinde önemli olumsuz etkileri bulunmaktadır. Böyle bir durumda merkez bankasının para ve sermaye piyasaları üzerindeki politikalarını belirlemesi de güçleşmektedir. Bir piyasada menkul kıymet fiyatlarının artması, muhtemelen mal ve hizmet fiyatlarının üzerinde artış yönünde bir etki oluşturacaktır. Bu durum, beklenen enflasyon oranını ve talebi arttıracaktır. Bu konuyla ilgili çeşitli senaryolar kurulabilir, örneğin, menkul kıymet fiyat balonunun yakın bir gelecekte ya da uzun bir zaman sonra patladığını varsayalım. Eğer patlama gelecekte öngörülüyor ise, enflasyon muhtemelen hedeflerin altında kalacaktır. Ancak bir yandan balonlar büyürse GSMH ve enflasyon üzerindeki etkileri artarak devam ederse, sonunda fiyat balonunun patlaması gerçekleştiğinde, bu durumun finansal sistemin dengesi üzerinde çok büyük olumsuz etkilerinin olacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

Fiyat balonlarının patlama sürecinde merkez bankasının aktif rol aldığını varsayarsak, merkez bankasının faiz oranlarını arttırmasıyla balonların patlama ihtimali de artacaktır.⁴⁴⁷ Gerek 980'lerin sonlarında Japonya'da yaşanan deneyimlere gerekse 2008 küresel krize bakıldığında fiyat balonlarının patlamasının bu dönemde ekonomide yaşanan dalgalanmalarda önemli bir rol oynadığı bilinmektedir. Krizlerde yaşananlar sonucu toplumun genelinde ve piyasalarda genel olarak bireylerin beklentileri fiyat balonlarının patlamasından sonra oldukça değişmiştir. Finansal sistemin yeniden stabil bir hale girmesi uzun zaman almış ve fiyat balonlarının patlamasının reel ekonomik faaliyetler üzerinde önemli ve negatif yönde etkileri olmuştur. Yaşanan bu deneyimler menkul kıymet fiyatlarında balonlar nedeniyle de oluşan büyük dalgalanmaların makro ekonomik istikrarsızlıkla sahte ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu durumda menkul kıymet fiyatlarının oluşumunda para politikasının oluşturulması kanalıyla görev alan merkez bankasının önemli etkilere yol açan bu fiyatları kontrol etme zorunluluğunu ortaya koymaktadır. Merkez bankası para politikası kanalıyla menkul kıymet fiyatlarını doğrudan belirleyemeyebilir ancak

⁴⁴⁷ Cristopher Kent and Philip Lowe, "Asset-Price Bubbles and Monetary Policy", <http://www.rba.gov.au/rdp.pdf>, (5 Nisan 2010), s.9.

yetkilerini ve araçlarını kullanarak genel fiyat düzeyi ve reel ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olabilmektedir.

Finansal sistemin istikrarlı yapıya kavuşması için sadece uygulanan makro ekonomik politikalar önemli değildir. Ayrıca bireysel olarak davranışlar ve finansal kurumların tüm davranışları da bu yapı da önemli etkilere sahiptir. Bu düşünceden yola çıkarak sistemde düzenleyici ve yönetici pozisyonda yer alan otoritelere önemli sorumluluk düşmektedir. Finansal sistemde önemli bir işlevi yerine getiren merkez bankası bu durumda etkili bir konumda yer almaktadır. Merkez bankasının belirlenecek en iyi para politikası fiyatların uzun dönemde istikrarlı kalmasını sağlayarak sürdürülebilir büyümeyi sağlamaktır.⁴⁴⁸ Eğer menkul kıymet fiyatlarındaki dalgalanmaların asıl nedeni menkul kıymetin kendi değerine ilişkin dalgalanmaları yansıtıyorsa, ekonomik kaynaklar etkin bir biçimde dağıtılacaktır. Bu nedenle politika yapıcıların uzun dönemli fiyat istikrarını sağlamak ve menkul kıymet fiyatlarında ayarlama yapabilecek para politikası araçlarının doğru saptamaları gerekmektedir. Ekonomistler ve merkez bankası yetkilileri para politikasının doğrudan menkul kıymet fiyatlarını belirlemesinin hedef alınmaması gerektiğini vurgulamaktadırlar. Ancak para politikasının dolaylı olarak genel ekonomi ve genel fiyat düzeyi üzerinde etkileri oluşabilmektedir. Bu konuyla ilgili olarak Bernanke ve Geriler'in 1999 yaptıkları çalışmalar incelenebilir.

Bernanke ve Geriler'in çalışmalarında, merkez bankasının fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik politikalar üretebileceğini tartışmaktadırlar ve finansal istikrarın da "esnek enflasyon hedeflemesi" politikasıyla sağlanabileceğini tartışmaktadırlar. Bernanke ve Geriler bu durumu açıklarken Taylor tipi politikaları içeren reaksiyon fonksiyonunu kullanmışlardır. Taylor kuralının temel formülü, politik hedefleme oranının düzeyi, iki değişkenin cari düzeyi tarafından belirlenmektedir. Bu değişkenler enflasyon oranı ve GSMH biçiminde ifade edilmektedir. Taylor tipi politik reaksiyon fonksiyonlarında; para politikası, menkul kıymet fiyat dalgalanmalarını iki biçimde etkilemektedir.

⁴⁴⁸ Shigenoni Shiratsuka, "Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy; Based On Japan's Experience Of The Asset Price Bubble", <http://www.bis.org/publ/bispap01/pdf>, s. 261, (20 Aralık 2009), s.262.

İlki, menkul kıymet fiyat dalgalanmalarındaki etkiyi belirlerken kısa dönemli faiz oranlarını kullanmak ve ikincisi enflasyonu kontrol altına alarak elimine etmeye çalışmak şeklinde olmaktadır. Fiyat balonlarının ekonomi üzerindeki etkilerinin bu şekilde ortadan kaldırılmaya çalışılmasının üzerinde hassasiyetle durulmasının nedeni ekonomide önemli ölçüde negatif etki yaratmasındandır. Bu etkiler ne ölçüde elimine edilirse ekonomi genelinde etkin kaynak dağılımı o denli optimum olacaktır.

Finansal Piyasalarda Belirsizlik: Finansal piyasaları etkinlikten uzaklaştıran nedenlerden bir diğeri de bu piyasalarda yaşanan belirsizliktir. Bireylerin belirsiz bir ortamda doğru kararlar alması çok olası bir durum değildir. Piyasalarda denge kavramı "benzeşmeyen bilgi kavramı" nedeniyle piyasalarda kolaylıkla oluşmayabilir. Piyasada oluşan belirsizlik de birbirine benzemeyen bilgilerin piyasada var olması ya da geleceğe ilişkin hiçbir bilgiye sahip olmadığımız durumlarda oluşabilmektedir. Belirsizlik dolaylı olarak piyasalarda etkinsizlik oluşturan bir durumdur, özellikle sigorta piyasasında geleceğe ilişkin belirlilikle ilgili olarak bu kavram daha çok kullanılmaktadır. Belirsizlik altında etkili bir karar almaya ilişkin bazı matematiksel kavramlardan yararlanılmaktadır. Belirsizlik altında etkili karar alınmasına ilişkin çeşitli teori ve modeller geliştirilmiştir.⁴⁴⁹ Bu modeller içinde ilk olarak belirsizlik konusuna açıklık getiren 1944'de Von Neumann, 1947'de Morgenstern tarafından formülize edilen ve 1738 de Bernouilli'nin temellerini atmış olduğu "Beklenen Fayda Teorisidir".⁴⁵⁰ Beklenen fayda teoremi, belirsizlik altında seçim yapma konusuna ilişkindir.

Ekonomide belirsizlik durumunun ortadan kalkması için ekonomik büyümenin sürdürülebilir hale gelmesi ve piyasalarda manipülasyonun, resesyonun ya da fiyat balonlarının oluşmasını sağlayacak yönde güçlü beklentilere neden olan "asimetrik bilginin" giderilmesi gerekmektedir.

⁴⁴⁹ Geniş bilgi için bkz. Evrim Turgutlu, **Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2006

⁴⁵⁰ J.L.Ford, **Economic Choice Under Uncertainty**, Edward Elgard Publishing Ltd, İngiltere 1987, s.l.

Finansal Piyasalarda Sosyal Dinamiklerin Etkisi: Ekonomi alıcı ve satıcılar tarafından mal ve hizmet değişiminin yapıldığı veya kıt kaynakların optimum biçimde dağılımının yapıldığı bir bilim dalı şeklinde tanımlanırsa eksik bir tanımlama yapmış oluruz. Toplum içinde tüketimin temelinde yatan faktör insandır. Ekonomide amaç her zaman için bireyin faydasını maksimum düzeye çıkarmaktır. İnsan ögesi tanıma dâhil edildiğinde, bu durumda insana ait tüm değişkenlerinde, alınacak tüm ekonomik kararlarda belirleyici olacağını düşünmek yanlış olmayacaktır. İnsan sosyal yönü olan, zaman zaman istek ve amaçları farklılık gösteren karmaşık bir yapıya sahiptir. Dolayısıyla insanın içinde yaşadığı çevre ve içinde bulunduğu psikoloji de tercihlerinde ve davranışlarında oldukça önemli etkilere sahiptir. Bu davranışlar ise ekonomik açıdan piyasalarda denge ve etkinlik düzeyini belirlemede önemli paya sahiptir.

İnsan davranışlarının finansal anlamda açıklanmasına yönelik teoriler bulunmaktadır. Bunlardan önemli olanlardan birisi "Prospect Teori"dir. Kahneman ve Tversky tarafından 1992'de ortaya konulan bu teori ekonomik araştırmalarda diğer davranış teorilerine göre daha fazla önem taşımaktadır. Prospect teori, beklenen fayda maksimizasyonu teorisinin matematiksel olarak alternatif bir biçimde formülize edilmesidir.⁴⁵¹

Finansal piyasalarda alınan kararları açıklamak için kullanılan diğer bir teori ise "Pişmanlık ve bilişsel uyumsuzluktur". Birey hata yaptığında, pişmanlıktan dolayı acı duymaktadır. Pişmanlıktan üzüntü duyma durumu Kahneman ve Tversky tarafından açıklanmaktadır. Bu fikir değer fonksiyonuyla ilişkilendirilmiştir. Bir başka ifadeyle teori insanların yaptıkları hatalardan pişmanlık duyduklarında nasıl davranacaklarını açıklamaktadır. Pişmanlık teorisi, yatırımcıların menkul kıymet satışlarını erteleme durumunu açıklamaya yardımcı olmaktadır.

İnsanların karar verme sürecini açıklamada kullanılan bir başka metod ise "bilişsel uyumsuzluktur". Bilişsel uyumsuzluk, insanların yaşadıkları deneyimleriyle şu anki durumları arasında gözlemlenen bir uyumsuzluk durumu olarak

⁴⁵¹ Robert J. Shiller, "Human Behaviour and The Efficiency of The Financial System", <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/dl/lb/dl172.htm>. (2 Şubat 2010), s.4.

adlandırılmaktadır. İnsanlar genel olarak inançlarına ve düşüncelerine karşı olan yeni bilgilerden sakınma eğilimindedirler. Örneğin, Erlich, Guttman, Schapenback ve Mills'in 1957'de yaptıkları çalışmalarında yeni araba alıcıları için en etkili yolun reklamlar olduğunu ve yeni araba satın alanların satın alım tamamlandıktan sonra konuyla ilgili dokümanları okumaktan sakındıkları gözlemlenmiştir.⁴⁵² Yatırım kararlarının alınmasını etkileyen bir başka teori ise "Anchoring" yani "çapa etkisidir". Çapa etkisi psikologlar tarafından insanların sorulan sorular veya yaşadıkları veya gördükleri bazı somut şeylerden etkilenme eğilimi olarak açıklanmaktadır. Bu tarz bir psikolojik davranış eğilimi piyasalarda geçmişteki fiyatların bugünün fiyatlarını etkileme eğiliminde olması şeklinde açıklanmaktadır. Anchoring kavramı özellikle makro ekonomistler tarafından "yapışkan fiyatlar " kavramını açıklamak için kullanılmaktadır. Geçmişte oluşan fiyatlar aslında yeni oluşan fiyatların bir referansını hazırlamaktadır. Yeni oluşan fiyatların geçmişte oluşan fiyatlara yaklaşma eğiliminde olduğu bilinmektedir. Bu nedenle "çapa etkisi" mekanizması fiyatların oluşumunda ve belirlenmesinde önemli etkiye sahiptir. Çapa mekanizmasının ardında para illüzyonu olabilir. Para illüzyonu kavramı ilk kez Fisher tarafından 1928'de literatüre tanıtılmıştır.⁴⁵³ Para illüzyonu kavramıyla anlatılmak istenen insanın ekonomik kararlar alırken yetersiz kalabilmesi durumudur.

Shefrin ve Thaler'in 1988'de yaptıkları çalışmalarında insanların gelir gruplarına göre sınıflandırılabilceğini belirtmişler ve gelir grupları üç kategoride incelenmiştir. Ücret veya maaş geliri, menkul kıymet geliri, gelecekte elde edeceği gelir olmak üzere üç farklı kategoride incelenmektedir. Bu şekilde farklı gelir gruplarına dâhil insanların finansal piyasalarda aldıkları kararlarda da bu gelir gruplarına göre farklılık gösterecektir.

İnsanların kendilerine duydukları "Aşırı Güven" hissi zaman zaman insanların hata yapmalarına da neden olmaktadır. Kendine aşırı güven hissi insanın zaman zaman karşılaştığı olaylara aşırı tepki verme durumuna yol açmaktadır. Finansal piyasalarda da aşırı tepki verme durumu menkul kıymet fiyatlarını dolaylı

⁴⁵² www.imsa.edu/center/bernei/html/jeffersonanddissonance.html, (10 Ocak 2010), s.4.

⁴⁵³ Hans E. Loef and Hans G. Monissen, "Monetary Policy and Monetary Reform Irving Fisher's Contributions...MonetaryMacroeconomics", <http://www.wifak.uniwuenzburg.de/wilan/wifak/wwl/wepdo/wnlod/99.1.pdf>. (5 Aralık 2010), s.3.

olarak etkilemektedir. Bu durum ilk olarak Fama tarafından 1997 yılında incelenmiştir. Finansal piyasalarda etkinlik durumunun belirlenmesinde "kendine aşırı güven" ve "aşırı tepki verme" davranışlarının önemli belirleyici etkileri bulunmaktadır.

İnsanların belirli bir konuyla ilgili karar alırken karar alacakları konuyla ilgili tüm bilgiler ortaya çıkana kadar bekleme eğiliminde oldukları belirtilmektedir. Bu bilgi karar için doğrudan ilgili olmasa ya da benzer kararlar alınırken bu bilgiler önemsenmemiş olsa bile yine de bu durumlarda bilginin beklendiği ortaya konmaktadır. Bu yorumdan yola çıkarak, finansal piyasalarda menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin piyasada tamamıyla açıklanmış olması piyasada alınan kararların ivedili ve rasyonel olmasında oldukça önem taşımaktadır.

Tversky ve Shafir tarafından ortaya konulan ve bir şeylerden emin olmama şeklinde tanımlanan "Ayrılma Etkisi", piyasa ile ilgili bir bilgiye ulaşıldığında menkul kıymet fiyatlarındaki oynaklığı veya spekülasyon menkul kıymetlerin ticaret hacmindeki değişiklikleri açıklamaya yardımcı olmaktadır. Genellikle piyasaya ilişkin bir açıklama olmadan önce, gözlemlenen oynaklık, açıklamadan sonra artmaktadır. Bu durumu "Ayrılma Etkisi" açıklamaktadır. Piyasada oluşan dengeleri etkileyen bir başka dinamik faktör ise kültürel faktörlerdir. Kültürel faktörler karar ve organizasyonlar üzerinde önemli ölçüde etkilere sahiptir.

Ancak dünya üzerinde oluşan sosyal ağ ve artan teknoloji bu kültürleri birbirlerine yakınlaştırmaktadır. Bu yakınlaşma ise "küresel bir kültür" yaratmaktadır. Bireyler arası etkileşimin doğası üzerine yapılan çalışmalardan sonra Robert 1957'de yaptığı çalışmada insanların yaşadıkları kültürlere göre sınıflandırılabilirliği gerçeğini ortaya koymuştur.⁴⁵⁴ Bu ayrım lokal ve kozmopolit yaşayan insanlar şeklinde yapılmıştır. Kozmopolit insanların lokal insanların üzerinde etkili oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Kozmopolit insanların sayıca ve sahip oldukları genel bilgi düzeyiyle lokal insanlardan daha fazla oldukları belirlenmiştir.

⁴⁵⁴ Tony Brabazon, "Behavioural Finance: A New Sunrise or A False Dawn?", http://www.dcs.napier.ac.uk/coil/summerschool/docs/tutorial_brabazon.pdf, (13 Haziran 2009), s. 26.

İnsanların içinde buldukları hal ve ortamlar sonuç olarak aldıkları yatırım kararlarında da önemli ölçüde belirleyici olmaktadır. Sosyal psikologlara göre bireyin davranışları üzerinde sosyal grup anlayışının önemli etkileri bulunmaktadır. Bireyler güç kararlar verirken aynı kararı veren diğer insanların bu konuda nasıl davrandıkları oldukça önem taşımaktadır. Rasyonel denge, hata yapma baskısı nedeniyle, diğerlerinin davranışları sonucu iyi neticelere ulaşılmışından etkilenecek sosyal bir hareket şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu sosyal hareket "Bilgi Şelalesi" olarak adlandırılmaktadır.⁴⁵⁵

2.3.9. Finansal Düzenlemelerin Finansal Etkinlik Üzerine Etkisi

Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, finans piyasalarında araç ve kurum çeşitliliği, derinleşmesini tamamlamış finansal piyasalar reel ekonominin gelişmesine önemli ölçüde katkı sağlamaktadır.⁴⁵⁶ Finansal piyasaların bir sistem olarak etkin ve dengeli çalışması, tasarruflar ile yaratılan kaynakların verimli alanlara ve yatırımlara aktarımının gerçekleşmesiyle reel ekonominin büyümesi sağlanacaktır. Bu nedenle finans piyasalarında uygulanacak kuralların düzenlenmesi ve belirlenen kurallar çerçevesinde piyasaların gözetim ve denetiminin gerçekleştirilmesi devletin ekonomik sistemdeki fonksiyonlarından birisidir. Bu fonksiyonun yerine getirilmesi amacıyla oluşturulan düzenleyici otoritelerin kurumsal yapısı ve yapılan düzenlemelerin kapsamı finansal piyasaların etkinliği ve gelişim süreci üzerinde önemli bir rol oynamaktadır.

Finansal düzenleyicilerin üstlendikleri fonksiyonların yerine getirilmesi için söz konusu dinamiklerin göz önüne alınması zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır.⁴⁵⁷ Sistemin işleyişine ilişkin düzenlemelerin yapılması konusunda, bunun devletin bir fonksiyonu olduğu belirtilmektedir. Bu fonksiyon belirli alanlarda yasa çıkarmak veya idari kurallar koymak suretiyle, ekonomik faaliyetlerin sınırlarını belirlemek ve

⁴⁵⁵ Robert J.Shiller, "Macro Markets, Creating Instutions for Managing Society's Largest Economic Risks", **Clarendon Lectures in Economics**, Oxfod Universty Press, Newyork 1998, s. 22.

⁴⁵⁶ Suna Oksay, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Regulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", **M.Ü. Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu**; Bankacılık Bölümü, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay.4.pdf>, (5 Nisan 2010), s. 2.

⁴⁵⁷ Hakan Baştürk, "Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları", **Sermaye Piyasası Kurulu**, Araştırma Raporu Yeterlilik Etüdü, Rapor No:XIV-9/75-4, Ankara 1999, s. 3.

sistemin belirlenen kurallara uygun işleyip işlemediğine ilişkin gözetim ve denetim çalışmalarını gerçekleştirmek suretiyle yerine getirilmektedir.

Finansal sistem, özellikle gelişmekte olan ülkelerde tam fonksiyonlarını yerine getirmemekte ve liberal politikaların izlendiği uluslararası platforma tamamıyla uyumlu çalışmamaktadır. Finansal piyasalarda çok yüksek miktarlarda ve uluslararası alanda likiditesi yüksek menkul kıymet transferi gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla uluslararası işlemlere de açık olan bu piyasalarda çok yüksek miktarda sıcak para giriş ve çıkışının yapıldığı sermaye transferleri yaşanmaktadır. Finansal sistem bu özellikleri ve özellikle son yıllarda yaşanan finansal yenilikler nedeniyle finansal araçların artan çeşitliliği ve bu nedenle piyasaların daha da derinleştiği fikri göz önünde bulundurulduğunda finansal piyasaların spekülasyonlara da ne kadar açık hale geldiği görülmektedir. Bu nedenle devletin düzenlemeler yaparak ekonomik ve finansal sisteme müdahale etmesinin gerekliliği, piyasa başarısızlıklarının önlenmesi ve kamu yararının sağlanması açısından oldukça önem taşımaktadır.

Finansal piyasaların düzenlenmesinin biçimi ekonominin diğer alanlarına göre farklılıklar göstermektedir. Bu farklılığın en önemli nedenleri, finansal piyasaların ekonominin geneli üzerinde etkisinin diğer piyasalara oranla yüksek olması ve hükümetlerin uyguladıkları para politikaları ile yakın ilişkisinin bulunmasıdır. Söz konusu faktörler nedeniyle finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerde, piyasanın etkinliğinin sağlanmasının yanında, makro açıdan işsizlik, enflasyon, ödemeler dengesi gibi konularda istikrarın sağlanması ve para politikalarının etkinliğinin artırılması da yapısal kriterler olarak göz önüne alınmalıdır.⁴⁵⁸ Finansal piyasalara sektörel olarak getirilen düzenlemeler birbirlerinden farklılık göstermektedir. Düzenlemelerde bankacılık sektörü için sistematik riskin azaltılması (mevduatları sigortalama ve riskli banka durumu) ve sektörün güvenli ve sağlıklı işlemesine önem verilirken, sermaye piyasaları için yatırımcının korunmasına ve eşit rekabet şartlarının oluşturulmasına ağırlık verilmektedir.

⁴⁵⁸ Baştürk, s.7.

Türkiye'de bankalara ilişkin düzenlemeler artık "Bankalar Düzenleme ve Denetleme Kurulu "tarafından yapılırken, sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemeler "Sermaye Piyasası Kurulu "tarafından gerçekleştirilmektedir. Bunların yanı sıra para piyasalarında aktif olarak rol alarak "açık piyasa işlemleri, mevduat sigortası, portföy sınırlamaları, faiz tavanları, zorunlu karşılık oranları" araçlarını kullanarak merkez bankası da düzenleme fonksiyonlarını yerine getirmektedir.

Özellikle finansal piyasaların uluslararasılaşması sürecinin finansal piyasaları daha çok birbirine bağımlı hale getirmesi, piyasaların daha çok dış etkenlere bağımlı hale gelmesine yol açmış ve bu durum piyasalarda sistematik riski arttırmıştır. Ayrıca, finansal hizmet kuruluşlarının global işlemlerde bulunma imkânının olması ve işlemlerin yeni kullanılmaya başlayan finansal araçlarla daha kompleks hale gelmesi söz konusu kuruluşların gözetim ve denetiminin gerçekleştirilmesini güçleştirmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
(UYGULAMALI ÇERÇEVE)
TÜRK FİNANS ENDÜSTRİSİNİN YÖNETİM ETKİNLİĞİNİ
ÖLÇMEYE YÖNELİK KARŞILAŞTIRMALI ETKİNLİK ANALİZİ
VE BİR SAHA ARAŞTIRMASI

Günümüz dünyasında finansal piyasalar hem yurt içinde hem de yurt dışında bütünleşme eğilimi içindedir. Bu süreç daha çok küresel merkezli bir yorumla para ve finansal araçlar ağırlıklı piyasaların uluslararasılaşması eğilimiyle açıklanmaktadır. Böyle bir olgu her ülkenin kendi ulusal dinamiklerini daha etkin bir şekilde ortaya koyma ihtiyacını doğurmaktadır. Bu bağlamda, dünya ülkelerinin yarattığı milli gelir ölçütüne göre onaltıncı sırada yer alan Türkiye'nin finansal piyasalardaki uluslararası rekabet gücüne yönelik referans çalışmalar önem kazanmaktadır. Zira Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafya, yönetim sistemi, fiziki sermaye birikimi, yetişmiş insan gücüne bağlı üretim ve ticaret kapasitesi karşılaştırmalı özgün çalışmalar yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Ülkemiz açısından finans endüstrisi düzleminde ulus içi yeterlilik olgusunun, kendi işleyen dinamikleriyle değerlendirilmesi bir gereklilik arz etmektedir. Bu çalışmanın sınırları içinde, Türk finans endüstrisinin ülke merkezli dinamikleri incelenerek mikro düzlemdeki koşullarla sınırlı ve makro değişkenlerle etkileşim içinde olan karar alma birimlerinden her birinin endüstriyel rekabet edebilirlik düzeyi ele alınacak ve her birim (toplulaştırılmış endüstriler ve firma) ayrı ayrı analiz edilecektir.

Birinci bölümde, finans endüstrilerine ilişkin kavramsal çerçeve veri iken; ikinci bölümde, ele alınan kuramsal çerçevede belirtildiği gibi özellikle McKinnon - Shaw ve Post Keynesyen yaklaşımlarına göre, finans piyasalarının yapısal durumu ve işlevsellik süreci, ekonomi - politik konjonktür ile ilişkilendirilmiştir. Nitekim firmalar ve yöneticiler birbirinden yalıtılmış şekilde ele alınmakta; firma sahipleri, yöneticiler, tasarruf sahipleri ve yatırımcı karar birimleri aynı davranış biçimi (yönetim tekniği) sergilemedikleri için bu piyasalarda tek tip davranış içerisinde olmadıkları varsayımı altında yatırımcı ve tasarruf sahipleri birbirlerine borç vermekte ve birbirlerinden borç almaktadırlar. McKinnon, kısmen parasallaşmış bir

ekonomi betimlemektedir. Nominal faiz oranlarını arttırmak ya da enflasyonu düşürmek yoluyla reel faiz oranını arttırmak bir tasarruf piyasası yaratmak suretiyle ekonominin parasallaşması sürecini başlatacaktır. Shaw ise, “borcun aracılıdırılması” modelinde mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek, bankacılık piyasasının kredi kapasitesini arttırdığını göstermektedir. Bu ise yatırımları uyarmaktadır.

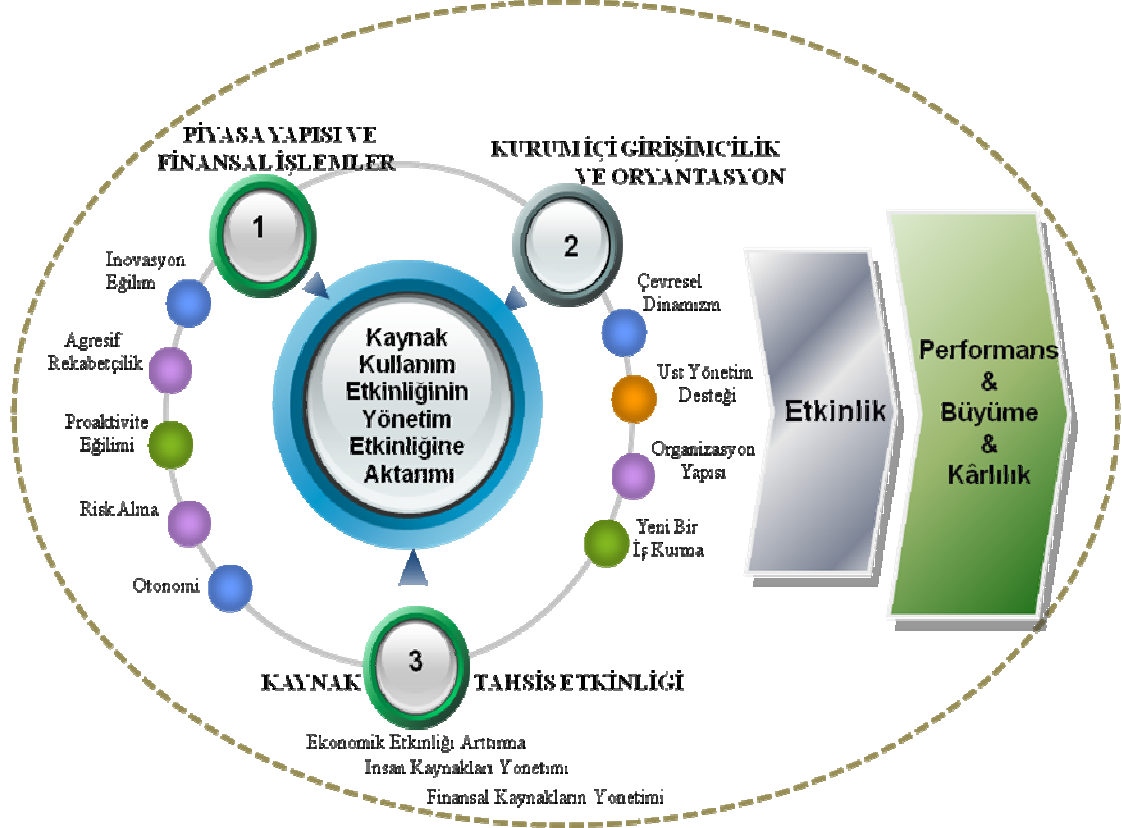
Yapısalcılar ise firmaların, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansman gereksiniminin bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarından karşılandığını vurgulamakta, resmi olmayan ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün daha verimli olduğu tezini savunmaktadırlar. Çünkü bu kurumlar, piyasa ilişkilerinde birebir çalıştıklarından mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir karşılık tutmadıklarından daha verimlidirler.

Finansal piyasalarda “kaynak aktarımını minimum maliyetle gerçekleştirmek” olarak açıklanan yönetim etkinliğinin sağlanmasında en önemli amaç işlem maliyetlerinin minimum düzeye indirmektir. Finansal araçlar ekonominin genelinde bir yandan para yatırılan kurumlar olmakla, diğer yandan parasal harcama mekanizmasını yönetmekle çok önemli iki fonksiyonu yerine getirmektedir. Finansal araçlar ekonomide paranın bir anlamda istenilen alanlara transferi görevini üstlenmektedirler. Yönetim etkinliği finansal sektörün iki temel fonksiyonuyla ilgilidir. Bu işlevler risk havuzu, kaynakların tahsisi, genel sigorta, ödemeler mekanizmasının yönetimi, tasarruf ve yatırım arasındaki mobilizasyon çerçevesinde karar birimlerinin amaç fonksiyonuyla doğrudan ilişkilidir.

Yönetim etkinliğinin değerlendirilmesi için, özel işlemlerin kaynak maliyetlerinin minimize edilmesi, dağıtım servisinin hızı ve kalitesinin artırılması, fon oluşumunda ortaya çıkabilecek işlemlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Yönetim etkinliği genel anlamıyla piyasanın kendi içindeki işlerliğini esas almaktadır. Ancak bu işlerlik; aşağıda tarafımızdan kurgulanmış Şekil 3.1’den anlaşılacağı gibi, bilgi, işlem, ve tahsis etkinliklerinin bileşkesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Şekil 3.1: Yönetim Etkinliğinin Bileşkesi

DIŞ ÇEVRE: Dinamik – Heterojen - Yok Edici Rekabet



Kaynak: Tarafımızdan Düzenlenmiştir.

Yönetim etkinliğini belirleyen iki önemli faktör, piyasa yapısı ve düzenlenmiş bir çatı altındaki finansal sektör işlemleridir. Finansal yapının önemli bir unsuru olan finansal kurumlar işlem maliyetlerini azaltırken ve küçük tasarruflular ile yatırımcıları finansal piyasaların bir aktörü olarak ele alırken ölçek ekonomileri sağlamaktadırlar. Finansal işlemlerde kullanılan teknoloji, portföy çeşitlendirmesi yoluyla riskin dağıtılması, finansal uzmanlık ve danışmanlık hizmetlerinden yararlanma süreci ve daha önemlisi müşterilere sağlanan likidite imkânları finansal kurumların etkin çalışmasının önemli sonucunu doğurmaktadır. Ancak işlem maliyetlerinin varlığı, bilginin piyasalarda kullanıcılar arasında eşit oranda ve simetrik veya homojen dağılmaması, kötü ahlak problemlerinin yaşanması gibi bazı olumsuzluklar ve anormallikler piyasaları etkinlikten uzaklaştıran nedenler arasındadır. Bu nedenle finansal yapının tam olarak anlaşılabilmesi ve etkinliğin sağlanabilmesi için etkinsizliğe yol açan kaynakların araştırılması gerekmektedir.

Ayrıca, Türkiye’de finans endüstrisinde faaliyet gösteren finansal kurumların kaynak tahsis etkinliğine bağlı yönetim etkinliği ile kurum (organizasyon) performansı arasındaki ilişkiyi sorgulamak için yöntem kısmında belirtilen ve ekte yer alan (EK. 5) saha bulgularına erişilmiş her bir kurumun kaynaklarını etkin kullanıp kullanmadığı doğrudan üst düzey yöneticileri üzerinden sorgulanmış (kurumun ve kurum yöneticilerinin kendini geliştirme ve kendini yenileme çabası), yöneticiler arasında geleceğe yönelik risk alıp almama ve proaktif bir davranış içerisinde olup olmadıkları betimsel göstergelerle irdelenmiş, çalışmanın analitik bulguları ile saha bulgularının karşılaştırılması yapılmıştır.

Burada etkinlik analizine yönelik yaklaşımlar kısaca değerlendirildikten sonra uygulamalı kısımda başvuru yöntem ele alınacak ve her bir endüstriye yönelik literatür değerlendirilmesinden sonra endüstriye ilişkin analitik bulgular tartışılarak politika önermeleri geliştirilecektir. Çalışmanın uygulamalı çerçevesi, aşağıdaki şekilde planlanmıştır.

3.1. Endüstrilere Yönelik Uygulamanın Amacı ve Yöntemi

Yukarıda ortaya konulan yaklaşım çerçevesinde, öncelikle çalışmanın temel amacı belirlenmiş ve amaca bağlı hipotezler kurulmuştur. Devam eden kısımda da çalışmanın uygulama yöntemine yer verilmiştir.

3.1.1. Endüstrilere Yönelik Uygulamanın Amacı

Bu çalışmanın temel amacı, finans endüstrisine (bankalar, sigorta ve yatırım fonları) yönelik her bir karar alma biriminin endüstri içerisindeki rekabet edebilirliğini etkinlik ve verimlilik ölçütlerinden hareketle analiz etmektir. Karar alma birimi düzeyinde rekabet üstünlüğünün nedenlerinin analizi ise her bir endüstrinin içinde faaliyet gösteren firmaların temel göstergelerinin bilinmesini gerekli kılmaktadır (üretim yaklaşımı). Araştırmaya konu olan firma ve / veya endüstrilere ilişkin yönetim etkinliğini açıklayacak işlem maliyetleri ve her bir değişkenle ilgili fiyat ve işlem miktarlarını elde etme güçlüğünden dolayı maliyet

etkinliği yerine finans endüstrisinde sisteme yönelik analizin daha anlamlı olacağı tezinden hareketle yönetim etkinliği (vekil-Proxy: Teknik Etkinlik ve Toplam Faktör Verimliliği) analiz aracı olarak tercih edilmiştir (aracılık yaklaşımı). Etkinsizliğin kaynaklarının analizinde ise Tobit modelinin yanı sıra saha bulgularından da yararlanılmıştır. Bu temel amaç çerçevesinde her bir endüstri için aşağıdaki hipotezler tarafımızdan kurulmuş ve burada tanımlanan yöntemlerle test edilmiştir.

A. Finans Endüstrisine Yönelik Türev Hipotezler: Bu çalışmaya ilişkin endüstriyel hipotezler literatür taraması çerçevesinde öngörü olarak ele alınmış, önce her bir endüstriye yönelik türev hipotezler oluşturulmuş, daha sonra bu hipotezlerden toplulaştırılmış hipotezler çıkartılarak test edilmiştir. Ayrıca, finans endüstrisinin / sektörünün alt endüstrileri (TBE, TSE, TYF) karşılaştırılarak uygulama sonuçları tartışılmıştır.

a. Türk Bankacılık Endüstrisine (TBE) Yönelik Hipotezler;

a-1) Kamu sermayeli bankalar, özel ve yabancı sermayeli bankalara göre daha etkindir.

a-2) Türk bankacılık sisteminde, yabancı bankalar, ulusal bankalara göre daha etkindir.

b. Türk Sigortacılık Endüstrisine (TSE) Yönelik Hipotezler;

b-1) Bankacılık endüstrisindeki yeniden yapılanma, sigorta şirketlerinde etkinliği arttırmaktadır.

b-2) Kriz dönemlerinde teknik kârlar düzeyinde bir azalış olmakla birlikte mali karlardaki artış endüstrinin etkinlik düzeyini arttırmaktadır.

b-3) TSE içinde hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketleri, hayat dışı alanda faaliyet gösterenlere göre daha etkindir.

b-4) TSE'deki yoğunlaşma, şirketlerin etkinlik düzeyini iyileştirmektedir.

c. Türk Yatırım Fonlarına (TYF) Yönelik Hipotezler;

c-1) Yatırım fonlarında etkinlik düzeyi ve fonların getirisi fon tipine göre farklılık göstermez.

c-2) Yatırım fonlarındaki sistematik ve sistematik olmayan riskler, kriz dönemlerinde etkinliği azaltır.

c-3) Yatırım fonlarındaki performansa dayalı yönetim avantajı portföy yönetim etkinliğini artırır.

B. Finans Endüstrisine Yönelik Toplulaştırılmış Hipotezler

B-1) Finans endüstrisinin etkinliğine yönelik “yaklaşımlardan” kriz döneminde Türkiye özelinde Post Keynesyen yaklaşım geçerlidir.

B-2) Finans endüstrisinde büyük ölçekli finansal karar birimleri, küçük ölçekli finansal karar birimlerine göre, ölçek avantajına sahiptir.

B-3) Finans endüstrisinde krizlerin yarattığı olumsuz etkilerle mali bünyeleri bozulan firmalar ya sistemden çıkar ya da konsolidasyona (birleşme ve devralmalara) zorlanır. Bu yeni yapılanma etkinliğini artırır.

B-4) Firmalara özgün organizasyonel yapı ve piyasa yapısı kriz dönemlerinde dışsal şoklardan hızla etkilenir ve endüstriyel etkinlik azalır.

3.1.2. Endüstrilere Yönelik Uygulamanın Yöntemi

Bu çalışmada yararlanılan üç yöntem şu şekilde sıralanabilir: bunlardan ilki, “DEA Yöntemi”dir.⁴⁵⁹ Etkinlik analizinde, parametrik olan ve parametrik olmayan birçok yöntem kullanıldığı bilinmektedir. Ancak, uygulamalı literatürden bilindiği gibi çok amaçlı, birden çok girdi çıktı ölçme tekniklerinden en yaygın olanı parametrik olmayan Veri Zarflama Analizidir (Data Envelopment Analysis- DEA). Bu yönteme Ek 2’de kısaca yer verilmiştir. Bu çalışmada kullanılmasının temel nedenleri şu şekilde sıralanmaktadır.⁴⁶⁰

- Bu çalışmaya referans alınan yaklaşım çerçevesinde özellikle de hizmet

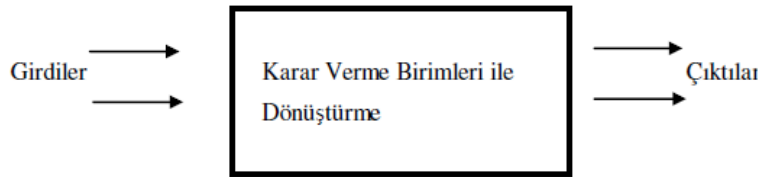
⁴⁵⁹ DEA ve Malmquist İndeksi, SAITECH DEA-Solver Pro 4.1f doğrusal matematiksel program kullanılarak yapılmıştır. Söz konusu program, DEÜ İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyesi ve İktisat Bölüm Başkanı Prof. Dr. Recep Kök’ün Lisanslı programıdır.

⁴⁶⁰ DEA Yöntemi, yalnız ekonomide değil birçok alanda da uygulanmaktadır. Seiford (1997) tarafından yapılan çalışmada, Charnes vd. (1978)’nin klasik çalışmasından itibaren 800’ü aşkın DEA yönteminin kullanıldığı çalışmanın yapıldığını tespit etmiştir. Bibliometrik standartlara göre 500’den fazla atıf yapılan bir çalışma “klasik” olarak tanımlanmaktadır; Charnes vd. (1978)’nin bu çalışması 2003 yılı itibarıyla SSCI ve SCI kapsamında 989 atıfa sahiptir.

sektöründe DEA, endüstrinin çok girdili ve çıktılı üretim yapısına uygun düşmektedir. Ayrıca, analize dâhil edilecek değişkenlerin seçiminde teorik bir sınırlamanın olmaması araştırma sonuçlarını daha güvenilir kılmaktadır.

- DEA yöntemindeki girdi çıktı ilişkisinin çok yönlü bir amacı açıklayacak nitelikte olmasıdır. Örneğin, hem endüstrinin kontrol edilebilir değişkenler dışındaki etkileşiminin (makro iktisat politikaları) sonuçlarını yansıtan endüstriye yönelik yapısal gösterge olarak tanımladığımız TFV'ni vermesi, hem de kontrol edilebilir değişkenler düzlemindeki yönetim performansı olarak tanımladığımız teknik etkinlik göstergesine sahip olmasıdır. Nitekim, her bir “karar verme birimi”nin kaynaklarını çıktılara dönüştürme sürecinde yöneticilerin yetkinliği ile dışsal faktörler etkileşim içerisindedir ve bu etkileşim çıktı vektörüne aşağıdaki Şekil 3.2’de görüldüğü gibi yansımaktadır.⁴⁶¹

Şekil 3.2: Bir Karar Verme Biriminin Girdileri Çıktıya Dönüştürmesi



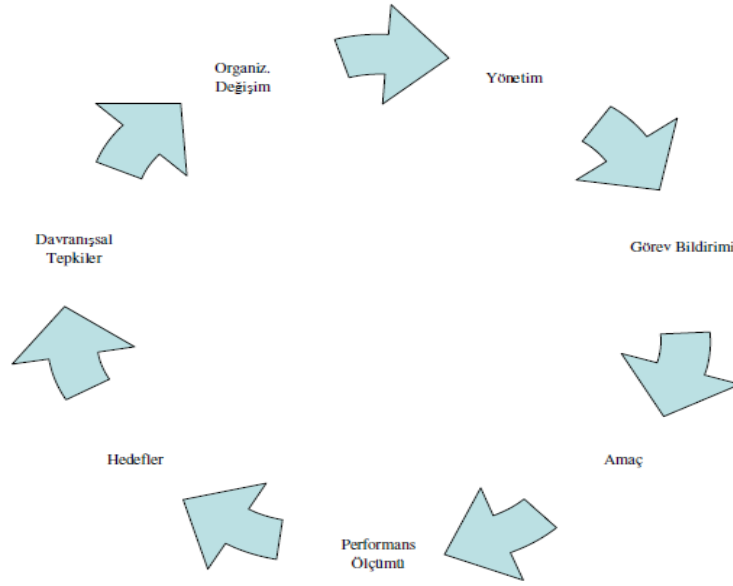
Kaynak: Thanassoulis E., **Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 2001, s. 22.

Bunun yanı sıra, girdi dönüşümünü etkileyen çevresel faktörleri de hesaba katmak gerekmektedir (Şekil 3.3).⁴⁶² Bu şekil, performans ölçümü çerçevesinde amaç ve görev bildirimleri ile ilişkileri esas alan her bir karar biriminin yöneticileri açısından etkinliğe katkı sağlayan gerekli bilgileri türetebilen kalitatif ve kantatif etkileşimi birlikte yansıtmaktadır.

⁴⁶¹ E. Thanassoulis, “Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis”, Kluwer Academic Publishers, 2001, s. 22

⁴⁶² Thanassoulis, s. 22.

Şekil 3.3: Performans Ölçümü ve Kontrol



Kaynak: Thanassoulis E., Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis, Kluwer Academic Publishers, 2001, s. 3.

DEA yönteminin yukarıdaki avantajlarının yanı sıra girdi ve çıktıların seçiminde bir kural veya standart bulunmaması eleştirel bir durum olarak önemsenmelidir. Bilindiği gibi, DEAMalmquist TFV göstergesi tüm etkileşim sonuçlarını vermektedir. Bu mesafe / uzaklık fonksiyonu, en etkin karar alma birimini referans olarak ortak teknolojiye göre her bir veri noktasının uzaklıklarının oranlarını hesapladığı için zamanlar arası TFV'deki değişimin dinamik bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Dolayısıyla yol gösterici bir eğilim parametresi olarak ele alınmalıdır.

Burada kullanılan ikinci yöntem ise Tobit modeldir.⁴⁶³ Ek 3'te verilen bu model, birinci yöntemde belirtildiği gibi TE ve TFV göstergeleri veri iken her bir karar alma biriminin etkinliğine / etkinsizliğine kaynak olan bazı değişkenlerin ayrıştırılmasına imkân veren bir modeldir. Yukarıda belirtildiği üzere, ekonomi politik değişkenlerle ortaya çıkan etkileşim parametresinin (yönetim parametresi TE) üzerindeki etkinsizliğin kaynakları, James Tobin tarafından geliştirilmiş Probit modelinin bir uzantısı olan Tobit Modeliyle açıklanabilmektedir. Araştırma veri

⁴⁶³ Tahminler, E-Views 6.0 ve Stata 11 programları kullanılarak gerçekleştirilmiş ve E-Views 6.0 çıktıları rapor edilmiştir.

tabanının analizinde modele dâhil edilmesi gereken değişkenler redundant analiziyle sınanarak modele dâhil edilmiş, teorik çerçevede sakınılması gereken değişkenler elimine edilmiştir. Ayrıca, çalışma, yatay kesit veri tabanına sahip olduğundan modellerde değişen varyans olup olmadığını test edebilmek için Breusch-Pagan testi yapılmıştır.

Nitekim bağımlı değişkenin değişim aralığının herhangi bir şekilde sınırlandırıldığı regresyon modellerinde eğer belirli bir aralığın dışındaki gözlemler tamamen kaybediliyorsa kesikli model, ancak en azından bağımsız değişkenler gözlenebiliyorsa kısıtlılığa duyarlı (censored) regresyon modelleri söz konusu olmaktadır. Bu yönüyle araştırma yöntemi olarak Tobit model seçilmiştir.

Araştırmanın amacı çerçevesinde analize konu olan her üç endüstriden; nakit akım yönetimini esas alan bankacılık endüstrisi, daha çok risk yönetimini esas alan sigortacılık endüstrisi ve fon / portföy yönetimini esas alan yatırım fonlarını açıklayan yönetim performansı (TE) üzerindeki özellikle yönetim etkinsizliğine yol açan göstergelerin kontrol edilebilen ve kontrol edilemeyen faktörler düzleminde ayrıştırılması büyük önem arz etmektedir.

Yine çalışmanın veri tabanı dönemler itibarıyla endüstrilere göre farklılık göstermektedir. Bunun nedenleri şu şekilde açıklanabilir. 2001 krizinin ardından yeni yapılanma süreci dikkate alınmıştır. Özellikle bankalar temelinde tasfiye ve birleşmelere (yurtiçi yurtdışı) bağlı ortaklıkların istikrarlı bir durum arz etmediği düşünülmüş; araştırmanın amacı çerçevesinde ele alınan sistem yaklaşımının yeni yapılanmaya bağlı olarak BASEL I ve BASEL II uyum süreci (2002-2003) çalışmanın başlama noktasına, TSE açısından ülkemizdeki yükümlülük karşılama yeterliliği uygulamaları açısından Avrupa Birliği Sistemi kapsamında Mali Yeterlilik I ve II (Solvency I - II) uyum sürecinin (2005) sigorta şirketlerinin bilanço yapısını değiştirmesi ve yatırım fonlarında ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkında yasa değişikliği (2006) çalışmanın başlama noktasına referans alınmıştır. Araştırmanın çalışma dönemlerindeki bu farklılığının yanı sıra yatay kesit verilerini içeren 2010 birincil veri tabanı bu çalışmaya dâhil

edilmiştir.

Bu kapsamda, çalışmada kullanılan üçüncü yöntem ise ankettir. Çalışmanın amaç fonksiyonu kapsamında, Türkiye’de finans endüstrisinde faaliyet gösteren finansal kurumların kaynak tahsis etkinliğine bağlı yönetim etkinliği ile kurum (organizasyon) performansı arasındaki ilişkiyi sorgulamak için oluşturulmuş anket; araştırma alanında kurum sahiplerinin veya üst düzey yöneticilerinin algılama (beşli likert ölçekli sorular) ölçeği dikkate alınarak düzenlenmiştir. EK 5’te sunulan metodoloji çerçevesinde anketin içeriği hazırlanarak endüstriye ilişkin örneklem tespit edilmiş, ilgili soru grupları üzerinden güvenilirlik (Cronbach's Alpha: 0.882) ve geçerlilik (Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.798) testleri yapılmıştır.⁴⁶⁴ Testler sonucunda güvenilirliği ve geçerliliği yeterli olan anket soru formu, Türk finans endüstrisinde yer alan bankacılık, sigorta ve aracı kurumlardan oluşan her bir karar biriminin yönetim kurulu üyesi veya genel müdürü düzeyinde 290 üst düzey yöneticisine internet ortamından gönderilmiş ve 102 katılım olmuştur. Ankette iki temel soru grubu içinde toplam 156 sorunun olması, soruların tamamının cevaplanmasının zorunlu olması ve kurum içi bazı özel bilgilerin paylaşılacak istenmemesi katılımın düşük olmasına yol açtığı düşünülmektedir. Finans endüstrisinde üst düzey yöneticiler üzerinden sorgulanarak araştırma sahasından elde edilen bu 102 ankette oluşan veri tabanı faktör analizi⁴⁶⁵ çerçevesinde ele alınmıştır. Faktör analizinde⁴⁶⁶ kullanılan temel analiz aracı toplam varyansın açıklanmasına yönelik temel bileşenler analizidir. Burada analize konu olan maddelerin özdeğeri (Birden büyük olan faktör içinde seçilmekte) esas alınarak temel bileşenleri şeklinde sıralanan soru grubu (madde) oluşturulmaktadır. Tanımlanmış faktörlerin (bir,...dört, beş...) ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyanslar belirlenmektedir. Örneğin seçilmiş üç faktörün maddelerdeki toplam varyansı ve yük değerleri esas alındığında faktör döndürme sonuçları çerçevesinde (döndürülmüş bileşenler matrisi) ilk ve takip eden

⁴⁶⁴ Bu testlerden güvenilirlik testi olan Cronbach's Alpha için hesaplanan katsayının 0.70, geçerlilik testi olan Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testi için hesaplanan katsayının 0.60 ve daha yüksek olması test puanlarının güvenilirliği için genel olarak yeterli görülmektedir.

⁴⁶⁵ Faktör analizi, aynı yapıyı ya da niteliği ölçen değişkenleri bir araya toplayarak ölçmeyi az sayıda faktör ile açıklamayı amaçlayan bir istatistiksel tekniktir. Daha geniş bilgi için bkz. Şener Büyüköztürk, “Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı”, **Pegem Yayıncılık**, 6. Baskı, Ankara, 2006, ss. 123-137.

⁴⁶⁶ Faktör analizleri ve ilgili istatistik testler için SPSS 16 programı kullanılmıştır.

faktörler analiz edilmektedir. Burada her bir faktör açısından yük değeri en yüksek olanlar belirlenmekte ve faktör bileşenleri analizinden çıkartılmaktadır.⁴⁶⁷ İlgili faktörde geriye kalan maddeler için aynı analiz tekniği ile yeniden ele alınmaktadır (iteratif süreç).⁴⁶⁸

3.1.2.1. TBE Analizine Yönelik Veri Tanımlaması

TBE analizine yönelik inceleme dönemi olarak 2003 - 2009 yılları alınmıştır. Ülkemizde yaşanan 2001 ekonomik krizi sonrası bankacılığın yeni bir yapıya dönüşmesi ve bu tarihten sonra ülkemize yoğun bir şekilde yabancı bankaların yönelmiş bulunması yanında dönemin istikrarlı yapısı ile yıllar itibarıyla uyumlu verilere ulaşılabilmesi inceleme dönemini anlamlı kılmaktadır. Bu çerçevede; ülkemizde faaliyette bulunun mevduat kabul eden bankaların sermaye yapıları itibarıyla etkinlik analizi 2003 - 2009 dönemi esas alınarak yapılmaktadır. Uygulamanın verileri Türkiye Bankalar Birliği resmi internet sitesindeki “Bankalarımız Kitabı” dosyasında yer alan yayımlanmış bilançolar ile gelir-gider tablolarından yararlanarak oluşturulmuştur. Analiz kapsamına sadece mevduat kabul eden ticari bankalar alınmıştır. Söz konusu bankalar grubunun endüstrinin yüzde 90’ını aşan kısmını oluşturması, yatırım bankalarının mevduat kabul etmemeleri ve çok küçük ölçekte olmaları ve katılım bankalarının (özel finans kurumlarının) farklı faaliyet ve muhasebe yapıları bu tercihte belirleyici olmuştur.

Diğer taraftan; 2009 yıl sonu itibarıyla endüstride 32 adet ticari banka bulunmasına rağmen, bahsi geçen analiz dönemi için etkinlik incelemesine, aktif büyüklüğü yüzde 1’in üzerinde olan 21 ticari banka analize dâhil edilmiştir. Etkinlik analizi yapılan 3’ü devlet (aktif büyüklüğü yüzde 32), 18’i özel (aktif büyüklüğü yüzde 63) olmak üzere bu 21 bankanın aktif büyüklüğü tüm sektör içinde yüzde 95 yer tutmaktadır. Dolayısıyla bankacılık sektörünün tamamına yakınının incelemeye alındığı söylenebilir. Ayrıca mevduat kabul etme yetkisi bulunmakla birlikte, aktif

⁴⁶⁷ Çok faktörlü bir yapıda, birden çok faktörde yüksek yük değeri veren soru, binişik bir soru olarak tanımlanır ve ölçekten çıkartılması gerekir.

⁴⁶⁸ Bu tekrarlama süreci, her faktörde yüksek yük değerine sahip maddelerin tamamı ölçekten çıkarılıncaya kadar devam etmektedir. Tüm faktör analizlerinde bu işlem sürecinin tamamı yapıldıktan sonra tekrardan sakınmak amacıyla sadece en son sonuçlar rapor edilecektir.

olarak bankacılık faaliyetlerinde bulunmayan TMSF bünyesindeki bankalar analize dâhil edilmemiştir. Aktif büyüklüğü yüzde 1’den küçük olan bankalar çoğunlukla özel uzmanlıkları olması sebebiyle etkinlik analizinde uç örnekler olarak yer almakta ve DEA tekniğinin doğası nedeniyle sonuçları belirgin şekilde etkilemektedirler. Bu yüzden, ölçek etkinliğini aşırı bozan küçük bankalar analize dâhil edilmemiştir. Ayrıca, analizde, girdi ve çıktı eksenli modellerden hangi yaklaşımın benimseneceği de belirlenmelidir. Bu, analize tabi karar birimlerinin üretim yapısına bağlı olup maliyetlerin kontrol altına alınmasının öncelikli olduğu endüstrilerde girdi eksenli yaklaşım benimsenmektedir. Yönetim etkinliğinde yöneticiler açısından maliyetlerde etkinliğin öncelikle sağlanması gerektiğinin kabulü, analizlerde genel olarak kullanılmış olması ve küreselleşen rekabet koşullarında çıktı fiyatlarını etkileme gücü azalan bankacılıkta maliyetlerin kontrol altına alınması zorunluluğu, TBE’nin etkinlik analizinde, girdi eksenli yaklaşımı gerektirmiştir.

Belirlenen dönem kapsamında TBE’nin etkinlik değerlerini hesaplayabilmek için çalışmanın amaç fonksiyonuna bağlı, incelenen literatür bulgularından hareketle bankaların aracılık fonksiyonunu yansıtan “aracılık yaklaşımı” çerçevesinde belirlenen girdi ve çıktı değişkenlerine⁴⁶⁹ Tablo 3.1’te yer verilmiştir.

Tablo 3.1: TBE Etkinlik Analizi Değişkenleri

	Girdiler	Çıktılar
Girdi Eksenli Aracılık Yaklaşımı	1. Personel Sayısı 2. Toplam Mevduatlar (Mevduat + Alınan Krediler (Sendikasyon kredileri ile diğer bankalardan alınan Kredilerin toplamı)) 3. Maddi Duran Varlıklar (Net) (Fiziksel Sermaye)	1. Toplam Krediler 2. Menkul Kıymet Cüzdanı 3. Toplam Bilançodışı Kalemler

⁴⁶⁹ Herhangi bir endüstri dalında etkinlik ölçümü yapabilmek için öncelikle o endüstriyi oluşturan çeşitli ekonomik karar birimlerinin kullandıkları girdi ve çıktı miktarlarının ölçümüne gereksinim duyulmaktadır (Reha Yolalan, “İşletmelerarası Görelî Etkinlik Ölçümü”, **Millî Üretimsizlik Merkezi yayınları**: 483, Ankara, 1993, s. 7.). Veri tabanlı bir etkinlik ölçüm tekniği olan DEA ile yapılacak ölçümün sağlıklı olabilmesi, göz önüne alınan girdi ve çıktıların anlamlı olması ile mümkündür. Bu aşamadaki amaç, üretim teknolojisinin en iyi şekilde ifade edebilecek girdi ve çıktıların seçilmesidir. Çünkü, etkinlik analizlerinde kullanılan girdiler ve çıktılar sonuçlar üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Finansal kesimi kapsayan çalışmalarda ise en tartışmalı aşama girdi ve çıktıların belirlenmesidir. Literatürde girdi ve çıktıların belirlenmesi ve seçimi konusunda henüz görüş birliğine varılamamış olmakla beraber her bir endüstriye özgü oluşturulan yaklaşımlar bu konuda yarar sağlamaktadır.

3.1.2.2. TSE Analizine Yönelik Veri Tanımlaması

TSE'nin etkinlik analizleri 2005 - 2009 döneminde TSE'nde faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Veriler, T.C. Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu'nun her yıl yayımladığı “Türkiye’de Sigorta Faaliyetleri Raporu”ndan derlenmiştir. Bu raporlarda, Türkiye’de faaliyet gösteren yerli, yabancı, kamu ve özel sigorta şirketleri ile reasürans şirketlerinin bilançoları, kâr ve zarar hesabı teknik ve mali sonuçları ile şirketlerin endüstriyel faaliyetlerine ilişkin göstergeler yer almaktadır. Sosyal Sigorta Kurumları faaliyet raporları dışında değerlendirilmektedir.

Analize onbeş hayat ve yirmi hayat dışı alanlarda faaliyet gösteren sigorta şirketleri dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan örnekleme dâhil edilen şirketler, literatürde benimsenmiş kriterler çerçevesinde belirlenmiştir⁴⁷⁰. Bu doğrultuda, özkaynakları, ödenen tazminat düzeyi, toplam varlıkları, toplam prim üretimi, teknik rezervleri, genel giderleri, personel giderleri, sabit varlıkları ve personel sayısı pozitif olmayan şirketler örneklem dışında bırakılmıştır.

Belirlenen dönem kapsamında TSE'nin etkinlik değerlerini hesaplayabilmek için çalışmanın amaç fonksiyonuna bağlı, incelenen literatür bulgularından hareketle ve aşağıda ele alınan yaklaşımlar çerçevesinde girdi ve çıktı değişkenleri belirlenmiştir. Sigortacılık endüstrisinde girdi ve çıktılarının belirlenmesi için literatürde çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar ve bu çalışmada benimsenen girdi ve çıktı ölçümleri aşağıda sırasıyla ele alınmaktadır.

a. Endüstriye Yönelik Çıktı Tanımı

Sigortacılıkta üretilen çıktıların belirlenmesinde yaşanan sorunların kaynağı, soyut olmalarıdır. Bu soyut yapı, çıktıların ölçümünde farklı görüşlerin geliştirilmesine neden olmuştur. Literatürde, sigortacılıkta çıktıların belirlenmesinde temel olarak üç farklı görüş bulunmaktadır. Bu görüşler şu şekilde sıralanabilir:⁴⁷¹

⁴⁷⁰ Bu kriterlerin derlendiği çalışmalar için bkz. Cummins ve Zi (1998), Diacon vd. (2002), Cummins vd. (2004), Kasman ve Turgutlu (2007), Turgutlu, Kök ve Kasman (2009), Kasman ve Turgutlu (2009), Kayalı (2007), Kılıçkaplan ve Karpat (2004).

⁴⁷¹ Daha geniş bilgi için bkz. A.N Berger ve D.B. Humphrey, “Measurement and Efficiency Issues in Commercial Banking”, (Eds.) Z. Griliches, **Output Measurement in the Service Sectors**, University

Varlık veya Aracılık Yaklaşımı: Finansal hizmet üreten şirketler bu yaklaşıma göre yalnız finansal araçlar olarak görülmektedir. Bu yaklaşım, sigorta şirketlerinin işlevlerinden sadece birisini temsil ettiği için çıktının belirlenmesinde kullanılması uygun olmayacaktır.

Kullanıcı maliyeti yaklaşımı: Bu yaklaşım, finansal bir ürünün girdi veya çıktı olmasını, ürünün, finansal kurumun gelirlerine yaptığı net katkıya göre değerlendirmektedir. Eğer bir varlığa göre elde edilen finansal getiri kullanılan fonların fırsat maliyetinden fazlaysa bu ürün çıktı olarak tanımlanabilir. Aksi durumda, bu ürün finansal girdi olarak nitelendirilecektir. Bu yaklaşım, sigortacılık endüstrisi için uygun görünmekle birlikte, ürün hasılatları ve fırsat maliyetlerine ilişkin verilere ulaşmak zordur.

Katma değer yaklaşımı: Bu yaklaşım, tüm aktif ve pasif kategorilerinin çıktı özelliği taşıdığına; bunlardan en belirgin katma değer yaratanların çıktı daha az katma değer yaratanların ise ara mal veya girdi olarak tanımlanmasına dayanmaktadır.

Sigorta şirketleriyle ilgili çalışmalarda çıktının belirlenmesinde katma değer yaklaşımının yaygın olarak kabul gördüğü gözlemlenmektedir.⁴⁷² Bu doğrultuda, bu çalışmada, katma değer yaklaşımı benimsenmiştir. Katma değer yaklaşımı, firmaların varlık ve yükümlülüklerinin tümünün çıktı özelliği gösterebileceğini varsaymaktadır. Sigorta şirketlerinin çıktıları belirlenirken şu işlevleri temsil etmesi amaçlanmaktadır.⁴⁷³

Risk Havuzlama ve Risk Yüklenme: Sigortacı aynı riskle karşı karşıya olan bireylerin / birimlerin adına belirli bir ücret karşılığı risk yüklenir. Bu işlem sonucunda primleri bir havuzda toplarken sigortaladığı (sorumluluğunu yüklenmiş olduğu) riskleri de bir havuzda toplar. Toplanan primlerin yatırıma dönüştürülebilir.

of Chicago Press: Chicago, 1992, 245-279.

⁴⁷² Bknz. örneğin Cummins vd., 1996; Cummins ve Zi, 1998; Cummins vd., 2004; Greene ve Segal, 2004.

⁴⁷³ Kılıçkaplan, Atan ve Hayırsever, ss. 109-110.

Risklerle ilgili topladığı bilgileri de olası riskler ile ilgili hesaplamalar için kullanır. Çok büyük sayıda sigorta işlemi yapan sigortacı, Büyük Sayılar Yasası'ndan yararlanarak, sigortalı birimlere ilişkin belirsizliği belirli hale getirir.

Sigorta Kayıpları ile İlgili Reel Finansal Hizmetler: Sigortacılar sigortalılara çok çeşitli hizmetler sunarlar. Risk araştırması yaparak zarar ödemelerini ve zararın tasfiyesi için politika sınırları belirlerler. Zarar ödemeleri mal üzerindeki hakları, mal kaybının değeri, risk ve sorumluluk üstlenici görüşme, yasal temsil gibi birçok hizmeti içerir. Sigortalılar sigortacılar ile anlaşma yaparak riskleri üzerinde oluşabilecek kayıplarına karşı geniş deneyime sahip bilirkişilerden (ekspertiz) yararlanırlar. Ayrıca, dünyada hayat sigortası yapan sigorta firmaları işçilere fayda planı sağlayan idari hizmet sunarlar. Sigortacılar sigortalılarına değişik hizmetler verirler. Hayat sigortalarında kişilere yönelik finansal planlama, finansal danışmanlık ve emeklilik konusunda hizmet verirken iş hayatına yönelik yararlı planlar sunarlar. Hayat dışı sigorta alanlarında, sigortalıların karşılaşılabilecekleri riskler konusunda ve bu risklerin gerçekleşmesi durumunda da karşılaşılabilecekleri kayıplara ilişkin bilgiler verir. Risk yönetimi konusunda iş yerlerine yönelik danışmanlık hizmeti verip, kayıpların en aza indirilmesini sağlar. Uzman kadrosuyla hasarlar konusunda sigortalısına destek ve yardım sağlar.

Finansal Aracılık: Kurumsal yatırımcılar, tasarruf sahiplerinden çeşitli araçlar (sigorta poliçesi, katılma belgesi gibi) aracılığıyla topladıkları fonları, fon ihtiyacı olan yatırımcı kesime aktaran kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Kurumsal yatırımcıların en önemli fonksiyonlarından biri, küçük tasarrufları fon ihtiyacı olan yatırımcı kesime hitap edecek şekilde bir araya getirmeleri ve bu fonları değerlendirdikleri finansal araçlar yardımıyla kaynakların etkin dağılımını sağlamalarıdır. Kişilerin tek tek primleriyle hiçbir yatırımın finanse edilmesi mümkün değildir. Oysa önemli kurumsal yatırımcılardan biri olan sigorta şirketleri bu tek tek tasarrufları toplayarak, sonuçta ekonomiye aktarılabilir büyüklükte kaynak yaratmış olurlar. Konuya bu çerçeveden bakıldığında sigorta şirketi, sigortalılar adına risk yönetimini üstlenen bir kuruluş olmasının yanı sıra, sigorta poliçeleri aracılığıyla toplanan primlerle olası riskin gerçekleşmesi durumunda yükümlülüklerini

karşılatabilmek için profesyonel bir şekilde portföy yöneticisi olmak durumundadır. Çünkü, sigorta şirketleri bir mali aracı kuruluş olmalarının doğal sonucu olarak, dolaylı araçlar (sigorta poliçeleri) vasıtasıyla topladıkları fonları, gerektiğinde sigorta poliçesinde belirtilen yükümlülükleri karşılayabilmelerine izin verecek risk ve vade dağılımına sahip dolaysız araçlara yatırırlar. Bu noktada ellerindeki fonları verimsiz alanlarda değerlendirmemeleri gereğinin yanı sıra, bu fonları kendilerini mali güçlüğe sokmayacak biçimde nasıl ve nerelere yatıracaklarına da karar vermeleri gerekmektedir. Bu gereklilik “portföy yönetimi” konusunun sigorta şirketleri açısından önemini belirginleştirmektedir. Kısaca denilebilir ki, sigorta şirketleri gelecekte meydana gelebilecek risklere ait yükümlülüklerini karşılayabilmek için, bugünden topladıkları bu riskleri en azından karşılayabilecek şekilde değerlendirmek zorundadır. Çünkü, sigortacılık aynı riskle karşı karşıya olan kişilerin ödedikleri primleri bir havuzda toplamakta ve bu fonları gerektiğinde mali yükümlülüklerini karşılayabilecek şekilde yatırımlara yöneltmektedir. Böylece firmalar arttırdıkları bu tür fonları sabit sermaye yatırımlarına ya da stoklarını arttırmaya yönelik alanlara yatırarak, sonuçta bir getiri elde edebileceklerdir. Finansal aracılık fonksiyonu sigorta şirketleri açısından değer artışı sağlanmasında önemli bir özelliktir. Ayrıca, söz konusu şirketler (özellikle hayat dalında faaliyet gösterenler) tüketicilerin tasarruflarını değerlendirme konusunda zaman zaman bankalarla ve diğer finansal kurumlarla rekabet edebilmektedirler. Bu ve benzeri fonksiyonların etkin bir şekilde yerine getirilebilmesi, sektörün piyasa yapısının özelliklerine, kârın bileşimine, şirketlerin mali yapısına, insan kaynakları profiline, yasal düzenlemelerin özelliklerine, piyasanın derinliğine vb. hususların nispi önemine bağlı bulunmaktadır.

Yukarıda belirtilen işlevler ve katma değer yaklaşımı çerçevesinde, sigortacılık endüstrisinin temel çıktıları olarak, ödenen tazminat ve rezervlere yapılan eklemeler (teknik karşılıklar) benimsenmiştir. Katma değer yaklaşımına göre belirlenen bu çıktılar, belirgin işletme maliyeti yaratan kalemlerdir. Finansal sektörlerde çıktının belirlenmesi konusunda bu yöntem literatürde yaygın olarak referans gösterilen Berger ve Humphrey (1992), Cummins vd. (1996), Cummins vd. (1999), Cummins ve Rubio-Misas (2002), Cummins vd. (2004) ve Turgutlu vd. (2009) gibi çalışmalarla örtüşmektedir. Bu çalışmalarda, ödenen tazminat ve

rezervlere yapılan eklemelerin, özellikle, sigorta şirketinin en temel iki işlevi olan riski birleştirme ve üstlenme ile reel finansal hizmet sağlama unsurlarını temsil ettiği belirtilmektedir.

Ödenen tazminat, sigorta şirketinin karşıladığı kayıpları ve diğer ödenekler (örneğin işsizlik ve sağlık ödenekleri) için katlanılan maliyetleri, rezervlere yapılan eklemeler ise bu yıla ait sigorta kapsamını ve varlık biriktirme ürünlerine olan katkıları temsil etmektedir. Sigorta talebine ilişkin yaklaşımlar, servetleri rassal şoklarla yüzyüze olan riske karşıt birimlerin, bu riski devretmek için sigortacıya, kaybın beklenen değerinden daha fazla bir tutar ödemeye razı olduklarını varsaymaktadır. Bu varsayım doğrultusunda, belirlenen çıktıların ekonomi kuramıyla da uyumlu olduğu görülmektedir. Katma değer yaklaşımına göre belirlenen bu çıktı göstergesi, Diewert (1995)'in önerisine de uymaktadır.

b. Endüstriye Yönelik Girdi Tanımı

Bir sigorta şirketinin kullandığı girdiler temel olarak üç grupta toplanabilir: Emek, fiziksel sermayeyi de içeren yardımcı girdiler (business services) ve finansal sermaye. Literatürde, sigortacılık girdilerinin belirlenmesinde yaygın olarak bu sınıflandırmanın kullanıldığı görülmektedir.⁴⁷⁴

Emek, diğer hizmet sektörlerinde olduğu gibi, sigortacılık endüstrisinde de en önemli girdilerden biridir. Bu çalışmada emek girdisi, sigorta şirketlerinde çalışan personel sayısı ile temsil edilmektedir. Sigorta şirketlerinde önemli olan ikinci girdi, yardımcı girdilerdir. Yardımcı girdiler, sigortacılık işlemlerinin gerçekleştirilmesi için kullanılan emek dışındaki fiziksel donanımı kapsamaktadır. Tanımından anlaşılacağı gibi bu girdiye, fiziksel sermaye de katılmaktadır. Fiziksel sermayenin ayrı bir girdi olarak belirlenmemesi, sigorta şirketlerinde finansal sermayeye göre çok daha düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu girdi demirbaşlar ve gayrimenkullerden oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan son girdi, özkaynaklardır. Özkaynaklar, sigorta şirketleri için önemli bir girdidir. Sigorta şirketleri, beklenenden fazla bir tazminat talebiyle karşılaştıklarında kullanmak üzere ve yasal

⁴⁷⁴ Bknz. örneğin Cummins vd., 1996; Cummins ve Zi, 1998; Greene ve Segal, 2004; Cummins vd. 2004; Jeng ve Lai, 2005; Turgutlu vd., 2009.

zorunluluklar nedeniyle özkaynaklarını güçlü tutmak durumundadır. Özkaynaklar, sigorta şirketinin riski birleştirme ve üstlenme işlevini yerine getirmesi yönünde önemli bir girdidir.

Yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda çalışmada kullanılacak girdi ve çıktılar Tablo 3.2’te gösterilmektedir.

Tablo 3.2: TSE Etkinlik Analizi Değişkenleri

	Girdiler	Çıktılar
Katma Değer Yaklaşımı	1. Emek 2. Yardımcı girdiler (fiziksel sermaye dâhil) 3. Özkaynaklar	Ödenen Tazminat + Rezervlere Yapılan Eklemeler (Teknik Karşılıklar)

3.1.2.3. TYF Analizine Yönelik Veri Tanımlaması

Yatırım fonlarının analizinde, Türkiye’de faaliyet gösteren her biri on adet A tipi karma fon, A tipi değişken fon, A tipi hisse senedi fonu, B tipi likit fon, B tipi değişken fon, B tipi tahvil-bono fonu olmak üzere toplam 60 adet yatırım fonunun 2006 Ocak - 2009 Haziran dönemi içerisindeki performansları incelenmiştir. Araştırmaya konu olan fonlar seçilirken analiz dönemine ait kesintisiz verilere sahip olmaları ve piyasa payları belirleyici unsur olmuştur. Bu unsur göz önüne alınarak, ulaşılabilecek sonuçların anlamlı ve karşılaştırılabilir olabilmesi için her fon tipi için otuz, her fon türü için piyasa payı en yüksek olan on adetlik sınırlama getirilmiştir.⁴⁷⁵

Veriler, Sermaye Piyasası Kurulu’nun web sayfasında (www.spk.gov.tr) yer alan aylık istatistik bültenlerinden, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın web sayfasındaki mali tablolar bağlantısından (www.imkb.gov.tr)’ ve erişim adresi www.fonbul.com olan web sayfasından yararlanarak elde edilmiştir. Analizde kullanılacak girdi ve çıktı değişkenlerinin belirlenmesinde ilgili literatürden aşağıdaki değerlendirmeler çerçevesinde yararlanılmıştır.

Sermaye piyasalarının temel kuralının sonucu olarak bir yatırımın getirisi ve

⁴⁷⁵ Böylece her fon tipi için piyasa payı toplamı yüzde 70’i geçen ilk otuz fon değerlendirmeye alınmıştır.

riski arasında fonksiyonel bir ilişkinin, daha yüksek riskin daha yüksek getiri sağladığı ilişkisi var olduğunu söyleyebiliriz. Prensipte olarak, çıktılar getiri ölçümü olarak düşünülürse risk ölçümü girdi olarak değerlendirilebilir.⁴⁷⁶

Yatırım fonlarının performanslarının ölçümü sırasında veri zarflama analizi kullanımında hangi ve kaç tane girdi ve çıktı kullanılacağı önemli bir sorundur. Çok fazla girdi ve çıktı kullanmanın faydası daha az olacaktır. Çünkü girdi ve çıktı sayısı arttıkça etkinlik skoru elde etmek için daha fazla karar verme birimi söz konusu olacaktır. Bowlin'e göre temel kural olarak girdi ve çıktı başına en az üç fon modelde kullanılmalıdır. Girdi ve çıktı sayısında bazı limitlerin olması analizin daha kullanışlı olması açısından gereklidir. Bununla birlikte girdi ve çıktı seçiminde herhangi bir kural bulunmamaktadır. Ekonomik sebeplerden ötürü girdi ve çıktı seçimi temel olarak yatırımcı tercihlerine bağlı olabilir. Çünkü her yatırımcının farklı risk ve getiri tercihleri bulunmaktadır.⁴⁷⁷

Yatırım fonları değerlemesinde kullanılacak pek çok girdi ve çıktı yer almaktadır. Yatırım fonlarından beklenen; gerek yatırımcılar gerekse portföy yöneticileri açısından diğer fonlara, göstergelere ve piyasaya göre en iyi getiriyi elde etmektir. Bir yatırım fonunun performansının belirlenmesinde bakılacak ilk gösterge fonun getiri oranıdır. Bundan dolayı analizde kullanılacak çıktı ortalama getiri olarak seçilmiştir. Ancak salt yüksek getirinin elde edilmesi modern yatırımda yeterli olmadığı için bu getirinin hangi risk düzeyinde, hangi değişkenlikte sağlandığı önem kazanmaktadır. Bir yatırım fonunun getirisi, bu fonun tercih edilmesinde ve performansının belirlenmesinde ne kadar önemliyse, fonun sahip olduğu risk, piyasa ile olan ilişkisi de o derece önemlidir. Bu aşamada portföyün çeşitlendirme ile yok edilemeyen riski, yani betası, fona ait alfa katsayıları girdi olarak kullanılmıştır. Değişkenliğin temel ölçüsü oynaklık (volatility) olarak da bilinen standart sapma da bir diğer girdi verisi olarak kabul edilmiştir.⁴⁷⁸

⁴⁷⁶ Eling, s. 449.

⁴⁷⁷ Eling, s. 453.

⁴⁷⁸ Bu ölçütler, portföy teorisi temelli performans ölçüm yöntemleri Sharpe, Treynor ve Jensen endeksleri hesaplanmasında kullanılır. Toplam riski ifade eden standart sapma, Sharpe endeksinin ölçümünde kullanılır. Sharpe endeksi, bir fonun getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki tüm olası etkin portföylerin eğimini vermektedir. Bu eğim ne kadar dik veya bulunan oran ne kadar yüksek ise portföy performansı o kadar yüksek anlamına gelmektedir (W. M. Sharpe, **Mutual Fund**

Risk için en çok kullanılan ölçütler arasında yer alan standart sapma, varyansın kareköküdür. Bir yatırım fonu için standart sapma, aylık getirilerin değişkenliğini ölçmede kullanılır ve toplam riski gösterir. Standart sapmadaki artışlar yatırım fonunun toplam riskinin de arttığını ifade etmektedir.

Bununla birlikte, yatırım fonlarının çeşitlendirme ve uygun risk gruplarına göre seçebilme olanağının olması sayesinde, sistematik olmayan riski elimine edebilmektedir. Böylece geriye sadece sistematik risk kalabilmektedir. Geriye kalan bu sistematik riskin göstergesi de Beta katsayısı olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla yatırım fonlarındaki çeşitlendirme arttıkça toplam risk içerisinde sistematik olmayan risk azalacağından Beta katsayısının değeri düşecektir. Bu katsayısı ne kadar düşük çıkarsa fonun etkinliği de o kadar yükselmiş olacaktır. Analizde yer verilen bir diğer girdi olan Alfa değeri, riske göre düzeltilmiş getirinin üzerinde sağlanacak olası en fazla getirinin tamamen yönetici yeteneklerinden kaynaklandığını göstermektedir. Alfa değeri pozitif ve ne kadar yüksek olursa yöneticinin başarısının ve portföyün performansının da o kadar iyi olduğu anlamına gelmektedir.⁴⁷⁹ Analizde yatırım fonlarının aylık getirileri çıktı olarak kullanılmıştır. Aylık getirilere ulaşmak için yatırım fonlarını ay sonu birim fiyatları dikkate alınmıştır. Yatırım fonlarının aylık getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

$$R_{pt} = (V_t - V_{t-1}) / V_{t-1}$$

Formülde;

R_{pt} : Yatırım fonunun t dönemdeki aylık getirisini,

V_t : Yatırım fonunun t dönemdeki dönem sonu değerini,

V_{t-1} : Yatırım fonunun bir önceki dönem, dönem sonu değerini göstermektedir.

Performance, the Journal of Business, Cilt: 39, No:1, Bölüm 2, 1966, s. 123.). Treynor endeksendeksi, portföyün risk primini ölçer. Risk primi, portföy getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farka esittir. Bu ölçüt portföyün karakteristik doğrusu ile ilgili kavramlara dayanmaktadır. Karakteristik doğrunun eğimi beta katsayısıdır. Portföyün karakteristik doğrusunun eğimi olan beta, portföy getirilerinin pazara karşı olan değişkenliğinin de göstergesidir. Bu nedenle, doğru eğimi ne kadar yüksek olursa, beta o kadar büyük ve portföy o kadar riskli demektir. Jensen endeksinin ölçümünde ise Alfa katsayısı kullanılmaktadır. Alfa değeri pozitif ve ne kadar yüksek ise fonun performansı da o kadar yüksek demektir. Söz konusu endekslerle ilgili daha geniş bilgi için bkz. Ural, ss. 42-49; Kılıç, ss. 58-65.

⁴⁷⁹ Michael C. Jensen, "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios", **Journal of Business**, Vol :42, No:2, Nisan 1969, ss. 167-247

Bu formüle bağılı olarak A ve B tipi olmak üzere altı fon türü için 42 aylık getiriler hesaplanmıştır. Analizde, toplam 60 adet yatırım fonunun 42 aylık getiri oranları veri olarak alınmıştır. Yukarıdaki formül yardımıyla hesaplanan getiri oranları yüzde olarak ifade edilmektedir. Analizde kullanılan standart sapma, beta ve alfa katsayıları hesaplanmış ve veri seti oluşturulmuştur. Bu çerçevede, yatırım fonlarının etkinlik analizinde kullanılan girdi ve çıktılar Tablo 3.3'te gösterilmektedir.

Tablo 3.3: Yatırım Fonları Etkinlik Analizi Değişkenleri

	Girdiler	Çıktılar
Girdi Ekseni ⁴⁸⁰	1. Standart Sapma 2. Alfa Katsayısı 3. Beta Katsayısı	Ortalama Getiri

Ayrıca, birincil veri tabanına esas olmak üzere beşli likert ölçekli anket tekniği ile saha bulgularına erişilmiştir. Düzenlenen ankette⁴⁸¹ iki temel soru grubu oluşturulmuştur. Bunlar:

I- Kuruma İlişkin Genel Bilgi Yönelimli Soru Grubu

II- Kurumun Durumunu İyileştirme, Beklentilerini Gerçekleştirme, Kaynak ve Kurum Performansını Ölçme Yönelimli Soru Grubu

II A - Sistemler ve Süreçler

II B - Kurum Performansı

II C - Ekonominin Üretim Yönünü Arttırıp Arttırmadığını Ölçme Yönelimli Soru Grubu

II D - Kurumsallaşmanın Etkisini Ölçme Yönelimli Soru Grubu

1. Kurum Yapısının Oluşumunu Ölçme Yönelimli Soru Grubu

2. Devletin Yapmış Olduğu Düzenlemelerin Etkilerini Ölçme Yönelimli Soru Grubu

⁴⁸⁰ Fon performansının veri zarflama analizi ile değerlendirildiği çalışmaların büyük bir çoğunluğunda girdiye yönelik veri zarflama modellerinin kullandığı dikkat çekmektedir (Huyen NGUYEN ve Thi THANH, "On the Use Data Development Analysis in Hedge Fund Performance Appraisal" 2006, http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/12/02/92/PDF/Nguyen_Hedge_FundPerformance_DEA_200612.pdf, (Erişim tarihi: 02.08.2010), s. 16.). Fon yöneticileri finans sektöründe, fon çeşitlendirmesi, fonların uygun risk gruplarına göre seçebilmesi, gider oranı, yönetim giderleri gibi girdiler üzerinde kontrole sahipken, mevcut girdi seviyesini koruyarak çıktı miktarını arttırmak genellikle onların kontrolünün dışındadır. Bu nedenle, bu çalışmada girdi yönlü veri zarflama analizi modeli kullanılmıştır.

⁴⁸¹ Anket formu ve anketin metodolojisine yönelik geniş bilgi Ek 5'te verilmiştir.

Ankette oluşturulan bu iki soru gurubuyla elde edilen sonuçlar amaç fonksiyonu çerçevesinde betimsel olarak irdelenmiş, çalışmanın analitik bulguları ile saha bulgularının karşılaştırılmasında beklentiler göstergesi olarak kullanılmıştır.

3.2. TBE’de Etkinlik Analizlerine Yönelik Yaklaşımlar, Literatür Bulguları ve Analizler

Bir ekonomide finans endüstrisinin etkin ve verimli çalışması endüstri içinde yer alan finansal kurumların aracılık yapmış oldukları fon akımlarını kendileri açısından gelir yaratıcı biçimde kullandıklarını gösterir. Bu açıdan, Türk finans endüstrisi içinde en büyük paya sahip olan bankaların etkin ve verimli çalışması ekonomideki fonların bankalar açısından “fayda” yaratıcı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, bankaların ekonomi açısından etkin çalışması, tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi sürecinde fonların sektörler arasında etkin olarak dağıtılması açısından ayrı bir önem taşımaktadır. Bu önem, bankacılık endüstrisinin diğer sektörlerden farklı olarak kaynak dağılımını belirleyen finansal aracılık işlevinden kaynaklanmaktadır. Tasarrufları reel yatırımlara dönüştüremeyen bir bankacılık sisteminin etkinliğinden veya verimliliğinden söz etmek mümkün değildir. Bu nedenlerden dolayı, bir bankacılık endüstrisinin performans analizi, etkinlik ve verimlilik ölçütlerinin incelenmesini gerekli kılar. Performans analizleri standart finansal analiz tekniklerine dayalı olarak yorumlanması bankacılık endüstrisinin etkin ve verimli çalıştığı konusunda tam bir bilgi sağlayamaz. Buradaki önemli nokta, söz konusu endüstrinin kullanmış olduğu girdilerle ulaşılmış olduğu finansal sonuçların birlikte değerlendirilmesinin zorunlu olmasıdır. Bu açıdan, endüstrinin kullandığı girdiler ile ulaşılan finansal performans arasındaki fonksiyonel ilişki donanımı ile hem endüstrinin kendi içinde ülkenin refahına yönelik rekabet edebilirliği, hem de uluslararası en temel kaynak tahsisinde rekabet üstünlüğü açısından önem arz etmektedir.

3.2.1. TBE’de Etkinlik Analizine Yönelik Yaklaşımlar

Bankacılık endüstrisinde etkinliğin ölçülmesinde en çok sorun yaratan ve

üzerinde anlaşmazlığa düşülen noktalardan biri, girdilerin ve çıktılarının tanımlanması sorunudur. Bu sorun etkinliği ölçmek için seçeceğimiz tekniği, girdi ve çıktı olarak kabul edeceğimiz değişkenleri ve nihayet elde ettiğimiz sonuçları etkileyecektir.

Girdilerin ve çıktılarının belirsizliği sorunu, bankacılık faaliyetinin niteliği ile ilgili üç durumdan kaynaklanır.⁴⁸²

1. Bankalar fiziki bir mal üretmez, ürettikleri esas olarak hizmettir ve bu hizmetin ölçülmesi ve hesaplanması üretim ilişkileri açısından oldukça sorunludur.

2. Bankalar çok sayıda girdi ve çıktı kullanırlar.

3. Bankaların temel fonksiyonunun tanımlanmasında güçlükler bulunmaktadır.

Bankacılık sisteminin bu nitelikleri banka girdi ve çıktılarının ölçülmesinde iki ayrı yaklaşımın gelişmesine olanak vermiştir. Bunlar üretim (production) ve aracılık (intermediation) yaklaşımları olarak adlandırılır.⁴⁸³ Ayrıca bankaların ekonomide ayrıcalıklı konumlarına karşın bir işletme olarak kâr etme güdüsüyle de faaliyet gösterdiği düşünüldüğünde, bu iki yaklaşıma ek olarak kârlılık yaklaşımından da bahsedilmesi gerekmektedir.⁴⁸⁴

Üretim Yaklaşımı: Üretim yaklaşımına göre bankalar, sermaye, iş gücü ve diğer malzemeyi (şube, demirbaşlar v.s.) girdi olarak kullanan, buna karşılık mevduat, kredi, menkul değerler cüzdanı ve diğer bilanço kalemlerini “üreten” birimlerdir. Bu yaklaşımda mevduat, kredi v.b. çıktılarının ölçülmesinde hesap sayısı

⁴⁸² E. Alpan İnan, “Banka Etkinliğinin Ölçülmesi ve Düşük Enflasyon Sürecinde Bankacılıkta Etkinlik”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:34, 2000, s. 87.

⁴⁸³ Bu yaklaşımlar ilk defa üretim ve aracılık yaklaşımı olarak; D. Humphrey, “Costs and Scale Economies in Bank Intermediation”, Handbook for Banking Strategy, 1985.’te birbirlerinden ayrılarak tarif edilmiştir. Türkiye’de; Nazım Ekren, Fatih Emiral, “Türk bankacılık sisteminde etkinlik analizi, (Veri zarflama analizi uygulaması)”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:4, Sayı:24, Mayıs-Haziran 2002, ve E. Alpan İnan, “Banka Etkinliğinin Ölçülmesi ve Düşük Enflasyon Sürecinde Bankacılıkta Etkinlik”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:34, 2000,’de üretim ve aracılık yaklaşımı ayrımını kullanmışlardır.

⁴⁸⁴ Üretim ve aracılık yaklaşımının yanı sıra üçüncü bir yaklaşım olarak kârlılık yaklaşımı veya karma yaklaşımı; Yasemin Türker Kaya, Ela Doğan, **Dezenflasyon Sürecinde Türk Bankacılık Endüstrisinde Etkinliğin Gelişimi**, BDDK ARD Çalışma Raporları 2005/10, Kasım 2005, s. 5. ve S. Cingi, ve A. Tarım, “Türk Banka Sisteminde Performans Ölçümü: DEA-Malmquist TFP Endeksi Uygulaması”, **TBB Araştırma Tebliği Serisi**, 2000-01, ayrımında bulunmuşlardır.

baz alınır.⁴⁸⁵

Aracılık Yaklaşımı: Bankacılık sisteminin esas işlevinin ödünç verilen fonlarla, ödünç alınan fonlar arasında aracılık yapıldığı varsayımına dayanan aracılık yaklaşımına göre, mevduat ve diğer kaynaklar bankanın girdisi; kredi ve diğer varlıklar ise bankanın çıktısıdır. Dolayısıyla bu yaklaşım, girdi ve çıktıyı ölçerken birim olarak hesap sayısını değil, para birimini kullanır.

Humphrey (1985), bu iki yaklaşımı ‘birim’ maliyetinin hesaplanmasında kullanılan iki ayrı yöntem arasındaki farkları belirterek birbirinden ayırır. Buna göre, bankanın işletme giderleri (operating costs) iki yöntemle hesaplanabilir. İşletme giderleri ya toplam mevduat hacmi veya aktif büyüklüğüne, ya da mevduat hesabı sayısına bölünür.

İşletme giderlerinin mevduat hacmi veya aktif büyüklüğüne bölünmesi, 1 TL’lik mevduatı veya aktifi işletmek için kaç “lira” harcama yaptığını gösterir. Bu rakam da farklı örnekleri birbirleriyle verimlilik açısından kıyaslamak için temel bir göstergedir. Bu yöntem aracılık yaklaşımına uygundur, çünkü aracılık yaklaşımına göre bankaların işlevi kâr etmenin yanında ekonomideki fonlara aracılık etmek, onları üretken sahalara kanalize etmektir. Bu açıdan bakıldığında, toplam aktif – veya kredi veya mevduat – büyüklüğü bankanın aracılık ettiği toplam kaynak miktarını göstereceğinden maliyetin bu çıktılara göre hesaplanması gerekir.

Buna karşın, işletme giderlerini mevduat hesap sayısına bölerek hesaplanan birim maliyet de tek bir hesabı işletmek için kaç kuruş harcadığını göstermektedir. Hesap sayısını esas alan birim maliyet ölçme yöntemi, üretim yaklaşımı ile uygun düşmektedir. Çünkü üretim yaklaşımına göre, banka hesapları (kredi veya mevduat hesabı olması fark etmez) bankanın ürettiği ürünlerdir. Sadece işletme giderlerini göz önüne alarak yapılan hesaplamalarda iki yöntem arasındaki fark budur. Fakat buna finansman giderlerini (faiz ve kambiyo giderleri) eklediğimiz zaman önemli bir fark daha ortaya çıkar. Üretim yaklaşımı mevduat ve diğer ödünç alınan fonları girdi

⁴⁸⁵ İnan, 2000, s. 87.

olarak kabul etmediği için bu fonların fiyatı olan finansman giderlerini de toplam maliyete dâhil etmez. Buna karşın, aracılık yaklaşımında bu değişkenler girdi olarak kabul edildiğinden finansman giderleri de toplam maliyete dâhildir. Bu durum, üretim yaklaşımının finansman giderlerini dikkate almaması sonucunu doğurur ve rahatlıkla tahmin edileceği gibi çok sayıda eleştiriye yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle, aracılık yaklaşımıyla üretim yaklaşımı arasındaki temel farklılık, aracılık yaklaşımında gelir getiren aktifler çıktı olarak değerlendirilirken, üretim yaklaşımında yükümlülük kalemleri de (temelde mevduat) çıktı olarak değerlendirilmektedir.⁴⁸⁶

Kârlılık Yaklaşımı: Bu yaklaşım, bankaların temel amacının kâr maksimizasyonu olmasından hareket etmektedir. Bankalar ekonomide çok önemli görevler üstlenseler de nihayetinde bir işletmedir ve en önemli amaçlarından biri de kar elde etmektir. Aynı amacı bankaya sermaye koyan ortaklar da taşımaktadır. Zira bir bankanın kurularak faaliyete başlayıp başlamamasında, sonuçta elde edilecek kârın bir işlevi olacaktır. Bunun sağlanması için bankalar gelirlerini arttırmaya ve maliyetlerini azaltmaya çalışmaktadır.

Kâr, ekonomik anlamda, işletmenin veya bir bankanın yaptığı toplam giderlerin elde edilen toplam gelirlere düşülmesi sonucu ulaşılan fazlalıktır ve bu aynı zamanda işletmenin başarı simgesi olarak değerlendirilebilir. Ayrıca kâr bir bankanın faaliyet sonuçlarını ölçmede ve değerlendirmede önemli bir araçtır. İlave olarak bir bankanın faaliyetlerini sürdürebilmesi ve geliştirebilmesi için de kâr elde edebilmesi en önemli unsurdur. Bu yaklaşımda girdi olarak faiz dışı giderler (işletme giderleri ve diğer faiz dışı giderler), çıktı olarak ise net faiz geliri ve faiz dışı gelirler alınmaktadır.⁴⁸⁷

Üç yaklaşımda etkinliğe ilişkin sonuçlar, yayılım ve bankaların sıralamaları arasında farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Ancak her yaklaşımda, sektörel etkinlik değeri ve bankaların etkinlik skorları aracılığıyla bankalar arası karşılaştırmalar

⁴⁸⁶ L. Drake, M. Hall ve R. Simper, “Bank Modelling Methodologies: A Comparative Non-Parametric Analysis of Efficiency in the Japanese Banking Sector”, 2005.

⁴⁸⁷ Drake v.d., 2005.

yapılabilmekte, devir ve birleşmelerin söz konusu olup olamayacağı, bankaların mevcut etkinlik performanslarıyla varlıklarını sürdürüp sürdüremeyeceği gibi hususlar analiz edilebilmektedir.⁴⁸⁸

Ancak, üretim (production veya user cost approach) ve aracılık (intermediation veya asset approach) yaklaşımı arasındaki temel farklılık, mevduatın girdi veya çıktı olarak kullanılmasından kaynaklanır. Üretim yaklaşımında bankalar geleneksel üretim faktörlerini (sabit sermaye ve işgücü gibi girdileri) kullanarak mevduat ve kredi müşterilerine hizmet sunumunda bulunurlar. Yaklaşımında; mevduat ve kredi hesaplarının adedi çıktı, bunları üretmek için katlanılan tüm işletme giderleri girdi olarak kabul edilmekle birlikte, çıktılara ilişkin sayısal verilerin sağlanmasındaki güçlükler nedeniyle uygulamada çıktıların parasal değerleri esas alınmaktadır. Aracılık yaklaşımında ise; bankaların temel fonksiyonu fonların aracılığı olarak görülmekte ve krediler ile diğer plasman kalemleriyle bunların gelirleri çıktı, işletme ve faiz giderleri ile mevduat girdi olarak kabul edilmektedir.

Söz konusu iki yaklaşımın bankaların hizmet üretme ve aracılık faaliyetlerini açıklama kapasitesinin tartışılması karşısında, sonuca ilişkin farklılığın görülebilmesi amacıyla iki yaklaşımın birlikte kullanılmasının uygun olacağı da önerilmekle birlikte; bankaların mevduat ve yatırım politikalarının esas olarak genel müdürlüklerince belirlenmesi ve şubelerin hizmet üretim birimleri olması nedenleriyle, üretim yaklaşımının şubelerin etkinliklerinin ölçülmesinde üstünlüğe sahip olduğu, buna karşılık, bankaların toplam giderlerinin yaklaşık üçte ikisini oluşturan fonlama giderlerine ilişkin kararların genel müdürlüklerce alınması yanında aracılık yaklaşımının kârlılık etkinliğini ölçmedeki üstünlüğü nedeniyle de işletme olarak bankaların genel etkinliklerinin ölçülmesinde aracılık yaklaşımının daha uygun olduğu kabul edilir.⁴⁸⁹ Yaklaşım seçiminin analizin amacına bağlı görülmesi karşısında; bankaların maliyet üstünlüklerinin araştırılmak istenmesinde üretim yaklaşımının, tüm bankacılık endüstrisinin maliyet toplamı ile iktisadi rekabet gücünün analiz edilmek istenmesi durumunda ise aracılık yaklaşımının⁴⁹⁰ veya

⁴⁸⁸ Drake v.d., 2005.

⁴⁸⁹ Berger ve Humphrey, s. 28.

⁴⁹⁰ Cingi ve Tarım, s. 13.

hizmet üretiminin esas faaliyet konusunu oluşturduğu küçük ölçekli bankalarda üretim yaklaşımının, fonların aracılığının önemli olduğu bankalarda ise aracılık yaklaşımının⁴⁹¹ daha sağlıklı sonuçlar vereceği belirtilmektedir. İnan'a (2000) göre, Türkiye'deki finansal sistem evrensel bankacılık sistemine daha yakındır. Etkinlik ölçümüne bu çerçevede yaklaştığımızda bankacılık sistemi bir bütün olarak düşünülür ve birbirlerine ya da diğer ülkelerin bankacılık sistemlerine karşı etkinliği incelenmek istendiğinde bankacılık sisteminin çıktısı olarak toplam kredi hacmi, toplam DİBS hacmi, personel sayısı, toplam bilanço dışı kalemler ya da toplam mevduat gibi büyüklüklerin alınması daha anlamlı gözükmektedir. Eğer Türkiye'de ticari bankaların ekonominin genel işleyişi içinde asli fonksiyonlarının aracılık ve kaynak tahsis kararı olduğu şeklindeki varsayım doğru kabul edilirse, banka çıktısının ve bankacılık sisteminin etkinliğinin hesaplanmasında aracılık yaklaşımının kabul edilmesinin daha mantıklı olacağı düşünülmektedir.⁴⁹² Buna göre bu çalışmada, tarafımızdan belirlenmiş amaç fonksiyonu çerçevesinde aracılık yaklaşımdan yararlanılacaktır. Diğer taraftan; gelişmiş ülkelere farklı olarak, tasarrufların kıt ve pahalı olduğu ülkemizde mevduat hesaplarından komisyon alınması ve mevduata dayalı hizmet verilmesi veya katma değer yaratılması uygulamasının bulunmaması ve mevduatın girdi niteliğinin ağırlıklı olduğunun kabul edilmesi bu yöntemin seçilmesini güçlendirmektedir.

Kısaca, üretim yaklaşımı genelde şube etkinliğini değerlendirmede ve şubeler arası karşılaştırmalarda, aracılık yaklaşımı ise tüm sisteme yönelik değerlendirmelerde ya da sistemler arası karşılaştırmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır.⁴⁹³

3.2.2. TBE'de Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları

Bankacılık endüstrisine ilişkin yurtiçi ve yurtdışı çok sayıda etkinlik ölçme çalışması yapılmış ve çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu farklılıkta;

⁴⁹¹ Grigorian ve Manole, s. 74.

⁴⁹² İnan, s. 94.

⁴⁹³ A. Berger ve D. Humprey, "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", **Wharton School, Financial Institutions Center**, Working Paper No:97-05, 1997.

etkinlik analizlerinde kullanılan sınır etkinliği yönteminin değişkenlere karşı yüksek oranda hassas olmasından ve uygulama alanı olan bankacılığın çok sayıda girdili ve çıktılı üretim yapısı, girdi ve çıktılarının tanımında farklı yaklaşımların bulunması ve faaliyet yapısı itibarıyla bankacılığın makro değişkenlerden önemli oranda etkilenmesi ile bu etkinin bankaların bilançolarının şekillenmesinde belirleyici olması gibi analiz yöntemi ve uygulama alanının özellikleri etkili olmuştur. Nitekim, girdi ve çıktılarının bankaların bilançoları içerisindeki payları veya büyüklükleri makro koşullara ve ülkelerin düzenlemelerine bağlı olarak ülkelere veya zamana göre farklı olabilmektedir. Bu nedenle; aynı veya benzer şekilde tanımlanmış bir değişkenin analiz sonucuna yönelik etkisi farklı olmaktadır. Çalışmanın devam eden kısmında Dünyada ve Türkiye’de bankacılık endüstrisinin etkinliğini araştıran ilgili literatür incelenmektedir.

3.2.2.1. Yabancı Ülkeler Temelli Bankacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları

Etkinlik üzerine yapılan çalışmalar içinde en kapsamlılarından biri olan Berger ve Humprey (1997)’de bu alanda yapılmış 122 çalışma incelenmiştir. İncelenen çalışmalardan 69’unda parametrik olmayan, 60’ında parametrik yaklaşımla bankacılık endüstrisinde etkinlik araştırılmıştır. İki yaklaşımda ortalama etkinlik düzeyleri benzer çıkarken parametrik olmayan çalışmaların yayılımının (*dispersion*) daha yüksek olduğu bulunmuştur.⁴⁹⁴

A.S. Camanho, R.G. Dyson⁴⁹⁵ 1996 yılı için Portekiz’de faaliyet gösteren 168 adet banka şubesinin etkinliğini, DEA yöntemini kullanarak incelemiştir. Girdi odaklı modelin benimsendiği ve üretim yaklaşımı varsayımının yapıldığı çalışmada, girdi olarak, şubede çalışan personel sayısı, şubenin m² cinsinden alanı, operasyonel maliyetler, şube dışındaki ATM adedi, çıktı olarak ise şube görevlisi başına düşen genel işlem adedi, şube dışındaki ATM’lerce yapılan işlem adedi, şubedeki her çeşit hesap adedi, şubenin topladığı kaynak miktarı, şubenin kullandığı kredi miktarı kabul edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; ortalama teknik etkinlik skoru 0,78

⁴⁹⁴ Berger, ve Humprey, 1997.

⁴⁹⁵ Ana Camanho, Robert Dyson, “Efficiency, size, benchmarks and targets for bank branches: an application of data envelopment analysis”, **Journal of Operational Research Society**, Sayı: 50, 1999, ss. 903-915.

hesaplanırken, 34 şubenin etkin çalıştığı görülmüştür. Buna göre 134 şubenin etkinlik skorunu arttırma imkânı mevcuttur. İlâveten şubeler arasındaki etkinlik marjlarında önemli farklar bulunmuştur. Ayrıca, büyük şubelerin daha yüksek etkinlik skoruna ve kârlılığa sahip olmaları ölçek ekonomilerinin varlığına işaret etmektedir. Bir diğer bulgu şubelerin ölçeğe göre artan getiri altında faaliyet göstermeleridir. Yüksek kârlılığın, yüksek etkinlik skorunu gerektirmemesine karşın; hesaplanan “etkinlik-kârlılık” endeksine göre, şubelerin etkinliklerini arttırarak kârlılıklarını yükseltebilecekleri bulgulanmıştır. İlave olarak, düşük ölçek etkinliğine sahip şubelerin birleşmeleri halinde, bu birleşmenin kârlılığa olumlu yansıyacağına altı çizilmiştir.

E. G. Tatje, C. A. K. Lovell (1997)⁴⁹⁶ İspanya’daki ticari ve tasarruf bankalarının verimliliklerindeki değişmeyi 1986 - 1993 yılları arasındaki dönemde DEA yöntemini kullanarak incelemiştir. Personel sayısı ve operasyonel harcamaların toplamı girdi, kredi hesaplarının sayısı, tasarruf hesaplarının sayısı ve çek hesaplarının sayısı çıktı olarak kabul edilmiştir. Analiz sonucunda, tasarruf bankalarının ortalama yönetim etkinlik (saf teknik etkinlik) skorları ticari bankalara göre daha yüksek hesaplanmıştır. Yıllar itibarıyla tasarruf ve ticari bankalarda artan verimliliğin kaynağı teknik etkinlikteki artış olmuştur. Malmquist verimlilik endeksine göre; ortalama verimlilik büyümesi tasarruf bankalarında ticari bankaların üstünde gerçekleşmiştir. Ölçek büyüklüğü açısından ise hem küçük ölçekli tasarruf, hem de küçük ölçekli ticari bankaların yönetim etkinlikleri ortalamanın altında bulunmuştur. Ayrıca özellikle tasarruf bankalarında ölçek büyüklüğü ile verimlilik arasında güçlü ve pozitif bir ilişki görülmüştür. İncelenen bankaların büyük bir bölümünün ölçeğe göre sabit getiri altında çalıştıkları bulunmuştur.

M. Sathye (1999)⁴⁹⁷, 1997 - 1998 yılları arasında Hindistan bankacılık endüstrisinin etkinliğini DEA yöntemini kullanarak incelemiştir. Ayrıca bu çalışmada, VSR varsayımı ve aracılık yaklaşımı kabul edilmiştir. Hindistan’da faaliyet gösteren bankalar sahiplik açısından, devlet, özel ve yabancı olmak üzere üç

⁴⁹⁶ Griffel Tatje ve C. A. K. Lovell, “The sources of productivity change in Spanish banking”, **European Journal of Operational Research**, Sayı 98, 1997, ss. 364-380.

⁴⁹⁷ Milind Sathye, **Efficiency of Banks in a Developing Economy: The Case of India**, 1999.

gruba ayrılmıştır. Toplam 94 ticari bankanın analiz edildiği çalışmada, DEA modelinin esnek olmasından dolayı Model A ve Model B olmak üzere iki farklı girdi-çıkıtı bileşeni kullanılmıştır. Model A’da girdi olarak, faiz harcamaları, faiz dışı harcamalar; çıktı olarak, net faiz gelirleri, net faiz dışı gelirler; Model B’de girdi olarak, mevduatlar, personel sayısı; çıktı olarak da net krediler, faiz dışı gelirler seçilmiştir. Çalışma sonucunda, analiz edilen bankaların ortalama etkinlik skorları, Model A için 0,83 ve Model B için 0,62 hesaplanmıştır. Bu skorlar dünya ortalaması olan 0,86’dan daha düşük bulunmuştur. Yabancı sermayeli bankalar diğer banka gruplarına göre hem Model A hem de Model B skorlarına göre daha etkindir. Buna karşın, özel sermayeli bankalar iki modele göre de en az etkin olan bankalardır. Son olarak, kamusal sermayeli bankalar her iki modele göre, özel bankalardan daha yüksek bir etkinlik skoruna, yabancı bankalardan ise daha düşük bir etkinlik skoruna sahiptir.

Bir başka çalışmada, L. Drake ve M. J. B. Hall (2000)⁴⁹⁸, 1997 yılında Japonya’da faaliyet gösteren 149 bankanın teknik ve ölçek etkinliklerini DEA yöntemini kullanarak incelemiştir. Aracılık yaklaşımının seçildiği çalışmada çıktı olarak, toplam krediler ve iskonto edilen senetler, likit varlıklar ve diğer yatırım amaçlı alınan menkul kıymetler, diğer gelirler; girdi olarak da genel ve yönetim giderleri, sabit varlıklar, perakende ve toptan mevduatlar kabul edilmiştir. Analiz sonucuna göre Japon bankalarının toplam etkinsizlikleri 72,35 ile yüksek bulunmuştur. Bu skor, birçok Japon bankasının veri çıktı seviyesinde girdilerinde önemli oranda tasarrufa gidebileceğini göstermektedir. Toplam etkinsizliğin büyük bir bölümü, saf teknik etkinsizlikten kaynaklanmaktadır. Büyük bankaların ölçek etkinlik skorlarının küçük bankalara göre daha yüksek hesaplanması ölçek ekonomilerinin varlığına işaret etmektedir. Diğer yandan, ölçek etkinliğinde bankanın yönetim tarzının ve yapısının bankanın aktif toplamından daha önemli olduğu görülmüştür. Saf teknik etkinlik açısından da büyük bankaların etkinlik skorları diğerlerine göre daha yüksek bulunmuştur.

⁴⁹⁸ Leigh Drake ve Maxmillian Hall, “Efficiency in Japanese Banking: An Empirical Analysis”, Loughborough University, Department of Economics, **Economic Research Paper**, No: 00/25, 2000.

Altunbaş ve Chakravarty (2001)⁴⁹⁹, çalışmalarında, sınır üretim fonksiyonları (SFA) kullanılan yöntemlerde Fourier Esnek Formunun kullanılması konusunu irdelemişlerdir. 3100 Avrupa bankasını içeren analizlerinde 1994 yılı verilerini kullanmışlardır. Altunbaş'ın 1997'deki çalışmasında açıklandığı ve Mester'in 1993'te, Kaparakis ve diğerlerinin 1994'te uyguladığı yaklaşım kullanılarak, tek denklemlilikli bir stokastik trans-log maliyet fonksiyonu (TL) oluşturulmuş ve bu prosesde 4 ayrı veri alt seti kullanılmıştır. Birinci alt set, tüm verileri kapsamaktadır. İkinci ve üçüncü alt setler, aktif büyüklüklerine göre sırasıyla bankaların en küçük yüzde 5'lik kesim ile en büyük yüzde 5'lik kesimini içermemektedirler. Dördüncü alt veri seti ise, rassal olarak bankaların yarısını ele almaktadır. Altunbaş ve Chakravarty maliyet fonksiyonu (TL) veya Fourier Esnek Formu (FF) formlarından hangisinin daha uygun olduğunu görmek için, trigonometrik terimlerin birlikte sıfıra eşit oldukları hipotezinin doğruluğunu test eden bir logaritmik oran testi uygulamışlardır. Bu bağlamda, trigonometrik terimlerin sıfır olduğu sıfır hipotezi örnekleminin tüm alt setlerinde yüzde 1'lik anlamlılık düzeyinde reddedilmişlerdir. Sonuçta, Altunbaş ve Chakravarty, FF formunun kullanımında dikkatli olunması gerektiğini, fonksiyonun verilere uygunluğunun tahminlerin doğru yapılacağını göstermediğini söylemektedirler.

Weill (2004)⁵⁰⁰ bankaların maliyet etkinliğini beş Avrupa ülkesinde analiz etmektedir. Bunlar, Fransa, Almanya, İtalya, İspanya ve İsviçre'dir. Bu çalışmada, 688 bankanın konsolide edilmemiş verileri kullanılmıştır. Bu veriler 1992 - 1998 dönemine aittir ve BVD-IBCA'nın Bankscope veritabanından alınmıştır. Girdi ve çıktılar açısından aracılık yaklaşımının kullanılması uygun görülmüştür. Girdi olarak personel maliyeti, fiziksel sermaye ve ödünç alınan fonlar alınırken; çıktı olarak krediler ve yatırım aktifleri kullanılmıştır. Weill'in çalışmasında maliyet etkinliğini kullanmayı seçmiştir ve bu seçimin nedeni olarak literatürde en fazla kullanılan etkinlik kriteri olduğunu belirtmektedir. Ülkelerin her biri için ayrı ayrı sınır belirlenmesi yoluna gidilmiştir, çünkü tek bir sınır belirlenmesi durumunda tüm ülkelerde aynı teknolojinin kullanıldığı varsayımına dayanmaktadır. Oysa ulusal

⁴⁹⁹ Y. Altunbaş ve S.P. Chakravarty, "Frontier Cost Functions and Bank Efficiency", **Economics Letter**, Vol.72, No:2, 2001, ss. 233-240.

⁵⁰⁰ L. Weill, "Measuring Cost Efficiency in European Banking: A Comparison of Frontier Techniques", **Journal of Productivity Analysis**, Vol:21, 2004, ss.. 137-149.

bağlamda, sınır belirlenmesi durumunda teknoloji parametre olmaktan çıkmaktadır. Weill çalışmasında ekonometrik temele dayanan iki parametrik yaklaşım kullanılmaktadır: Stokastik Sınır Yaklaşımı (SFA) ve Dağıtımsız Sınır Yaklaşımı (DFA). Ayrıca DEA yöntemi analizini de kullanılmaktadır. Weill'in çalışmasında verdiği bir önemli bilgi de daha önce yapılmış çalışmaların kısa bir karşılaştırması olmuştur. Bu bağlamda, Avrupa bankacılık verileri kullanılarak yapılan parametrik ve parametrik olmayan yöntemler arasında sınır ölçümlerinin tutarlılık açısından çok farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Resti'nin 1997'de yaptığı 270 İtalyan bankasını kapsayan çalışma ile Drake'in 1996'da 46 İngiliz finansal kooperatif kurumları üzerine yaptığı çalışma SFA ve DEA arasında karşılaştırılabilir sonuçlar ve yüksek pozitif korelasyon değerleri ortaya koyarken, Sheldon'ın 1994'te 477 İsviçre bankası üzerine yaptığı çalışma SFA ile DEA değerleri arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır. Diğer taraftan Dietsch ve Weill'in 2000'de Avrupa bankaları üzerine çalışması ile Allen ve Rai'nin 1996'da Avrupa ve ABD bankalarını kapsayan çalışmaları, parametrik yöntemlerin karşılaştırılabilir ortalama değerler ortaya koymaktadırlar.

Berg v.d.'nin (1993)⁵⁰¹ DEA ile İskandinav ülkeleri bankacılığının ayrı ayrı ve ortak sınır etkinliği esasında iki farklı yöntemle göre yaptığı çalışmada, İsveç bankaları diğer ülkelerin bankalarına kıyasla daha etkin bulunmuştur. Poster vd. (1994) tarafından sekiz gelişmiş ülkenin 427 bankasına ilişkin çalışmada ise, ortalama etkinlik skoru yüzde 86 bulunurken, yüzde 95 ile Fransa bankaları en etkin, yüzde 55 değeriyle Birleşik Krallık bankaları ise en düşük ortalama etkinliğe sahip bulunmuştur.

Casu ve Molyneux'u⁵⁰² Avrupa Birliği'nde finansal bütünleşmeye yönelik düzenlemelerin bankaların etkinliklerinin artırılmasına yönelik katkısının araştırılması amacıyla beş büyük Avrupa Birliği ülkesi bankacılığının 1993 - 1997

⁵⁰¹ David A. Grigoran, ve Vlad Manole, "Determinants of Commercial Bank Performance in Transition, An Application of Data Envelopment Analysis", **The World Bank**, www.wds.worldbank.org/external/default/wd, (Erişim tarihi: 22.04.2010).

⁵⁰² Barbara Casu ve Philip Molyneux, "A Comparative Study of Efficiency in European Banking", School of Accounting, **Banking and Economics**, University of Wales UK, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic.paper>. (Erişim tarihi: 01.04.2010).

dönemine ilişkin olarak DEA yöntemi ile yaptıkları çalışmada; CCR etkinlik skorlarının BCC skorlarından daha düşük olduğu ve BCC varsayımında çıktı eksenli yaklaşımın ortalama etkinlik skorlarının girdi eksenli yaklaşımdan daha yüksek olduğu görülmüştür. Ortalama etkinlik skorları ise yüzde 57 ile yüzde 65 arasında değişmiştir. Çalışma sonuçlarına göre; Avrupa tek pazarının yaratılmasına yönelik düzenlemeler bankaların etkinliklerinde önemli artışlara neden olmamış ve ülkelerin bankacılık endüstrilerinin etkinlik skorlarının birbirine yaklaştığına yönelik bulgular zayıf görülmüştür. Ayrıca; bankacılıkta ülkeler arasında görülen etkinlik farklılıklarının temelde yerel koşullar tarafından belirlendiği sonucuna varılmıştır.

Avrupa bankacılığının ülkeler arası performansının etkinlik analizi ile ölçülmesinde Hasan v.d. (2000)⁵⁰³, tek aşamalı DEA yönteminin kullanıldığı 612 ticari bankanın 1993 yılı verilerini kapsayan 10 gelişmiş ülkeye ilişkin çalışmada, ortalama temel etkinlik skorları yüzde 16 ile yüzde 49 arasında değişirken, çevre koşullarının dikkate alındığı ortalama pür teknik etkinlik skorları yüzde 33 ve yüzde 82 arasında değişmiştir. Söz konusu 10 ülkenin her birinin bankalarının analiz kapsamındaki diğer ülkelerde faaliyet göstermek istemesi durumunda gündeme gelen ve rekabet güçlerinin göstergesi sayılabilecek yabancı ülkedeki ortalama etkinlik skorlarının, ev sahibi ülkenin çevre koşullarına bağlı olduğu görülmüştür. Bu doğrultuda, temel ve pür etkinlik skorları esas alınarak hesaplanan yabancı ülkedeki ortalama etkinlik skorları yüzde 56 ile yüzde 65 arasında değişmiştir. Çalışmada; ekonomik, demografik ve düzenlemeler gibi çevre faktörleri bakımından daha kötü durumda olan ülkelerin bankalarının, bu koşullar bakımından daha iyi durumda olan ülkelerde faaliyet göstermek istemeleri durumunda, mevcut etkinlik skorlarını başarılı bir şekilde sürdürebilecekleri veya gelişmiş çevre koşullarına sahip ülkelerin bankalarının daha az gelişmiş çevre koşullarına sahip ülkelerde kârlı bir şekilde faaliyette bulunmalarının güç olduğu sonucuna varılmıştır.

Tomova (2005)⁵⁰⁴, Avrupa Birliği finansal bütünleşme sürecinin bankaların

⁵⁰³ Iftexhar Hasan v.d., “Cross-border Performance in European Banking”, <http://www.ift-cfs.de/papers/haslopaz.pdf>, (Erişim tarihi: 17.04.2008).

⁵⁰⁴ Mariana Tormova, “Efficiency of European Banking- Inequality and Integration”, **University of National and World Economy Bulgaria**, www.se.ac.uk/ec/mmf-2005/documents.082.pdf, (Erişim tarihi: 02.04.2010).

etkinliklerine yönelik etkisinin belirlenmesi amacıyla, Avrupa Birliği üyesi 25 ülkenin ve üyelik sürecindeki Bulgaristan, Romanya ve Hırvatistan'nın ticari bankalarını kapsayan 1994 - 2002 dönemine ilişkin toplam 1.326 bankanın verilerini esas alan DEA yöntemi çerçevesinde bir çalışmada bulunmuştur. Analize esas verilerin belirlenmesinde bankaların kârlılık ve aracılık fonksiyonun ölçülmesi doğrultusunda ikili bir sınıflandırmanın yapıldığı çalışmada; gelişmiş Avrupa Birliği ülkelerinin bankacılık endüstrisinde daha yüksek olmak üzere, gelişmiş Avrupa Birliği ülkelerinin bankacılık endüstrisi ile daha az gelişmiş ülkelerin bankacılık endüstrilerinin etkinlik skorları arasında önemli farklılıklar bulunmuştur. Bununla birlikte, finansal bütünleşmenin artmasına koşul olarak bu farklılıklar azalmış olup gelişmiş ve daha az gelişmiş ülkeler ayrımında ayrı ayrı gruplar itibarıyla yapılan analizde grupların kendi içerisinde benzer etkinlik skorlarına sahip olduğu görülmüştür.

Kasman (2005)⁵⁰⁵, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nden 54 bankanın 1995 - 2000 dönemine ilişkin verilerini esas alan SFA yöntemi çerçevesinde maliyet ve ölçek etkinliğini araştırmıştır. Çalışmada çevresel koşulların bankaların etkinliği üzerinde etkili olduğu ve Polonya bankalarının Çek Cumhuriyeti bankalarına göre daha etkin olduğu bulunmuştur. Ayrıca Çek Cumhuriyeti'nde yabancı bankaların yerli bankalara göre daha etkin çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

A. Canhoto ve J. Dermine (2000)⁵⁰⁶ finansal serbestleşme sonrasında, yıllık verilerle 1990 - 1995 döneminde, Portekiz bankacılık sisteminin yüzde 90'ına karşılık gelen yirmi bankanın (Bankalar eski ticari, eski tasarruf ve yeni bankalar olmak üzere üç gruba ayrılmıştır.) nispi etkinliklerini DEA yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Aracılık yaklaşımının kabul edildiği çalışmada teknolojiden kaynaklanan değişme Malmquist verimlilik endeksi ile ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmada, çıktı olarak, krediler, mevduatlar, menkul değerler ve bankalararası para piyasası; girdi olarak ise personel sayısı ve fiziksel sermaye alınmıştır. Analiz

⁵⁰⁵ Adnan Kasman, "Efficiency and Scale Economies in Transition Economies: Evidence from Poland and the Czech Republic", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol: 41, No: 02, Mart - Nisan 2005.

⁵⁰⁶ Ana Canhoto ve Jean Dermine, **A Non-Parametric Evaluation of Banking Efficiency in Portugal**, New vs Old Banks, 2000.

sonucunda, ortalama etkinlikler ölçeğe göre sabit getiri varsayımına göre yüzde 69, ölçeğe göre değişken getiri varsayımına göre yüzde 80 etkin bulunmuştur. Gruplar bazında ise yeni bankaların etkinlik skorları daha yüksek hesaplanmıştır. Malmquist verimlilik endeksine göre de yeni bankalar diğer iki banka grubuna göre daha yüksek skora sahiptir. Analiz sonucunda, altı yıllık dönemde etkinlikteki artışın yüzde 59'unun teknolojik değişmeden kaynaklandığı görülmüştür.

Avkıran (2000) yaptığı çalışmada, finansal serbestleşme sürecinde, yıllık verilerle 1986 - 1995 yıllarını kapsayan on yıllık bir dönemde, Avustralya'da on ticari bankanın (dört tanesi büyük ticari banka, altı tanesi küçük bölgesel banka) verimliliklerinin gelişimini incelemiştir. DEA yöntemi ile yapılan analizde, zaman boyutu nedeniyle, teknik etkinliğin ve teknolojik değişimin etkisinin ayırt edilebilmesi için Malmquist verimlilik endeksi kullanılmıştır. Aracılık yaklaşımının kullanıldığı çalışmada girdi olarak faiz harcamaları ve faiz dışı harcamalar; çıktı olarak ise net faiz gelirleri ve faiz dışı gelirler alınmıştır. Çıktı odaklı bu çalışmada, on yıllık dönemde toplam faktör verimliliğinin yıllık ortalama yüzde 3,2 oranında, saf teknik etkinliğin yıllık ortalama yüzde 0,7 oranında ve teknolojik değişimin yıllık ortalama yüzde 2,8 oranında arttığı bulunmuştur. Ayrıca, dört büyük bankanın teknik etkinliğinin diğer altı küçük bölgesel banka ile aynı, fakat teknolojik ilerlemenin dört büyük bankada diğer altı küçük bölgesel bankaya göre daha yüksek olduğu görülmüştür.

A. Fernandez, F. Gascon ve E. Gonzalez (2001)⁵⁰⁷ Avrupa, Kuzey Amerika Kıtası ve Japonya da dâhil olmak üzere 18 ülkeden 142 ticari bankanın nispi etkinliklerini incelemiştir. DEA yönteminin kullanıldığı çalışmada, on yıllık dönemdeki teknolojik değişimin etkisi Malmquist verimlilik endeksi yoluyla hesaplanmaya çalışılmıştır. Çıktı olarak, toplam yatırımlar, toplam krediler ve faiz dışı gelirler artı diğer operasyonel gelirler; girdi olarak, net emlak ve teçhizatlar, maaşlar ve yan ödemeler, diğer operasyonel giderler ve toplam mevduatlar seçilmiştir. Teknik etkinlik ölçeğe göre sabit ve değişken olarak hesaplanmış, ayrıca

⁵⁰⁷ Ana Fernandez, Fernando Gascon ve Eduardo Gonzalez, Economic Efficiency and Value Maximization in Banking Firms, **7th European Workshop on Efficiency and Productivity Analysis**, Oviedo, 2001.

ölçek etkinlik skoru bulunmuştur. Çalışma sonucunda, her üç endeks de ilgili dönemde önemli oranda yükselmiştir. Söz konusu dönemde, teknik etkinlik, ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında, ortalama değeri 0,579'dan 0,717'ye, ölçeğe göre değişken varsayımı altında 0,653'ten 0,754'e yükselirken, ölçek etkinliği 0,897'den 0,954'e yükselmiştir. Ortalama olarak teknik etkinlik, Avrupa ve Japon bankaları için Kuzey Amerika bankalarına göre daha yüksek hesaplanmıştır. Yine ortalama olarak en iyi yönetilen bankalar Avrupa bankaları bulunurken, ölçek etkinliği en yüksek bankalar Japon bankaları olmuştur. İlgili dönemde, Malmquist verimlilik endeksi yüzde 19,6 oranında artış göstermiştir. Verimlilik endeksindeki büyüme asıl olarak saf teknik etkinlikteki artıştan kaynaklanmıştır. Bölgelere göre verimlilik endeksi Avrupa'da yüzde 24, Kuzey Amerika'da yüzde 27 oranında artarken, Japonya'da yüzde 2 azalmıştır.

Birçok çalışmada olduğu gibi Gehrig (1999)⁵⁰⁸ de; Avrupa Birliği finansal bütünleşme sürecinin bankaların maliyetleri, kârlılıkları ve rekabet güçlerine yönelik etkisinin belirlenmesi amacıyla, 17 Avrupa Birliği ülkesi ile Norveç ve İsviçre'nin toplam 1.783 ticari ve tasarruf bankasının 1993 - 1997 dönemine ilişkin etkinlik gelişmelerini DEA yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonuçlarına göre; finansal bütünleşmenin etkisiz bankaları endüstri dışına atacağı ve ülkelerarası etkinlik farklılıklarının azalacağı öngörüsü gerçekleşmemiştir. Bankaların ülkelerarası etkinlik farklılıklarının ülke içi etkinlik farklılıklarından daha yüksek bulunması, endüstrinin bütünleşmeden uzak olduğunun göstergesi olarak belirtilmiştir. Bankaların etkinlik skorlarının (maliyet etkinliğinde en düşük yüzde 45 ve kârlılık etkinliğinde en düşük yüzde 65) düşük bulunduğu çalışmada, büyük ölçekli ve uzmanlaşmış bankalar daha etkin bulunmuştur. Bankaların etkisizliklerinin temel nedeni, ölçek etkisizliğinden öteye, mevcut ölçekte kaynakların etkin kullanılmamasından kaynaklanmıştır. Ülkeler arası büyük etkinlik farklılıklarının bulunduğu endüstride, finansal piyasalardaki artan bütünleşmenin etkinlik farklılıklarını azaltmasının ve endüstride yoğunlaşmayı arttırmasının endüstrinin yapısında önemli değişiklikleri gündeme getirmesi beklenmektedir. Bu bağlamda,

⁵⁰⁸ Thomas Gehring ve George Sheldon, "Cost, Competitiveness and the Changing Structure of European Banking", **Banque de France**, 1999, <http://www.banque-france.fr>, (Erişim tarihi: 06.03.2010).

literatürde yer alan daha fazla çalışmaların analiz yöntemlerinin, girdi - çıktıların ve sonuçlarının özeti Ek 4 içinde Tablo Ek 3'te yer almaktadır.

3.2.2.2. TBE Temelli Etkinlik Çalışmaları

Bankalarımızın yurtiçi etkinliklerinin belirlenmesine yönelik parametrik ve parametrik olmayan çok sayıda çalışma bulunmakta olup bu çalışmalarda farklı etkinlik sonuçları elde edilmiştir. Bu çalışmalardan bazılarında kısaca aşağıda yer verilmiştir. Diğer taraftan; TBE'nin etkinlik analizleri genel olarak 1980 sonrası uygulanan liberalizasyon politikalarının endüstrinin etkinliğine yönelik etkisi çerçevesinde yapılmıştır.

M. Mercan ve R. Yolalan (2000)⁵⁰⁹, Türk bankacılık sisteminin 1989 - 1998 yılları arasındaki performansını bankaların ölçek ve mülkiyet yapılarını da göz önüne alarak incelemiştir. DEA yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada belirli finansal oranlar, girdi (personel giderleri / toplam aktifler, toplam giderler / toplam gelirler) ve çıktı (portföy / toplam aktifler, (özkaynak + net kar) / toplam pasifler, ortalama özkaynak kârlılığı) olarak seçilmiştir. DEA yönteminin sakıncalarını gidermek amacıyla, bu çalışmada da uç değerler atılmıştır. Buna rağmen, etkinlik sınırını oluşturan bankaların performans değişkenlerinin değerleri, gözlem kümesine baskın olduğu için, gözlemler genelde düşük etkinlik seviyesinde (ortalama yüzde 25 - 40) hesaplanmıştır. Çalışma, Türk bankacılık sisteminin performansının 1989'daki sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden ve 1994'teki finansal krizden önemli ölçüde etkilendiğini göstermiştir. Ayrıca, ortalama performans endeksinin 1993'e kadar arttığı ve 1993'ten sonra da belirgin bir şekilde azaldığı bulunmuştur. Öte yandan, mülkiyet ilişkileri açısından bakıldığında, yabancı ve özel bankaların kamu bankalarına oranla daha etkin olduğu, ölçek açısından bakıldığında da 1994 yılından sonra orta ve küçük ölçekli bankaların performansı hızla gerilerken, büyük ölçekli bankaların görece olarak daha iyi bir performans sergilediği bulgulanmıştır.

⁵⁰⁹ Muhammet Mercan ve Reha Yolalan, "Türk Bankacılık Sisteminde Ölçek ve Mülkiyet Yapıları ile Finansal Performans İlişkisi", **İMKB Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 15, 2000.

N. Bozdağ, Ş. Altan ve M. Atan, (2001)⁵¹⁰, yaptıkları çalışmada, Türkiye'deki özel bankalar ve kamu bankalarının 2000 yılına ait performans değerlendirmesini incelemişlerdir. DEA yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada; sermaye yeterliliği standart rasyosu, toplam krediler / toplam aktifler, likit aktifler / toplam aktifler, takipteki krediler / toplam krediler, duran aktifler / toplam aktifler ve likit aktifler / (mevduat + mevduat dışı kaynaklar) girdi; net dönem kârı / ortalama toplam aktifler, net dönem kârı / ortalama özkaynaklar ile net dönem kârı / ortalama ödenmiş sermaye çıktı olarak belirlenmiştir. Çalışma kamu ve özel olmak üzere toplam 21 mevduat bankası için uygulanmıştır. Analiz sonucunda sekiz bankanın etkin olduğu, onüç bankanın ise etkin çalışmadığı tespit edilmiş ve etkin olmadığı görülen bir banka için potansiyel iyileştirme tablosu hazırlanmıştır.

M. Atan (2003)⁵¹¹,ın yaptığı bir başka çalışmada, Türk bankacılık endüstrisi ve bu sektörde faaliyet gösteren bankaların etkinlik ve verimliliklerini DEA yöntemi kullanarak 1999 - 2001 dönemi için incelemiştir. Üretim ve aracılık yaklaşımının karma olarak kullanıldığı çalışmada, girdi olarak mevduat, mevduat dışı kaynaklar, özkaynaklar, faiz giderleri, faizdışı giderler, şube ve personel sayısı belirlenmiş; çıktı olarak ise yalnızca toplam krediler kalemi alınmıştır. Çalışmada ilgili dönemde faaliyet gösteren kalkınma ve yatırım bankaları da dâhil olmak üzere 44 ticari banka analiz edilmiştir. Çalışma sonucuna göre, 1999'da 32, 2000'de 35 ve 2001'de ise 34 banka ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında gerekli teknik etkinliği gösterememiştir. Çalışmada, sektörde faaliyet gösteren bankalar arasında aktif büyüklüğü yüksek olan bankaların daha etkin olduğu sonucuna da ulaşılmıştır. Öte yandan, gruplar bazında değerlendirildiğinde; kamu bankaları ile özel yerli sermayeli bankaların, yabancı sermayeli bankalar ile yabancı sermayeli şube bankalarına göre etkinlikleri daha yüksek hesaplanmıştır.

M. Atan ve G. Karpat Çatalbaş (2005)⁵¹² tarafından yapılan çalışmada, Türk

⁵¹⁰ Nihat Bozdağ, Şenol Altan ve Murat Atan, "Toplam Etkinlik Ölçümü: Türkiye'deki Özel ve Kamu Bankaları için Bir Uygulama", **Ekonometri Seçme Yazılar**, Ankara, 2001.

⁵¹¹ Murat Atan, "Türkiye Bankacılık Endüstrisinde Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Etkinlik Analizi", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 148, Cilt: 14, Ankara, 2003.

⁵¹² Murat Atan ve Gaye Karpat Çatalbaş, "Bankacılıkta Etkinlik ve Sermaye Yapısının Bankaların Etkinliğine Etkisi", **İşletme Finans Dergisi**, Sayı:237, Ankara, Aralık 2005.

bankacılık sisteminde faaliyet gösteren ticari bankaların etkinliği ve bankaların sermaye yapılarındaki farklılaşmanın, bankaların etkinliklerinde farklılık yaratıp yaratmadığının ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada DEA yöntemi kullanılarak hangi sermaye yapısındaki bankaların etkin olduğu ve 2002 Aralık ile 2004 Eylül bilanço dönemine kadar üçer aylık bilanço dönemleri itibarıyla banka gruplarının aracılık etkinliğinde bir ilerleme olup olmadığı analiz edilmiştir. Ayrıca Tobit regresyon analizi ile DEA modelinde kullanılan girdi ve çıktı değişkenlerinin bankaların etkinliğine katkısı belirlenmeye çalışılmıştır. Aracılık yaklaşımının temel alındığı çalışmada, toplam aktifler, toplam mevduat, toplam özkaynaklar, ödenmiş sermaye, bilanço dışı yükümlülükler, şube sayısı ve personel sayısı girdi; toplam krediler ise çıktı olarak kullanılmıştır. Çalışmada ilgili dönemde faaliyet gösteren toplam 33 ticari banka analize dâhil edilmiştir. Çalışma sonucunda, toplam aktiflerin teknik etkinlik üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu; sermaye yeterliliği rasyosunun ise negatif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Öte yandan sermaye yapısına göre yapılan analiz sonucunda, özel sermayeli yerli ve yabancı bankaların, kamu bankalarına göre teknik etkinliklerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

A. Eleren ve E. Özgür (2006)⁵¹³ yaptıkları çalışmada, Türk Bankacılık Endüstrisinde son dönemde yabancı bankaların sektöre girmesi ve mevduat bankalarında yabancılaşma olduğundan hareketle 2001 - 2005 yılları arasında, yabancı sermayeli mevduat bankalarının etkinliğini DEA yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada iki adet girdi ve iki adet çıktı belirlenmiş, girdi olarak mevduat ve faiz giderleri; çıktı olarak ise kredi ve faiz gelirleri kullanılmıştır. Değerlendirme dönemine ilişkin dokuz banka ele alınmış ve bu bankalar hem değişken ölçeğe göre, hem de sabit ölçeğe göre getiri varsayımları altında analiz edilmiştir. Çalışma sonucuna göre, analize konu bankaların istikrarlı bir etkinlik seviyesine sahip olmadığı görülmüştür. 2001 - 2004 dönemi arasında etkinlikler düşme eğiliminde olduğu, 2004'ten sonra ise etkinliklerin artışa geçtiği gözlemlenmiştir.

⁵¹³ Ali Eleren ve Ersan Özgür, "Türkiye'de Yabancı Sermayeli Bankaların Veri Zarflama Yöntemi ile Etkinlik Analizlerinin Yapılması", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2006.

Y. B. Önal ve N. C. Sevimeser (2006)⁵¹⁴ yaptıkları çalışmada, Türkiye’deki yerli ve yabancı bankaların etkinlik analizini incelemişlerdir. Çalışmanın amacı, genel olarak yabancı banka girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde bankacılık endüstrisi üzerine etkilerini incelemek ve bu çerçevede yabancı banka girişlerinin Türk bankacılık endüstrisine etkilerini araştırmak amacıyla finansal liberalleşmenin başlangıcından bugüne Türk bankacılık endüstrisinin faaliyet etkinliğinin DEA yöntemi ile ölçülmesi olarak belirlenmiştir. Çalışmada 1980 - 2004 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ele alınmıştır. Bankalar; kamu bankaları, özel bankalar, yabancı bankalar, yerli bankalar olarak gruplanarak ayrı ayrı analiz edilmiştir. Veri zarflama analizi kullanılan çalışmada, girdi olarak mevduat, faiz giderleri ve faiz dışı giderler alınmış; çıktı olarak ise krediler, faiz gelirleri ve faiz dışı gelirler belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, genel olarak Türk bankacılık endüstrisinin etkinliğinin, yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak istikrarsız bir seyir izlediği gözlemlenmiştir. Banka grupları bazında bakıldığında endüstrinin etkinliğini genel olarak yerli bankaların belirlediği, kamu bankalarının etkinliğinin ise diğer banka gruplarına göre genel olarak daha yüksek seviyelerde olduğu görülmüştür. Yabancı bankaların etkinlik düzeyinin ise sektör ortalamalarının genellikle üzerinde gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Mercan, Reisman, Yolalan ve Emel (2003)⁵¹⁵, endüstrinin verimliliğini “Türk Bankacılık Endüstrisinde Ölçeğin ve Mülkiyet Şeklinin Etkisi: DEA Tabanlı Analiz Sonuçları” isimli makalelerinde parametrik olmayan yöntemlerle analiz etmektedirler. Kullandıkları analiz yöntemi finansal oranların kullanımına dayanmaktadır. CAMEL yaklaşımını kullanarak banka performansı ölçütlerini seçen araştırmacılar, 1989 – 1999 dönemine ait 587 gözlemi içeren bir veri seti kullanmışlardır. CAMEL yaklaşımına göre seçtikleri girdiler, personel giderleri / getirili aktifler, toplam giderler / toplam gelir; çıktılar ise, getirili aktifler / toplam aktifler, (özsermaye + net kâr) / toplam pasifler, özsermaye kârlılığıdır. Kullandıkları

⁵¹⁴ Yıldırım Beyazıt Önal ve Nuri Cemhan Sevimeser, “Yabancı Banka Girişlerinin Türk Bankacılık Sistemine Etkileri: Yerli ve Yabancı Bankaların Etkinlik Analizi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 2, 2006.

⁵¹⁵ M. Mercan, A. Reisman, R. Yolalan and A. B. Emel, “The Effect of Scale and Mode of Ownership on the Financial Performance of the Turkish Banking Sector: Results of Dea-Based Analysis”, **Socio-Economic Planning Sciences**, Vol. 37, 2003, ss.185-202

model, ölçeğe göre sabit getiri ön kabulünü yapmıştır. Bulgularına göre, Türk bankacılık endüstrisinin performansı 1993'e kadar artmış ve ondan sonra da gerilemeye başlamıştır. Mülkiyet ilişkisine bakıldığında ise, yabancı ve özel bankaların daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Ölçek açısından ise küçük ve orta ölçekli bankaların performansı gerilemiş, büyük ölçekli firmaların performansı artmaya başlamıştır.

Türker Kaya ve Doğan (2005)⁵¹⁶'nın yaptığı "Dezenflasyon Sürecinde Türk Bankacılık Endüstrisinde Etkinliğin Gelişimi" adlı çalışmada veri zarflama analizi ve Malmquist faktör verimliliği endeksi çalışması yapılmıştır. Araştırma Türk ekonomisi için dezenflasyon süreci olan 2002 – 2004 dönemi verilerine dayanmaktadır. Bu dönem için, hem aracılık hem de üretim yaklaşımına göre girdi ve çıktılar seçilmiştir. Ölçeğe göre değişken getiri varsayımından hareket edilen çalışmada Coelli'nin geliştirdiği DEAP programı kullanılarak sonuçlara erişilmiştir. Bu araştırmanın sonuçlarına göre, büyük ölçekli bankalar diğer ölçekteki bankalara göre daha etkin bir biçimde faaliyet göstermektedirler. Bu da sektördeki konsolidasyon trendini destekleyen bir bulgu olmuştur. Malmquist faktör verimliliği endeksi değerleri ise dezenflasyon sürecinde toplam faktör verimliğinde artış olduğu ve bunun temelde teknolojik ilerlemeden kaynaklandığı sonucuna varılmıştır. Ölçek etkinliğindeki oluşan gerilemenin bankaların bu dönemde ölçek sorunu yaşadıklarını belirtmektedir.

Ertuğrul ve Zaim (1996)⁵¹⁷; 1981, 1990 ve 1993, 1994 yıllarına ilişkin BCC, CCR ve ölçeğe göre artmayan getiri varsayımlarında TBE'nin ve sermaye yapıları itibarıyla banka gruplarının etkinlik gelişmelerini DEA çerçevesinde incelemiştir. Buna göre; finansal serbestleşmenin bankacılık üzerindeki etkisinin incelendiği 1981 ve 1990 yıllarında kamu bankaları teknik olarak daha etkin iken, 1993 yılında özel bankalar daha etkin konuma yükselmiştir. Yabancı sermayeli bankalar ise anılan üç dönemde genel olarak ikinci sırada yer almışlardır. Her üç dönem itibarıyla tüm ölçeğe göre getiri varsayımlarında bankaların teknik etkinliklerinde artışlar olmuş ve

⁵¹⁶ Yasemin Türker Kaya ve Ela Doğan, "Dezenflasyon Sürecinde Türk Bankacılık Endüstrisinde Etkinliğin Gelişimi", **BDDK ARD Çalışma Raporları**, Kasım 2005.

⁵¹⁷ Ahmet Ertuğrul ve Osman Zaim, "Türk Bankacılığında Etkinlik Tarihi Gelişim Kantitatif Analiz", **Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları**, Ankara, 1996.

bankalar daha fazla oranda birbirlerine yakınlaşmışlardır. Maliyet etkinliği bakımından kamu ve yabancı sermayeli bankalarda yanlış girdi tahsisi etkinsizliklerinde belirleyici olurken, özel sermayeli bankalarda girdilerin teknik olarak etkin kullanılmaması etkinsizliklerinde belirleyici olmuştur. 1994 ekonomik krizinin bankacılık endüstrisi üzerindeki etkisinin belirlenmesinin amaçlandığı, 1994 yılına ilişkin analiz sonuçlarına göre; büyük oranda özel sermayeli bankalardan kaynaklanmak üzere genel olarak bankaların etkinliklerinde düşüşler görülmüştür.

Denizer, Dinç ve Tarımcılar (2000)⁵¹⁸,ın verimliliği “Liberalleşme Öncesinde ve Sonrasında Banka Verimliliğinin Ölçülmesi: Türk Bankacılık Sisteminden Örnekler” isimli makalesinde analiz etmektedir. Çalışmanın amacı, liberalizasyon sonucunda regülasyonların kaldırılması veya azaltılması ile endüstrinin gelişmelere olan cevabını ölçmektir. Yaptıkları çalışma daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak, bankanın hem üretim hem aracılık fonksiyonlarını incelemeyi kolaylaştıran iki aşamalı bir DEA analizi olmasıdır. Ayrıca, incelenen dönem, diğer çalışmalara göre çok daha uzun olup, 1970 - 1994 arasındaki 25 yıllık dönemi kapsamaktadır. Bu çalışmada, Warwick Windows DEA versiyon 1.02 programı kullanılmıştır. Kullanılan metot, CCR ve BCC modelleri olup, ilki ölçeğe sabit getiri, ikincisi ise ölçeğe göre değişken getiri kavramlarını temel almaktadırlar. Araştırmanın sonuçlarına göre, bankacılık endüstrisinin ortalama etkinliği 1970 - 1984 yılları arasında çok büyük değişimler göstermektedir. Bu dönem içinde, yüzde 47 gibi çok düşük düzeyler olduğu gibi yüzde 80 gibi yüksek düzeyler gözlemlenmiştir. 1980 öncesi bankacılık endüstrisinin üretim etkinliği liberalizasyon sonrasında göre daha etkin ve sabittir. Etkinlik 1984’e kadar artmış, ancak daha sonraki yıllarda liberalizasyon öncesi performansı yakalayamamıştır. Aracılık yaklaşımı açısından bakıldığında da, yüzde 35 ile yüzde 82 arasında değişmektedir. Bulgulara göre, bankacılık endüstrisinin bu bağlamdaki performansı 1978 - 1990 yılları arasında gerilemiştir. Etkinsizliğin kaynaklarına bakıldığında, ticari bankaların girdileri için çok fazla kaynak kullandıkları görülmektedir. Çıktılar açısından bakıldığında ise bankaların mevduat toplamada çok başarılı oldukları, ancak faiz dışı gelirler

⁵¹⁸ C. Denizer, M. Dinç ve M. Tarımcılar, “Measuring Bank Efficiency in the Pre- and Post-Liberalization Environment: Evidence from the Turkish Banking System”, **World Bank Working Papers**, No: 2476, 2000.

açısından düşük performans sergiledikleri belirtilmektedir. İncelenen dönemde devlet bankaları, devlet kaynaklarından yararlandıkları ve devlet güvencesi nedeniyle kamuoyunun güvenini kazandıklarından dolayı, diğer ticari ve yabancı bankalara oranla daha iyi performans göstermişlerdir. Özellikle inceleme dönemi içindeki krizler sonrasında, devlet bankalarının mevduatları artmıştır.

Yıldırım (2002)⁵¹⁹ Türk ticari bankacılık endüstrisini “Dengesiz Makroekonomik Ortamda Bankacılık Verimliliğinin Değerlendirilmesi: Türkiye’deki Ticari Bankalar” isimli makalesinde incelemiştir. Yıldırım, çalışmasında 1988 - 1999 yılları arasındaki bankacılık endüstrisine ait verileri ele alarak DEA yöntemini kullanmış ve bankaların teknik ve ölçek etkinliklerini hesaplamıştır. Ampirik sonuçlar gözlem periyodunda etkinlik değerlerinin büyük değişimler gösterdiğini ve endüstrinin istenilen etkinlik düzeyini tutturamadığını göstermektedir. Tüm sektörde dönem içinde ölçek etkinsizliğinin mevcut olduğunu belirten Yıldırım, bunun ölçeğe göre azalan getiriler şeklinde olduğunu belirtmektedir. Bulgularından en önemlisi, devlet bankalarının saf teknik etkinlik açısından özel ve yabancı bankalara göre ve ölçek etkinliği bakımından ise özel bankalara göre daha iyi performans göstermeleridir. Yıldırım bunun nedenini, devlet bankalarının devlet kaynaklarından ucuz finanse edilmelerine ve elde olan verilerin getirdiği kısıtlamalara bağlamaktadır.

Işık ve Hassan (2002)⁵²⁰ Türk bankacılık endüstrisini “Türk Bankacılık Sisteminde Teknik, Ölçek ve Tahsis Verimlilikleri” isimli makalesinde analiz etmektedir. Bu çalışmalarında, hem parametrik (SFA) hem de parametrik olmayan (DEA) analiz metotları kullanan Işık ve Hassan, 1988 – 1996 döneminde Türk bankalarının etkinliklerini hesaplamaktadırlar. Bulguları, bankaların ayrık karakterlerinin etkinlikleri üzerinden etkili olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda maliyet ve kâr etkinlikleri zaman içinde kötüleşmiştir.

⁵¹⁹ C. Yıldırım, “Evolution of Banking Efficiency within an Unstable Macroeconomic Environment: The Case of Turkish Commercial Banks”, **Applied Economics**, 34, 2002, ss. 2289-2301.

⁵²⁰ İ. Işık ve M. K. Hassan, “Technical, Scale and Allocative Efficiencies of Turkish Banking Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 26, 2003, ss. 719-766.

Işık ve Hassan (2003)⁵²¹, bir önceki çalışmalarının devamı olarak DEA tipi Malmquist toplam faktör verimlilik değişim endeksi kullanmaktadırlar. Girdi olarak personel sayısı, sabit aktiflerin ve gayrimenkullerin defter değeri, mevduat ve mevduat dışı fonlar; çıktı olarak ise kısa vadeli krediler, uzun vadeli krediler, risk içeren bilanço dışı kalemler ve diğer getirili aktifler alınmıştır. İncelenen dönem 1980 – 1990 yılları arasındadır. Araştırma sonuçlarına göre, tüm bankaların performansları deregülasyondan sonra büyük gelişme göstermiştir, ancak teknolojileri beklenen ilerlemeyi gerçekleştirememiştir. Verimlilik gelişimi daha çok etkin bankaların performansına erişmek için yapılan çabalardan kaynaklanmıştır. Teknolojik gelişme ile ilgili etkiler sadece bilanço dışı kalemlerde gözlenmektedir. Bulgular, bankaların incelenen dönemin sonuna doğru ölçek etkisizliği yaşadıkları ve bunun üretim fazlasından kaynaklandığını göstermektedir. Araştırmada bilanço dışı kalemlerin incelenmesiyle ortaya çıkan diğer bir sonuç da bu kalemler hesaba katılmadan yapılan etkinlik analizinin sonucunda endüstrinin ortalama etkinlik ve verimlilik değerlerinin önemli ölçüde düşmesidir. Bu durum özellikle, özel bankalar için daha da belirgindir.

Kasman (2001)⁵²², Berger (1995) tarafından geliştirilen Yapı - Uygulama – Performans (SCP) modeli çerçevesinde Türk bankacılık sistemindeki kârlılık ve piyasa yapısı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. 1988 - 1996 yılları arasında 51 ticari bankanın dâhil edildiği çalışmada X-etkinliği ve ölçek etkinliği ölçülmüştür. Yapılan analizler, söz konusu dönemde kârlılık ve piyasa konsantrasyonu arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla çalışmanın kapsadığı dönemde, Türk bankacılık sisteminde piyasa konsantrasyonunun kârlılığı açıklayıcı bir role sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kasman, bir diğer çalışmasında 1983 - 1996 dönemi için Türk bankacılığının rekabet koşullarını test etmek amacıyla Rosse -Panzar (1987) tarafından geliştirilen metodu uygulamıştır. Çalışma sonucunda, Türk bankacılık sisteminin gelirlerini oligopolistik bir ortamda kazandıkları sonucuna ulaşılmıştır.

⁵²¹ İ. Işık ve M. K. Hassan, “Financial Deregulation and total factor productivity change: an Empirical study of Turkish Commercial Banks”, **Journal of Banking and Finance**, 27, 2003, ss. 1455-1485.

⁵²² Adnan Kasman, “The Profit-Structure Relationship In The Turkish Banking Industry Using Direct Measures of Efficiency”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2001.

Kasman ve Kasman (2003)⁵²³, 1989 - 1999 yılları arasında Türkiye’de faaliyette bulunan ticari bankaların maliyet ve hasılat etkinliğini, Altunbaş ve Chakravarty (2001) gibi Fourier-Flexible maliyet fonksiyonunu kullanarak ekonometrik açıdan ölçmüşlerdir. 50 ticari bankanın ele alındığı çalışmanın sonuçları, Türk bankacılık sisteminin önemli bir etkinlik sorunu olduğunu göstermektedir. Araştırmada 1995 - 1998 yılları arasındaki ortalama maliyet etkinliğinin arttığı, ancak ABD ve Avrupa’da faaliyette bulunan ticari bankalarla karşılaştırıldığında daha az etkin olduğu bulunmuştur. Ayrıca 1996 - 1999 yılları arasında teknolojik bir ilerlemenin de olduğu belirtilmiştir.

S. Cingi ve A. Tarım⁵²⁴ tarafından DEA ve Malmquist endeksinin kullanıldığı bir diğer çalışma da 2000 yılında yapılmıştır. Cingi ve Tarım araştırmalarında, 1989 - 1996 yılları arası bazı seçilmiş Türk bankalarının (5 tanesi kamu bankası olmak üzere toplam 21 banka) görelî performansını incelemişlerdir. Araştırmada, bankalar mevduatın krediye dönüştürülmesi sonucu kâr sağlayan kuruluşlar olarak kabul edilmiştir. Toplam kâr, toplam kredi, toplam mevduat ve kredi dönüş oranı çıktı; toplam aktifler ve toplam giderler girdi olarak alınmıştır. Mevduatın çıktı olarak kabul edilmesi ile üretim yaklaşımının benimsendiği bir varsayım yapılmıştır. Ancak verilerin hesap adetleri ile değil, parasal değerler itibarıyla hesaplanması da, aracılık yaklaşımına uygundur. Kısaca çalışma, yeni ve “karma” bir yaklaşım önermiştir. Analiz, özel sektöre ait bankaların görelî performansının genelde kamu bankalarından daha iyi olduğunu ve etkinlik farklarının büyük ölçüde, ölçek etkinliğindeki farklılaşmadan kaynaklandığını bulgulamıştır. Buna göre, özellikle kamusal sermayeli bankaların ölçek büyüklüğünün etkinsizlik kaynağını oluşturduğu açıkça gösterilmiştir. Ayrıca teknik değişimin genelde dönem boyunca olumlu geliştiği ve bunun sonucu olarak da toplam faktör verimliliğinde artışların meydana geldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de özelleştirilmesi düşünülen Türk finans endüstrisi içerisinde yer alan kamu sermayeli bankaların ve diğer finansal karar birimlerinin özelleştirilmeden

⁵²³ Adnan Kasman ve Saadet Kasman, “The Performance of Turkish Commercial Banks In The Deregulated Period”, **Journal of Faculty of Business**, Vol: 4, No: 1, 2003.

⁵²⁴ Selçuk Cingi ve Armağan Tarım, “Türk Banka Sisteminde Performans Ölçümü, Dea-Malmquist TFP Endeksi Uygulaması”, **TBB Araştırma Tebliği Serisi**, Sayı: 2000-01, İstanbul, 2001.

önce sosyal fayda-alternatif maliyetinin belirlenmesi çerçevesinde Kara'nın (2009)⁵²⁵ çalışması önemlidir. Söz konusu çalışma, özelleştirmeye konu olan KİT'lerden seçilmiş endüstri örneğinden hareketle, Türkiye açısından ortaya çıkan potansiyel refah kazanç/kayıpların analizini yapmak ve iktisadi karar birimlerinin politika geliştirmesine katkı sağlamayı amaçlamaktadır. Çalışma, özelleştirilen bazı KİT'lerde özelleştirme öncesi ve sonrasını kapsayan TFV hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular özgün bir yaklaşımla (Kök-Kara Yaklaşımı) değerlendirilmiş ve özelleştirmenin net sosyal fayda-alternatif maliyeti ilk kez Türkiye örneğinde ortaya konulmuştur. Ayrıca, net sosyal fayda-alternatif maliyeti belirleyenleri Panel-SUR yöntemiyle analiz edilerek politika yapıcılarının yeni açılımlarına fırsat verilebilecek öneriler geliştirilmiştir.

Kök v.d. (2010)⁵²⁶, 2008 finansal krizin, Türkiye bankacılık sektörü üzerindeki etkilerinin belirlenmesi amacıyla bankacılık sektörünün kriz öncesi ve sonrası etkinlik değerleri karşılaştırılmıştır. Bu çerçevede 20 ticari bankanın, 2005:IV -2009:III dönemi çeyrekli verileriyle Veri Zarflama Analizi (DEA) Malmquist Yöntemi kullanılmış, önce teknik etkinlik değerleri (TE) daha sonra da toplam faktör verimliliği değerleri (TFV) hesaplanmıştır. Şube sayısı, personel sayısı, sermaye ve toplam aktiflerin girdi, toplam mevduat ve toplam kredilerin çıktı olarak alındığı çalışmada kriz sonrası dönemde bankaların etkinlik düzeylerinin düşme eğilimi gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra, kriz öncesi dönemde kaynak yönetiminde başarısız olan bazı bankaların, kriz sonrası dönemde dikkate değer ölçüde etkin hale geldiğine vurgu yapılmıştır.

Kök vd. (2010)⁵²⁷, Türkiye bankacılık sektöründe rekabet edebilirliği çapraz etkinlik ile analizini yaptıkları çalışmada DEA, Malmquist ve Çapraz Etkinlik

⁵²⁵ Oğuz Kara, **Ekonomik Regülasyon Modelleri ve Özelleştirme Üzerine Dışsallık-İçsellik Analizleri: Türkiye Örneği (1980-2008)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2009.

⁵²⁶ Recep Kök, Didem Öztekin ve Filiz Erataş, "Küresel Krizin Türkiye Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Etkinlik Analizi", **Balıkesir Üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası Sempozyum – V**, Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması, Erdek, 27- 29 Mayıs 2010.

⁵²⁷ Recep Kök, Didem Öztekin ve Filiz Erataş, "**Türkiye Bankacılık Sektöründe Rekabet Edebilirlik: Çapraz Etkinlik Analizi**", Milli Produktivite Merkezi, 16. Dünya Verimlilik Kongresi ve 2010 Avrupa Verimlilik Konferansı, Antalya, 2-5 Kasım 2010.

Yöntemleri kullanılmıştır. 2005 - 2009 dönemi için 20 ticari banka analize dâhil edilmiştir. Çalışmada, yönetim etkinliğini gösteren teknik etkinlik ve performans göstergesi olarak tanımlanan toplam faktör verimliğinden elde edilen bulgular ile çapraz etkinlik değerlerinin farklılığı, bankalar arası rekabet edebilirlik koşullarının varlığı açısından literatür bulgularıyla paralel sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre, hesaplanan çapraz etkinlik göstergeleri, her bir banka açısından ilgili karar birimlerinin rekabet gücü göstergesi olarak değerlendirildiğinde; rekabet gücü en yüksek bankalar, en yüksek çapraz etkinlik skorlarına sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

-Türk bankacılık sisteminin etkinliğini ve maliyet yapısını ölçen çalışmaların bir kısmı yukarıda özetlenmiştir. Bu çalışmalar, homojen bir bütün oluşturmamaktadır. Çalışmalarda ele alınan dönemler, kullanılan yöntem ve yaklaşımlar farklıdır. Hatta genellikle çalışmaların amaçları da birbirinden farklılaşmaktadır. Bu nedenle, çalışmaların hepsini ele alıp, ortak bulgularını tespit etmek oldukça dikkat gerektirmektedir. İncelenen ilgili literatür 1990'lı yıllarda Türk bankacılık sisteminde verimlilik ve etkinlik kavramlarının, ölçek ekonomileri ve maliyet yapısının nasıl bir gelişme gösterdiğine dair kesin bütüncül doğrular sunamasa da önemli ve anlamlı ipuçları sağlamaktadır. Bu kapsamda, çalışmaların çoğunlukla işaret ettiği ortak noktalar çıkarılıp, Türk bankacılık sisteminin – ölçek ekonomisi, mülkiyet ilişkileri, sermaye yapısı gibi – temel etkinlik karakteristikleri hakkında bazı saptamalar yapılabilir.⁵²⁸

-Bu çalışmaların hepsinde de, serbestleşmeden sonra etkinliğin hızlı ve düzenli bir şekilde arttığı görülmektedir (Özkan ve Günay, 1996 ve 1998; Mahmud ve Zaim, 1998; Mercan ve Yolalan, 2000; Zaim, 1995; Yıldırım, 1999). Ayrıca bankaların finansal serbestleşmenin ardından optimal aktif büyüklüğüne hızlı bir şekilde uyum sağladığı da (Zaim, 1995) anlaşılmaktadır.

-Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu artmaya başlayan etkinlik 1994 krizinden sonra tamamen tersine dönmüş ve azalmaya başlamıştır. Bu durum

⁵²⁸ İnan, 2000, s. 91.

Mercan ve Yolalan (2000) ile Yıldırım (1999)'ın çalışmalarının bulguları arasındadır.

-Türk bankacılık sistemi hakkındaki çalışmaların en sık görülen sonuçlarından birisi, yabancı ve özel bankaların kamu bankalarına oranla çok daha etkin çalıştığıdır. Cingi ve Tarım (2000) çalışmalarında özel bankaların kamu bankalarına kıyasla daha etkin olduğu ve büyük ölçekli bankaların daha az etkin görünmesinin bu grupta önemli yer tutan kamu bankalarından kaynaklandığını belirtmektedirler. Aynı şekilde, Yolalan (1996) en etkin banka gruplarının sırasıyla yabancı, özel ve kamu bankaları olduğunu bulgulamıştır. Yine Mercan ve Yolalan (2000) yabancı ve özel bankaların kamu bankalarına oranla daha verimli olduklarını, 1997 ve 1998 yıllarında kamu bankalarının mali yapılarının bozulduğunu ve özel bankaların etkinlik skorunu aşağıya çeken bir olgunun da tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilen bankalar olduğunu bulgulamıştır.

-Ancak, 2001 sonrası yapılan çalışmaların bir kısmında kamu bankalarının yabancı ve özel bankalara oranla çok daha etkin çalıştığı görülmüştür (Kök vd., 2010).

-Gerek Türk, gerekse diğer ülke bankacılık sistemlerini inceleyen çalışmalar çoğunlukla sermaye ile verimlilik arasında güçlü bir ilişkiye işaret ederler.

-Çilli (1995) çalışmasında Türk bankaları için ölçek ekonomisinin bulunmadığını belirtir. Küçük bankalar için çıktıları arttırmanın önemli bir maliyet avantajı söz konusu iken, büyük bankalar için tersi söz konusudur. Aynı sonuca Özkan ve Günay (1998) da ulaşır. Cingi ve Tarım (2000) büyük bankalar için ölçek etkisizliği olduğunu bulgulamışlardır, fakat bu etkisizliğin kamu bankalarından kaynaklandığını da vurgularlar. Yıldırım (1999) da sistemde ölçeğe göre azalan getiri olduğunu gösterir.

Özetle, TBE'nin etkinliğine ilişkin bu çalışmalara göre; liberalizasyon süreci ve artan rekabet ortamı bankaların etkinliğine olumlu yönde katkı yapmakla birlikte,

yaşanan makro ekonomik istikrarsızlıklar etkinlik artışlarının sürekliliğini önlemiştir. Bu bağlamda, TBE'ne yönelik literatürde yer alan daha fazla çalışmaların analiz yöntemlerinin, girdi - çıktılarının ve sonuçlarının özeti Ek 4 içinde Tablo Ek 4'te yer almaktadır.

3.2.3. TBE'de Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi

Türk bankacılık endüstrisi, uluslararası finansal piyasalarla rekabet edebilirliği çerçevesinde irdelendiğinde ülke içindeki dinamiklerin uluslararası etkileşimle ortaya çıkan sonuçlarının analizi önemlidir. Artan rekabet sürecinde bankaların maliyetleri, kârlılıkları ve kaynak kullanımına yönelik etkinliklerindeki değişim endüstrinin yapısını ve bankaların geleceğini eskisinden daha fazla oranda etkiler olmuştur. Bundan, makro düzlemde kamu otoriteleri, mikro düzlemde banka ortakları ve yöneticilerinin yanı sıra fon arz eden her bir kurum ve her bir müşteri de yararlanır. Bu uygulamalı bölümde, TBE'nin önce DEA yöntemiyle teknik etkinlik düzeyleri ve Malmquist endeksiyle de TFV hesaplanmış, sonra teknik etkinlik skorlarının bağımlı değişken olarak alındığı Tobit Modeli ile endüstrinin etkinsizlik kaynakları araştırılmıştır. Ayrıca TE (yönetim etkinliği) göstergeleri sahadan elde edilmiş birincil verilerle birlikte (faktör analizi) yorumlanmış; analitik bulgularla saha bulguları arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

3.2.3.1. TBE'de Analitik Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi

Çalışmada girdi eksenli BCC varsayımı altında DEA etkinlik değerleri ve TFV hesaplanmış ve sonuçlar Tablo 3.4.'te verilmiştir. Buna göre; endüstri ortalaması açısından bakıldığında dönem başında TFV'deki değişme yüzde 9 iken, bu artış hızındaki değişme dönem içinde yıllara göre sırasıyla (yüzde 6,39, yüzde 3,91, yüzde 3,67) azalan ve pozitif olmakla birlikte 2008 krizinin etkisiyle yüzde 1,23'lük bir düşüş gösterdiği görülmektedir. Takip eden yılda ise TVF'nin yeniden yüzde 1,78'lik bir artış gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu durum her bir karar alma birimi açısından irdelendiğinde Tablo 3.4'ten anlaşılacağı gibi bankaların yaklaşık

yüzde elliden fazlasının kriz döneminde verimliliklerinde düşüş olduğu, geriye kalanların ise bir kısmında verimlilik artışında daha hızlı bir değişme (Arap Türk bankası yüzde 19,7, Turkish Bankası yüzde 5,7) bir kısmında da daha az bir değişme gözlemlenmektedir. Ayrıca, bankaların sermaye yapısına göre bir değerlendirme yapıldığında dönem içerisindeki kamu bankalarındaki TFV'deki ortalama artış, hem özel sermayeli hem de yabancı sermayeli bankalara göre daha yüksektir. Bunun nedeni, kamu bankalarının teknik etkinlikteki (yönetimin etkinliğinin artması veya daha uygun ölçekte çalışma) değişim / iyileşmeyle açıklanabilir.

Buna göre; yüzde 3,9 oranındaki artış yönündeki değişimin yüzde 1,2'si endüstrinin teknik etkinliğinin artmasından veya bankaların referans etkinlik sınırına yaklaşmalarından, yüzde 2,8'i ise üretim sınır fonksiyonunun yukarı kayması olan teknolojik değişimden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan; karar alma birimlerine yönelik performans göstergelerinin dağılımını gösteren standart sapma incelendiğinde; 2007/2008 yılına kadar artması bankalar arasında verimlilik değişimlerinin önemli farklılıklar gösterdiğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla araştırmanın amacı açısından ele aldığımız karar alma birimleri (bankalar) arasındaki rekabet edebilirlik olgusu giderek farklılaşmaktadır ve bunun nedenlerinin analizi anlam kazanmaktadır (bu konuya bankacılık endüstrisi bağlamı toplulaştırılmış yönüyle ilerleyen kısımda Tobit modelinin bulgularıyla ele alınacaktır). Ancak, kriz dönemindeki standart sapmadaki küçülme dikkate alındığında, yönetim, korunma güdüsüyle rekabet yerine özkaynakların korunmasına yöneldiği için kârlılık artmış olsa bile büyüme ve uzun dönemde piyasadan pay alma rekabetinin şiddeti azalmaktadır denebilir.

Yine, çalışmanın temel amacı kapsamında yönetim performansına bağlı olarak elde edilen teknik etkinlik (TE) bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem başında TE düzeyi 0,97 iken dönem içinde nispi bir iyileşme olmakla birlikte kriz döneminde etkinlik tekrar azalmış (0,97) ve takip eden yılda yeniden iyileşme görülmektedir (0,99). Araştırmaya konu olan her bir karar birimi açısından analiz sonuçlarına bakıldığında, yine başlangıç dönemindeki etkinlik ölçütleriyle dönem içindeki ve dönem sonundaki etkinlik ölçütlerinde önemli

değişikliklerin olduğu gözlemlenirken özellikle bazı bankaların (Akbank, Alternatifbank, Garanti Bankası, Citibank) en etkin yönetim performansı sergiledikleri görülmektedir. Yönetim performansı açısından kriz döneminde en fazla Ziraat (yüzde 7'lik düşme) ve Tekstil (yüzde 9'luk düşme) Bankası'nın etkinlendiği anlaşılmaktadır.

Her iki analitik bulgu birlikte değerlendirildiğinde, bu dönemde öncü bankaların piyasa güçlerinin artması ve finansal kriz dönemini aşmanın verdiği güvenle, başta konut olmak üzere bireysel kredilerde büyüme ve piyasa paylarını güçlendirme isteğiyle rekabetçi fiyatlarla bankacılık faaliyetlerinde bulunmaları endüstride etkinlik artışı yaratmıştır. Avrupa Birliği üyelik süreciyle Türk bankacılık sektörüne yurt dışı yerleşik finans gruplarının gösterdiği ilgi nedeniyle, piyasa paylarını ve dolayısıyla marka değerlerini arttırmak isteyen küçük ve orta ölçekli bankaların (takipçi grup) rekabet etmede çok istekli olmaları etkinlik artışına katkı sağlamıştır denebilir.

Tablo 3.4: TBE Girdi Eksenli DEA Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları

Sermaye Yapısı	Karar Birimleri	Teknik Etkinlik (TE) Düzeyleri									Malmquist İndeksi Toplam Faktör Verimliliği (TFV)									
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2003-2009 TE Ort.	Sermaye Yapısına Göre TE Ort.	TE Dğsm Ort (Catch-up)	Teknolojik Değişme Ortalama (Frontier)	2003=>2004	2004=>2005	2005=>2006	2006=>2007	2007=>2008	2008=>2009	Malmquist TFV Ortalama	Sermaye Yapısına Göre TFV Ort
Kamu Sermayeli Bankalar	T.C. Ziraat Bankası	0.88	0.93	0.97	1.00	1.00	0.93	0.98	0.956	0.967	1.0247	1.0133	1.1550	1.0743	1.0525	1.0331	0.8263	1.1026	1.04065276	1.058
	Türkiye Halk Bankası	0.90	0.89	0.90	0.96	1.00	1.00	1.00	0.950		1.0626	1.0195	1.0003	1.2333	1.1319	1.4111	0.8321	0.9061	1.085790596	
	Türkiye Vakıflar Bankası	0.97	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.996		1.0224	1.0244	1.1321	1.0958	1.0042	1.0349	1.0131	1.0062	1.047719064	
Özel Sermayeli Bankalar	Akbank T.A.Ş.	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.000	0.986	0.9964	1.0218	1.0424	1.0058	0.9863	1.0450	0.9554	1.0742	1.01817906	1.034
	Alternatif Bank A.Ş.	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.000		0.9780	1.0511	1.2393	1.2426	0.8845	0.7805	0.9802	1.0459	1.028828112	
	Anadolubank A.Ş.	0.95	0.94	0.95	0.95	0.98	1.00	1.00	0.967		1.0318	1.0138	1.0858	1.1302	0.9689	1.0066	1.0363	1.0060	1.038958474	
	Şekerbank T.A.Ş.	0.90	0.93	0.95	0.99	0.99	0.97	0.98	0.959		1.0367	1.0335	1.1039	1.2608	0.9957	1.0737	0.9793	1.0107	1.07069455	
	Tekstil Bankası A.Ş.	1.00	0.98	0.98	1.00	1.00	0.91	1.00	0.981		1.0287	1.0740	1.0617	1.1487	1.3595	0.9986	0.8960	1.1077	1.095363997	
	Turkish Bank A.Ş.	1.00	1.00	0.85	1.00	1.00	1.00	1.00	0.979		0.9843	1.0397	0.9411	0.9464	1.1561	0.9896	1.0571	1.0079	1.016369191	
	Türk Ekonomi B.	0.98	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.994		1.0210	1.0360	1.1970	1.1335	0.9881	0.9942	0.9670	1.0688	1.058082167	
	Türkiye Garanti Bankası	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.000		0.9985	1.0212	1.0408	1.0469	1.0163	0.9914	1.0062	1.0149	1.019431096	
	Türkiye İş Bankası	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.98	0.997		0.9894	1.0145	1.0551	1.0401	0.9963	0.9509	0.9700	1.0000	1.002075564	
	Yapı ve Kredi B.	1.00	1.00	0.95	0.97	0.99	0.99	1.00	0.986		0.9875	1.0196	1.0066	0.9452	0.9696	1.0219	1.0309	1.0140	0.998014766	
Yabancı Sermayeli Bankalar	Arap Türk Bankası	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.000	0.990	1.0057	1.0344	1.1111	0.9825	1.0102	1.0367	1.1973	0.9147	1.042083614	1.037
	Citibank A.Ş.	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.000	1.0033		1.0174	1.0903	0.9351	1.0741	0.9894	0.9567	1.0715	1.019521929		
	Denizbank A.Ş.	0.95	0.96	0.96	0.99	1.00	1.00	1.00	0.980		1.0402	1.0216	1.2855	1.0158	0.9828	1.1066	0.9994	0.9937	1.063971066	
	Eurobank Tekfen	0.91	0.95	0.91	0.99	1.00	1.00	1.00	0.966		1.0629	1.0221	1.1505	1.0263	1.1411	1.2094	1.0121	0.9683	1.084609655	
	Finans Bank A.Ş.	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	0.99	0.997		0.9954	1.0111	1.0709	0.9972	0.9206	1.0587	0.9543	1.0382	1.006636079	
	Fortis Bank A.Ş.	1.00	1.00	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	0.997		1.0025	1.0267	0.9869	1.0301	1.1108	0.9790	1.0499	1.0027	1.02655346	
	HSBC Bank A.Ş.	1.00	1.00	0.98	1.00	1.00	0.98	0.98	0.991		0.9982	1.0331	1.0318	0.9863	1.0595	1.0108	1.0070	1.0144	1.018299635	
	ING Bank A.Ş.	1.00	0.99	0.99	1.00	1.00	1.00	1.00	0.997		0.9992	1.0447	1.1128	1.0647	1.0122	1.0484	1.0092	1.0011	1.041401165	
	Ortalama	0.97	0.98	0.98	0.99	0.99	0.97	0.99	0.981		1.0128	1.0283	1.0905	1.0639	1.0391	1.0367	0.9874	1.0176	1.039201714	
	Maksimum										1.0629	1.0740	1.2855	1.2608	1.3595	1.4111	1.1973	1.1077	1.095363997	
	Minimum										0.9780	1.0111	0.9411	0.9351	0.8845	0.7805	0.8263	0.9061	0.998014766	
	S. Sapma										0.0244	0.0151	0.0840	0.0969	0.1014	0.1151	0.0781	0.0513	0.028299666	

3.2.3.2. TBE’de Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli

Türk bankacılık endüstrisinde yaşanan rekabet, bankaların kaynaklarını en etkin şekilde kullanmaya zorlamaktadır. Bunu sağlamak için, bankaların rekabet ettikleri endüstri içinde performanslarını görece olarak değerlendirmesi ve bu performansa etki eden faktörlerin etkinlik / etkinsizlik kaynağının belirlenmesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın ikinci bölümünde incelenen kuramsal çerçeve esas alındığında; bankacılık endüstrisinde etkinsizliğin kaynakları olarak; firmaya özgü organizasyonel yapılar, piyasa yapısı ve piyasa-düzenlemelerine ilişkin unsurlar, dışsal şoklar, kredi piyasasında var olan bilgi asimetrisi, net işletme sermayesinin düşmesine bağlı işletme sahiplerinin ve yöneticilerin aşırı yüksek risk almaları ve ekonomik belirsizlikten etkilenmeleri gibi unsurlar öne çıkmaktadır. Buna göre, bankaların etkinliğini araştıran birçok çalışmada, banka büyüklüğünün belirleyici bir unsur olarak ele alındığı gözlemlenmektedir. Banka büyüklüğü ve etkinlik düzeyleri arasındaki ilişkinin belirlenmesi, endüstrinin yapılandırılması için önemli bir gösterge olabilecektir. Bu önem doğrultusunda, Tablo 3.5’te yer alan Tobit modeli çalışmanın yönteminde de belirtildiği şekilde tanımlanmış ve sonuçlar ekonometrik ve istatistiksel ölçütler çerçevesinde aşağıdaki şekilde rapor edilmiştir.

Tablo 3.5: TBE’de Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Modeli Bulguları

Bağımlı Değişken: Teknik Etkinlik Düzeyi

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	z-istatistiği	Olasılık
Likit Aktifler/Toplam Aktifler (LATA)	0.002672*	0.000704	3.796408	0.0001
Personel Harc/Personel Sayısı (SP)	-0.002044**	0.000911	-2.243528	0.0249
Şube Sayısı (SS)	-0.000260**	0.000103	-2.534899	0.0112
Toplam Aktifin Sektör İçindeki Payı (TAP)	0.018080*	0.006288	2.875523	0.0040
Toplam Krediler / Toplam Mevduat (TKTM)	0.004006*	0.000243	16.49494	0.0000
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler (TMTA)	0.008346*	0.000455	18.35701	0.0000
Sermaye Yeterlilik Oranı (SYR)	0.004785*	0.001053	4.545384	0.0000
Mülkiyet Yapısı-Kamu Bankaları (MY1)	-0.058302**	0.028602	-2.038365	0.0415
Mülkiyet Yapısı-Yabancı Bankaları (MY2)	0.002862****	0.016600	0.172399	0.8631
Aktif Kârlılığı (AK)	0.003931****	0.008384	0.468849	0.6392
SCALE:C(11)	0.027890	0.004304	6.480745	0.0000
Log likelihood	45.37126	Hannan-Quinn criter.		-3.154712
Breusch-Pagan	2.622 (0.3701)			

Not: *, ** ve *** sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı, **** ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirtmektedir.

Burada, modelde yer alan açıklayıcı değişkenler önce firma tarafından kontrol edilemeyen değişkenler (TAP, TKTM, TMTA, MY1, MY2, AK) ve daha sonra firma içi kontrol edilebilir değişkenler (LATA, SP, SS, SYR) olarak gruplandırılmıştır.

Literatürden bilindiği gibi, büyük ölçekli firmaları temsilen ele alınan iki temel göstergedен biri toplam aktif payları, diğeri ise şube sayısı büyüklüğüdür. Büyük ölçekli bankalar, hem endüstri içinden hem de dışarıdan gelen değişim ve şoklara karşı yapı, sistem ve süreç bağlamıyla varlıklarını korumakta daha üstündürler. Bir başka deyişle, şoklara ve yasal değişimlere karşı önlem almada ve uyum sağlamada daha yetkindirler. Ayrıca, büyük ölçekli firmalar, oligopolistik yapısını kullanarak “içerden bilgilenenler” konumunda oldukları ve piyasayla ilgili olarak herkes tarafından bilinmeyen bilgileri elde etme yetkinliklerine sahip buldukları için fiyatların hangi yönde değişeceği fikri ve ön bilgiden hareketle portföylerini esnek bir şekilde düzenleme avantajına sahiptirler. Büyük ölçekli firmaları izleyen takipçi firmalar için de “bandwagon etkisi” oluşturarak sürü psikolojisi yaratabilmektedirler. Ancak, firma ölçeğinin büyümesi, X-etkinsizliği adı verilen, yönetsel etkinsizliğe de neden olabilmektedir.

Çalışmada, hipotez (B-2) çerçevesinde banka büyüklüğünü temsilen açıklayıcı değişken olarak alınan bankanın toplam aktifinin sektör içindeki payını (TAP) gösteren katsayının işareti pozitif ve beklentiyle örtüşmektedir. TAP tahmincisini yorumladığımızda TAP’daki bir birimlik değişimin TE üzerindeki ortalama değişim ihtimalinin 0.018’lik bir etki yarattığı tespit edilmiştir (Bundan sonra, modelde yer alan katsayı yorumlarında tekrardan sakınmak için bu şekilde yorumlanmaktadır). Bu bulgu endüstride büyük ölçekli karar birimlerinin küçük ölçekli karar birimlerine göre ölçek avantajının olduğu şeklinde kurgulanan hipotezin (B-2) doğrulandığını göstermektedir. Buna göre, bu sonuç, bankalara ait betimsel göstergelerle birlikte ele alındığında (endüstrinin yüzde 50’den fazlasını 3-4 bankanın oluşturduğu bilinmektedir.) TBE’nin oligopolistik bir yapı sergilediği söylenebilir. Dolayısıyla, endüstri genelinde etkinliğin artırılabilmesi için, küçük ölçekli bankaların ölçeğini arttırarak (şube sayısını arttırma, birleşme ve satın-

almalar yoluyla) daha etkin bir faaliyet içerisinde olabilecekleri öngörülebilir.

Mevduatların krediye dönüşümünü ifade eden, toplam kredilerin toplam mevduatlara oranını (TKTM) gösteren katsayının işareti de pozitifdir (0.004) ve beklentiyle uyumludur. Bu durum, bankaların girdisi durumunda olan mevduatların çıktısı durumunda olan kredilere dönüştürüldüğünü, bankaların portföy seçiminde kredilerin ağırlık kazandığını ve bankaların bir birim girdi ile üretebileceği çıktı miktarını arttırdığını göstermektedir. Ancak bu pozitif yönlü ilişki zayıf (0.004) bulunduğu için ekonomi genelinde yorumlandığında; söz konusu analiz döneminde daha önce de ifade edildiği gibi kredi bileşimi içinde tüketici kredilerinin daha çok artmış olması ve yaşanan 2008 finansal kriz nedeniyle bankaların üreticiye verdiği kredileri geri çağırma oranının yüksek olması nedeniyle reel endüstri olumsuz etkilenmiştir diyebiliriz.

Aktifler içindeki mevduatın payı olan mevduat / toplam aktifler (TMTA) değerlendirildiğinde katsayının işareti pozitifdir (0.008) ve beklentiyle uyumludur. Bu durum, bankanın ana fon kaynağı olan mevduatlarındaki artışın bankanın aktif kalitesini iyileştirdiğini göstermektedir.

Hipotez (a-1) çerçevesinde modele dâhil edilen, bankaların mülkiyet durumuna ilişkin olarak kullanılan ve kamusal sermayeli bankaları temel alan kukla değişkeni (MY1) (kamu sermayeli bankalara 1, diğerlerine 0 değeri verilmiştir) parametresinin işareti eksi (-0.058) bulunmuştur. Bu durum, literatürdeki özel bankaların kamu bankalarına oranla daha etkin çalıştığı yönündeki bulgularla da örtüşmektedir. Buna göre, sermaye yapısında kamu otoritesinin olması, etkinlik düzeyini düşürücü bir unsur olmaktadır. Bu durum, 2001 finansal krizinden sonra yapılan yeniden yapılanmaya rağmen, söz konusu bu bankalarda kötü kaynak kullanıldığının doğrulanmasına referans sayılabilir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kamu bankalarının maliyet azaltma ya da kârı artırma gibi amaçlar yerine özellikle hükümet politikaları gereği farklı amaçlara yönelmesi ve kamu bankalarında yüksek özkaynak rakamlarına karşılık düşük risk ağırlıklı varlıklar (kamu kurum mevduatlarının yüzde 5'inin kamu bankalarında tutulma zorunluluğu)

nedeniyle kamu sermayeli bankaların özel ve yabancı sermayeli bankalara göre etkinlikleri daha düşük çıkmaktadır. Bu sonuç, kamu bankalarının kaynaklarını daha etkin kullanması, kurumsal ve organizasyonel anlamda daha iyi yapılanması gereğini göstermektedir. Dolayısıyla, hipotez (a-1) red edilmiştir. Bu sonuç, yukarıda analiz edilen TE düzeyi ile de paralellik taşımaktadır.

Bir diğer hipotez (a-2) çerçevesinde ele alınan bankaların mülkiyet durumuna ilişkin olarak kullanılan ve yabancı sermayeli bankaları temel alan kukla değişkeni (yabancı sermayeli bankalara 1, diğerlerine 0 değeri verilmiştir) ise MY2'dir. Bu parametrenin işareti pozitif (0.0028) bulunmuştur. Ancak, parametre istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu nedenle, etkinlik üzerindeki etkisinin yorumlanması tutarsız ve sapmalı olacaktır. İstatistiki gösterge çerçevesinde hipotez red edilmektedir. Bu sonuç, analiz döneminde yaşanan 2007/2008 krizinin bir etkisiyle açıklanmaktadır. Krize kadar TBE'deki yeniden yapılanma ve olumlu gelişmeler yabancı sermayeli bankaları, Türkiye'den banka satın almaya veya yerli ortak bulmaya yol açarken; yaşanan kriz – krizin özellikle dış finansal kaynaklı olması – yabancı sermayeli bankaları, bir süre daha krizin etkisinde kalmasına ve yerel fırsatlardan yararlanamamalarına neden olabildiği söylenebilir.

Firma tarafından kontrol edilemeyen son açıklayıcı değişken olan aktif kârlılık (AK) değerlendirildiğinde katsayının işareti pozitifdir (0.0039) ve beklentiyle uyumludur. Ancak değişken, MY2 tahmincisi gibi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu nedenle, değişkenin etkinlik üzerindeki etkisinin yorumlanması tutarsız ve sapmalı olacaktır. Bilindiği gibi, aktif kârlılık, mikro iktisadi değişkenler olarak özkaynak, likidite, personel harcamaları, krediler, kötü aktifler, mevduatlar v.b.; makro iktisadi değişkenler olarak enflasyon, finansal krizler, konsolide bütçe v.b. unsurlar tarafından belirlenmektedir. Bankaların mikro ve makro iktisadi belirleyicilerine bağlı olarak varlık kullanımı ve net faiz marjı bankaların kârlılık oluşumunda önemli göstergelerdir. Kârlılıktaki artış bankanın varlıklarını etkin yönettiği ve bir birim girdinin maliyeti ile bir birim çıktının getirisi arasındaki farkı pozitif olacak şekilde açtığı anlamına gelmektedir. Ayrıca, birçok çalışmaya göre, büyük ölçekli bankaların giderlerini kontrol altında tutabilme ve gelir kaynaklarını

çeşitlendirebilme avantajının olması küçük ölçekli bankalar karşısında daha yüksek kârlılık oranlarına sahip olmaktadır. Ancak kriz ve yasal düzenlemelerden kaynaklanacak olan gelir kayıpları kârlılık ile etkinlik arasında dışsal bir faktör olarak belirsiz bir ilişkiye neden olabilmektedir. Analiz döneminde endüstrinin yeniden yapılanması, BASEL I ve BASEL II uyum sürecinin başlatılması ve 2008 krizinin yaşanmasına bağlı olarak bankaların kârlarının bir kısmını özsermayeye eklemesi ve kriz nedeniyle dönmeyen krediler karşılığı yedek akçe olarak ayırmaları, kârlılığın etkinlik üzerinde belirsizliğe yol açan göstergelerdir.

Firma içi kontrol edilebilir değişkenlerden biri olan likit aktifler / toplam aktifler (LATA) katsayısının işareti pozitif (0.0026) ve beklentiyle örtüşmektedir. Bankaların aktif yapıları içinde kasa ve rezervler, menkul kıymetler, krediler ve sabit varlıklara ait değerler yer almaktadır. Bankacılıktan beklenen fonksiyonların güven ve likidite ilkeleri ile yakından bağlantılı olması nedeniyle, söz konusu varlıkların yönetimi ile etkinlik arasında bir ilişki olduğu söylenebilir. Ekonomik krizler nedeniyle yaşanan panik ve yapılan hucümü önlemenin en önemli yolu bankanın müşterilerine güven vermesidir. Bunun için bankalar, likit aktif oranını yüksek, mali bünyelerini güçlü tutmak zorundadırlar.

Personel başına düşen harcamaları ifade eden personel harcamaları / personel sayısı (SP) değişkeninin işareti ise negatiftir (-0.0020). Bulgu, beklentiyle örtüşmektedir. Personele yapılan harcama, kısa dönemde maliyet unsuru olarak etki yaratırken uzun dönemde personelde nitelik artışı yaratabileceğinden birbirine zıt iki etki yaratabilmektedir. Analiz dönemi olarak ele aldığımız 2003 - 2009 yılları arasında değerlendirdiğimizde bankanın girdisi durumunda olan personele yapılan harcamaların maliyet unsuru olma etkisi öne çıktığından etkinliğe olumsuz yansımaktadır. Ancak yine uzun dönem analiz yapılması durumunda bu değişkenin de etkinliğe pozitif etki yapacağı söylenebilir.

Firmanın kontrol edebileceği ve ölçek etkinliği ile ilişkilendiren bir diğer değişken, şube sayısı (SS)'dir. Bu parametrenin işareti de negatiftir. Bu durum firmaların piyasada müşteriye ulaşılabilirlik açısından karar yeri seçiminde rasyonel

hareket etmediklerini gösterir. Ayrıca, kısa dönem dikkate alındığında şube açılışındaki maliyet kalemleri, gerek teknik gerekse personel giderleri açısından oldukça yüksek değerlere ulaşmakta ve söz konusu şubenin maliyetlerini amorti ederek getirili hale dönüşmesi uzun zaman almaktadır. Ancak şube sayısındaki artışın ölçek ve getiri artışı yaratacağını düşünerek bu ilişkinin uzun dönemde pozitifte dönebileceği tahmin edilmektedir.

Etkinliği açıklayan bir diğer önemli faktör de sermaye yeterliliği rasyosudur (SYR). Bu tahmincinin işareti pozitifdir (0.0047) ve beklentiyle uyumludur. Rasyo; özkaynakların kredi, piyasa ve operasyonel riske oranlanmasıyla hesaplanır. Özkaynaklar, bankaların ekonomik bir değer oluşturması yönünde bir güvence oluşturmaktadır. Bu nedenle, yeterli bir özkaynak düzeyine sahip bankaların etkinliği artabilecektir. Ekonomik karar birimleri bu tip bankalara daha fazla güven duyarak mevduat ve kredi taleplerini bu bankalara yönlendireceklerdir. Ancak, SYR'nun etkinliği açıklama gücü beklenenden zayıf (0.0047) çıkmıştır. Bunun nedeni, bankaların, düşük risk ağırlıklı varlıklar ve buna karşılık yüksek özkaynak bulundurması, dolayısıyla finansmanda kullanılan klasik "daha fazla risk, daha fazla getiri" teorisiyle çelişmesidir. Dolayısıyla, bankaların ahlaki tehlike ve ters seçim riskini azaltmak için üretimini kısıtığını söyleyebiliriz.

3.2.3.3. TBE'de Saha Bulguları Temelli Analiz: Yönetim Performansı

Türk bankacılık endüstrisindeki yönetim birikiminin TE üzerindeki etkisini incelemek ve ampirik bulguların daha net bir şekilde yorumuna imkân sağlamak için çalışmanın yöntem kısmında belirtilen teknikle araştırma sahasından bir veri tabanı elde edilmiştir. Bu veri tabanı faktör analizi çerçevesinde ele alınmıştır. TBE'nde faaliyet gösteren her bir karar biriminin yönetim etkinliği bağlamında kurum performansını ölçme yönelimli bu ölçekte, 33 soru olup güvenirlik testi olan Cronbach's Alpha değeri 0.737 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, verilerin, faktör analizine uygunluğu için Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testi yapılmıştır ve çıkan sonuç (Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.645) uygun olduğunu göstermiştir. İlgili testlerden sonra ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla

uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.6’da verilmiştir.

Tablo 3.6: TBE’de Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.737				
Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.645				
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi				
	Bileşenler (Faktörler)			
	1	2	3	4
V47: Kredi alacak portföyünüzü başka bir kuruluşa devretme derecesi	,904	,016	,130	-,043
V44: Kredilerin geriye çağrılışının müşteri portföyündeki etkisi	,861	,162	-,032	,107
V43: Krizin olumsuz etkisinden korunmak için kredi alan müşterilerinizden kredileri geri çağırılmış olma ihtimalinin derecesi	,838	,328	,130	-,064
V42: Kriz dönemindeki fon kaybının, krizlerin Türkiye Ekonomisi’ne bulaşması açısından önemi	,706	-,231	-,034	,501
V41: Bankanız bağlı ortaklık ve iştiraklerindeki yabancı sermaye payına bağlı olarak kriz döneminde uğranılan fon kaybının önemi	,687	-,051	,212	,578
V45: BDDK’ nın 2001 sonrası düzenlemesine bağlı olarak yabancı ortaklı bankaların kar dağıtımını kısıtlaması sonucu karların özsermayeye eklenmesinin doğurduğu etki	,612	-,077	,016	-,122
V35: Hazine bonusu, yatırım fonu vb. gibi menkul kıymet satışları	,112	,904	,027	-,010
V36: Bankacılık ve sigortacılık hizmet satışları	,080	,894	-,006	,002
V48: Türk Bankacılık Sektörü’nün, hizmet sektörü olarak yurt dışındaki paydaşlara hizmet satma derecesi (Bankacılık hizmeti dış ticaret ürünü olabilir mi?)	,006	,854	-,071	-,047
V37: Ürün çeşitliliği (kredi, hizmet, yatırım aracı vb çeşitlilik)	-,064	,812	-,029	-,030
V34: Kredi satışları	-,338	,730	,070	,134
V46: 2009 yılı dönem sonunda bankaların yaklaşık 21 milyar TL kar etmiş olmasında yönetiminiz veya ilgili banka yöneticilerinin krizi yönetme başarısı	-,017	,055	,720	,262
V40: 2008-2009 Finansal Kriz döneminde faiz politikanızda ölçek yönünden en büyük bankaların kararlarının takip edilme derecesi	,264	-,106	,029	,746
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:				
V38: Aktif getiri oranı (ROA)				
V39: Öz sermaye getiri oranı (ROE)				
Açıklanan Varyans: Toplam: % 73, Faktör 1: % 26.46, Faktör 2: % 19.49, Faktör 3: % 15.66, Faktör 4: % 10.97				

Tablo 3.6’a göre TBE’de kurumsal performansın ölçümüne ilişkin soru grubu dört faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 26.46’sını, ikinci faktör yüzde 19.49’unu, üçüncü faktör de yüzde 15.66’sını açıklamaktadır. Yukarıda görülen dört faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 73’tür. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün altı maddeden (41-42-43-44-45-47) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.612 - 0.904 arasında değiştiği görülmektedir. Buna göre, faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, kriz döneminde fon kaybının önemi ve korunma güdüsü olarak toplulaştırılmıştır. Beş maddeden (34-35-36-37-48) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.730 - 0.904 arasında oluştuğu görülen ikinci faktör; TBE’nin ürün çeşitliliği ve ürün satışı olarak toplulaştırılmıştır. İlk iki faktör birlikte değerlendirildiğinde, yönetimin, krizde

yaşanan fon kaybının önüne geçebilmek ve krizde yaşanan asimetrik bilginin yarattığı olumsuz etkileri en aza indirmek amacıyla kredi sınırlamasına giderek alternatif ürünlere yöneldikleri görülmektedir.

Tek maddeyle (46) açıklanan ve yük değeri 0.720 olan üçüncü faktör; üst yönetimin krizi yönetme başarısı olarak isimlendirilmiştir. Son faktör de; bir maddeden (40) oluşmakta ve faiz düzeyini belirleme politikasındaki takipçiliğin önemini ortaya çıkarmaktadır. Bu madde, gerek betimsel gerekse uygulamalı literatürde TBE'nin oligopolistik bir yapı gösterdiği sonucunu doğurmakta ve bankacılık endüstrisindeki üst yönetim tarafından da bu sonuç desteklenmektedir. Bu sonuç, TBE'nin finans endüstri içindeki ağırlıklı payı (yüzde 80) ile ilişkilendirildiğinde toplulaştırılmış hipotezler içinde yer alan B-3 hipotezini de doğrular niteliktedir.

Buna göre, her bir faktörde yer alan maddelerin içerikleri bir bütün olarak Tablo 3.4'te yer alan TE düzeyleriyle karşılaştırmalı olarak değerlendirildiğinde; üst yönetimin, kriz olgusunu doğru algıladığı ve bu krizin yarattığı tehdidin yanı sıra birimin zarar görmemesi için koruma güdüsü içinde esnek bir strateji ile fırsat arayışları içerisine girdiği söylenebilir. Endüstride azalan TE göstergesi olarak yer alan bu sonuç da B-4 hipotezini doğrulamaktadır.

Tablo 3.6'da yer alan dört faktör içinde bulunan görelilik olarak yüksek yük değerine sahip değişkenler (38. ve 39. maddeler) ölçekten çıkartılarak değerlendirildiğinde; bu değişkenlerin (ROA ve ROE) karar alma birimlerinin hedeflerine ulaşılabilirlikte en önemli değişken olduğu (\overline{ROA} :4.45, \overline{ROE} : 4.52, σ : 0.88) görülmektedir (Ek 5). Bu analitik bulgudaki en büyük pay, kriz döneminde sistematik ve sistematik olmayan risklerin yükselmesiyle takipteki alacaklar oranının artması önemli bir etkendir. Çünkü bu dönemde sorunlu hale gelen krediler için ayrılan karşılıklar kârlılığı azaltmıştır. Ancak, karar alma birimi yöneticilerin, düzenli ve etkin olarak piyasaların gözetim ve denetimini yaparak krizi doğru algılamaları, faiz oranlarını düşürmeleri, kâr dağıtımını kısıtlayarak üçer aylık bilanço dönemleri itibarıyla özsermayeye eklenmesinin sağlanması, kredi

karşılıklarının düşürülerek dönmeyen kredilerin ortaya çıkaracağı maliyetin azaltılması, ürün çeşitliliğinin yaratılması v.b. yönetim başarısı kârlılıktaki azalışı ofset etmekte takip eden dönemde kârlılık ve etkinlik tekrar artmaktadır.

3.3. TSE’de Etkinlik Analizlerine Yönelik Yaklaşımlar, Literatür Bulguları ve Analizler

Sigortacılık endüstrisi, önceki bölümlerde belirtilen işlevleri nedeniyle ekonomik gelişme ve istikrarın sağlanması için kullanılabilecek bir araç niteliğindedir. Bu aracın beklenen işlevini yerine getirebilmesi için düzgün bir sistem ve yapıya sahip olması gerekmektedir. Sigorta şirketlerinin performansı, ekonomi ve diğer çevresel unsurların yanı sıra endüstrinin kendi yapısından kaynaklanan özellikleri çerçevesinde belirlenmektedir. Bu şirketlerin performanslarının ölçülmesi, endüstrinin işleyişi konusunda bilgi verecek, beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi yönünde alınması gereken önlemlere ışık tutabilecektir.

TSE’nin, finansal kesim ve ekonominin bütünü bağlamında değerlendirildiğinde, yeterince gelişmemiş bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Yeterli derinliğe ulaşması ve ekonomiye gerekli katkıyı sağlayabilmesi için endüstrideki şirketlerin etkin çalışması önemlidir. Bu doğrultuda, bu bölümde, ilk olarak, sigorta şirketlerinde etkinliği inceleyen uluslararası ve ulusal literatüre yer verilmekte ve ardından, TSE’ndeki firmaların etkinlikleri analiz edilmektedir.

3.3.1. TSE’de Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları

1990’lı yılların başından itibaren, “finansal hizmet üreten sektörlerde etkinlik” üzerine literatürün hızla genişlediği görülmektedir. Geleneksel çalışmalar, şirketlerin, aktif kârlılığı (ROA), özkaynak kârlılığı (ROE), harcamaların primlere oranı gibi finansal oranların analizine dayanmaktadır. Son dönemde ise, bu tip çalışmalarda “parametrik ve parametrik olmayan” yöntemlerin yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir.⁵²⁹ Söz konusu bu çalışmaların bir kısmı aşağıda kısaca

⁵²⁹ Evrim Turgutlu, **Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2006,

değerlendirilmektedir.

3.3.1.1. Yabancı Ülkeler Temelli Sigortacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları

Berger ve Humphrey (1997)⁵³⁰, 21 ülkede finans sektörünü ele alan ve sınır fonksiyonları kullanılarak etkinlik analizi yapan toplam 130 çalışmanın bulunduğunu ortaya koymaktadır. Bu çalışmaların birçoğu bankacılık sektörünü ele almaktadır (Sherman ve Gold (1985), Rangan v.d. (1988), Aly v.d. (1990), Ferrier ve Lovell (1990), Berger ve Humphrey (1991), Berger (1993), v.b.). Sigortacılık endüstrisini ele alan literatür ise bankacılığa göre yeterince gelişmemiştir. Bu alana ilişkin ilk çalışmalar genellikle bankacılık sektörüne göre daha geç ortaya çıkmıştır (Weiss (1990), Weiss (1991), Cummins ve Weiss (1993), Yuengert (1993), Gardner ve Grace (1993) ilk çalışmalar olarak nitelendirilebilir).⁵³¹ Berger ve Humphrey (1997)'in incelediği 130 çalışmadan sadece sekizinin sigortacılık endüstrisiyle ilgili olduğu görülmektedir.

Finansal hizmetler içinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde en çok bankacılık yaygınlaşmış, sigortacılık endüstrisi özellikle gelişmekte olan ülkelerde geri planda kalmıştır. Literatürde, sigortacılık endüstrisini ele alan etkinlik analizlerinin en fazla ABD için yapıldığı dikkati çekmektedir. ABD dışındaki gelişmiş ülkeler Fransa, Japonya, İngiltere, Avusturya, İtalya ve İspanya ile ilgili az sayıda çalışma bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için durum daha farklıdır; bu tip ülkelerde, ekonomik ve sosyal sorunlar, toplumun sigortaya olan talebinin ve sigortacılık bilincinin henüz yetersiz olmasına neden olmaktadır.

Tablo 3.7'de, sigortacılık endüstrisindeki şirketlerin etkinliklerinin ele alındığı bazı çalışmalara yer verilmiştir. Bu çalışmalar; ülkeler, alanlar, ölçülen etkinlik türü, incelenen dönem ve kullanılan yöntem olarak sınıflandırılmıştır.

s. 151.

⁵³⁰ A. N. Berger ve D. B. Humphrey, "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Direction for Future Research", **European Journal of Operational Research**, 98, 1997, ss. 75-191.

⁵³¹ Sigortacılık endüstrisiyle ilgili ilk etkinlik analizleri, Amerikan Kongresi'nin 1990 yılında, bazı sigortacılık şirketlerinin 1980'lerin başında ödeme gücüne düşmeleriyle ilgili yayımladıkları raporda, "etkinlik" konusundaki kaygılarını dile getirmesiyle başlamıştır (Gardner ve Grace, 1993; 498).

Çalışmaların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler başlıkları altında gruplandırılmasıyla çalışmaların dağılımı konusunda daha net bir bilgi sağlanması amaçlanmaktadır.⁵³²

Tablo 3.7: Sigortacılık Endüstrisine Yönelik Etkinlik Analizleri (Ülke Deneyimleri)

Çalışma	Ülke	Faaliyet Alanı	Dönem	Etkinlik Türü	Yöntem
Gelişmiş Ülkeler					
Cummins ve Weiss (1993)	ABD	Mali sorumluluk	1980-1988	Maliyet	SFA
Yuengert (1993)	ABD	Hayat	1989	X-etkinliği	SFA
Gardner ve Grace (1993)	ABD	Hayat	1985-1990	X-etkinliği	SFA
Cummins ve Zi (1998)	ABD	Hayat	1988-1992	Maliyet	SFA-DEA
Cummins v.d. (1999)	ABD	Hayat	1988-1995	Maliyet- Hasılat	DEA
Fukuyama (1997)	Japonya	Hayat	1988-1993	Teknik	DEA
Jeng ve Lai (2005)	Japonya	Hayat-dışı	1993-1994	Teknik - Maliyet	SFA-DEA
Fecher vd. (1993)	Fransa	Hayat	1984-1989	Teknik	SFA-DEA
Hardwick (1997)	İngiltere	Hayat	1989-1993	Maliyet	SFA
Mahlberg ve Url (2003)	Avusturya	Tüm alanlar	1992-1999	Teknik	DEA
Cummins v.d. (2004)	İspanya	Tüm alanlar	1989-1997	Teknik – Maliyet- Hasılat	DEA
Turchetti ve Daraio (2004)	İtalya	Motorlu taşıt	1982-2000	Teknik	DEA
Diacon v.d. (2002)	15 AB ülkesi	Hayat-Emeklilik-Sağlık	1996-1999	Teknik	DEA
Gelişmekte Olan Ülkeler					
Liu (1994)	Tayvan	Hayat	1986-1993	Teknik	DEA
Hao ve Chou (2005)	Tayvan	Hayat	1997-1999	Maliyet	SFA
Tone ve Sahoo (2005)	Hindistan	Hayat	1982-2001	Maliyet	DEA

Kaynak: Evrim Turgutlu, **Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004, s. 153.

Tablo 3.7’de görüldüğü gibi, gelişmekte olan ülkeler kapsamındaki çalışmaların çoğu ABD ile ilgilidir. Cummins ve Weiss (1999)⁵³³, mali sorumluluk alanında maliyet etkinliğini SFA ile incelemektedir. Bu çalışmada, sigorta şirketleri büyüklüklerine göre üç sınıfa ayrılmakta ve translog maliyet fonksiyonu kullanılmaktadır. Elde edilen sonuçlar, büyük şirketlerin ortalama yüzde 90, küçük ve orta boy şirketlerin ise ortalama yüzde 80 ve yüzde 88 etkinlik düzeyine sahip olduğunu göstermektedir.

⁵³² Turgutlu, s. 152.

⁵³³ J. D. Cummins ve M. A. Weiss, “Measuring Cost-Efficiency in Property-Liability Insurance Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 17, 1993, ss. 463-481.

Yuengert (1993) ve Gardner ve Grace (1993), ABD hayat sigortası alanındaki X-etkinliği, SFA kullanılarak incelenmektedir. Yuengert (1993)⁵³⁴,e göre ortalama etkinsizlik yüzde 35 ve yüzde 50 arasındadır. Gardner ve Grace (1993)⁵³⁵, elde ettikleri etkinlik sonuçlarını açıklayan çevresel faktörleri, panel veri regresyonu aracılığıyla ortaya koymuştur. ABD hayat sigortası alanını ele alan başka bir çalışma Cummins ve Zi (1998)⁵³⁶ tarafından yapılmıştır. Bu çalışmanın literatüre en önemli katkısı, farklı yöntemlerden elde edilen etkinlik sonuçlarının karşılaştırılmasıdır. Bu amaçla, Cummins ve Zi (1998), matematiksel programlama ve ekonometrik modellerden dokuz farklı yöntem kullanarak elde ettikleri sonuçları çeşitli istatistiksel analizlerle sınımaşlardır. Bulgular, etkinlik analizlerinin, seçilen yöntemle bağılı olarak farklı sonuçlar ürettiğini ortaya koymaktadır. Cummins v.d. (1999)⁵³⁷ tarafından, hayat alanını konu alan bir başka çalışma ise birleşme ve devralmaların şirketlerin etkinliği üzerindeki olumlu etkiyi yansıtmaktadır.

ABD dışındaki gelişmiş ülkelerin sigortacılık endüstrilerinde etkinliği inceleyen az sayıda çalışma değerlendirildiğinde şu çalışmalar göze çarpmaktadır: Fukuyama (1997)⁵³⁸, Japonya hayat sigortası endüstrisindeki üretim etkinliğini belirlemek amacıyla DEA yöntemini kullanmakta; Jeng ve Lai (2005)⁵³⁹ ise, Japonya hayat dışı sigortacılık alanlarında hem üç farklı organizasyonel yapıya hem de girdi ve çıktılarının belirlenmesinde kullanılan iki farklı bakış açısına göre oluşturulan modeller çerçevesinde, şirketlerin etkinliklerini DEA yöntemiyle incelemektedir. Fecher v.d. (1993)⁵⁴⁰ tarafından yapılan bir çalışmada, bir matematiksel programlama ve bir ekonometrik model kullanılarak, Fransa sigortacılık

⁵³⁴ A. M. Yuengert, "The Measurement of Efficiency in Life Insurance: Estimates of a Mixed Normal-Gamma Error Model", **Journal of Banking and Finance**, 17, 1993, ss. 483-496.

⁵³⁵ L. A. Gardner ve M. F. Grace, "X-Efficiency in the U. S. Life Insurance Industry", **Journal of Banking and Finance**, 17, 1993, ss. 497-510.

⁵³⁶ J. D. Cummins ve H. Zi, "Comparison of Frontier Efficiency Methods: An Application to the U.S. Life Insurance Industry", **Journal of Productivity Analysis**, 10, 1998, ss. 131-152.

⁵³⁷ J. D. Cummins, S. Tennyson ve M. A. Weiss, "Consolidation and Efficiency in the U.S. Life Insurance Industry", **Journal of Banking and Finance**, 23, 1999, ss. 325-357.

⁵³⁸ H. Fukuyama, Investigating Productive Efficiency and Productivity Change of Japanese Life Insurance Companies, **Pacific-Basin Finance Journal**, 5, 1997, ss. 481-509.

⁵³⁹ V. Jeng ve G. C. Lai, "Ownership Structure, Agency Costs, Specialization, and Efficiency: Analysis of Keiretsu and Independent Insurers in the Japanese Nonlife Insurance Industry" **The Journal of Risk and Insurance**, 72, 2005, ss. 105-158.

⁵⁴⁰ F. Fecher, D. Kesler, S. Perelman ve P. Pestieau, "Productive Performance of the French Insurance Industry", **The Journal of Productivity Analysis**, 4, 1993, ss. 77-93.

endüstrisinin hayat alanında etkinlik analizi konu edilmektedir. Hardwick (1997)⁵⁴¹, İngiltere hayat sigortası alanında, SFA yöntemini kullanarak ve firma büyüklüğünü dikkate alarak maliyet etkinliğini araştırmaktadır; analitik bulgular, büyük firmaların küçük firmalara göre daha etkin olduğunu göstermektedir.

Mahlberg ve Url (2003)⁵⁴², bir başka gelişmiş Avrupa ülkesi olan Avusturya’da, sigortacılık endüstrisinin teknik etkinliğini DEA yöntemi aracılığıyla araştırmakta ve bulgular, 1994 yılından itibaren Avrupa Birliği genelinde geçerli olan, sigortacılık için Tek Pazar (Single Market) süreci açısından değerlendirilmektedir. Cummins v.d. (2004)⁵⁴³ tarafından yapılan bir çalışma ise İspanya sigortacılık endüstrisinde, hem organizasyonel yapının şirket etkinliği üzerindeki etkisi incelenmekte, hem de “etkin piyasa yapısı hipotezi” test edilmektedir. Bu çalışmada, tüm alanlar için, DEA yöntemi kullanılarak, teknik, maliyet ve hasılat etkinlikleri belirlenmektedir. Benzer olarak, Diacon v.d. (2002)⁵⁴⁴, Avrupa Birliği’nde oluşan Tek Pazar kavramının onbeş üye ülkenin sigortacılık endüstrilerinin teknik etkinlikleri üzerindeki etkisini DEA yöntemi ile araştırmaktadır. Turchetti ve Daraio (2004)⁵⁴⁵ tarafından yapılan bir çalışmada ise, İtalya motorlu taşıt sigortası alanındaki şirketlerinin teknik etkinlikleri, 1982-2000 dönemi kapsamında ele alınmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sigortacılık endüstrileriyle ilgili etkinlik analizleri oldukça kısıtlıdır. Literatürde, Liu (1994) ve Hao ve Chou (2005) tarafından Tayvan sigortacılık endüstrisinin hayat alanında etkinliği inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Liu (1994)⁵⁴⁶, DEA yöntemi ile yabancı ve yerli firmaların teknik

⁵⁴¹ P. Hardwick, “Measuring Cost Inefficiency in the UK Life Insurance Industry”, *Applied Financial Economics*, 7, 1997, ss. 37-44.

⁵⁴² B. Mahlberg ve T. Url, “Effects of the Singel Market on the Austrian Insurance Industry”, *Empirical Economics*, 28, 2003, ss. 813-838.

⁵⁴³ J. D. Cummins, M. Rubio-Misas ve H. Zi, “The Effect of Organizational Structure on Efficiency: Evidence From the Spanish Insurance Industry”, *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004, ss. 3113-3150.

⁵⁴⁴ S. R. Diacon, K. Starkey ve C. O’Brien, “Size and Efficiency in European Long-Term Insurance Companies: An International Comparison”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, ss. 444-466.

⁵⁴⁵ G. Turchetti ve C. Daraio, “How Deregulation Shapes Market Structure and Industry Efficiency: The Case of the Italian Motor Insurance Industry”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 29, 2, 2004, ss. 202-218.

⁵⁴⁶ T. Liu, “Evaluation Operating Efficiency of Life Insurance Industry in Taiwan: A Comparison of

etkinliklerin, Hao ve Chou (2005)⁵⁴⁷ ise, 1977 - 1999 döneminde 26 hayat sigortası şirketi için maliyet etkinliğini incelemekte, diğer analizlerle X-etkinliğin piyasa payı, ürün farklılaştırması ve ölçek etkinliği ile ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Gelişmekte olan bir başka ülke deneyimi olan Hindistan ile ilgili bir çalışma, Tone ve Sahoo (2005)⁵⁴⁸ tarafından yapılmıştır. Bu çalışma, hayat alanındaki şirketlerin 1982 – 2001 dönemindeki maliyet etkinliklerini DEA yöntemi ile ortaya koymaktadır.

Tablo 3.7’de görüldüğü gibi, gelişmiş ülkelerin aksine, gelişmekte olan ülkelerin sigorta endüstrilerini inceleyen etkinlik analizleri oldukça sınırlı sayıdadır. Bu alandaki literatüre yapılacak katkılar, gelişmekte olan ülke ekonomileri için yol gösterici olabilecektir.

3.3.1.2. TSE Temelli Etkinlik Çalışmaları

TSE’nin, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, ekonomi içindeki önemi ihmal edilmiştir. Türkiye’de finansal kesimin sürükleyici gücü bankacılıktır. Bu nedenle, bankacılık sektörünün etkinliğini konu alan çalışmalara sıkça rastlanmaktadır (bknz. Bu çalışmanın TBE’de etkinlik analizleri).

TSE’nde etkinliği ele alan çalışmalara son dönemlerde rastlanmaktadır. Bu çalışmaların büyük çoğunluğunda teknik etkinlik, DEA yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. Çiftçi (2004)⁵⁴⁹, TSE’nde faaliyet gösteren firmaları hayat ve hayat dışı şeklinde iki gruba ayırarak 1998 – 2002 dönemindeki etkinlik düzeylerini belirlemeyi amaçlamıştır. Çiftçi (2004), çalışmasında dört girdi (personel sayısı, acente sayısı, sabit varlıklar ve özkaynaklar), iki çıktı (prim üretim miktarı ve teknik kâr) kullanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, hayat dışı alanlarda faaliyet gösteren

Local and Foreign Companies”, *Journal of Insurance*, 2, 1994, ss. 114-126.

⁵⁴⁷ J. C. J. Hao ve L-Y. Chou, “The Estimation of Efficiency for Life Insurance Industry: The Case in Taiwan”, *Journal of Asian Economics*, 16, 2005, ss. 847-860.

⁵⁴⁸ K. Tone, and B.K. Sahoo, “Evaluating Cost Efficiency and Returns to Scale in the Life Insurance Corporation of India Using Data Envelopment Analysis”, *Socio-Economic Planning Sciences*, 39, 2005, ss. 261-285.

⁵⁴⁹ H. Çiftçi, “Türk Sigorta Sektörünün Sorunları: DEA Analizi ile Türk Sigorta Şirketlerinin Etkinlik Düzeylerinin Belirlenmesi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13, 1, 2004, ss. 121-143.

41 şirketten 11'inin etkin, hayat alanında faaliyet gösteren 12 şirketten ise 9'unun etkin olduğu belirlenmiştir. Kılıçkaplan ve Baştürk (2004)⁵⁵⁰, TSE'nde hayat dışı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin 2002 yılındaki etkinliklerini DEA ile incelemiştir. Bu çalışmada, beş girdi (personel sayısı, likit aktifler, sabit varlıklar, teknik karşılıklar, özsermaye) ve üç çıktı (alınan primler, teknik kâr / zarar ve mali gelir) kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre ele alınan 30 sigorta şirketinden 13'ü teknik olarak etkin bulunmuştur. Sezen vd. (2005)⁵⁵¹ tarafından yapılan çalışma, Türk sigortacılık endüstrisinde hayat dışı alanları ele almakta ve 1998 – 2003 döneminde bu şirketlerin etkinliklerini DEA aracılığıyla incelemektedir. Sezen v.d. (2005), girdi olarak toplam giderleri, özkaynakları ve borçlar toplamını; çıktı olarak da teknik karşılıkların toplam değerini ve ödenen tazminatlar toplamını kullanmışlardır. Burada elde edilen bulgular, 1998 yılında 7, 1999 yılında 5, 2000 yılında 7, 2001 yılında 5, 2002 yılında 8, 2003 yılında ise 11 şirketin etkin bir faaliyet içinde bulunduğunu ortaya koymaktadır. Bu çalışmanın literatüre bir başka katkısı, şirketlerin büyüklüklerine göre kümelenerek ortalama etkinlik düzeylerinin belirlenmesidir. Sonuç olarak, 1998, 1999 ve 2003 yıllarında büyük ölçekli sigorta şirketlerinin, 2000, 2001 ve 2002 yıllarında ise orta ölçekli sigorta şirketlerinin en yüksek etkinlik düzeyine sahip olduğu görülmektedir.

Kılıçkaplan v.d. (2004)⁵⁵² çalışmalarında, Türkiye'nin sigorta sektörünün Avrupa Birliği ülkeleri ile rekabet edebilirliğini ortaya koyabilmek amacıyla, Malmquist toplam faktör verimliliği (TFV) endeksi kullanılarak göreceli etkinlik analizini yapmışlardır. Bunun için 1998 – 2002 döneminde sektörde hayat dışı alanda faaliyet gösteren sigorta şirketleri araştırma kapsamını oluşturmuştur. Kılıçkaplan ve Karpat (2004)⁵⁵³, 1998-2002 yılları arasında Türkiye'deki hayat sigortası sektöründe faaliyet gösteren çeşitli büyüklükteki firmaların teknik, saf ve ölçek etkinliklerini

⁵⁵⁰ S. Kılıçkaplan ve F. Baştürk Hayırsever, "Türkiye'de Hayat Dışı Alanda Faaliyet Gösteren Sigorta Şirketlerinin 2002 Yılındaki Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi (VZA) ile Ölçülmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6/2, 2004, ss. 63-79.

⁵⁵¹ B. Sezen, H. İnce ve S. Aren, "Türkiye'deki Hayat Dışı Sigorta Şirketlerinin Veri Zarflama Analizi Tekniği ile Göreceli Etkinlik Değerlendirmesi", *İktisat, İşletme ve Finans*, 20, 2005, ss. 87-95.

⁵⁵² Serdar Kılıçkaplan, Murat Atan ve Feride Hayırsever, "Avrupa Birliği'nin Genişleme Sürecinde Türkiye Sigortacılık Sektöründe Hayat Dışı Şirketlerin Verimliliklerinin Değerlendirilmesi", *Geleneksel Finans Sempozyumu - 2004*, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Ve Yüksekokulu, 2004, ss. 105-113.

⁵⁵³ Serdar Kılıçkaplan ve Gaye Karpat, "Türkiye Hayat Sigortası Sektöründe Etkinliğin İncelenmesi", *DEÜ İİBF Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 1, Yıl: 2004, ss. 1-14.

araştırmışlardır. Çalışmada, hayat sigortası şirketlerinin etkinliği iki aşamada gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada, söz konusu sigorta şirketlerine ait girdi ve çıktı grupları etkinlik ölçümü (teknik etkinlik) amacıyla çıktı yönlü (CCR) DEA kullanılarak etkinlik skorları elde edilmiştir. İkinci aşamada ise, etkinlik üzerinde etkili olan çeşitli açıklayıcı değişkenlerin etkilerini belirlemek amacıyla DEA'dan elde edilen etkinlik skorları bağımlı değişken alınarak Tobit modeli kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, prim tahsilatları ve bu tahsilatların finansal enstrümanlara aktarılması aracılığıyla gelir sağlayan sigorta şirketlerinin sayısındaki artış, pazar paylarındaki bölünme nedeniyle, şirket başına düşen prim tutarında azalışa neden olduğundan, teknik etkinliği azaltıcı yönde bir etkiye sahiptir. Buna karşılık, şirket sayılarındaki artış, optimum ölçekle çalışma standardının ve rekabet koşullarına ilişkin kuralların uygulanma gereksiniminin oluşması nedeniyle ölçek etkinliğini arttırıcı yönde bir etkiye sahiptir.

Kasman ve Turgutlu⁵⁵⁴, 2007 yılında 1999 – 2005 dönemi için sigorta şirketlerinin teknik etkinlik düzeyini veri zarflama analizi ve stokastik sınır analizi ve şans kısıtlı veri zarflama analizi yöntemlerini kullanarak tahmin etmişlerdir. Araştırma sonucuna göre kullanılan yöntemlerin etkinlik sonuçları üzerinde önemli farklılıklar oluşturduğu tespit edilmiştir.

Kayalı (2007)⁵⁵⁵, 2000 – 2006 döneminde Türkiye’de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin teknik, saf teknik ve ölçek etkinliklerindeki gelişimi incelemektedir. Çalışmada, etkinlik değerleri veri zarflama analizi yöntemi kullanılarak hesaplanmaktadır. Etkinlik değerlerinin dönem içindeki değişimi, Malmquist toplam faktör verimlilik endeksi kullanılarak ölçülmüştür. Ampirik sonuçlar, 2000 – 2006 dönemi Türkiye’de faaliyet gösteren sigorta şirketlerin etkinlik değerlerinde artış olduğunu göstermektedir.

⁵⁵⁴ Adnan Kasman ve Evrim Turgutlu, “A Comparison of Chance-constrained DEA and Stochastic Frontier Analysis: An Application to the Turkish Life Insurance Industry”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007.

⁵⁵⁵ Cevdet Alptekin Kayalı, “2000 – 2006 Döneminde Türkiye’de Faaliyet Gösteren Sigorta Şirketlerinin Etkinlik Değerlendirmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Yönetim ve Ekonomi**, Cilt: 14, Sayı:2, Yıl: 2007, ss. 103-115.

Turgutlu, Kök ve Kasman (2007)⁵⁵⁶, 1990 – 2004 döneminde hayat dış alanlarda faaliyet gösteren Türk sigortacılık Şirketlerinde teknik etkinliği incelemektedir. Bu doğrultuda, veri zarflama analizi ve Şans kısıtlı veri zarflama analizi olmak üzere iki yöntem kullanılmaktadır. Çalışmanın bulguları, ele alınan dönemde, Türk sigortacılık endüstrisinde hayat dış alanlarda belirgin bir etkinsizlik sorunu olduğunu ortaya koymaktadır. Her iki yöntemin sonuçlarının tutarlılığı, Spearman sıra korelasyonu ve Mann-Whitney-Wilcoxon testi ile sınıanmaktadır. Yapılan sınıama testi farklı yöntemlerden elde edilen bulguların etkinlik düzeylerinin sıralamaları bakımından oldukça tutarlı olduğunu, ancak ortalama etkinlik düzeyleri ele alındığında belirgin farklılıklar gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Kasman ve Turgutlu (2009)⁵⁵⁷, 1990 – 2004 döneminde hayat dış alanlarda faaliyet gösteren Türk sigortacılık Şirketlerinde maliyet ve ölçek etkinliğini incelemektedir. SFA modelinin kullanıldığı çalışmada maliyet etkinsizliği, yüzde 18.3 ile yüzde 36.9 arasında değer almıştır. Ortalama maliyet etkinlik değerlerine göre küçük ölçekli firmalar, büyük ölçekli firmalara göre daha etkin bulunmuştur.

Tablo 3.8’de, Türk sigortacılık endüstrisindeki Şirketlerin etkinliklerinin ele alındığı bazı çalışmalara yer verilmiştir. Bu  alıŐmalar, alanlar,  l elen etkinlik türü, incelenen dönem ve kullanılan yöntem olarak sınıflandırılmıştır.

⁵⁵⁶ Evrim Turgutlu, Recep Kök ve Adnan Kasman, “Türk Sigortacılık Şirketlerinde Etkinlik: Deterministik ve Şans Kısıtlı Veri Zarflama Analizi”, **İktisat/İŞletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 22, Şubat 2007, ss.85-110.

⁵⁵⁷ Adnan Kasman ve Evrim Turgutlu, “Cost Efficiency and Scale Economies in the Turkish Insurance Industry”, **Applied Economics** ISSN 0003-6846, 41, 2009, ss.3151-3159.

Tablo 3.8: Türk Sigortacılık Endüstrisine Yönelik Etkinlik Analizleri

Çalışma	Faaliyet Alanı	Dönem	Etkinlik Türü	Yöntem
Çiftçi (2004)	Hayat ve Hayat dışı	1998-2002	Teknik	DEA
Kılıçkaplan ve Baştürk (2004)	Hayat dışı	2002	Teknik	DEA
Sezen v.d. (2005)	Hayat dışı	1998-2003	Teknik	DEA
Kılıçkaplan v.d. (2004)	Hayat dışı	1998-2002	Teknik	Malmquist TFV
Kasman ve Turgutlu (2007)	Hayat dışı	1999-2005	Teknik	DEA-CCDEA-SFA
Turgutlu, Kök ve Kasman (2009)	Hayat dışı	1990-2004	Teknik	DEA-CCDEA
Kasman ve Turgutlu (2009)	Hayat ve Hayat dışı	1990-2004	Maliyet	SFA
Kılıçkaplan ve Karpat (2004)	Hayat	1998-2002	Teknik, saf ve ölçek etkinlikleri	DEA-Tobit Model
Kayalı (2007)	Hayat ve Hayat dışı	2000-2006	Teknik, saf ve ölçek etkinlikleri	DEA-Malmquist TFV
Bülbül ve Akhisar (2004)	Hayat dışı	1999-2003	Teknik	DEA

Kaynak: Tarafımızdan düzenlenmiştir.

3.3.2. TSE’de Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi

Çalışmada daha önce belirtildiği gibi, sigortacılık endüstrisinde etkinlik analizleri, yoğun olarak gelişmiş ülkelerle ilgili yapılmaktadır. Endüstrinin gelişmekte olan ülkelerdeki durumunun ve şirketlerin performansının belirlenmesine ilişkin çalışmaların az sayıda olması, mevcut literatürün önemli bir eksikliğidir. Türk sigorta şirketlerinin performansı da diğer finansal veya reel kesim şirketlerine göre oldukça sınırlı sayıda çalışmaya konu olmuştur.

Oysa sigortacılık endüstrisinin ekonomik istikrar ve gelişme yönündeki işlevleri, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke ekonomisi için oldukça önemlidir. Sigorta şirketlerinin etkin çalışması, endüstrinin beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi yönünde gerekli şartlardan biridir. Dolayısıyla, bu endüstrideki şirketlerin etkinlik düzeylerinin hangi faktörlere bağlı olduğunun bilinmesi önemlidir. Türkiye örneği çerçevesinde, ekonomik gelişme ve istikrara önemli katkıda bulunacağı öngörülen sigortacılık endüstrisine ilişkin performansın bilinmesi, hem endüstriye özgü sorunların aşılmasına hem de ulusal kalkınma

yönünde politika geliştiren karar alma birimlerinin yol haritası oluşturmalarına yardımcı olacağı umulmaktadır. Bu çerçevede, TSE'nin önce DEA yöntemiyle teknik etkinlik düzeyleri ve Malmquist endeksiyle de TFV hesaplanmış, sonra teknik etkinlik skorlarının bağımlı değişken olarak alındığı Tobit modeli ile endüstrinin etkisizlik kaynakları araştırılmıştır. Ayrıca çalışmanın devam eden kısmında TSE'nin teknik etkinlik (yönetim etkinliği) göstergeleri sahadan elde edilmiş birincil verilerle birlikte (faktör analizi) yorumlanmak istenmiştir. Ancak, TSE'den ve TYF'dan yetersiz⁵⁵⁸ sayıda (TSE'den 28 adet, TYF'dan 12 adet) anket gelmesi nedeniyle TSE'de ve TYF'daki (bankacılık sektörü dışındaki finansal endüstri) yönetim birikiminin TE üzerindeki etkisini incelemek ve ampirik bulguların daha net bir şekilde yorumuna imkân sağlamak için bu iki endüstrinin veri tabanı birlikte analiz edilmiştir.

3.3.2.1. TSE'de Analitik Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi

Çalışmada çıktı eksenli BCC varsayımı altında DEA etkinlik değerleri ve TFV değerleri hayat dışı ve hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinde ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hayat dışı alanda faaliyet gösteren yirmi sigorta şirketine ilişkin sonuçlar Tablo 3.9'da ve hayat alanında faaliyet gösteren onbeş sigorta şirketine ilişkin sonuçlar Tablo 3.10'da verilmiştir.

Buna göre, hayat dışı alanda faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin ortalaması açısından bakıldığında, dönem başında TFV'deki değişme artış yönünde yüzde 0.09 iken, bu değişme dönem içinde yıllara göre dalgalı bir seyir izlemiştir. Başlangıç yılının yanı sıra TFV'deki değişim artış yönünde olduğu yıl 2007/2008'dir (yüzde 0.02). Buna karşın, 2006/2007 ve 2008/2009 dönemlerin verimliliklerinde düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Finansal krizin öncesine ve sonrasına denk gelen bu dönemler maruz kalınan finansal kayıpların, hem reel hem de finansal endüstriyi kapsayacak şekilde yayılma etkisiyle beraber derinleşmesi, bu döneme ilişkin verimlilik değişimini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, endüstride faaliyet gösteren şirketlerin yaklaşık yarısının sermayesi bankalara ve holdinglere aittir. Bu

⁵⁵⁸ Faktör analizinin yapılabilmesi için gereken KMO (Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy) testi geçilememiştir (yüzde 60'ın altında sonuç vermiştir).

kurumların, kriz nedeniyle mali yapılarının bozulması ve yeni kaynak girişinin tersine dönmesi sigorta şirketlerinin verimliliğine yansımıştır. Kriz döneminde görülen verimlilik artışı (yüzde 0.02), analize dâhil edilen şirketlerden yüzde ellisinin verimliliğinde meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır. Söz konusu şirketlerin, şirket yönetiminin nakit ve kaynak yönetimindeki performansından kaynaklanmakta olduğu söylenebilir. Çünkü analiz döneminde genel ortalama değerleri incelendiğinde, toplam faktör verimliliği değişim endeksinde yüzde 0,001 oranında gerileme söz konusudur. Dönemler itibarıyla, toplam faktör verimliliğindeki değişim endeksindeki gerilemenin tamamı teknolojik değişmeden kaynaklanmaktadır. Dönem içerisinde teknik etkinlik değişim endeksinde ise yüzde 0,05'lik ilerleme, yönetsel etkinliğin başarısını göstermektedir.

Karar birimleri düzeyinde TFV'deki değişim esas alındığında, onbir firmanın verimliliği artış yönünde değişirken, dokuz firmanın verimlilik değişimi azalış yönündedir. Axa Sigorta, tüm inceleme döneminde verimliliğindeki değişimini pozitif yaparken, Birlik Sigorta hiçbir dönemde teknolojik değişme düzeyine bağlı olarak verimlilik değişimini artışa çevirememiştir.

Yine, çalışmanın temel amacına bağlı olarak yönetim performansına bağlı olarak elde edilen teknik etkinlik (TE) bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem başında TE 0,99 iken, dönem içinde de yatay bir seyir izleyerek konumunu korumuştur. Araştırmaya konu olan her bir karar birimi açısından analiz sonuçlarına bakıldığında, yine başlangıç dönemindeki etkinlik ölçütleriyle dönem içi ve dönem sonundaki etkinlik ölçütlerinde önemli değişikliklerin olmadığı gözlemlenmiştir. Analize dâhil edilen yirmi sigorta şirketinden beşi etkin (AIG, Axa, Deniz Hayat, Generali ve Hür Sigorta) geriye kalan onbeşi etkinsiz bulunmuştur. Ak, Eureka ve Işık Sigorta'nın tüm dönemlerde etkinliği düşüktür.

2008 kriz yılında TE'deki değişmeye bağlı olarak TFV'nin iyileşmesi yönetimin etkinliğinin artmasından kaynaklanırken, teknolojik değişimdeki azalış ise sigorta şirketlerinin uygun ölçekte çalışmadıklarını göstermektedir.

Tablo 3.9: TSE Hayat dışı Sigorta Şirketlerinin Çıktı Eksenli DEA Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist Endeksi TFV Sonuçları

Karar Birimleri	Teknik Etkinlik (TE) Düzeyleri						Malmquist Endeksi Toplam Faktör Verimliliği (TFV)						
	2005	2006	2007	2008	2009	2005-2009 TE Ort.	Teknik Etk. Değişme Ort. (Catc-up)	Teknolojik Değişme Ortalama (Frontier)	2005=>2006	2006=>2007	2007=>2008	2008=>2009	Malmquist TFV Ortalama
AIG	1	1	1	1	1	1	0.994535	0.999174	1.000073	1.003098	1.003245	0.968438	0.993713
Aksigorta	0.993631	0.987125	0.991183	0.99556	0.996835	0.992867	1.013367	0.994417	0.994341	0.997998	1.025576	1.012553	1.007617
Anadolu Sigorta	1	1	1	0.999881	0.998542	0.999685	0.997772	0.999568	1.061967	0.930056	1.001348	0.997647	0.997755
Allianz Sigorta	1	1	1	0.99469	0.993621	0.997662	1.010314	0.982237	0.998848	1.008467	0.947833	1.011316	0.991616
Axa Sigorta	1	1	1	1	1	1	1.01261	0.993132	1.003	1.002442	1.006684	1.009753	1.00547
Aviva Sigorta	0.990487	1	1	1	1	0.998097	1.011745	0.988932	1.008663	1.001414	0.983587	1.008054	1.00043
Birlik Sigorta	1	1	1	1	0.993152	0.99863	1.001306	0.990393	0.999245	0.995047	0.996802	0.97491	0.991501
Deniz Hayat Sigorta	1	1	1	1	1	1	0.987025	0.991403	1.000449	0.990467	0.999348	0.924617	0.97872
Ergo Sigorta	1	0.996602	1	1	1	0.99932	1.013944	0.991365	0.993158	0.996454	1.019547	1.010498	1.004914
Eureko Sigorta	0.982048	0.982806	0.983392	0.967696	0.981968	0.979582	1.008225	0.992079	1.000522	0.992403	0.999408	1.008213	1.000137
Generali Sigorta	1	1	1	1	1	1	0.999997	0.99289	1.010502	0.980006	0.981774	0.999315	0.992899
Groupama Sigorta	1	0.998878	0.995764	1	1	0.998928	1.005505	0.999253	1.03056	0.969881	1.041229	0.976986	1.004664
Güneş Sigorta	1	0.998996	1	0.996232	0.996392	0.998324	1.006566	0.997033	0.998658	1.020231	0.995903	0.994856	1.002412
HDI Sigorta	0.977084	0.978616	0.993602	1	0.996821	0.989225	1.010342	0.993206	1.005273	1.007957	1.028125	0.972159	1.003379
Hür Sigorta	1	1	1	1	1	1	1.002037	0.989413	0.991598	0.988547	1.00318	0.981999	0.991331
Işık Sigorta	0.997774	0.996704	0.995678	0.986928	0.995165	0.99445	1.006315	0.993604	1.024122	0.978097	0.990994	1.005774	0.999747
Mapfre Sigorta	0.990097	0.981553	1	1	0.992362	0.992802	1.013418	0.99283	0.991804	1.054043	1.005312	0.968038	1.004799
Ray Sigorta	1	1	1	0.991555	1	0.998311	1.000599	1.003152	1.02352	0.970723	0.989715	1.030003	1.00349
Yapı Kredi Sigorta	1	0.997718	1	1	1	0.999544	1.018064	1.000594	1.055421	0.956564	1.042809	1.01792	1.018179
Zurich Sigorta	0.994332	0.995863	1	0.992555	0.978123	0.992175	0.999855	0.992542	1.00071	0.999668	0.986027	0.980689	0.991774
Ortalama	0.996272	0.995742	0.997980	0.996254	0.996149	0.996479	1.005677	0.993861	1.009622	0.992178	1.002422	0.992687	0.999227
Maksimum							1.018064	1.003152	1.061967	1.054043	1.042809	1.030003	1.018179
Minimum							0.987025	0.982237	0.991598	0.930056	0.947833	0.924617	0.97872
Standart Sapma							0.007731	0.00483	0.019964	0.025134	0.021849	0.024249	0.008393

Tablo 3.10’da TSE hayat sigortası alanında faaliyet gösteren 15 sigorta şirketinin, ortalaması açısından bakıldığında dönem başında TFV’deki değişme artış yönünde yüzde 1,4 iken, bu artış eğilim 2006/2007 yılı hariç diğer yıllarda devam etmiştir. 2005 – 2009 döneminin TFV’nin genel ortalama değişimindeki artış yüzde 0,05’tir. Bu artışın önemli bir kısmı, teknolojik değişmeden kaynaklanmaktadır. Karar birimi düzeyinde değerlendirildiğinde, hayat alanında analize dâhil edilen onbeş sigorta şirketinden onbirinin TFV’i artarken, dördünün azalmaktadır.

Teknik etkinlik (TE) bulguları değerlendirildiğinde dönem başında 0,98 iken, dönem içinde çok küçük bir artışın yanı sıra yatay bir seyir izlemiş ve ortalama 0,99 olmuştur. Analize dâhil edilen onbeş sigorta şirketinin TE düzeyinde sekizinin etkin (AIG, AK, Anadolu, Axa, Aviva, Birlik, Mapfre, Yapı Kredi), yedisinin ise etkin olmadığı (Allianz, Deniz, Ergo, Fortis, Garanti, Groupama, Vakıf) görülmektedir.

TSE’de hayat ve hayat dışı alanda faaliyet gösteren sigorta şirketleri birlikte değerlendirildiğinde, yönetim performansı olarak ele alınan TE düzeyinde bir farklılığın olmadığı ve etkinsiz bir seyir izledikleri görülmektedir. Ancak, TFV’nin değişimi esas alındığında, hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin TFV’deki ortalama değişiminin daha yüksek olduğu (yüzde 0,5) söylenebilir. Ayrıca, tüm karar alma birimlerine yönelik performans göstergelerinin dağılımını gösteren standart sapmanın analiz dönemi boyunca arttığı görülmektedir. Bu durum, sigorta şirketleri arasında verimlilik değişimlerinin önemli farklılıklar gösterdiğini ve buna bağlı rekabetin şiddetinin arttığını göstermektedir.

2001 yılı içerisinde ekonomide yaşanan daralma ve bankacılık endüstrisindeki yeniden yapılanma, sigorta şirketleri arasındaki rekabeti önemli ölçüde etkilemiştir. 2001 yılında, 11 Eylül terör saldırısı başta olmak üzere uluslararası sigorta piyasalarında görülen büyük hasarlar reasürans fiyatlarını yukarı çekerken, Ülkemizde yaşanan krizin reel sektörde yol açtığı daralma ve ekonomide yaşanan küçülme, sigorta şirketleri arasında rekabeti arttırarak primler genel düzeyinin düşmesine neden olmuştur.⁵⁵⁹

⁵⁵⁹ Kılıçkaplan ve Karpat, s. 11.

Genel olarak, kriz dönemlerinde mali kârlarda önemli ölçüde reel artışlar meydana gelirken, teknik kârlarda reel anlamda azalma meydana gelmektedir. Bunun temel nedeni ise, kriz dönemlerinde ortaya çıkan daralmanın fiyat rekabetini önemli ölçüde arttırması ve primler genel düzeyinin düşmesine neden olmasıdır. Kriz dönemlerinde, bono ve tahvil fiyatlarında görülen aşırı yükselmeler ise sigorta şirketlerinin mali gelirlerinde önemli artışlara neden olabilmektedir. Şirketin etkinliği açısından birbirine zıt bu iki faktörün net etkisi, şirket yönetiminin başarısını ortaya koymaktadır. 2007/2008 finansal kriz döneminde, hem hayat dışı hem de hayat sigortalarında faaliyet gösteren firmaların etkinlik düzeylerindeki artış bu dönemde şirket yönetiminin başarılı olduğunun bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Buna karşın; etkinlik değerlerinin düşük olduğu dönemlerde yaşanan teknik kârlardaki azalışın mali kârlardaki artış ile telafi edilememesi, söz konusu yıllarda etkinlik düzeylerinin düşmesine neden olmaktadır. Ayrıca kriz dolayısıyla yaşanan risk artışı ve enflasyonist baskılar, sigorta şirketlerinin özkaynak düzeylerinin zayıflamasına ve teknik sonuçların bozulmasına neden olabilmektedir.

Ayrıca, Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren birçok şirket, banka iştirakidir. Dolayısıyla, bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve sorunlar, sigorta şirketlerine de yansımaktadır. Türkiye ekonomisinin derin finansal krizler yaşadığı yıllarda bankalar çeşitli risk ve ödeme güçlükleri yaşamıştır. Bu dönemde, bankaların yaşadığı darboğaz sigorta şirketlerinde de görülmüştür.

Tablo 3.10:TSE Hayat Sigorta Şirketlerinin Çıktı Eksenli TE Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları

Karar Birimleri	Teknik Etkinlik (TE) Düzeyleri						Malmquist Endeksi Toplam Faktör Verimliliği (TFV)						
	2005	2006	2007	2008	2009	2005-2009 TE Ort.	Teknik Etk. Değişme Ort. (Cate-up)	Teknolojik Değişme Ort. (Frontier)	2005=>2006	2006=>2007	2007=>2008	2008=>2009	Malmquist TFV Ortalama
AIG	1	1	1	1	1	1	0.995223	1.000382	0.999987	1.015541	1.024524	0.943375	0.995857
AKSigorta	1	1	1	1	1	1	0.994782	1.020651	1.005583	0.999927	0.952779	1.100739	1.014757
Anadolu Sigorta	1	1	1	1	1	1	0.977204	1.006656	1.015093	0.951667	0.986285	0.97586	0.982226
Allianz Sigorta	0.983589	1	0.997185	1	1	0.996155	1.016127	0.999768	1.063582	0.959244	1.045273	0.992416	1.015129
Axa Sigorta	1	1	1	1	1	1	1.021675	1.002582	1.05854	0.988196	1.039646	1.008584	1.023742
AvivaSa	1	1	1	1	1	1	1.041794	0.996472	1.000137	0.999721	1.019687	1.096081	1.028907
Birlik Hayat	1	1	1	1	1	1	0.986298	1.010834	1.004517	0.996753	0.966014	1.01985	0.996783
Deniz Hayat Sigorta	1	1	1	1	0.925915	0.985183	0.977991	1.006644	1.05459	0.950057	0.976398	0.956265	0.984328
Ergo Emeklilik Hayat	0.9704	0.992086	0.989105	1	0.972577	0.984834	0.995927	1.009517	0.991473	0.990712	1.05318	0.981677	1.00426
Fortis Emeklilik ve Hayat	0.965799	0.981093	0.989074	0.997234	0.928793	0.972399	0.992555	1.015393	0.981234	1.011558	1.054095	0.970034	1.00423
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.	0.913519	0.929006	0.930415	0.934799	0.930268	0.927601	0.994483	1.006906	1.009128	0.990561	1.008056	0.996995	1.001185
Groupama Emeklilik A.Ş.	1	0.994257	1	1	1	0.998851	0.994859	1.011308	0.981984	1.013391	1.003879	1.021746	1.00525
Mapfre Sigorta	1	1	1	1	1	1	1.000956	1.002393	0.983782	0.996432	1.006622	1.026701	1.003384
Vakıf Emeklilik	0.995684	1	1	1	1	0.999137	1.022966	0.98414	1.01896	1.003594	1.004768	0.99522	1.005636
Yapı Kredi Sigorta	1	1	1	1	1	1	0.999644	1.015569	1.053212	0.963631	1.008036	1.017404	1.010571
Ortalama	0.988599	0.993096	0.993718	0.995468	0.983836	0.990943	1.000832	1.005948	1.014787	0.988732	1.00995	1.006863	1.005083
Maksimum							1.041794	1.020651	1.063582	1.015541	1.054095	1.100739	1.028907
Minimum							0.977204	0.98414	0.981234	0.950057	0.952779	0.943375	0.982226
Standart Sapma							0.017659	0.008959	0.028953	0.022063	0.03073	0.044445	0.012726

3.3.2.2. TSE’de Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli

DEA teknik etkinlik sonuçları değerlendirildiğinde, TSE’deki şirketlerin 2005 – 2009 döneminde etkinsizlik sorunuyla karşı karşıya olduğu belirlenmiştir. Sigortacılık endüstrisinin ekonomik istikrar ve gelişme yönündeki işlevleri, daha önceki bölümlerde ele alındığı gibi, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke ekonomisi için oldukça önemlidir. Sigorta şirketlerinin etkin çalışması, endüstrinin beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi yönünde gerekli şartlardan biridir. Dolayısıyla, bu endüstrideki şirketlerin etkinlik düzeylerinin hangi faktörlere bağlı olduğunun bilinmesinde büyük fayda vardır.⁵⁶⁰ Bulguların, endüstrinin daha etkin çalışması için geliştirilecek politikalara ışık tutması, bu tür çalışmaların önemini daha da arttırmaktadır.

Yine bu önem doğrultusunda, Tablo 3.11’de yer alan Tobit modeli çalışmanın yönteminde de belirtildiği şekilde tanımlanmış ve sonuçlar, ekonometrik ve istatistiksel ölçütler çerçevesinde aşağıdaki şekilde rapor edilmiştir.

Tablo 3.11: TSE’de Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Model Bulguları

Bağımlı Değişken: Teknik Etkinlik Düzeyi

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	z-istatistiği	Olasılık.
Toplam Aktifler (TA)	0.002432*	0.000434	5.603593	0.0000
Özkaynak Kârlılığı (ROE)	-0.001754**	0.000764	-2.294911	0.0217
Toplam Primler/Özkaynaklar (PREQ)	0.006067*	0.000974	6.229291	0.0000
Kukla Değişken (OWN)	-0.037855***	0.020765	-1.823071	0.0683
Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI)	0.002208*	0.000662	3.334002	0.0009
Likit Varlıklar/Toplam Aktifler (LTA)	0.000836***	0.000500	1.673003	0.0943
Primlerin/Toplam Aktifler (PRTA)	0.001658*	0.000622	2.664429	0.0077
Özkaynaklar/Toplam Aktiflere (ETA)	-0.001216**	0.000597	-2.037977	0.0416
Prim Üretimi/GSMH (PPEN)	0.002221*	0.000817	2.717595	0.0066
Aktif Kârlılığı (ROA)	0.001918****	0.009185	0.208816	0.8346
SCALE:C(11)	0.046795	0.005593	8.366602	0.0000
Log likelihood	57.50649	Hannan-Quinn criter.		-2.488772
Breusch-Pagan	0.801 (0.2436)			

Not: *, ** ve *** sırasıyla % 1 , % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı, **** ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirtmektedir.

⁵⁶⁰ TSE’deki etkinsizliğin kaynaklarının araştırılmasında; Turgutlu, 2006, ss. 190-209’da yer alan metodolojiden yararlanılmıştır.

Burada, modelde yer alan açıklayıcı değişkenler TBE’de yapıldığı gibi önce firma tarafından kontrol edilemeyen değişkenler (PREQ, OWN, HHI, PRTA, PPEN, ROE VE ROA) ve daha sonra firma içi kontrol edilebilir değişkenler (TA, LTA, ETA) olarak gruplandırılmıştır.

Firma tarafından kontrol edilemeyen değişkenlerden ilki, toplam primlerin özkaynaklara oranı (sigorta kaldıraç oranı- PREQ)’dır. Bu tahmincinin etkinliği açıklama gücü (0.0060) olup pozitif işaretlidir. PREQ, sigorta şirketleri için belirgin bir risk göstergesi olmanın yanı sıra mevcut kaynaklarını kullanma performanslarını yansıtmakta ve şirketin özkaynaklarıyla karşılayabileceği prim düzeyini göstermektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, PREQ, belirli düzeye kadar, şirketin performansı üzerinde olumlu bir etki yapabilecektir. Ancak belli bir düzeyden sonra, riskin artması nedeniyle, şirketin performansının olumsuz etkilenmesi beklenmektedir. Bu durum, PREQ’nun açıklama gücünün zayıf olmasıyla (0.0060) da ilişkilendirilebilir.

Yerli ve yabancı şirketler arasında, etkinlik yönünden bir farklılık olup olmadığını ortaya koymak amacıyla yabancı şirketleri temel alan bir kukla değişken (OWN)⁵⁶¹ modele dâhil edilmiştir. Söz konusu değişkenin işareti negatif olup etkinliği açıklama gücü diğer değişkenlerden daha yüksektir (-0.037). Bunun, TSE’deki yabancı şirketlerin 2007/2008 küresel krizinden olumsuz etkilenmelerinden kaynakladığı düşünülmektedir. Diğer bir ifadeyle bu sonuç, yabancı sermayeli sigorta şirketlerinin uluslararası faaliyet göstermesi, büyük ölçekli olmaları ve arkasında yabancı sermaye desteğinin bulunması gibi avantajları, küresel krizde şirketlerin kendini koruma güdüsüyle hareket etmesi nedeniyle dezavantaja dönüştüğünü göstermektedir.

Hipotez (b-4) çerçevesinde değerlendirilen ve piyasaya özgü etkileri yansıtan

⁵⁶¹ Çalışmanın kapsadığı, 2005 – 2009 döneminde, TSE’de yabancı şirketlerin de faaliyet gösterdiği bilinmektedir. Yerli ve yabancı şirketler arasında, teknik etkinlik yönünden bir farklılık olup olmadığını ortaya koymak amacıyla, firmaya özgü bir başka değişken olarak, OWN kukla değişkeni modele dâhil edilmiştir. Sigorta şirketlerinin sermaye bileşiminde yüzde 50 ve daha büyük bir oranda yabancı payın bulunması durumunda ele alınan şirket “yabancı” olarak nitelendirilmiş; kukla değişken değeri 1 olarak tanımlanmıştır.

Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI)'nin de etkinlik üzerinde belirleyici ve işaretinin pozitif olduğu görülmektedir (0.0022). HHI, sigortacılık endüstrisindeki yoğunlaşma düzeyini temsil etmektedir. HHI değişkenine ait katsayının, pozitif olması, endüstrideki yoğunlaşmanın artmasının, şirketlerin etkinlik düzeyi üzerinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu durum, şirket büyüklüğü ile TE arasındaki pozitif yönlü ilişki ile örtüşmektedir. Sigorta şirketlerinin bilançolarının aktif kısmında, sigortalılar, acenteler, reasürans şirketleri ile ilişkilerinden doğan alacak hesapları yer almaktadır. Bu hesapların büyüklüğü, bir anlamda, şirketin piyasada yaygınlaşma düzeyini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, sigortacılık endüstrisinde yoğunlaşmanın arttığı dönemlerde, etkinlik düzeyinin de artması, endüstriye hâkim olabilecek büyüklükte şirketlerin daha yüksek etkinliğe sahip olduklarını ortaya koymaktadır.

Hipotez (b-2) çerçevesinde değerlendirilen ve şirketlerin etkinliği üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu belirlenen bir başka değişken, primlerin toplam aktiflere oranı (PRTA)'dır. Sigorta şirketlerinin, hizmet yaratma kapasitesini gösteren bu değişkenin, etkinlik üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu görülmektedir (0.0016). PRTA, aynı zamanda, sigorta şirketlerinin varlıklarına göre satın aldıkları risk düzeyini de ifade etmektedir. Dolayısıyla, risk almada daha kararlı davranan şirketlerin, ele alınan dönemde daha yüksek etkinliğe sahip oldukları ortaya konulmaktadır. Analiz döneminde yaşanan 2008 finansal krizi nedeniyle, yüksek risk yüksek getiri içerisinde riski iyi yönetmeyi başarabilen şirketlerin mali kârlarını arttırarak etkinliklerini iyileştirdiklerini söyleyebiliriz. Bu sonuç, 2008 kriz döneminde kaynaklarını iyi yöneten şirketlerin TE ve TFV sonuçlarının da artış yönünde çıkmasıyla örtüşmektedir.

Hipotez (b-4 ve B-4) çerçevesinde değerlendirilen ve sigorta şirketlerinin etkinliği üzerinde belirleyici olduğu düşünülen bir başka değişken, toplumsal sigorta bilinci olarak kabul edilen prim üretiminin GSMH'ya oranı (PPEN)'dir (0.002). Sigorta prim üretiminin GSMH içindeki payının artması, endüstrinin derinleştiğini ve toplumda yaygınlaştığını göstermektedir. Bu durum, şirketler arasındaki rekabeti arttıracak ve şirketler üretim süreçlerini etkinleştirmek yönünde önlemler alacaktır.

Ayrıca bu parametre, (talep yönünden) risk satın alan karar birimlerinin risk satın almadaki kararlılık ve fayda yaratma bilincinin iki yanlı etkileşimini açıklamaktadır.

Etkinliği açıklayıcı olarak ele alınan ve firmalar tarafından kontrol edilemeyen önemli faktörlerden ikisi de, aktif kârlılık değişkeni (ROA) ve özkaynak kârlılık değişkeni (ROE)'dir. Bilanço kârının sırasıyla toplam aktiflere ve özkaynaklara oranını gösteren, aktif kârlılığı (ROA), ve özkaynak kârlılığı (ROE), şirketlerin yatırımlarının getirisini yansıtmaktadır. ROA, sigorta şirketi tarafından kullanılmış tüm varlıkların getirisini; ROE ise yalnız hisse sahipleri tarafından yapılmış yatırımların getirisi üzerinde yoğunlaşmaktadır.⁵⁶² Bu bağlamda, ROA ile finansal performans ve etkinlik düzeyi arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. ROE ile etkinlik düzeyi arasındaki ilişkinin yönü ise hisse sahiplerinin (Şirket sahiplerinin) kârlı yatırımlar yapıp yapmadığını ve kârlarını şirket özkaynaklarına ekleyip eklemediklerine bağlı olacağı öngörülmektedir. Buna göre, ROE parametresinin etkinlik üzerindeki etkisi negatif (-0.001) çıkmıştır. Bu durum, yüksek oranda özkaynak tutan şirketlerin, üretime yönlendirebilecekleri kaynakları bir anlamda atıl tuttuklarını ve dolayısıyla üretimlerini kısmalarından kaynaklanabilmektedir. Ayrıca, bu sonucu, kaynak tahsisinde etkinliği sağlayamayan ve işlem maliyetlerini azaltamayarak iyi bir yönetim performansı gerçekleştiremeyen hisse sahiplerinin söz konusu dönemde yaptıkları yatırımlardan yüksek getiri elde edemedikleri şeklinde de yorumlayabiliriz. Aktif kârlılık değişkeni (ROA) ile etkinlik arasında da öngörüldüğü gibi pozitif bir ilişki elde edilmiştir (0.001). Ancak değişken istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu nedenle, değişkenin etkinlik üzerindeki etkisinin yorumlanması tutarsız ve sapmalı olacaktır. Bu durum, analiz döneminde sigorta şirketlerinin kârlarını özsermayeye eklemeleri ve şirket tarafından kullanılmış tüm varlıkların getirisinin kriz, nedeniyle belirsizleşmesinden kaynaklı olabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Bu çalışmanın ikinci bölümünde incelenen kuramsal çerçeve ve sigorta şirketlerinin etkinliğini araştıran birçok çalışma esas alındığında, şirket büyüklüğünün, etkinliği belirleyici bir unsur olarak ele alındığı gözlemlenmektedir.

⁵⁶² R. W. Kolb, ve R.J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, (Çev. Ali İhsan Karacan), Sermaye Piyasası Kurulu: Ankara, 1996, s. 35.

Sigorta şirketlerinin büyüklüğü ve etkinlik düzeyleri arasındaki ilişkinin belirlenmesi, endüstrinin yapılandırılması için önemli bir gösterge olabilecektir. Bu doğrultuda oluşturulan hipotez (B-2) çerçevesinde ve firma içi kontrol edilebilir değişken olarak şirketlerin toplam aktif büyüklüğü (TA) modele alınmıştır. Buna göre, şirketin ölçeğini temsil eden TA'nın, TE üzerinde belirleyici ve işaretinin pozitif olduğu görülmektedir (0.002). Bu sonuç, beklentiyle ve uygulamalı literatürde yer alan bulgularla örtüşmektedir; şirketin, ölçeği arttıkça, TE düzeyinin de arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, toplam aktif büyüklüklerine göre bir değerlendirme yapıldığında TSE'de birkaç büyük şirketin piyasaya hâkim olduğu ancak çok sayıda küçük şirketin de yer aldığı bir yapı dikkati çekmektedir. Dolayısıyla, TSE genelinde etkinliğin artırılabilmesi için, birleşme veya satın almalar yoluyla, daha büyük ölçeğe sahip şirketlerin piyasaya hâkim olması gerekmektedir.

Firma içi kontrol edilebilir değişken olarak ele alınan bir diğer parametre ise likit varlıkların toplam aktiflere oranı (LTA)'dır. Sigorta şirketlerinin aktif yapıları içinde kasa ve bankalar, menkul kıymetler, alacaklar ve sabit varlıklara ait değerler yer almaktadır. Sigortacılıktan beklenen fonksiyonların güven ve likidite ilkeleri ile yakından bağlantılı olması nedeniyle, söz konusu varlıkların yönetimi ile etkinlik arasında bir ilişki olduğu düşünülmektedir.⁵⁶³ Buna göre, LTA'nın TE üzerinde belirleyici ve işaretinin pozitif olduğu görülmektedir (0.002). Parametrenin büyüklüğüne bakıldığında, etkinliği açıklama gücünün zayıf olduğu görülmektedir. Bunun nedeni şu şekilde açıklanabilir: zaman zaman yaşanan ekonomik krizler nedeniyle mali bünyeleri zayıflayan ve nakit sıkıntısı çeken sigorta şirketlerinin hasar bedellerini, 3-4 ayı aşan bir gecikmeyle ödemeleri, sigortalıların hak ve menfaatlerinin zarar görmelerine neden olmuş ve sigorta şirketleri hakkında olumsuz düşünceler ön plana çıkmıştır. Diğer taraftan mali bünyeleri ve likiditeleri zayıf olan şirketlerin nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tarife uygulamalarında, maliyet ve kâr ilişkisi yapmadan, hasar/prim oranlarını ve teknik kârlılık durumlarını dikkate almadan tarife fiyat uygulamalarına geçmeleri, iyi durumdaki diğer sigorta şirketlerini de bu yola yöneltmiştir.⁵⁶⁴ Sigorta Murakabe Kanunu'nun bazı

⁵⁶³ Serdar Kılıçkaplan ve Feride Hayırsever Baştürk, "Tobit Modeli Kullanılarak Türk Sigorta Sektöründe Etkinlik Değişmesinin Ölçülmesi", **Mevzuat Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 88, Nisan 2005, s. 7.

⁵⁶⁴ Selma Alkan, **Sigorta Sektörü**, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Sektör Araştırmaları Serisi/No:

maddelerinin iptal edilmesi ve müeyyidelerinin yetersiz kalması nedeniyle mevzuatın ön gördüğü asgari peşin prim tahsilatı ve taksit sürelerine uyulmaması ve yaşanan kriz prim tahsilatını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu, sigorta şirketlerinin likiditesini ve mali bünyelerini zayıflatmıştır. Ayrıca şirketlerin aktiflerinin yaklaşık yüzde 50'den fazlası getirisi olmayan alacak, kasa ve bankalar kalemlerinden oluşmaktadır.

Hipotez (b-1) çerçevesinde modele dâhil edilen piyasaya özgü etkileri yansıtan bir diğer değişken, özkaynakların toplam aktiflere oranı (ETA)'dır. ETA, hem sigortacılık endüstrisiyle ilgili yasal düzenlenmelerin etkilerini yansıtmakta, hem de şirketlerin sermaye düzeyinin yeterliliği konusunda fikir vermektedir. Bunun yanı sıra ETA, şirketin kaynaklarının ne kadarının, şirketin sahip(ler)i tarafından sağlandığını göstermektedir. Özkaynaklar, şirketlerin ekonomik bir değer oluşturması yönünde ve alacaklarına karşılık bir güvence oluşturmaktadır. Bu nedenle, yeterli bir özkaynak düzeyine sahip sigorta şirketleri, tazminat ödemesi konusunda daha yetkin olarak algılanacaktır. Sigorta ettirenler, bu tip şirketlere daha fazla güven duyacak ve sigorta taleplerini bu şirketlere yönlendireceklerdir. Buna göre, ETA'nın etkinlik üzerinde pozitif etkiye sahip olması beklenmektedir. Ancak, sigorta şirketlerinin kaynaklarını yüksek tutmaları, riskten kaçındıklarının bir işareti olarak da yorumlanabilmektedir. Riskten kaçınma ise şirketin üretimini olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, bilindiği gibi, sigortacılık endüstrisi, Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliği (26.12.1994 tarih, 22153 sayılı) ile belirli düzenlemelere tabidir. Bu yönetmeliğe göre her şirket, en az yönetmelikte belirtilen tutarda teminatı yine yönetmelikte belirtilen kıymetler şeklinde tutmak ve bunları bilançolarının aktiflerinde yansıtmakla yükümlüdür⁵⁶⁵. Gerek 2001 yılı sonrası finans endüstrisinde gerçekleştirilen yeniden yapılanma gerekse TSE'deki şirketlere getirilen düzenleyici önlemler uzun vadede olumlu etkiler yaratacağı düşünülse de; TSE'nin yaklaşık yüzde 50'sinin küçük ölçekli şirketlerden oluşması dikkate alındığında bu şirketlerin yasal zorunlulukları yerine

22, 2000, s. 18.

⁵⁶⁵ TL ve döviz mevduatı, devlet tahvilleri, hazine bonoları, devletin ihraç ettiği menkul değerler, TCMB tarafından sigorta şirketi adına düzenlenen muvakkat makbuzları, sermayesi en az yüzde 51'i devlete ait olan şirketlerin hisse senetleri, teminatlarının yüzde 30'unu aşmaması koşuluyla borsada işlem gören hisse senetleri ve tahviller, yatırım fonu katılma belgeleri ve teminatlar içindeki payı yüzde 50'yi aşmamak koşuluyla gayrimenkuller teminat olarak kabul edilecek kıymetlerdir.

getirebilmek için üretim kapasitelerini daraltmak zorunda kalmaları sigorta şirketlerinin etkinliği açısından olumsuz etki yaratabilmektedir. Nitekim, ETA'nın etkinlik üzerinde belirleyici etkisi negatif bulunmuş, ancak yukarıda yapılan açıklamalar dolayısıyla da etki zayıf (-0.001) çıkmıştır. Bu sonuç, toplam aktiflerine göre yüksek oranda özkaynak tutan şirketlerin, üretime yönlendirebilecekleri kaynakları bir anlamda atılda tuttuklarını, dolayısıyla kaynak tahsisinde başarısız olduklarını ve üretimlerini kısıttıklarını yansıtmaktadır. Benzer bir sonuç, Turgutlu (2006) ve Cummins v.d. (2004) tarafından yapılan çalışmalarda da gözlemlenmiştir. Bu çalışmalarda yapılan açıklamaya benzer olarak, endüstride şirket evliliklerinin ve devralmalarının artması, bu soruna bir ölçüde çözüm olabilecektir.

3.4. TYF'da Etkinlik Analizlerine Yönelik Yaklaşımlar, Literatür Bulguları ve Analizler

Finans literatüründe, fonların yatırım performansı, çoğunlukla, getiri oranının riske oranı ile ölçülmektedir. CAPM çıkışlı Sharpe, Treynor, geliştirilmiş Sharpe ve Jensen ölçütleri gibi rasyolar⁵⁶⁶ sıklıkla kullanılmaktadır.⁵⁶⁷ Geleneksel yöntemlere bir alternatif olarak DEA, çoklu kavram ve/veya çoklu girdi yapısı temelli özelliğiyle, karar verme birimlerinin göreceli performanslarının ölçümüne imkân tanıyan optimizasyon temelli bir teknik olarak bu alanda da yaygın kullanılmaya başlanmıştır.⁵⁶⁸

DEA'nın yatırım fonları performans ölçümüne uygulanması için öncelikle sabit ve değişken getiri skalasının (büyüklüğünün) üzerinde durulması gerekmektedir. Özellikle yatırım fonlarında optimum fon büyüklüğü önemli bir problemdir. Bir tarafta yatırım fonları kendi stratejilerini uygulamak için kesin minimum bir büyüklüğe sahip olmak durumundadırlar. Örneğin, sabit getirili arbitraj stratejileri ile çok küçük piyasaların verimsizliği sadece büyük sermayeli yatırım

⁵⁶⁶ Bu ölçütlerle ilgili daha geniş bilgi için bkz. Ural, ss. 41-49.

⁵⁶⁷ Huyen Nguyen ve Thi Thanh, "On the Use Data Development Analysis in Hedge Fund Performance Appraisal", İnternet Adresi: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/12/02/92/PDF/Nguyen_Hedge_FundPerformance_DEA_200612.pdf, 2006, (Erişim tarihi: 02.12.2007), s. 13.

⁵⁶⁸ A. Basso ve S. Funari, "A Data Envelopment Analysis Approach to Measure the Mutual Fund Performance", *European Journal of Operational Research*, Cilt: 135, Vol: 2, 2001, s. 5.

fonları ile kazançlı hale getirilebilir. Bundan başka, sabit maliyet indirimlerinin sonuçları daha büyük fonlarda daha etkin çalışmaktadır. Bu iki etki yatırım fonlarının skala avantajını ve azalan getiri skalasını kapsadığını göstermektedir.⁵⁶⁹

Diğer taraftan, yatırım fonları çok geniş bir skala dezavantajına sahiptir. Öncelikle, büyük yatırım fonları kendi alım satım (trade) hareketleri ile piyasa fiyatlarını etkileme riskini yaratmaktadırlar. İkinci olarak, kârlı yatırım fırsatlarını bulmak, büyüyen fon büyüklüğü ile daha da zorlaşmaktadır. Bu durum sadece çok kapalı piyasa durumunda bazı yatırım fonları için kısmen doğru olabilir. Sonuç olarak, yatırım fonlarının aynı zamanda skala dezavantajına ve azalan getiri skalasına sahip olduğunu söyleyebiliriz.⁵⁷⁰ Özetle, büyüklük (skala) avantajının ve dezavantajının nasıl çalıştığı bilinmemektedir. Yukarıda sözü edilen durum, küçük yatırım fonlarının başlangıçta artan getiriler sağladığı, fakat daha sonra kesin bir büyüklüğe ulaştıktan sonra azalan getiri skalasına girdiğini işaret etmektedir.⁵⁷¹

Yatırım performansının ölçülmesi yatırım sürecinin bir parçasıdır ve yapılan yatırımın değerlendirilmesi yatırımcılar açısından yeni yatırım kararlarının yönlendirilmesinde büyük önem taşımaktadır. Bu doğrultuda, bu bölümde, ilk olarak, yatırım fonlarının etkinliğini inceleyen uluslararası ve ulusal literatüre yer verilmekte ve ardından, yatırım fonlarının etkinlikleri analiz edilmektedir.

3.4.1. TYF’da Etkinlik Yönlü Literatür Bulguları

Açık uçlu ve kapalı uçlu fonların performans etkinliğinin veri zarflama analizi ile gerçekleştirildiği çalışmalar yabancı literatürde yer almaktadır.⁵⁷² Murthi

⁵⁶⁹ M. Eling, “Performance Measurement of Hedge Funds Using Data Envelopment Analysis”, **Swiss Society for Financial Market Research**, 2006, s. 448.

⁵⁷⁰ Eling, s. 449.

⁵⁷¹ Eling, s. 449.

⁵⁷² Uluslararası literatürde, diğer kuruluşların finansal enstrümanlarına yatırım yapan ve kâr elde etmek için bu yatırımları yöneten iki fon (kollektif yatırım kuruluşu) türü ön plana çıkmaktadır. Bu iki fon türünden açık uçlu fon, oluşturulan yatırım portföyünü temsil eden payları (katılma belgesi) yatırımcıya doğrudan satan ve yatırımcının satmak istemesi halinde de net varlık değeri üzerinden geri satın alan fondur. Kapalı uçlu fon ise, yatırım portföyünü temsil eden payları (hisse senedi) ihraç etmekte ancak net varlık değeri üzerinden satın almamaktadır. Kapalı uçlu fonların ihraç ettiği paylar, fiyatların arz ve talep koşulları tarafından belirlendiği ikincil piyasalarda alınıp satılmaktadır (Wei Wang Rowe ve N. Davidson Wallace, “Fund Manager Succession in Closed-End Mutual Funds”, **The**

(1997), DEA'yı yatırım fonları performansına ilk olarak uygulayan çalışmayı yapmıştır. Devam eden yıllarda (1997, 1999 ve 2001) Basso ve Funari 47 yatırım fonunun performansının ölçülmesinde DEA'yı kullanmıştır. McMullen ve Strong (1998), Bowlin (1998), Morey ve Morey (1999) ve son olarak Choi ve Murthi (2001) yaptıkları çalışmalar ile yatırım fonları performansının ölçülmesinde bu analizden faydalanmışlardır. Gregoriou (1997), (2001), (2003) farklı yıllarda yaptığı çalışmalarda veri zarflama analizi ile 168 yatırım fonunun performansını incelemiştir. Ek olarak, yine Gregoriou (2005) 446 hedge fonunu aynı girdi çıktılarıyla incelemiştir. Aynı yıl Wilkens ve Zhu tarafından 2001 ve 2002 yıllarına ait verilerle 271 hedge fonu incelenmiştir. Nguyen-Thi-Thanh (2006) ise, 2000 ve 2004 yılları arasında 38 hedge fonu performansında DEA analizini kullanmıştır. Aşağıda söz konusu bu çalışmalara kısaca yer verilmektedir.

3.4.1.1. Yabancı Ülkeler Temelli Yatırım Fonlarında Etkinlik Çalışmaları

Murthi v.d. (1997)⁵⁷³ 731 tane yatırım fonunu kapsayan çalışmalarında veri zarflama analizine dayalı bir portföy etkinlik endeksi kullanarak yedi farklı yatırım fonu kategorisinde yer alan fonların etkinliğini karşılaştırmaktadırlar. Çalışmada, tek çıktı olarak getiri oranının; dört adet girdi olarak da; fonun gider oranı, satış komisyonu oranı, devir hızı ve standart sapmanın belirlendiği veri zarflama analizine dayalı olarak etkinlik endeksi hesaplanmıştır. Çalışmanın bulguları; saldırgan büyüme amaçlı (agressive growth), varlık tahsisi amaçlı (asset allocation), gelir

Financial Review, 35, 2000, ss. 55.). En yaygın olarak karşılaşılan açık uçlu fon; yatırım fonlarıdır (mutual fund). Kapalı uçlu fon kavramı Amerika Birleşik Devletleri'nde kapalı uçlu yatırım şirketine karşılık gelirken İngiltere'de investment trust'a karşılık gelmektedir. Türkiye'de ise, payları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda alınıp satılan "Borsa Yatırım Fonları (exchange traded funds)" ile "Yatırım Ortaklıkları" kapalı uçlu fon olarak yer almaktadır. Yatırım ortaklıkları ise; "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları", "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları" ve "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları" olmak üzere üç türden oluşmaktadır (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İnternet Adresi: <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm#fon> (Erişim tarihi: 14.12.2007). Sermaye Piyasası Kurulu, İnternet Adresi: http://www.spk.gov.tr/kyd/yo/yo_index.html?tur=, (Erişim tarihi: 14.12.2007).). Menkul kıymet yatırım ortaklıkları da kapalı uçlu fonlar olduğu için, veri zarflama analizi kullanarak fonlarının etkinliğinin değerlendirilmesine ilişkin literatürden bahsetmekte yarar vardır. Literatür değerlendirmesi, sadece Türkiye'deki yatırım fonu kavramının karşılığını değil, uluslararası literatürde açık ve kapalı uçlu tüm fonları kapsayan fonları (kollektif yatırım kuruluşlarını) içermektedir.

⁵⁷³ B. P. S. Murthi, Yoon K. Choi ve Preyas Desai, "Efficiency of Mutual Funds and Portfolio Performance Measurement: A Non-Parametric Approach", **European Journal of Operational Research**, 98, 1997, ss. 408-418.

amaçlı hisse senedi (equity income) ve gelir amaçlı (income) yatırım fonu kategorilerinin diğer üç kategori ile karşılaştırıldığında görece olarak kaynak kullanımında daha etkin olduklarını göstermektedir. Choi ve Murthi (2001)⁵⁷⁴ ise, yine aynı 731 yatırım fonunu yedi farklı yatırım fonu kategorisine ayırarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında veri zarflama analizine dayalı alternatif bir değerlendirme ölçütü kullanmaktadırlar. Söz konusu ölçüt farklı yatırım fonlarının işleyişinde potansiyel olarak farklı olan ölçek ekonomileri veya ölçeye göre getirileri de dikkate almaktadır. Çalışmada hem yedi yatırım fonu kategorisindeki 731 adet yatırım fonunun tamamı veri zarflama modeline dâhil edilerek kategorilerin ortalama etkinlikleri karşılaştırılmakta, hem de yatırım fonları ait oldukları kategori içindeki diğer fonlarla birlikte her bir kategori için farklı veri zarflama modellerine dâhil edilerek kategorilerin ortalama etkinlikleri karşılaştırılmaktadır. 731 adet yatırım fonunun tamamının dâhil edildiği veri zarflama modeli sonuçlarına göre, “gelir amaçlı yatırım fonları” hariç diğer altı yatırım fonu kategorisinin ortalama etkinlik puanının benzer olduğu ortaya çıkmıştır. Ölçeye göre artan getiri özelliği gösteren fonların ilgili kategori içindeki toplam fon sayısına oranı, “gelir amaçlı yatırım fonları” kategorisi haricinde, ölçeye göre azalan getiri ve ölçeye göre sabit getiri özelliği gösteren fonların oranından yüksektir. Her yatırım fonu kategorisi için ayrı ayrı gerçekleştirilen veri zarflama analizi sonuçlarına göre ise, saldırgan büyüme amaçlı, varlık tahsis amaçlı ve gelir amaçlı hisse senedi fonları kategorilerinde, ölçeye göre artan getiri özelliği taşıyan fonların baskın olduğu ortaya çıkmıştır.

Galagedera ve Silvapulle (2002)⁵⁷⁵, Avustralya’daki yatırım fonlarının performans değerlemesini araştırdıkları 1995 – 1999 dönemini kapsayan çalışmalarında, yedi adet girdi ve dört adet çıktının farklı kombinasyonlarından oluşan onbir adet veri zarflama modeli kullanmışlardır. Yatırım fonu katılma belgesi fiyatındaki yıllık yüzde artış ile fonun elde ettiği gelirdeki yıllık yüzde artışın toplamı olarak tanımlanan brüt performans, çalışmada temel çıktı olarak yer almaktadır. Çalışmanın sonuçları, brüt performans hesaplamasına esas olan zaman dönemi uzadıkça etkin

⁵⁷⁴ Yoon K. Choi ve B. P. S Murthi, “Relative Performance Evaluation of Mutual Funds: A Non-Parametric Approach”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 28(7) & (8), 2001, ss. 853-876.

⁵⁷⁵ Don U.A. Galagedera and Param Silvapulle, “Australian Mutual Fund Performance Appraisal Using Data Envelopment Analysis”, **Managerial Finance**, 28(9), 2002, ss. 60-73.

olan yatırım fonlarının arttığını göstermektedir. Çalışmanın bir başka sonucu ise, yatırım fonlarının toplam teknik etkinliğini saf teknik etkinlikten çok, ölçek etkinliğinin etkilediğidir.

Anderson v.d. (2002)⁵⁷⁶ 1992 – 1996 dönemini kapsayan çalışmalarında veri zarflama analizini kullanarak kollektif yatırım kuruluşlarından olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının etkinliklerini araştırmışlardır. İlgili dönemdeki her yıl için gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (real estate investment trust) ait olduğu kategori bazında veri zarflama analizi gerçekleştirilerek ortalama toplam teknik etkinlik, saf teknik etkinlik ve ölçek etkinliği puanlarını hesaplamışlardır. Çalışmanın sonuçları, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel olarak toplam teknik etkin olmadıklarını göstermektedir. Toplam teknik etkinliği belirleyen saf teknik etkinlik ve ölçek etkinliği değerlendirildiğinde, girdi kullanımındaki zayıflıktan kaynaklanan performans kayıplarının (saf teknik etkinsizlik), ölçeğe göre sabit getiride faaliyet gösterememekten kaynaklanan performans kayıplarından (ölçek etkinsizliği) baskın olduğu ortaya çıkmıştır. Ölçek etkinsizlikleri açısından bakıldığında, ölçeğe göre artan getiride faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısının, ölçeğe göre sabit veya azalan getiride faaliyet gösteren yatırım ortaklıklarının sayısından fazla olduğu görülmüştür. Bu durum, çok sayıda gayrimenkul yatırım ortaklığının genişlemek suretiyle performansını arttırabileceğini göstermektedir. Çalışmada büyük gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel olarak daha küçük gayrimenkul ortaklıklarından daha fazla toplam teknik etkinliğe sahip olduğu da ortaya çıkmıştır.

Haslem ve Scheraga (2003)⁵⁷⁷, bağımsız yatırım araştırmaları yapan ve yatırımlarla ilgili verileri derleyen bir kuruluş olan Morningstar Inc.’nin Funds 500 yayınının 1999’da çıkan sayısında yer alan piyasa değeri büyük yatırım fonlarından etkin olan ve olmayanları belirlemek üzere, hem ölçeğe göre sabit getiri, hem de ölçeğe göre değişken getiri varsayımına dayanan girdi yönelimli veri zarflama modelleri kullanmışlardır. Veri zarflama analizi için seçilen girdilerin; 1) portföydeki

⁵⁷⁶ Randy I. Anderson, Robert Fok, Thomas Springer ve James Webb, “Technical Efficiency and Economies Of Scale: A Non-Parametric Analysis Of REIT Operating Efficiency”, **European Journal of Operational Research**, 139, 2002, ss. 598-612.

⁵⁷⁷ John A. Haslem ve Carl A. Scheraga; “Data Envelopment Analysis of Morningstar’s Large-Cap Mutual Funds”, **The Journal of Investing**, Winter 2003, ss. 41-48.

nakit oranı, 2) fonun gider oranı, 3) portföydeki hisse senedi oranı, 4) fiyat / kazanç oranı, 5) fiyat / defter değeri oranı ve 6) fonun toplam varlık değeri olduğu çalışmada, tek çıktı olarak Sharpe endeksi belirlenmiştir. Funds 500’de yer alan piyasa değeri büyük 84 yatırım fonundan sekseninin analize dâhil edilebildiği çalışmada fonların yüzde 33’nün performans etkinliğine sahip olduğu, yüzde 39’unun performans etkinliğine sahip olmadığı ve yüzde 27’sinin de etkin olmamakla birlikte etkinsizliklerinin düşük olduğu ortaya çıkmıştır. Çalışmanın diğer önemli bulguları; risk ölçütleri olan beta katsayısı ve standart sapmanın etkin olan yatırım fonlarında etkin olmayanlara göre daha düşük olması, fiyat / kazanç oranı ve fiyat / defter değeri oranlarının da etkin yatırım fonlarında daha düşük olmasıdır.

Sengupta (2003)⁵⁷⁸ Morningstar Inc.’nin raporlarına dayalı olarak verilerin devamlılığı ve homojenlik kriterlerine göre 1988 – 1998 dönemi için seçtiği altmış adet yatırım fonu üzerinde yaptığı çalışmada dört yatırım fonu türünün görece etkinliklerini veri zarflama analizine dayalı parametrik olmayan bir yaklaşım ile değerlendirmiştir. Çalışmada etkinlikleri değerlendirilen yatırım fonu türleri; 1) hisse senedi kompozisyonundaki sermaye büyümesinin ön plana çıkarıldığı “büyüme fonları”, 2) çeşitlendirme ile riskin minimize edilmesine ağırlık veren “dengelenmiş fonlar”, 3) kâr payı ödemelerini dolayısıyla nakit kazançları ön plana çıkaran “gelir fonları” ve 4) “teknoloji fonları” olup, fonun aldığı komisyonlar, gider oranı, portföyün devir hızı, getiri oranının standart sapması ve fon ile S&P 500 Endeksi arasındaki kovaryans modelin beş adet girdisi olarak belirlenmiştir. Modelin iki çıktısının, yatırım fonunun ortalama getiri oranı ve getiri oranı dağılımındaki çarpıklık olarak belirlendiği çalışmada 1988 – 1998 dönemi için yatırım fonlarının yüzde 70’inin etkin oldukları büyüme ve teknoloji fonlarının diğerlerinden daha etkin oldukları ortaya çıkmıştır. Çalışmanın önemli bir diğer bulgusu da, getiri oranı dağılımındaki çarpıklık ile etkinlik arasında pozitif ilişkinin var olmasıdır. Getiri dağılımının pozitif (sola) çarpık olması, ortalamayı aşan getiri oranlarıyla karşılaşma olasılığının yüksek olması anlamına gelip, yatırımcıların tercih ettiği bir durum olabileceği için çalışmada yüksek etkinlikle bağdaştırılmaktadır.

⁵⁷⁸ Jati K. Sengupta, “Efficiency Tests for Mutual Fund Portfolios”, **Applied Financial Economics**, 13, 2003, ss. 869-876.

Haslem ve Scheraga (2006)⁵⁷⁹, bir başka çalışmalarında bu kez, Morningstar Inc.'nin Funds 500 yayınının 2001'de çıkan sayısında yer alan piyasa değeri küçük yatırım fonlarından etkin olan ve olmayanları belirlemek üzere, hem ölçeğe göre sabit getiri hem de ölçeğe göre değişken getiri varsayımına dayanan girdi yönelimli veri zarflama modelleri kullanmışlardır. Veri zarflama analizi için; 1) portföydeki nakit oranı, 2) fonun gider oranı, 3) portföydeki hisse senedi oranı, 4) fiyat / kazanç oranı, 5) fiyat / defter değeri oranı, 6) portföyde yer alan menkul kıymet sayısı ve 7) portföyün devir hızı girdiler olarak ve toplam varlık değeri de tek çıktı olarak seçilmiştir. Funds 500 (2001)'de yer alan piyasa değeri küçük 64 yatırım fonundan 58'inin analize dâhil edilebildiği çalışmada fonların yüzde 19'unun performans etkinliğine sahip olduğu, yüzde 38'inin performans etkinliğine sahip olmadığı ve yüzde 43'ünün de etkin olmamakla birlikte etkinsizliklerinin düşük olduğu ortaya çıkmıştır. Çalışmada ayrıca etkin olan yatırım fonlarının beta katsayısı, fiyat / kazanç oranı ve fiyat/ defter değeri oranının etkin olmayan yatırım fonlarının ilgili oranlarından düşük olduğu ortaya çıkarken, etkin yatırım fonlarında yabancı menkul kıymetlerin portföy içindeki payının da etkin olmayan yatırım fonlarına göre daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Yatırım fonlarından farklı olarak simetriklikten daha uzak getiri özelliklerine ve dinamik işlem stratejilerine sahip olan korunma fonları (hedge funds) için de son zamanlarda veri zarflama analizi performans değerlemesinde kullanılmaktadır. Gregoriou v.d. (2005)⁵⁸⁰ sekiz korunma fonu kategorisi üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında Rusya Krizi'ne bağlı Ağustos 1998'deki dalgalanmanın etkisi olup olmadığını gözlemleyebilmek için 1997 – 2001 ve 1999 – 2001 dönemlerini ele almışlardır. Korunma fonlarının etkinlik sıralamasının değişip değişmediğini belirlemek ve her iki dönemde etkin olan fonlar olup olmadığını belirlemek için her iki inceleme döneminde de her kategoriden aynı fonların yer aldığı çalışmada korunma fonlarının büyük bir çoğunluğunun etkin olmadığı ortaya çıkmıştır.

⁵⁷⁹ John A. Haslem ve Carl A. Scheraga; "Data Envelopment Analysis of Morningstar's Small-Cap Mutual Funds", **The Journal of Investing**, Spring 2006, ss. 1-6.

⁵⁸⁰ Greg N. Gregoriou, Komlan Sedzro ve Joe Zhu, "Hedge Fund Performance Appraisal Using Data Envelopment Analysis", **European Journal of Operational Research**, 164, 2005, ss. 555-571.

Chen ve Lin (2006)⁵⁸¹ Çin'deki kapalı sonlu fonların performansını değerlendirdikleri çalışmalarında fonların farklı dönemlerdeki görece performansını değerlendirmek için aynı fonu farklı dönemlerde sanki farklı karar birimiymiş gibi ele almışlardır. Son yıllarda fonların karşı karşıya oldukları risklerin zaman içinde değişir nitelikte olması ve getiri dağılımlarının asimetrik olması nedeniyle, fonlarının etkinliklerinin değerlendirildiği veri zarflama modellerinde sadece standart sapma ve beta katsayısı gibi geleneksel risk ölçütlerinin girdi olarak yer almasının yeterli olmayacağı vurgulandığı çalışmada geleneksel risk ölçütleri yanında modellere riskteki değer (VaR) ve koşullu riskteki değer (CVaR) gibi görece olarak daha yeni iki risk ölçütü de girdi olarak dâhil edilmiştir. Risk ölçütleriyle birlikte ortalama işlem maliyetinin de girdi olarak yer aldığı çalışmanın veri zarflama modellerinde fonun ortalama getiri oranı ve Jensen α 'sı çıktılar olarak yer almıştır. Girdilerden ortalama işlem maliyeti ve çıktılardan fonun ortalama getiri oranının her seferinde bulunduğu, ancak ilave girdiler olarak risk ölçütleri ile, ilave çıktı olarak Jensen α 'sının değişik kombinasyonları dâhil edilerek oluşturulan girdi yönelimli BCC modelleri Ocak 1999 - Ocak 2000 dönemindeki 14 kapalı sonlu fon için ve Ocak 2000 - Aralık 2002 dönemindeki 33 kapalı sonlu fon için uygulanmıştır. Fon etkinliklerinin farklı risk ölçütü kombinasyonlarına nasıl duyarlılık gösterdiklerinin detaylı olarak araştırıldığı çalışmada VaR ve CVaR'ın diğer risk ölçütleri ile birlikte uygun kombinasyonlarının kullanılması halinde fonların risk özelliklerinin daha iyi yansıtılabileceği ve toplam performanslarının daha iyi ölçülebileceği ortaya konulmuştur.

3.4.1.2. TYF Temelli Etkinlik Çalışmaları

Tarım ve Karan (2001)⁵⁸², Türkiye'deki yatırım fonlarının performans ölçümünü veri zarflama analizi ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında 53 adet A Tipi ve 69 adet B Tipi yatırım fonunun performans puanlarını Ocak - Ağustos 1998 dönemi için ölçmüşlerdir. Gider oranı, standart sapma ve yatırım fonunun devir hızının girdiler olarak yer aldığı veri zarflama modelinde yatırım fonunun getiri oranı

⁵⁸¹ Zhiping Chen ve Ruiyue Lin, "Mutual Fund Performance Evaluation Using Data Envelopment Analysis with New Risk Measures", **OR Spectrum**, 28(3), 2006, ss. 375-398.

⁵⁸² S. Armağan Tarım ve Mehmet Baha Karan, "Investment Fund Performance Measurement Using Weight-Restricted Data Envelopment Analysis: An Application to the Turkish Capital Market", **Russian and East European Finance and Trade**, 37 (5), 2001, ss. 64-84.

tek çıktı olarak yer almıştır. Yatırım fonlarının performanslarının hem geleneksel performans ölçütleri olarak kabul edilen Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen α 'sı ve Jensen α/β 'sı hem de veri zarflama modeli ile ölçüldüğü çalışmada, kullanılan ölçüt ne olursa olsun B Tipi yatırım fonlarının performansının A Tipi yatırım fonlarına göre daha iyi olduğu ortaya çıkmıştır. Veri zarflama analizine göre, B Tipi yatırım fonlarının ortalama performans puanı yüzde 48,6 iken, A Tipi yatırım fonlarının ortalama performans puanı yüzde 17,02'de kalmıştır. Bu durum, Türkiye'nin uluslararası piyasalardan borçlanma sıkıntıları nedeniyle iç piyasadan çok yüksek risk primiyle borçlanmak zorunda kalması ile açıklanmaktadır.

Topuz v.d. (2005)⁵⁸³, 1989 – 1999 dönemindeki her yıl için veri zarflama modelleri oluşturarak etkinlik incelemesi yaptıkları çalışmalarında girdi ve çıktılar için olağandışı uç değerlere sahip olanları devre dışı bıraktıktan sonra, geriye kalan 235 adet gayrimenkul yatırım ortaklığını analize tabi tutmuşlardır. Çalışmaya esas olan dönem boyunca gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ortalama teknik etkinliğinin tahsis etkinliğinden daha düşük çıkması, ekonomik (maliyet) etkinsizliğin baskın olarak teknik etkinsizlikten kaynaklandığını göstermektedir. Bu bulgunun anlamı, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının girdi kullanımını azaltarak daha etkin hale gelebilecekleridir. Çalışmada elde edilen başka bir bulgu ise, saf teknik etkinsizliğin genelde ölçek etkinsizliğinden daha yüksek olduğudur. Bu bulgunun anlamı ise, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının toplam teknik etkinsizliklerinin ölçek etkinsizliğinden daha çok saf teknik etkinsizlikten kaynaklandığıdır. Çalışmanın dikkat çekici bir başka bulgusu ise, gayrimenkul yatırım ortaklıklarından ölçek etkinliğine sahip olmayanların yüzde 59 gibi yüksek bir oranının ölçeğe göre azalan getiride faaliyet göstermeleridir. Ölçeğe göre azalan getiride faaliyet göstermek, girdideki belirli bir yüzdesel değişikliğin çıktıda daha az bir yüzdesel değişikliğe yol açması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, çoğunluğu orta veya büyük boyutta olan bu gayrimenkul yatırım ortaklıklarının büyüklükten kaynaklanan sorunları olduğu söylenebilir.

⁵⁸³ John C. Topuz, Ali F. Darrat ve Roger M. Shelor; “Technical, Allocative and Scale Efficiencies of REITs: An Empirical Inquiry”, **Journal of Business Finance & Accounting**, 32(9) & (10), 2005, ss. 1961-1994.

Yıldız (2006)⁵⁸⁴, yatırım fonlarının performanslarını veri zarflama analizi yöntemi ile değerlendirdiği çalışmasında 2001 – 2003 dönemi için Türkiye’deki 53 adet yatırım fonunun etkinliklerini hem ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında hem de ölçeğe göre değişken getiri varsayımı altında analiz etmiştir. Çalışmanın veri zarflama modellerinde, standart sapma, yönetim ve işletme giderlerinin sermaye büyüklüğü içindeki payını ölçen gider oranı ve işlem maliyetlerinin göstergesi olarak devir hızı olmak üzere 3 adet girdi kullanılmıştır. Fonun aylık getiri oranından hazine bonusu aylık getiri oranının çıkarılması ile elde edilen ortalama aylık getiri de tek çıktı olarak kullanılmıştır. Değişken fon, hisse senedi fonu ve karma fon olmak üzere 3 grup oluşturularak yatırım fonlarının analize tabi tutulması sonucunda 31 değişken yatırım fonundan 6 tanesinin (yüzde 19), 9 hisse senedi fonundan 2 tanesinin (yüzde 22), 13 karma fondan 3 tanesinin (yüzde 23) teknik etkinliğe sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Oysa, tüm yatırım fonları bir arada analize dâhil edildiğinde 53 fondan sadece 3 tanesinin teknik etkinliğe sahip oldukları görülmüştür. Çalışma, ayrıca yatırım fonlarının büyük bir kısmının ölçeğe göre artan getiride faaliyet gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Çıtak (2008),⁵⁸⁵ Veri Zarflama Analizi (DEA) ile Türkiye’deki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının etkinliklerini değerlendirmiştir. Çalışmada faaliyet giderleri oranı, portföy yönetim ve yatırım danışmanlığı ücreti oranı ve ödenmiş sermaye girdi, net varlık değeri ve getiri oranı çıktı olarak alınmış ve CCR ve BCC veri zarflama modelleri kullanılmıştır. 2005 - 2007 dönemini kapsayan çalışmada menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyet etkinsizlikleri saf teknik etkinsizlikten ziyade ölçek etkinsizliğinden kaynaklanmakta olduğu, ancak son dönemde ölçek etkinliklerini arttırarak daha etkin hale geldikleri ortaya çıkmıştır. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyük bir çoğunluğu ölçeğe göre artan getiride faaliyet gösterdikleri ve bu durumda, genişlemek suretiyle daha etkin hale gelebilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, büyük menkul kıymet yatırım ortaklıkları küçük olanlardan daha etkin olduğu bulunmuştur.

⁵⁸⁴ Ayşe Yıldız, “Yatırım Fonları Performanslarının Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 61(2), 2006, ss. 211-234.

⁵⁸⁵ Levent Çıtak, “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi Kısadi Ve Dari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 31, Temmuz-Aralık 2008, ss. 69-94

Eken ve Pehlivan (2009),⁵⁸⁶ çalışmada 2000 – 2006 yıllarına ait Türk sermaye piyasalarında mevcut olan 46 adet A tipi ve 49 adet B tipi yatırım fonunun performans ölçüm yöntemlerinden olan Sharpe, Treynor ve Alfa endekslerine göre değerlemesi ve sıralamasını yapmıştır. Söz konusu fonlar aynı zamanda DEA yöntemine de uygulanmış ve çıkan sonuçlar hem bu yönteme göre değerlendirilmiş hem de portföy teorisi performans ölçümlerine göre sıralaması yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre; portföy teorisi performans ölçüm yöntemlerinin sonuçları, bu yöntemleri kullanan endekslerin değişkenlerini girdi olarak kullanan DEA sonuçları ile paralellik göstermektedir. Ancak kullanılan girdilerin sonuçları birbirleri ile paralel değil ise, DEA etkinlik skorları değişmektedir. Özellikle analiz döneminde ortalamadan sapma gösteren girdilerin olması durumunda DEA sonuçlarının etkilendiği, portföy teorisi performans ölçüm yöntemlerinin sonuçlarından ayrıldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özetle, kolektif yatırım kuruluşlarının etkinliklerini veri zarflama analizine dayalı yöntemlerle değerlendiren literatürde yer alan yukarıdaki çalışmalar dikkate alındığında bazılarında risk ölçütleri girdi faktörleri olarak yer alırken diğerlerinde yer almadığı, bazılarının fonları kategorilere göre ayırmak suretiyle de değerlendirme yaparken bazılarının kategorilere ayırmadığı, kullanılan girdi ve çıktı faktörlerinin temelde benzerlik göstermekle birlikte farklılıklar da olabildiği görülmektedir. Çalışmada kullanılan girdi ve çıktılara, araştırma dönemine, kolektif yatırım kuruluşunun türüne ve çalışmanın yapıldığı ülkenin finansal piyasasının gelişmişlik düzeyine bağlı olarak çalışmaların sonuçlarında farklılıklar olsa da genel olarak fonların ölçeğe göre artan getiride faaliyet gösterdiği, etkinsizliklerin büyük ölçüde ölçek etkinsizliğinden kaynaklandığı ve büyük fonların küçük fonlara göre daha etkin olduğu ortak sonucundan bahsedilebilir.

3.4.2. TYF’da Teknik Etkinlik, Etkinsizlik Kaynakları ve Saha Bulgularının Analizi

Dünyada ve Türkiye’de hızla büyüyen ve gelişen yatırım fonları endüstrisi, fon yöneticilerinin performanslarının ölçülmesi konusunu da beraberinde gündeme

⁵⁸⁶ Mehmet Hasan Eken ve Ebru Pehlivan, “Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans Ölçümleri ve VZA Analizi”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl: 23, Sayı:83 Nisan 2009, ss. 85 – 114.

taşımıştır. Doğal olarak, fon yöneticilerinin diğer seçilmiş karşılaştırma ölçütlerine göre daha yüksek getiri oranları sağlaması rasyonel (kârlarını maksimize etme amacıyla olan) tasarruf sahiplerinin tasarruflarını söz konusu fonlara yönlendirme kararlarında etkili olan en önemli belirleyicilerdendir. Dolayısıyla, finans kuramını ilgilendiren en önemli sorunlardan biri, farklı portföy yöneticileri tarafından oluşturulmuş veya farklı yöntemlerle yönetilmiş portföylerden varlık değerleri ve getirileri verili iken hangisinin (hangilerinin) en yüksek performansı gösterdiği olmuştur. Ayrıca, Türkiye örneği çerçevesinde, ekonomik gelişme ve istikrara katkıda bulunacağı öngörülen fonlara ilişkin performansın bilinmesi, makro düzlemde hem endüstriye özgü sorunların aşılmasına hem de ulusal kalkınma yönünde politika geliştiren karar alma birimlerinin yol haritası oluşturmalarına yardımcı olacağı gibi mikro düzlemde de fonların kurucu ve yatırımcılarının geleceğe yönelik stratejilerinin oluşturulmasında önemlidir.

Yukarıda belirtilen önemin yanı sıra, her bilimsel çalışmanın genel amaçları içinde tanımlanan kuramsal ve yöntemsel analizleri içselleştirmek suretiyle daha sonra yapılacak çalışmalara referans olacak bulgular elde edilmesi ilave bir katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede, yatırım fonlarının önce DEA yöntemiyle teknik etkinlik düzeyleri ve Malmquist endeksiyle de TFV hesaplanmış, sonra teknik etkinlik skorlarının bağımlı değişken olarak alındığı Tobit modeli ile endüstrinin etkisizlik kaynakları araştırılmıştır. Ayrıca, TSE’de ve TYF’daki (bankacılık sektörü dışındaki finansal endüstri) yönetim birikiminin her bir endüstrinin TE düzeyi üzerindeki etkisini incelemek için iki endüstrinin araştırma sahasından elde edilen veri tabanı birlikte analiz edilmiştir.

3.4.2.1. TYF’de Analitik Bulgular: DEA ve DEAMalmquist İndeksi

Çalışmada girdi eksenli BCC varsayımı altında DEA etkinlik değerleri ve TFV değerleri A tipi ve B tipi yatırım fonları için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Sonuçlar Tablo 3.12 ve 3.13’te verilmiştir.

Tablo 3.12’e göre; A tipi yatırım fonlarının ortalaması açısından bakıldığında

dönem başında TFV'deki değişme azalış yönünde yüzde 33 iken, takip eden yılda çok hızlı bir artışla yüzde 32'ye ulaşmıştır. Söz konusu bu yılın kriz yılı olduğu dikkate alınırsa artan risklerin fırsata çevrilerek getiri düzeylerinin arttırıldığı söylenebilir. Bir sonraki yılda TFV'nin tekrar yüzde 15 azalması A tipi yatırım fonlarının krizi fırsat olarak değerlendirdiklerini göstermektedir. Bu durum her bir karar alma birimi açısından irdelendiğinde A tipi yatırım fonlarının yaklaşık yüzde seksenbeşinin kriz döneminde verimliliklerinde artış olduğu söylenebilir. Ancak, 2006 – 2009 döneminin genel ortalama değeri incelendiğinde, TFV'deki değişimde yüzde 4,6 oranında azalış söz konusudur. Bu azalaşın tamamı teknik etkinlikteki değişmeden (yönetimin etkinliğinin azalması veya daha kötü ölçekte çalışma) kaynaklanmaktadır. Üretim sınırının yukarı kayması olan teknolojik değişme endeksinde ise yüzde 7'lik ilerleme, verimliliğe olumlu katkı yapmaktadır.

TFV'deki genel ortalama değişim fon bazında değerlendirildiğinde; analize dâhil edilen 30 A tipi fondan 8'inin etkinlik değişiminin artış (Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Karma, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Karma, T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken, Global Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken, Denizbank A.Ş. A Tipi Karma), 22'sinin ise azalış yönünde olduğu görülmektedir. Standart sapmanın dönem ortalaması, dönem içine göre düşmüş olması fonların verimsizlik yönünden birbirine yaklaştığını göstermektedir. A tipi yatırım fonlarının, en az yüzde 25 olmak üzere belli oranlarda hisse senedi içermek zorunda olması ve krizin de etkisiyle sistematik (piyasa, politik, enflasyon, faiz oranı, döviz kuru) ve sistematik olmayan (finansal risk, yönetim riski, iş ve sektör riski) riskleri daha da arttırmaktadır. Nitekim kriz dönemlerinde; yönetimin başarısını gösteren alfa katsayısı düşmekte ve negatif olmakta, sistematik riski gösteren beta katsayısı ile toplam riski gösteren standart sapma artmaktadır.

Yine, çalışmanın temel amacına bağlı olarak yönetim performansına bağlı olarak elde edilen teknik etkinlik (TE) bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem başında TE, 0,98 olan düzeyini koruyamadığını ve dönemler itibarıyla azalan bir seyir izlediğini göstermektedir. Araştırmaya konu olan her bir

karar birimi açısından analiz sonuçlarına bakıldığında yine başlangıç dönemindeki etkinlik ölçütleriyle dönemiçi ve dönem sonundaki etkinlik ölçütlerinde önemli değişikliklerin olduğu gözlemlenirken özellikle bazı fonların (TEB A tipi Karma, Finansbank A tipi Değişken, İş Yatırım A tipi Değişken, Vakıfbank A tipi Değişken, Finansbank-Tekstilbank-İş Bankası-TEB-Alternatifbank-Kalkınma ve Yatırım Menkul Değerler A tipi Hisse Senedi fonları) iyi bir yönetim performansı sergileyemedikleri görölmektedir. Yönetim performansı açısından en iyi performans sağlayan fon, Denizbank A tipi Karma ve Global Menkul Değerler A tipi Karma ve Değişken fonlardır.

Tablo 3.12: A Tipi Yatırım Fonlarının Girdi Eksenli TE Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları

Karar Birimleri	Teknik Etkinlik (TE) Düzeyleri					Malmquist Endeksi Toplam Faktör Verimliliği (TFV)					
	2006	2007	2008	2009	2006-2009 TE Ort.	Teknik Etk. Değişme Ort.	Teknolojik Değişme Ort.	2006=>2007	2007=>2008	2008=>2009	Malmquist TFV Ort.
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.A TİPİ KARMA	1	1	1	0.86919234	0.967298085	0.978135572	1.159552793	0.747966633	1.61677327	0.753833497	1.039524467
VAKIFBANK A.Ş.A TİPİ KARMA	0.997423308	0.993393948	0.998356914	0.963588172	0.988190586	0.93906515	0.984522813	0.814018297	1.348703189	0.612924003	0.925215163
HALKBANK A.Ş.A TİPİ KARMA	1	1	1	0.889019536	0.972254884	0.774929389	0.997099937	0.47888197	1.141912282	0.744240747	0.788345
TÜRKİYE EKONOMİ BANKASI A.Ş.A TİPİ KARMA	1	0.860238038	0.991770233	0.948988334	0.950249151	0.810048351	1.101628227	0.679431397	1.163560542	0.848561266	0.897184402
DENİZBANK A.Ş.A TİPİ KARMA	0.998740118	1	1	1	0.99968503	1.001256366	0.999272643	0.693004661	1.307415463	1	1.000140041
ATA YATIRIM M. KIYMETLER A.Ş.A TİPİ KARMA	0.999730941	1	1	0.879717302	0.969862061	0.825076153	1.048603449	0.367241065	1.332759158	0.744712792	0.814904338
FİNANS YATIRIM M. DEĞERLER A.Ş.A TİPİ KARMA	0.999859931	1	1	0.947100059	0.986739997	1.046390442	1.358378555	0.682602257	2.897284273	0.593382314	1.391089615
YAPI KREDİ YATIRIM M. DEĞERLER A.Ş.A TİPİ KARMA	0.99824944	0.99971303	1	1	0.999490617	1.054556679	1.115033309	0.605997827	2.111247275	0.946584789	1.22127663
T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.A TİPİ KARMA	1	1	1	0.941824871	0.985456218	0.902868978	1.073705511	0.761716207	1.401778392	0.637015565	0.933503388
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.A TİPİ KARMA	0.999687172	1	1	1	0.999921793	1.008616752	0.918019579	1.287470846	0.72462804	0.805823714	0.939307533
FİNANSBANK A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	1	0.998638134	0.998999044	0.949388376	0.986756388	0.979220659	1.226506349	0.753392201	1.441839171	0.839073017	1.011434796
İŞ YATIRIM M. DEĞERLER A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	1	0.542822677	0.997558262	0.936474558	0.869213874	0.942267763	1.057587476	0.636110183	1.490658889	0.920414402	1.015727825
VAKIFBANK A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	1	1	0.996332878	0.901326034	0.974414728	0.918916582	1.051100942	0.870896632	1.180785347	0.835452584	0.962378188
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	0.998489537	0.703106794	1	0.897182668	0.89969475	0.808291616	1.10961303	0.635042994	1.240936397	0.847495535	0.907824975
T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	0.998842584	1	1	0.904585257	0.97585696	1.001687456	1.064851589	0.619368451	1.423489692	1.069976612	1.037611585
HSBC BANK A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	1	1	1	0.918753825	0.979688456	0.860237819	1.074758702	0.401160643	1.371185938	0.762298287	0.844881623
DENİZBANK A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	1	1	1	0.945470922	0.98636773	0.905398771	0.978701394	0.622088912	1.047500744	0.846373268	0.838654308
ECZACIBAŞI M.DEĞERLER A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	0.998492896	1	0.997349275	0.915462313	0.977826121	0.952072155	1.04471018	0.792511306	1.354007171	0.821043653	0.989187377
GLOBAL M. DEĞERLER A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	0.997789692	1	1	1	0.999447423	0.989789573	1.057454719	0.993142507	1.035392881	1.034016915	1.020850768
SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.A TİPİ DEĞİŞKEN	0.999124216	0.699076797	0.993927247	0.93035179	0.905620013	0.833058036	1.108944682	0.720092343	1.210668621	0.850510535	0.9270905
FİNANSBANK A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.6525021	1	0.977579431	0.907520383	0.831553192	1.114791753	0.698376791	1.250936714	0.86530028	0.938204595
DENİZBANK A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.586022345	1	0.909762863	0.873946302	0.894186996	0.8546128	0.341729275	1.104161232	0.833973662	0.759954723
GARANTİ BANKASI A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	1	1	0.916528235	0.979132059	0.854778065	1.123389553	0.608229115	1.342236999	0.986992699	0.979152938
AKBANK A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	0.704472966	0.694431786	1	0.913824162	0.828182229	0.815091753	1.11407921	0.646488245	1.201842789	0.913800999	0.920710678
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	0.998862802	0.707029829	1	0.989189544	0.923770544	0.872025495	1.077275177	0.735454921	1.285208134	0.82842322	0.949695425
TEKSTİL BANK A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.800141361	0.997347507	0.871644424	0.917283323	0.786347365	1.148690344	0.67677353	1.211023272	0.84167364	0.909823481
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.53413859	0.594545308	0.838152246	0.741709036	0.849398493	0.999207778	0.661884002	0.983997666	0.880518919	0.842133529
TÜRKİYE EKONOMİ B. A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.55047136	0.522101766	0.8094144	0.720496881	1.066484609	0.936241424	0.591174681	0.945398414	1.331164833	0.955912643
ALTERNATİF BANK A.Ş.A TİPİ HİSSE SENEDİ	1	0.630557088	0.992452182	0.692051786	0.828765264	0.851619132	1.107015168	0.594213822	1.421740439	0.843847926	0.953267396
KLKNMA VE YATIRIM M. D. A.Ş.A TİPİ HİSSE SNDİ	1	1	0.615713021	0.810356247	0.856517317	0.94094146	1.163697772	0.630021327	1.260729542	0.814664618	0.901805162
Ortalama	0.989658	0.865076	0.956548	0.915564	0.9317115	0.909810361	1.072301562	0.678216101	1.328326731	0.855136476	0.953893103
Maksimum						1.066484609	1.358378555	1.287470846	2.897284273	1.331164833	1.391089615
Minimum						0.774929389	0.8546128	0.341729275	0.72462804	0.593382314	0.759954723
Standart Sapma						0.084582444	0.095593555	0.178806705	0.381271262	0.142104977	0.121514938

Tablo 3.13'e göre; B tipi yatırım fonlarının ortalaması açısından bakıldığında dönem başında TFV'deki değişme azalış yönünde yüzde 9 iken, takip eden yıllarda hızlı bir artışla sırasıyla yüzde 13,8 ve yüzde 11,5'e ulaşmıştır. 2006 – 2009 döneminin genel ortalama değeri incelendiğinde, TFV'deki değişimde yüzde 5,5 oranında artış söz konusudur. Bu artışın yüzde 5,2'lik kısmı teknik etkinlikteki değişmeden (yönetimin etkinliğinin artması veya daha iyi ölçekte çalışma) kaynaklanmaktadır. Üretim sınırının yukarı kayması olan teknolojik değişme endeksinde ise yüzde 3,7'lik ilerleme, verimliliğe olumlu katkı yapmaktadır. TFV, her bir karar alma birimi açısından irdelendiğinde B tipi yatırım fonlarının yaklaşık yüzde doksanın verimliliklerinde artış olduğu görülmektedir. Standart sapmanın dönem ortalamasının da, dönem içine göre düşmüş olması B tipi fonların verimlilik artışı yönünden birbirine yaklaştığını göstermektedir.

Teknik etkinlik (TE) bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem başında TE 0,98 olan düzeyinin kriz yılı olan 2008 yılında düştüğünü, diğer yıllarda ise düzeyini koruduğunu göstermektedir. Araştırmaya konu olan her bir karar birimi açısından analiz sonuçlarına bakıldığında yine başlangıç dönemindeki etkinlik ölçütleriyle dönemiçi ve dönem sonundaki etkinlik ölçütlerinde önemli değişikliklerin olduğu gözlemlenirken özellikle bazı fonların (Finansbank B tipi Likit, Yapı Kredi B tipi Likit ve Değişken, HSBC B tipi Likit, İş Bankası B tipi Likit ve Tahvil-Bono) yönetim performansını iyileştirdikleri görülmektedir. Yönetim performansı açısından en kötü performans sağlayan fon, Halkbank B tipi Tahvil-Bono'dur. Akbank B tipi değişken, Ata Yatırım B tipi Değişken, Finansbank B tipi değişken, TEB B tipi değişken, Finansbank B tipi Tahvil-Bono ve Alternatifbank Tahvil-Bono fonlarının tüm dönemde etkinsizlik düzeyine sahip olduğu görülmektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında analize dâhil edilen yatırım fonların etkinsizlik sorunuyla karşı karşıya kaldıkları görülmektedir. Hipotez (c-1) çerçevesinde, A tipi yatırım fonlarına göre daha az risk içeren B tipi yatırım fonlarında etkin olan fon sayısı daha fazladır. Ayrıca B tipi yatırım fonlarının yönetimlerinin daha başarılı olduğu teknik etkinlik skorlarından ve verimlilik

değişimlerinin olduğu da TFV sonuçlarından anlaşılmaktadır. Bu durum, yatırım fonlarında etkinlik düzeyi fon tipine göre farklılık göstermez şeklinde kurulan hipotezin (c-1) reddini gerektirmektedir. Yani fon tipleri arasında TE düzeyleri farklıdır. Ayrıca, her bir fon tipinin kriz yılı olan 2008 yılı performansına bakıldığında hem TE düzeyleri hem de TFV'deki değişim analize dâhil edilen diğer yıllara nispeten daha iyi sonuçlar vermiştir. Bu durum, yukarıda da değerlendirildiği gibi kriz dönemlerinde artan sistematik ve sistematik olmayan risklerin beraberinde yüksek getiri fırsatı da yarattığından fonların etkinlik ve verimlilik düzeylerini arttırmıştır. Bu sonuç, yatırım fonlarındaki sistematik ve sistematik olmayan riskler kriz dönemlerinde etkinliği azaltır şeklindeki hipotezin (c-2) reddine yol açmaktadır.

Tablo 3.13: B Tipi Yatırım Fonlarının Girdi Eksensli TE Etkinlik Düzeyleri ve Malmquist İndeksi TFV Sonuçları

Karar Birimleri	Teknik Etkinlik (TE) Düzeyleri					Malmquist Endeksi Toplam Faktör Verimliliği (TFV)					
	2006	2007	2008	2009	2006-2009 DEA Ort.	Teknik Etk. Değişme Ort.	Teknolojik Değişme Ort.	2006=>2007	2007=>2008	2008=>2009	Malmquist TFV Ort.
FİNANSBANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.981082343	0.966258773	1	1	0.986835279	1.050369437	1.012476276	1	0.824354302	1.21307064	1.01247498
YAPI KREDİ YATIRIM M. DEĞERLER A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.981890266	1	1	1	0.995472567	1.166671465	0.938831193	1.224744625	1.000005	1	1.074916542
VAKIFBANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.987450128	0.982144022	0.948842086	1	0.979609059	1.055557692	1.090870185	1	0.848400512	1.500011538	1.11613735
HALKBANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.987809759	1	0.999034119	0.978355538	0.991299854	1.039894249	0.98622066	0.816496666	1.031098543	0.96983962	0.939144943
TÜRKİYE EKONOMİ BANKASI A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.978661274	0.971125839	0.895347695	1	0.961283702	1.055557875	1.090492251	1	0.899426481	1.383500204	1.094308895
DENİZBANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.982471653	0.968799954	0.978355538	1	0.982406786	0.98299653	1.004713812	0.824181775	1.019636352	0.908093504	0.917303877
T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.992243502	0.984653491	1	0.999881335	0.994194582	1.055558271	1.011451299	1	0.811902323	1.224744735	1.012215686
HSBC BANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.987106403	0.970584806	1	1	0.989422802	1.055557799	1.103274291	1	0.932475916	1.366657592	1.099711169
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.980670436	1	1	1	0.995167609	1	1	1	1	1	1
AKBANK A.Ş.B TİPİ LİKİT FON	0.993402998	0.974657541	0.988133467	1	0.989048502	1.055558065	1.062541166	1	0.840484091	1.390341515	1.076941869
ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.990672416	0.969806986	0.815500548	1	0.943994987	1.11792754	0.972603317	1.089539287	0.666660089	1.5000148	1.085404725
AKBANK A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.971519852	0.979899772	0.984447271	0.966258773	0.975531417	1.034017827	1.087312023	0.804199682	1.309531254	1.145456898	1.086395945
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	1	0.984955282	1	0.866258773	0.962803514	0.833333771	1.074914788	0.816490231	1.500011653	0.333330017	0.8832773
ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.997643366	0.971312258	0.966258773	0.821440216	0.939163653	1.099352339	1.039800043	0.893328448	1.500026644	0.99999	1.13111503
VAKIFBANK A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.974371797	0.974706833	1	0.991440216	0.985129712	1.039039481	1.079358047	0.816494315	1.336587723	1.122269508	1.091783849
FİNANSBANK A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.971836042	0.972936928	0.982144022	0.991125839	0.979510708	1.039581206	1.009823508	1	0.842442634	1.187024445	1.00982236
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.971967557	0.962936928	1	1	0.983726121	1.038296988	1.009504473	1	0.844794684	1.183725488	1.009506724
HALKBANK A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	1	1	0.971125839	0.846534905	0.954415186	0.916713547	1.062236399	0.856565547	1.305771494	0.76582886	0.9760553
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	1	1	0.968799954	0.960584806	0.98234619	1.039351889	1.079809649	0.816486157	1.328968745	1.128703461	1.091386121
TÜRKİYE EKONOMİ BANKASI A.Ş.B TİPİ DEĞİŞKEN	0.968842086	0.977106503	0.984653491	0.983006787	0.978402216	1.157974974	0.854419657	0.533625689	1.263084018	1.187578517	0.994762741
HSBC BANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.949034119	0.999034119	0.970584806	1	0.979663261	1.057952249	1.068068585	0.845374827	1.296463609	1.157002462	1.099613633
FİNANSBANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.97953477	0.995347695	0.987006787	0.969806986	0.982924059	1.051952717	1.078267974	0.80983853	1.500026469	0.99999	1.103285
ALTERNATİF BANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.978355538	0.999347695	0.974657541	0.979899772	0.983065137	1.03873159	1.078163873	0.816490279	1.359062902	1.10371012	1.093087767
ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.955384502	1	0.969806986	0.984955282	0.977536693	1.235127785	1.056797025	0.885989636	1.839294769	0.815536303	1.180273569
GARANTİ BANKASI A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.98553845	1	0.979899772	0.971312258	0.98418762	1.150686561	1.005149029	0.999997165	1.324794914	1.132259453	1.152350511
TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.98450165	1	0.984955282	0.974706833	0.986040941	1.0449517	1.083802756	0.816490281	1.274270348	1.17715324	1.089304623
DENİZBANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.988133467	0.999881335	0.971312258	1	0.989831765	1.055555526	1.074917431	0.816486421	0.999999417	1.50001485	1.105500229
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.981550055	0.955005475	1	1	0.984138882	1.181225579	0.951449042	1.203677699	0.857821541	1.165743633	1.075747624
HALKBANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.972714761	0.994447271	0.774447271	1	0.935402326	0.891676646	1.083281263	0.814769923	1.291209462	0.774465904	0.960148429
VAKIFBANK A.Ş.B TİPİ TAHVİL-BONO	0.976087	1	1	1	0.99402175	1.040200668	1.080685662	0.816490234	1.315216539	1.140505458	1.09073741
Ortalama	0.981682	0.985967	0.969843	0.976185	0.97841925	1.052712399	1.037707856	0.910591914	1.138794081	1.115885425	1.055090473
Maksimum						1.235127785	1.103274291	1.224744625	1.839294769	1.50001485	1.180273569
Minimum						0.833333771	0.854419657	0.533625689	0.666660089	0.333330017	0.8832773
Standart Sapma						0.081332228	0.057132176	0.138425815	0.278495023	0.246252134	0.071056513

3.4.2.2. TYF’da Etkinsizlik Kaynakları: Tobit Modeli

Yatırım fonları dünyada ve ülkemizde hızla büyüyen ve gelişen finansal kurumların başında gelmektedir. Yatırım fonları; hisse senetlerine yatırım yaparak, söz konusu araçların alım satımının yapıldığı ikincil piyasaların derinleşmesini sağlamaktadır. Bununla birlikte söz konusu yatırım araçları hukuki olarak kurumsal olmamasına rağmen iktisadi açıdan bu araçların oluşturulması piyasanın kurumsal yatırımcı gibi davranan karar birimlerinin eksikliğini ortadan kaldırmaktadır.

Yatırım fonları, sermaye piyasalarının derinleşmesi ve işlem hacminin artmasına ve portföy yönetim faaliyetlerinin gelişmesine yol açmaktadır. Bunların yanı sıra deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin doğrudan ikincil piyasalarda işlem yapamamalarından dolayı bu fonlar söz konusu kişilerin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne imkân sağlayarak fon birikimine katkı yapmaktadırlar. Yatırım fonlarının etkin çalışması, fonlardan beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi yönünde gerekli şartlardan biridir. Bu nedenle, bireysel ve kurumsal tüm yatırımcıların yeni yatırım kararlarının yönlendirilmesinde yatırım fonlarının etkinliğinin ölçülmesi ve değerlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu aynı zamanda piyasa içinde bu fonların kurumsallaşmasını sağlayacak önemli bir faktördür. Bu açıdan finansal sistem için önemli konulardan biri; farklı portföy yöneticileri tarafından oluşturulmuş veya farklı yöntemlerle yönetilmiş portföylerin hangilerinin etkin olduğunun saptanması, bu fonların kurumsallaşmasının derecesi için önemli bir göstergedir.

Bundan dolayı, yatırım fonlarının etkinlik düzeylerinin saptanması ve hangi faktörlere bağlı olduğunun tespiti önemlidir. Bu çalışmada elde edilen bulguların, fonların daha etkin çalışmasını sağlayacak düzenlemelere ve politikalara destek olması, çalışmaların önemini daha da arttırmaktadır. Bu çalışmanın önceki bölümlerinde, yatırım fonlarının etkinliği üzerine yapılan sonuçlar değerlendirildiğinde, Türkiye’de yatırım fonlarının; 2006 – 2009 döneminde etkinsizlik sorunuyla karşı karşıya olduğu belirlenmiştir.

Yatırım fonlarının TE düzeylerini açıklayan faktörler, bu çalışmanın birinci ve ikinci bölümünde açıklanan kavramsal ve kuramsal çerçeve esas alınarak belirlenmiştir. Bu faktörlerin her bir fon tipi için ayrı ayrı dâhil edildiği Tobit modeli çalışmanın yönteminde de belirtildiği şekilde tanımlanmış ve sonuçlar ekonometrik ve istatistiksel ölçütler çerçevesinde Tablo 3.14’te rapor edilmiştir.

Tablo 3.14: A ve B Tipi Yatırım Fonlarında Etkinsizliğin Kaynakları: Tobit Modeli Bulguları

Bağımlı Değişken: A ve B Tipi Yatırım Fonlarının Teknik Etkinlik Düzeyi

Bağımsız Değişkenler	A TİPİ YATIRIM FONLARI				B TİPİ YATIRIM FONLARI			
	Katsayı	Std. Hata	z-istatistiği	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	z-istatistiği	Olasılık
Kamu Borçlanma Araçlarının Payı (KBA)	0.015361*	0.003116	4.930203	0.0000	0.015088*	0.002913	5.180511	0.0000
Ters Reponun Payı (TRP)	0.007691*	0.002106	3.652608	0.0003	0.006844*	0.001972	3.470021	0.0005
Amaç Değişkeni (AD)	0.601316*	0.089128	6.746661	0.0000	0.521583*	0.124861	4.177303	0.0000
Ücret (EU)	0.115497*	0.040503	2.851571	0.0044	0.101210*	0.036481	2.774312	0.0055
Çarpıklık (CAR)	0.194387***	0.103512	1.877909	0.0604	0.249779**	0.103055	2.423740	0.0154
Fonun Birim Fiyatı (BF)	0.000731***	0.000433	1.686903	0.0916	0.000587****	0.000382	1.534638	0.1249
Fonun Yatırımcı Sayısı (YS)	0.000440**	0.000190	2.322199	0.0202	0.000430**	0.000168	2.557780	0.0105
Tedavüldeki Pay Adedi (TPA)	0.003889*	0.000139	2.791590	0.0052	0.000419*	0.000125	3.358821	0.0008
Belirleme Katsayısı (R²)	0.00207****	0.000172	0.120573	0.9040	0.812138***	0.491084	1.653764	0.0982
SCALE:C(10)	0.179094	0.031179	5.744059	0.0000	0.173309	0.030172	5.744049	0.0000
	Log likelihood			13.52534	Log likelihood			14.51027
	Hannan-Quinn criter.			-0.085604	Hannan-Quinn criter.			-0.151267
	Breusch-Pagan			1.603 (0.2783)	Breusch-Pagan			1.937 (0.3234)

Not: * , ** ve *** sırasıyla % 1 , % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı, **** ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığını belirtmektedir.

İlk iki endüstride olduğu gibi, modelde yer alan açıklayıcı değişkenler, önce fon tarafından kontrol edilemeyen değişkenler (CAR, BF, YS, TPA ve R²) ve daha sonra fon tarafından kontrol edilebilir değişkenler (KBA, TRP, AD ve EU) olarak gruplandırılmıştır.

Hipotez (c-1) çerçevesinde ve fon tarafından kontrol edilemeyen değişken olarak ele alınan çarpıklık (CAR), menkul kıymet seçimi ve portföy oluşturma sürecinde üçüncü moment⁵⁸⁷ olarak bilinir ve dağılımdaki asimetriyi ölçer. Normal dağılıma sahip değişkenlerin çarpıklığı sıfırdır. Pozitif çarpıklığa sahip getiri

⁵⁸⁷ Menkul kıymet seçimi ve portföy oluşturma sürecinde, getirilere ilişkin; aritmetik ortalama, varyans, çarpıklık ve basıklık olmak üzere dört moment vardır.

dağılımı olan menkul kıymetlerin ortalamasının üzerinde olan gözlem sayısının ortalamasının altında olan gözlem sayısından daha fazla sayıda gerçekleştiği söylenir ve dolayısıyla daha fazla oranda tercih edilir.⁵⁸⁸ CAPM kapsamında çarpıklığın menkul kıymet değerlerine etkisi araştırılmıştır. Yatırımcılar genel olarak yüksek varyansa sahip finansal araçlardan kaçınırlar ancak pozitif çarpıklığı tercih ederler.⁵⁸⁹ Getiri dağılımının pozitif (sola) çarpık olması, ortalamayı aşan getiri oranlarıyla karşılaşma olasılığının yüksek olması anlamına geleceğinden CAR'ın TE açıklama eğilimi artış yönünde olması öngörülmektedir. Bulgular, bu beklentiyle örtüşmekte olup TE üzerindeki açıklama gücü artış yönündedir (A tipi yatırım fonları için 0.19, B tipi yatırım fonları için 0.24'dür). A tipi yatırım fonları için CAR tahminisini yorumladığımızda CAR'daki bir birimlik değişimin TE üzerindeki ortalama değişim ihtimalinin 0.19'luk bir etki yarattığı tespit edilmiştir (bundan sonra modelde yer alan katsayı yorumlarında tekrardan sakınmak için bu şekilde yorumlanmaktadır). Bu durum, yatırımcıların genel olarak yüksek varyansa sahip finansal araçlardan kaçınarak pozitif çarpıklığı tercih ettiklerini göstermektedir. Diğer bir deyişle yatırımcılar getirisi yüksek olan yüksek riskli yatırımlardan kaçınmakta bunun yerine getirisi ve riski düşük yatırımları tercih etmektedirler. Bu eğilimin, B tipi yatırım fonlarını tercih eden karar birimlerinde daha güçlü (0.24) olduğu görülmektedir. Buna göre, yatırım fonlarındaki getiri dağılımı fon tipine göre farklılık göstermez şeklinde kurulan hipotez (c-1) ret edilmiştir.

Fon tarafından kontrol edilemeyen ve fonun performans ölçümünde önemli bir açıklayıcı değişken fonun birim fiyatıdır (BF). BF'nin etkinliği açıklama gücü (A tipi yatırım fonları için 0.0007) olup pozitif işaretlidir. BF, fona yatırım yapan karar birimlerinin getiri düzeylerini belirlediğinden fona olan talep üzerinde etkili olacaktır. Dolayısıyla, birim fiyattaki artış, fonun etkinliğini açıklaması açısından önemli bir faktör olacaktır. Ancak, B tipi yatırım fonlarında BF'nin istatistiksel olarak anlamsız çıkması bu değişkenin yorumlanmasını tutarsız ve sapmalı yapmaktadır.

⁵⁸⁸ Harvey C. R. ve Siddique, A., **Conditional Skewness in Asset Pricing Test**, Journal of Finance, Vol. LV, No:3,2000,s.1291

⁵⁸⁹ Joro T. ve Na P., **Portfolio Performance Evaluation In a Mean Variance Skewness Framework**, 2004, s. 4; Çarpıklık momentini kullanılarak performans ölçümü yapan çalışmalardan bir kısmı şunlardır: Arditti (1971), (1975), Kraus ve Litzenberger (1976) ile Harvey ve Siddiqu (2000).

Hipotez (B-2) ile karar birimlerinin ölçeği ile etkinliği arasında ilişki olduğu ve büyük ölçekli karar birimlerinin daha etkin olduğu iddia edilmiştir. Bu çerçevede fon büyüklüğü; fonun tedavüldeki pay adedi ve yatırımcı sayısı ile modele dâhil edilmiş ve söz konusu değişkenlerin, TE’i açıklama gücünün artış yönünde olması öngörölmüştür. Elde edilen bulgular, artış yönünde olup beklentiyle örtüşmektedir; fonun, tedavüldeki pay adedi ve yatırımcı sayısı ile ölçölen büyüklüğü arttıka, TE düzeyinin de artma ihtimali görölmektedir (TPA; A tipi yatırım fonları 0.003, B tipi yatırım fonları için 0.0005, YS; her iki tip yatırım fonu 0.0004’dür). Fonun kurumsallaşma derecesini de veren tedavüldeki pay adedi ve yatırımcı sayısının büyüklüğü fonun piyasa payını (ölçeğini) arttıracaktır. Fonun piyasa payına bağlı piyasa hâkimiyetinin artması ve daha fazla portföy çeşitlendirme olanağına sahip olması riski düşürme ve getiri arttırma imkânı verdiğinden TE’e olumlu katkı yaptığı söylenebilir. Buna göre büyük ölçekli karar birimlerinin küçük ölçeklilere göre ölçek avantajına sahip olduğu şeklinde kurgulanan hipotez (B-2) doğrulanmıştır. Bununla birlikte, piyasadaki fon kurucularının yatırımcı sayısına göre piyasa oranları incelendiği zaman ilk sıraları bankaların aldığı, onların yanı sıra yatırım fonları içinde çok sayıda küçük fonun bulunduğu bilinmektedir. Buna göre, fon piyasası genelinde etkinliğin artırılabilmesi için, yatırımcı sayısının ve fon ölçeğinin arttırılması gerekmektedir.

Fon tarafından kontrol edilemeyen ve yatırım fonlarının çeşitlendirme performans ölçümü olarak, modele belirleme katsayısı (R^2) alınmıştır. R^2 , fon ile pazar arasındaki korelasyon katsayısının karesi alınarak hesaplanmaktadır. Yani fon ile pazar arasında mutlak değişme ölçüsünü ifade eder. Burada fon denildiğinde, fonun aylık getirileri, pazar denildiğinde ise İMKB-100 endeksinin aylık ortalama getirileri kullanılmaktadır. Pazarın (İMKB-100 endeksinin) en iyi çeşitlendirilmiş bir portföy ve R^2 ’sinin 1 olduğunu bildiğimize göre; 1’e yakın bir R^2 , fonun çok iyi çeşitlendirildiğini ve dolayısıyla etkinliğinin yüksek olması gerektiğini 1’den çok küçük olması fonların çok iyi çeşitlendirilmediğini gösterir. A tipi yatırım fonlarında R^2 ’nin istatikselsel olarak anlamsız çıkması bu değişkenin yorumlanmasını tutarsız ve sapmalı yapmaktadır. Ancak B tipi yatırım fonlarının belirleme katsayısının değerinin 1’e yakın olması (0,81) bu tip fonların, çeşitlendirme performansının iyi

olduğunu söyleyebiliriz. Buna göre fonlarda yapılacak çeşitlendirme TE'ye olumlu yansıtacaktır. A tipine göre B tipi fonların daha çok çeşitlendirmeye sahip olması, piyasada B tipi fonların daha çok talep edilmesine yol açmaktadır. Bu sonuç, betimsel bir gösterge olarak, A tipi fonların 2000 yılına kadar toplam fon sektöründeki payı yüzde 30 civarında iken, bu oranın 2009 yılı sonunda yüzde 4'e kadar düşmesiyle de paralellik arz etmektedir. Bunun iki önemli nedeni vardır; birincisi, A tipi fonların içerdiği hisse senedi payının fazla olmasıdır. Söz konusu bu fonlar, daha bilinçli olan kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Kurumsal yatırımcılar, alım yapacakları zaman ilk olarak İMKB - 30 hisselerine yönelirler. Bunun dışında İMKB - 50 ve kısmen İMKB - 100 hisselerinden alım yapabilmektedirler. 2001 krizinden sonra faizlerin düşmesi ile birlikte A tipi yatırım fonlarının getirisi de eskisi kadar yüksek olmaması bu fonlara olan talebi düşürmüştür. İkinci neden, B tipi yatırım fonlarına göre A tipi yatırım fonlarına yönlendirmenin de az olmasıdır.

Yatırım fonlarının en önemli özelliği profesyonel yönetim hizmetinden yararlanmalarıdır. Fon yöneticileri, fondan toplanan paraları yatırım fonunun tüzüğünde belirtilen amaçlara uygun olarak değerlendirirken piyasa şartlarına, şirketlere veya menkul kıymetlerin performanslarına ilişkin olarak yaptıkları kapsamlı analizlerle yatırım yaparlar. Ekonomik koşullar değiştiğinde ise, bu değişikliklere uyum sağlamak üzere yatırım kararını gözden geçirirler. Bu nedenle, doğru stratejiyle doğru yatırım kararlarının verilmesiyle ele alınan portföy varlık çeşidi etkinlik üzerinde olumlu etki sağlayacağı öngörülmektedir. Bu öngörüye bağlı olarak fon tarafından kontrol edilebilen Kamu Borçlanma Araçlarının Payı (KBA) ve ters repo işlemlerinin payı (TRP) modele dâhil edilmiştir. Bulgular, beklentiyle örtüşmekte olup parametrenin işareti pozitifdir. Buna göre, hem kamu borçlanma araçlarının hem de ters repo işlemlerinin TE'yi iyileştirdiği görülmektedir (KBA; A tipi yatırım fonları için 0.015, B tipi yatırım fonları için 0.015'dir. TRP ise, A tipi yatırım fonları için 0.007, B tipi yatırım fonları için 0.006'dır). Riskin dağıtılması esasına göre yönetilen Yatırım fonlarının amacına bağlı olarak çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlaması fonun etkinliğine olumlu katkı yapmaktadır. Böylece finansal endüstri içinde yatırım

fonları, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkân tanımaktadır. Bu nedenle fonların portföy çeşitlendirilmesi kapsamında hisse senedi, tahvil-bono, ters repo vb. varlıklarla portföy çeşitlendirilmesi yapması fonun etkinliği açısından önemlidir.

Amaç farklılığı olan yatırım fonları arasında, etkinlik yönünden bir farklılık olup olmadığını ortaya koyabilmek amacıyla; likiditesi yüksek hisse senedi ve ters repo gibi kısa vadeli varlıklara yatırım yapan fonları temel alan bir kukla amaç değişkeni (AD) modele dâhil edilmiştir. Söz konusu değişkenin etkinlik üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olması likiditesi yüksek araçlara yatırım yapmayı amaç edinen fonların daha etkin olduğunu göstermektedir (AD; A tipi yatırım fonları için 0.6, B tipi yatırım fonları için 0.5'dir).

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve içtüzüğünün izin verdiği sınırlar dâhilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil, bono v.b.) alınması, portföydeki varlıkların satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz, kâr payı v.b.) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer. Bir başka ifade ile portföy yönetimi, finansal araçlardan oluşturulan portföylerin müşteri adına, müşterinin beklediği risk oranı ve süre çerçevesinde maksimum verimi sağlayacak şekilde vekil sıfatı ile yönetilmesidir.⁵⁹⁰ Fonun yöneticisi bu hizmetinin karşılığında fonun portföy değerinin belli bir yüzdesi kadar ücret almaktadır. Bu ücret sistemi portföy değerinin yüzdesi şeklinde alındığından performansa dayalı ücret sistemi olmaktadır. Daha fazla ücret almak isteyen yöneticinin fon yönetimini daha etkin yönetmesi gereğini ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle bu çalışmanın amaç fonksiyonu çerçevesinde yönetim performansını belirleyecek olan fonun yöneticilerine verilen ücret payı (EU) modele dâhil edilmiştir. Ücretteki artışın TE'e olumlu katkı yapması beklenmektedir. Bulgular, bu beklentiyle örtüşmektedir (EU; A tipi yatırım fonları için 0.11, B tipi yatırım fonları için 0.10'dur). Aldığı ücreti arttırmak isteyen yöneticilerin fon yönetimini daha etkin yönetme arzusu beraberinde etkinliği de arttırmaktadır. Bu durum, yöneticilerin bireysel amaçlarla kurumsal amaçlarının

⁵⁹⁰ Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, 2005, Ankara, ss. 289.

örtüşmesinin bir sonucudur.

3.5. TSE’de ve TYF’da Saha Bulguları Temelli Analiz: Yönetim Performansı

TSE’de ve TYF’daki (bankacılık sektörü dışındaki finansal endüstri) yönetim birikiminin TE üzerindeki etkisini incelemek ve ampirik bulguların daha net bir şekilde yorumuna imkân sağlamak için burada da araştırma sahasından elde edilen veri tabanı değerlendirilmiştir. TSE’de ve TYF’da faaliyet gösteren her bir karar biriminin yönetim etkinliği bağlamında kurum performansını ölçme yönelimli bu ölçekte, 8 soru olup istatistikî testler ve ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.15’de verilmiştir:

Tablo 3.15: TSE’de ve TYF’da Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.747 Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.738		
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi		
	Bileşenler (Faktörler)	
	1	2
V53: Kriz dönemindeki fon kaybının, krizlerin Türkiye Ekonomisi’ne bulaşması açısından önem derecesi	,792	,183
V52: 2008-2009 Finansal Kriz döneminde ürün satış politikanızda faaliyet alanınızda ölçek yönünden en büyük şirketin kararlarının takip edilme derecesi	,743	,359
V54: 2009 yılı dönem sonunda kurumunuzun kar – zarar etmiş olmasında yönetiminiz veya ilgili sektör yöneticilerinin krizi yönetme başarısı	,703	-,192
V49: Faaliyet alanıyla ilgili ürün satışları	,700	-,186
V51: Ürün çeşitliliği	,669	-,163
V55: Rekabetçi konumuzun güçlendirilmesi açısından kurumunuzun BDDK tarafından denetiminin gerekliliği	-,123	,935
V56: Rekabetçi konumuzun güçlendirilmesi açısından kurumunuzun BDDK benzeri bir kurum tarafından denetiminin gerekliliği	-,157	,612
Ölçekten Çıkarılan Maddeler: V50: Faaliyet dışı ürün satışları		
Açıklanan Varyans; Toplam: yüzde 60, Faktör 1: yüzde 43.11, Faktör 2: yüzde 16.33		

Buna göre TSE’de ve TYF’da kurumsal performansın ölçümüne ilişkin soru grubu iki faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 43.11’ini, ikinci faktör yüzde 16.33’ünü açıklamaktadır. Yukarıda görülen iki faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 60’tır. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün beş maddeden (49-51-52-53-54) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.669 - 0.792 arasında değiştiği görülmektedir. Burada, faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, kriz döneminde fon kaybının önemi ve krizi

yönetme başarısı olarak toplulaştırılmıştır. Yine, bankacılık endüstrisi dışındaki finansal endüstrinin yöneticileri de kriz dolayısıyla yaşanan fon kaybını önemsemiş ancak izlenecek stratejide ve uygulanacak politikada ölçek yönünden en büyük karar biriminin kararlarını takip etme yoluna gitmiştir. Bu sonuç toplulaştırılmış hipotezleri (B-2, B-3 ve B-4) doğrular niteliktedir. Böyle bir yapılanma içerisinde, endüstride öncü olan büyük ölçekli karar birimlerinin önlem alma ve uyum sağlama esnekliği nedeniyle TE düzeyleri artarken takipçi olan küçük ölçekli karar birimlerinin eşgüdüm uyumsuzluğu nedeniyle TE düzeyleri azalmıştır. Risk yönetiminin önemli olduğu bu endüstrilerde üst yönetim, riski, ürün çeşitlendirme yoluyla dağıtma stratejisine gitmiştir. Bu olgu, çeşitlendirmenin daha fazla olduğu B tipi yatırım fonlarının TE düzeylerindeki görece üstünlüğüyle de paralellik göstermektedir. Buna göre özellikle kriz dönemlerinde artan risk karşısında ürün çeşitlendirmeye giden, riski iyi yöneten büyük ölçekli karar birimlerinin mali karlarındaki artışla birlikte TE düzeylerinin yükselmiş olması, kriz dönemlerinde endüstrinin ortalama TE düzeylerindeki azalışı frenlemiş ve kriz sonrası dönemde, tekrar başlangıç düzeyine taşımıştır. Ancak bu başarı endüstride kısmi etkinlik artışı olarak değerlendirilebilir.

İki maddeden (55-56) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.612 - 0.935 arasında olduğu görülen ikinci faktör; TSE'de ve TYF'da denetim düzeyi olarak toplulaştırılmıştır. Söz konusu bu faktör çerçevesinde üst yönetimin, endüstri içindeki öldürücü/yıkıcı/haksız rekabeti izleyerek endüstri içindeki firma yapısını mevcut sistem ve süreç içerisinde düzenlemeye çalıştığı ve denetim etkinliğine önem verdiğini gösterir.

3.6. Finans Endüstrisinde Saha Bulgularına Yönelik Analiz

Çalışmanın bu kısmında yukarıdaki her bir endüstriye ilişkin analiz sonuçları ile araştırma sahasından Finans Endüstrisine yönelik toplulaştırılmış faktör analizleri sonuçları birlikte değerlendirilmiş ve politika önermelerine referans bulgular elde edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda öncelikle, cevaplanan tüm anket soruları için güvenilirlik (Cronbach's Alpha: 0.968) testi yapılmış ve yöntemde belirtildiği gibi

156 soru beş grup içinde toplanarak, her bir grup aşağıdaki alt başlıklar altında değerlendirilmiştir.

A. Finans Endüstrisinde Sistem ve Süreç Performansının Analizi:

Faktör analizi yapılan ilk grup, finans endüstrisinde faaliyet gösteren her bir karar biriminin yönetim sistem ve sürecini ölçme yönelimli soru grubudur. Bu grupta 15 soru olup istatistikî testler ve ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.16’da gösterilmektedir.

Tablo 3.16: Sistem ve Süreçler Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.867			
Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.787			
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi			
	Bileşenler (Faktörler)		
	1	2	3
V13: Müşteri talep tahmin tabloları	,874	-,054	,125
V14: Periyodik müşteri memnuniyeti ölçümü	,853	-,085	,282
V15: Çalışanların periyodik memnuniyet ölçümü	,741	-,019	,360
V12: Eğitim ve geliştirme uygulamaları	,648	,454	,030
V7: Kritik personelin yedeklenmesi	,618	,432	-,067
V5: Kaliteye odaklanma	,579	,214	-,011
V11: İç kontrol ve iç denetim	,176	,804	-,011
V8: Yıllık plan ve bütçeleme	-,051	,777	,224
V1: Finans piyasalarına yönelik sistemli pazar araştırması	,015	,299	,780
V2: Kredi çeşitlendirilmesi, türev işlemler, opsiyon, swap vb. gibi yeni ürün geliştirme çabası	,259	-,066	,728
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:			
V3: Kurum olarak güçlü ve zayıf yönlerin analizi (SWOT)			
V4: Farklılaştırma stratejisi			
V6: Ürün satış planlaması			
V9: Ürün bazında maliyet – getiri analizi			
V10: Denetim kalitesi			
Açıklanan Varyans; Toplam: % 65, Faktör 1: % 38.06, Faktör 2: % 15.55, Faktör 3: % 11.30			

Çalışmanın yöntem kısmında açıklanan faktör bileşenleri analizi çerçevesinde sistem ve süreç ölçümüne ilişkin soru grubu Tablo 3.16’da görüldüğü gibi üç faktöre indirgenmiştir. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi, ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 38.06’sını, ikinci faktör yüzde 15.55’ini, üçüncü faktör de yüzde 11.30’nu açıklamaktadır. Üç faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 65’tir. Birinci faktörde yer alan maddelerin faktördeki yük değerleri 0.579 - 0.874 arasında değişmektedir. Aynı değerler, ikinci faktörde yer alan iki madde için 0.777 - 0.804,

üçüncü faktörde yer alan iki madde için de 0.728 - 0.780 arasındadır.

Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün altı maddeden (5-7-12-13-14 ve 15) oluştuğu belirlenmiştir. Buna göre, faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, sistem ve sürece katkı sağlayan firma içi bilgi donanım düzeyi olarak tanımlanmıştır. İkinci faktörün, iki maddeden (8 ve 11) oluştuğu görülmektedir. Bu faktör, bütçe denetim düzeyi olarak adlandırılmış; yıllık plan ve bütçeleme yanısıra iç denetim ve iç kontrolün önemsendiğini göstermektedir. Üçüncü faktör de iki maddeden (1 ve 2) oluşmaktadır. Pazar araştırması ve ürün geliştirme olarak tanımlanan üçüncü faktör, karar birimlerinin pazarı tanıma ve buna uygun yeni ürün geliştirme çabasını açıklamaktadır.

Ancak faktör analizine göre ölçekten çıkartılan maddeler değerlendirildiğinde, Türk Finans endüstrisinde; kurumsal gelişmeye altyapı sağlayacak bilgi donanımı için gerekliliği olan SWOT analizinin, farklılaşma stratejisinin, ürün satış planlamasının, ürün bazında maliyet-getiri analizlerinin ve denetim mekanizmasının yeterince işletilmediği yöneticilerin ankete verdiği cevaplardan anlaşılmaktadır. Oysa finans endüstrisinde etkinsizliğe neden olan en önemli unsurlardan biri, ters seçim ve ahlaki çöküntüye yol açan faktörler bağlamında asimetrik bilgi olduğu savı dikkate alınır; analiz dışı bırakılan bu maddeler, finansal kurumların piyasa bilgisini toplayarak ve bilgi üreterek ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlama fonksiyonunu yerine getirmediğini göstermektedir. Bu sonuç, her üç endüstrinin (TBE, TSE, TYF), etkinsizlik sorunuyla karşı karşıya olduğunu gösteren ortalama TE düzeyleriyle de paralellik göstermektedir. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal etkinsizliğin/kırılganlığın raslantısal olarak değil, bu ülkelerdeki hukuksal ve kurumsal altyapı eksikliğinden, asimetrik bilgiden, ansızın ve dışsal faktörlere bağlı olarak karar birimlerinin davranışlarındaki içgüdüsel değişimlerden kaynaklandığını ortaya koyan Post Keynesyen yaklaşımın geçerli olduğunu göstermektedir. Buna göre, özellikle her bir endüstrinin etkinlik düzeyini temsil eden kriz dönemlerine ait TE bulgusu (kriz öncesi yüksek düzey, kriz dönemi düşük düzey, kriz sonrası

yeniden yükselen düzey) ile finans endüstrisinin etkinliğine yönelik saha bulguları eşanlı olarak değerlendirildiğinde, bu bulgular, çalışmanın teorisinde belirtilen Post Keynesyen yaklaşımla Türkiye özelinde de uyumludur. Dolayısıyla bu sonuç araştırmanın toplulaştırılmış ilk hipotezini (B-1) doğrulamaktadır.

B. Finans Endüstrisinde Kurum Performansının Analizi: Finans endüstrisinde faaliyet gösteren her bir karar biriminin yönetim etkinliği düzleminde kurum performansını ölçme yönelimli bu ölçek, 17 sorudan oluşmaktadır. Ölçeğe ilişkin istatistikî sonuçlar ile ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.17’de verilmiştir.

Tablo 3.17: Finans Endüstrisinde Kurum Performansının Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.860				
Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.800				
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi				
	Bileşenler (Faktörler)			
	1	2	3	4
V31: Firmanın ürünlerinin piyasa tarafından kabul görme derecesi	,866	,097	,089	-,002
V17: Müşteri sayısı	,789	-,055	,314	,193
V27: Müşteri sayısında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	,604	,258	,252	,082
V30: Genel olarak firmanın kaynak kullanım açısından performansı	,588	,523	-,157	,201
V29: Firmanın pazar payında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	,567	,566	,028	-,115
V28: Firma kârında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	,192	,839	,103	-,016
V26: Kurumunuzda geçen yıl başarımlar hedeflerine (kârlılık vb.) ulaşma düzeyi	,068	,689	,277	-,109
V22: Ödenen kar payları	-,028	,661	,392	-,072
V19: Ürün başına getiri	,124	,202	,754	,095
V16: Müşteri memnuniyeti	,564	-,096	,616	-,074
V20: Personel etkin kullanımı	,121	,282	,604	,094
V23: Çalışanların morali, doyumları ve kuruluşun amaçlarına bağlılık düzeyi	,476	,270	,499	,020
V21: Ürün maliyetleri	-,012	-,018	,162	,800
V18: Toplam finansal yükümlülükler	,133	-,094	-,037	,730
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:				
V24: Finansal gücünüzü destekleme düzeyi (kolay finansal kaynak bulup kullanabilme)				
V25: Kurumunuza iş başvuru sıklığı				
V32: Bilgi teknolojilerini stratejik bir kaynak olarak görme derecesi				
Açıklanan Varyans: Toplam: yüzde 64, Faktör 1: yüzde 34.10, Faktör 2: yüzde 12.68, Faktör 3: yüzde 8.83, Faktör 4: yüzde 7.79				

Tablo 3.17’e göre finans endüstrisinde kurum performansını belirlemeye yönelik oluşturulan ölçek, dört faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi, ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 34.10’unu, ikinci faktör yüzde 12.68’ini, açıklamaktadır. Dört faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 64’tür. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün beş maddeden (17-27-29-30-31) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.567 - 0.866 arasında

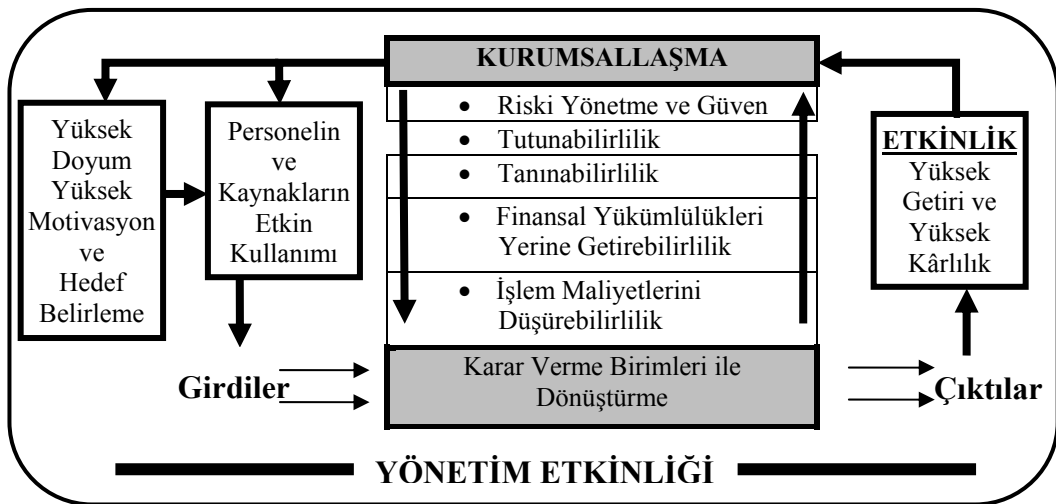
değiştii görölmektedir. Buna göre, faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, kurumsallaşma derecesi olarak tanımlanmıştır. Burada, üst yönetim, kurumsallaşmaya ve markalaşmaya çok önem verir görünmekte, bunun da yüksek yük değerleriyle firmanın ürünlerinin piyasa tarafından kabul görme derecesiyle ölçüldüğünü düşünmektedir. Özellikle, finansal derinleşmenin sağlanamadığı, önemli kurumsal ve yasal altyapı eksikliğinin olduğu, organize olmuş yapıların yanı sıra organize olmamış yapıların da mevcut olduğu, fon açığının vb. olguların söz konusu olduğu Türk finans endüstrisinde kaynak kullanım performansının, müşteri sayısındaki artışın ve pazar payı genişlemesinin kurumsallaşma üzerinde önemli etkiler yaratarak endüstrinin etkinliğini doğrudan belirleyebileceği karar birimlerinin yöneticileri tarafından ortaya konulmuştur.

Üç maddeden (22-26-28) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.661 - 0.839 arasında olduğu görölen ikinci faktör; endüstrinin hedeflerine ulaşabilirlik düzeyi olarak isimlendirilmiştir. Bu faktöre göre, endüstrinin bir bütün olarak önceki yıllara göre kârlılığının arttığı ve hedeflerine ulaşma başarısının gösterildiği ifade edilmektedir. Dört maddeden (16-19-20-23) oluşan üçüncü faktör; hedef destek düzeyi olarak isimlendirilmiştir. Üst yönetim, çalışanların morali, doyumları ve kuruluşun amaçlarına bağlılık düzeyinin yükseltilmesi, personelin daha etkin kullanılması ve müşteri memnuniyetinin sağlanması zincirinin bir bileşkesi olarak ürün başına getiri düzeyinin yükseleceğini ifade etmektedir. Her bir karar biriminin girdisinin personel, çıktısının getiri (kârlılık) olduğu düşünülürse, personelini etkin kullanan, müşterisini memnun eden kurumların TE düzeyleri de yüksek çıkacaktır. Bu hedef destek zinciri, Türk finans endüstrisi içinde mülkiyet yapısına göre kamu sermayeli karar birimleri açısından değerlendirildiğinde, söz konusu bu kurumların TE düzeylerinin düşük çıkmasının nedenleri daha iyi anlaşılmaktadır. Çalışma rasyonelitesinden yoksun, net bir hedefin belirlenememesi, yetersiz ve motivasyonsuz personelinin etkin kullanılamaması, müşteri memnuniyetinin önemsenmemesi kamu sermayeli karar birimlerini özel sermayeli karar birimlerine göre daha az yaratıcı ve daha az etkin yapmaktadır.

Ayrıca, iki maddeden (18-21) oluşan dördüncü faktör; finansal yükümlülük

düzeyi olarak isimlendirilmiştir. Bu faktör, karar birimlerinin, geçmişte yaşanan finansal krizlerin yaşattığı algıya bağlı olarak finansal yükümlülüklerine karşı aşırı derecede duyarlı olduklarını ifade etmektedir. Finans endüstrisinin kırılğan olan piyasa yapısına finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen bir karar birimi eklendiğinde (2001 finansal kriz ve 2008 küresel krizdeki gibi) piyasa başarısızlığı ortaya çıkabilmektedir. Karar birimlerinin yanlış yönetilmesi, makro ekonomik şoklar, yükümlülüklerinin çoğunun kısa dönemli ve sabit değerli olması gibi nedenlerle yerine getirilemeyen finansal yükümlülükler; bir yandan güven unsurunun sarsılmasına bağlı olarak hücumu başlatacak ve kısa süre içerisinde likidite yetersizliği yaratarak kaynak tahsis etkinsizliğine yol açabilecektir. Diğer yandan yaşanan bu başarısızlık ciddi makroekonomik olumsuzluklarla birlikte önemli fon kaybına, kredi daralmasına ve reel kayıplara yol açarak sosyal maliyetlere neden olabilmektedir (negatif dışsallık). Bu durum, kriz döneminde endüstrideki her bir karar biriminin TE değerlerinin düşmesiyle paralellik göstermektedir. Yukarıdaki bu iki (TE göstergeleri, saha bulguları) değerlendirmeye göre, çalışmanın amaç fonksiyonunda belirlenen “firmalara özgün organizasyonel yapı ve piyasa yapısı kriz dönemlerinde dışsal şoklardan hızla etkilenir ve endüstriyel etkinlik azalır şeklinde” tarafımızdan kurulan hipotez (B-4) doğrulanmaktadır. Yukarıdaki tablodan çıkarılan ölçek (ölçekte bindirdiği yük değeri) referans alınarak yönetim performansını açıklayan temel göstergeler tarafımızdan düzenlenmiş ve şekil üzerinde özet bir yorumla verilmiştir.

Şekil 3.4: Finans Endüstrisinde Yönetim Etkinliği



Kaynak: Yöntem kısmında yer alan ve bir karar verme biriminin girdileri çıktıya dönüştürme süreci şekli (Şekil 3.2), bu çalışmanın analitik bulgularıyla desteklenmiş (ölçekte bindirdiği yük değeri) ve çalışmadan yapılan çıkarsamalar doğrultusunda tarafımızdan düzenlenmiştir.

C. Finans Endüstrisinde Organizasyon Yapısının Analizi: Faktör analizi yapılan üçüncü grup, finans endüstrisinde faaliyet gösteren her bir karar biriminin organizasyon yapısının ve işleyiş sürecinin yönetim etkinliği üzerindeki etkisini ölçme yönelimli soru grubudur. Bu grupta 27 soru olup istatistiki testler ve döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.18’de gösterilmektedir.

Tablo 3.18: Finans Endüstrisinde Organizasyon Yapısının Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.880 Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.828				
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi				
	Bileşenler (Faktörler)			
	1	2	3	4
V87: Çalışanlar, yeni proje fikirleri geliştirebilmek için diğer bölümlerdeki çalışanlarla işbirliğine gitmeleri yönünde cesaretlendirilirler	,899	,153	-,083	,019
V86: İyi bir fikirle gelen çalışanlara, genellikle fikri geliştirmeleri için ihtiyaç duyacakları zaman sağlanır	,883	,160	-,098	,026
V85: Çalışanların, yenilikçi (inovasyon) proje ve fikirlerine mali destek bulabilecekleri farklı seçenekler mevcuttur	,842	,188	-,103	,046
V88: Yeni ve yenilikçi fikirler, genellikle terfi veya diğer maddi tanıma yöntemleri ile ödüllendirilir	,826	,208	,038	,100
V92: Yöneticiler ve amirler, yaratıcılık ve yenilikçilik teknikleri konularında eğitim alırlar	,801	,111	,119	,240
V66: Görevlerin yerine getirilmesini koordine etmek üzere çok sayıda kural ve yöntem hazırlanır	,135	,819	-,180	,138
V67: Bu kural ve yöntemlerle kurumdaki faaliyetlerin nasıl kontrol ve koordine edileceği kesinlikle belirlenir	,266	,813	-,125	-,030
V68: Bu kural ve yöntemler kurumda titizlikle izlenir	,244	,812	-,228	,013
V69: Bu kural ve yöntemler yazılı bülten, yönerge ve raporlar biçiminde dağıtılır	,181	,770	,045	-,021
V74: Karar verme yetkisinin olmadığı durumlarda varsa üsttün ya da bağlı olunan bir üst kurumun karar vermesi beklenir	,015	,628	-,063	,301
V70: Kurumda size doğrudan rapor veren astlarınız bir başkasının görevini yapabilir	-,024	,004	,828	-,152
V71: Kurumda görevliler birbirlerinin görevlerini yapmak üzere çok sık yeri değiştirilir	,043	-,167	,755	-,241
V84: Gayri resmi, sıkı olmayan kontrol mekanizmaları hakimdir. Kişisel ilişkiler ve işbirliği normları belirleyici rol oynar	-,090	-,186	,698	,101
V78: İletişim, iyice yapılandırılmış kanallar aracılığıyla yürütülür. Önemli finansal ve operasyonel bilgilere erişim çok sınırlıdır	,223	,020	-,002	,820
V79: Karar alma sürecinde, en çok söz hakkının, yönetim kademelerine düşmesine büyük önem verilir	,045	,184	-,281	,642
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:				
V72: Kurumda çalışanlara şimdiki görevleri ile ilgili uzmanlık eğitimi verilir				
V73: Kurumda yeni çalışmaya başlayanlara görevleriyle doğrudan ilgili olarak bir oryantasyon (uyum) programı uygulanır				
V75: Kurumun faaliyetleri ile ilgili karar almadan önce astlara danışılır				
V76: Standart bir yöneticilik tarzının uygulanmasında ısrar edilir				
V77: Yöneticilik tarzlarının, geniş bir yelpazede farklılaşmasına izin verilir				
V80: Karar alma sürecinde, hiyerarşik yapıyı ihlal edecek bile olsa, en çok söz hakkının konunun uzmanlarına verilmesine yönelik güçlü bir eğilim vardır				
V81: İş koşullarındaki değişimlere uyum sağlayabilmek için, denenmiş ve başarılı olmuş yönetim prensiplerinin uygulanmasına büyük önem verilir				
V82: Çalışanların resmi ve belirli iş tanımlarına sıkıca bağlı kalmasına büyük önem verilir				
V83: Birçok faaliyet, resmi ve gelişmiş kontrol mekanizmaları ve bilgi sistemleri aracılığıyla denetlenir				
V89: Başarılı yenilikçilik projelerine imza atan çalışanlar, standart ödüllendirme sistematiği dışında da ödüllendirilir				
V91: Üst (tepe) yönetim, çalışanların öneri ve fikirlerine açıktır				
Açıklanan Varyans; Toplam: yüzde 70, Faktör 1: yüzde 35.36, Faktör 2: yüzde 16.10, Faktör 3: yüzde 10.76, Faktör 4: yüzde 7.14.				

Tablo 3.18’e göre finans endüstrisinde organizasyon yapısını belirlemeye yönelik oluşturulan ölçek, dört faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden

birincisi, ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 35.36'sını, ikinci faktör yüzde 16.10'unu, açıklamaktadır. Dört faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 70'tir. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün beş maddeden (85-86-87-88-92) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.801 ve üzerinde olduğu görülmektedir. Buna göre, faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, inovasyona (yenilikçilik) üst yönetim desteği olarak isimlendirilmiştir. Buna göre, üst yönetim, yeni fikirlere ve yenilik yaratıcı projelere çok önem vermektedir. Kaynakların etkin kullanım sürecinin bir parçası olan bu olgu için ihtiyaç duyulan zaman ve mali desteğin sağlanmasıyla, personel teşvik edilmekte ve personelin kendini geliştirmesine altyapı hazırlanmaktadır.

Beş maddeden (66-67-68-69-74) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.628 - 0.819 arasında oluştuğu görülen ikinci faktör; yönetim tarzını göstermektedir. Bu faktöre göre, üst yönetim, hiyerarşik bir yönetim tarzına bağlı olarak personelin, belirlenen kural ve yöntemler dâhilinde hareket etmesi gereğini benimsemektedir. Üç maddeden (70-71-84) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.698 - 0.828 arasında oluştuğu görülen üçüncü faktör; personeli görevlendirme düzeyi olarak gruplandırılmıştır. Bu faktör ile yöneticiler, kurumun ihtiyaçları doğrultusunda personelin istihdam edildiğini ifade etmektedir. Bunun yanı sıra, dördüncü faktörde üst düzey yöneticiler esasen, finansal ve operasyonel bilgilere erişimin sınırlı olması gerektiğini ve karar alma sürecinde, en çok söz hakkının, üst düzey yöneticilere ait olduğunu vurgulamaktadırlar. Bu durum, yönetim performansını etkileyen olumsuz bir etken olarak algılandığında yönetim etkinliğini azaltıcı bir faktör olarak değerlendirilebilir. Diğer bir ifadeyle, üst yönetimin, inovasyona ve yeni fikirlere açık olması TE üzerinde olumlu olabileceken; esnek yönetim tarzından uzak hiyerarşik bir yapılanma içinde standart bir yönetim tarzının benimsenmesi, kişisel ilişkiler ve işbirliği normlarının belirleyici olması, personelin rotasyona tabi tutularak uzmanlık alanından uzaklaştırılması ve karar alma sürecinde, en çok söz hakkının, konunun uzmanlarına rağmen (fikir ayrılığı durumunda) yönetim kademelerine düşmesi karar birimlerinin yönetim performansını düşürmektedir. Bu sonuç da yukarıda belirtilen nedenlere ilaveten çalışmada yer alan toplulaştırılmış hipotezi (B-1) güçlendirmektedir.

D. Finans Endüstrisinde Faaliyet Sürecinin Analizi: Faktör analizi yapılan dördüncü grup, finans endüstrisindeki her bir karar biriminin faaliyet sürecini ölçme yönelimli soru grubudur. Grup, 52 sorudan oluşmaktadır. İstatistikî sonuçlar ve ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.19’da gösterilmektedir.

Tablo 3.19: Finans Endüstrisinde Faaliyet Sürecinin Faktör Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.935 Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.812						
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi						
	Bileşenler (Faktörler)					
	1	2	3	4	5	6
V111: Yeni ürün/hizmetleri pazara sunma konusunda öncü şirket olunmuştur	,884	-,023	,070	,164	,241	-,079
V120: Yeni ürün ve fikirlerin pazara sunumunda rakiplerin önünde, öncü olma eğilimi vardır	,875	,093	,109	,068	,091	,136
V112: Yeni pazarlarda satışa sunmak üzere radikal anlamda yeni ürün/hizmetler yaratılmıştır	,875	-,069	,149	,088	,138	,064
V118: Çok sık olarak, yeni ürün/hizmetlerin, üretim teknolojilerinin ve idari/teknik yeniliklerin pazara sunulmasında öncü şirket rolü üstlenilir	,865	,144	,028	,066	,147	,108
V113: Mevcut pazarlarda satışa sunmak üzere radikal anlamda yeni ürün/hizmetler yaratılmıştır	,849	,029	,082	,092	,116	,005
V115: Ürün odaklı araştırma geliştirme (ARGE) faaliyetlerine sektördeki diğer şirketlerin çok üstünde yatırım yapılmıştır	,832	,111	,022	,105	,147	-,026
V110: Yeni teknolojileri geliştirip pazara sunma konusunda öncü şirket olunmuştur	,828	-,036	,171	,255	,152	-,056
V109: Sektöre yeni iş kavram ve uygulamalarını getirme konusunda öncü şirket olunmuştur	,800	,045	,077	,231	,013	-,014
V131: Üst yönetim, ARGE faaliyetlerine, teknolojik liderliğe ve yenilikçiliğe önem vermeyi tercih etmiştir	,755	,207	-,130	,151	-,064	,035
V138: Bir yeniliğe kaynak yaratmak amacıyla, bütçe ve kısıtları devre dışı bırakılabilir	,749	,135	-,117	,101	,098	,068
V140: Yenilik üstünde çalışanlar, yeniliği geliştirirken üstlerine danışmadan karar alabilirler	,669	,165	-,114	-,116	,151	-,219
V139: Yenilik üstünde çalışanlar, yeniliği geliştirirken standart işletme prosedürlerini devre dışı bırakabilirler	,669	,000	,030	,479	-,127	,094
V108: Yenilikçiliği teşvik etmek amacıyla, organizasyon yapısında önemli değişikliklere gidilmiştir	,658	,078	,138	,485	,059	,079
V137: Bir yeniliğin (inovasyon) benimsenmesini kolaylaştırmak amacıyla, personel prosedür ve kısıtları devre dışı bırakılabilir	,589	-,095	,133	,556	-,087	,028
V105: Farklı iş kolları arasındaki koordinasyon ve iletişimi artırmak amacıyla reorganizasyon çalışmasına gidilmiştir	,073	,842	,269	-,037	-,035	,198
V104: İş kollarının verimliliğini arttırmak amacıyla değişik programlar devreye sokulmuştur	,100	,826	,298	,069	,082	-,182
V135: Üst yönetim, şirket hedeflerine ulaşmak için, faaliyet gösterdiğimiz çevreyle de ilişkili olarak, gözü pek ve uzun vadeli davranışların gerektiğine inanır	,135	,805	,248	,081	,070	-,220
V136: Belirsizlik içeren durumlarda karar verilirken, olası yüksek getiriyi en üst düzeye çıkarmak amacıyla, cesur ve saldırgan bir tutum takınılır	,092	,789	,302	,018	,100	-,182
V133: Üst yönetimin, yüksek riskli (yüksek geri dönüş oranlarını yakalama şansı bulunan) projelere güçlü bir yatkınlığı vardır	,098	,718	,195	,013	,012	-,371
V124: Fazlasıyla rekabetçi ve çok saldırgan davranılır	,073	,406	,796	-,035	,029	-,070
V123: Rakiplerden iş/müşteri kapmak için özel bir çaba gösterilir	,022	,380	,757	,002	,045	-,060
V122: "Rakibi yok et" amacı ile ve çok saldırgan bir tarzda hareket edilir	,032	,454	,721	-,010	,070	-,125
V125: Pazar payı kapmak ve pazarda bir numara olmak uğruna kârlılıktan bile vazgeçilir	,178	,425	,710	-,159	,140	-,021
V99: Yurt dışında yeni pazarlara girilmiştir	,228	,018	-,213	,790	,228	-,154
V102: Faaliyet gösterilen iş kollarına ait rekabet stratejileri değiştirilmiştir	,567	,046	,074	,629	,005	,121
V101: Mevcut pazarlardaki boşluklar bulunmuş ve değerlendirilmiştir	,466	,146	-,188	,599	,228	-,033
V94: Yarı bağımsız ve/veya tam bağımsız alt şirketler/iş birimleri kurulmuştur	,318	,013	,063	,036	,849	,060
V93: Yeni iş kollarında farklı şirketler kurulmuş veya mali açıdan desteklenmiştir	,467	,039	-,104	,093	,763	,011
V127: Ürün/hizmet bazındaki değişiklikler genellikle büyük çaplı değişimler şeklinde yapılır	,037	-,088	,064	-,006	,037	,779
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:						
V95: Birçok yeni iş koluna girilmiştir						
V96: Mevcut iş kolundaki performansını arttırmaktansa yeni sektörlerle girmek tercih edilmiştir						
V97: Faaliyet gösterilen sektörden şirket(ler) satın alınmıştır						
V98: Farklı sektörlerden şirket(ler) satın alınmıştır						
V100: Yurtdışında yeni pazarlara girilmiştir						
V103: Faaliyet gösterilen ve rekabet edilen iş kolları yeniden tanımlanmıştır						
V106: Kar edemeyen bazı iş kollarından çıkılmıştır						
V107: Yaratıcılık ve yenilikçiliği tetiklemek amacıyla yenilikçi insan kaynakları uygulamaları devreye sokulmuştur						
V114: Başlıca rakiplerden çok daha fazla yeni ürün geliştirme stratejileri belirlenmiştir						
V116: Süreç (proses) odaklı ARGE faaliyetlerine sektördeki diğer şirketlerin çok üstünde yatırım yapılmıştır						
V117: Yeni ve özgün süreçler geliştirmekten ziyade diğer şirketlerin geliştirmiş bulunduğu üretim teknolojileri takip edilmiş ve uyarlanmıştır						
V119: Genel olarak rakiplerin daha sonra takip edeceği, yeni ve öncü uygulamalar başlatılır						
V121: Hukukun ve kuralların elverdiği ölçüde rakiplerle işbirliği ve "beraber var olma" felsefesi takip edilir						
V126: Ürün/hizmet bazındaki değişiklikler daha çok ufak çaplı iyileştirmeler şeklinde yapılır						
V128: Hiç yeni ürün/hizmet pazarlanmamıştır						
V129: Çok fazla yeni ürün/hizmet pazarlanmıştır						
V130: Üst yönetim, denenmiş ve başarılı olmuş ürün ve hizmetleri pazara sunmayı tercih etmiştir						
V132: Üst yönetimin düşük riskli (normal ve kesin geri dönüş oranına sahip) projelere güçlü bir yatkınlığı vardır						
V134: Üst yönetim, en iyi davranış biçiminin, faaliyet gösterdiğimiz çevreyle de ilişkili olarak, küçük ve yavaş adımlarla ilerlemek olduğuna inanır						
Açıklanan Varyans; Toplam: yüzde 74, Faktör 1: yüzde 35.63, Faktör 2: yüzde 18.61, Faktör 3: yüzde 6.99, Faktör 4: yüzde 5.11, Faktör 5: yüzde 4.39, Faktör 6: yüzde 3.33.						

Tablo 3.19'a göre finans endüstrisindeki her bir karar biriminin faaliyet sürecini belirlemeye yönelik oluşturulan ölçek, altı faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi, ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 35.63'ünü, ikinci faktör yüzde 18.61'ini açıklamaktadır. Dört faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 74'tür. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün ondört maddeden (108-109-110-111-112-113-115-118-120-131-137-138-139-140) ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.589 ve üzerinde olduğu görülmektedir. Faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, yenilik ve pazar payı ilişkisi olarak gruplandırılmıştır. Buna göre, yukarıda da ele alındığı gibi rekabet üstünlüğü sağlayabilmek, mali bünyeyi güçlendirebilmek ve pazar payını genişletebilmek amacıyla rakiplerine göre yenilik yaratma, bilgi ve iletişim teknolojilerini kurmada öncü olunması karşılaştırmalı üstünlük yaratmaktadır. Bu olgu, her bir endüstrinin TFV'i incelendiğinde; ortalama verimlilikteki değişime teknolojik değişimin önemli oranda katkı sağlaması ihtimali yönetici görüşü ile desteklenmektedir.

Ölçeğin ikinci faktörünün ise beş maddeden (104-105-133-135-136) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.718 ve üzerinde olduğu görülmektedir. Faktör içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında ikinci faktör, risk alma düzeyi olarak isimlendirilmiştir. Üst yönetim, kriz gibi belirsizlik içeren durumlarda karar verirken, olası yüksek getiriyi en üst düzeye çıkarmak amacıyla kararlı bir tutum takınarak yüksek riskli (yüksek geri dönüş oranlarını yakalama şansı bulunan) fırsatları değerlendirme eğilimi içinde olduğunu iddia etmektedir. Bu durum, kriz döneminde fon kaybına rağmen, risk yönetiminin çok önemli olduğu sigorta ve yatırım fonlarının ortalama TE düzeylerinin korunması ve görece bir artış sağlamasını açıklaması açısından önemlidir.

Dört maddeden (122-123-124-125) ve yük değerlerinin 0.710 - 0.796 arasında olduğu görülen üçüncü faktör; agresif rekabet düzeyi olarak isimlendirilmiştir. Üst yönetim, endüstride, rekabetin yoğun ve yıkıcı/öldürücü olduğunu, rakiplerden iş/müşteri kapmak için özel bir çabanın gösterilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bu çalışmanın ikinci bölümünde incelendiği gibi McKinnon ve Shaw,

nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikalarını eleştirmiş ve finansal endüstride finansal serbestleşmeyi savunmuşlardır. Onlara göre, finansal endüstrinin serbestleştirilmesiyle, kaynakların tahsisini daha etkin olarak sağlayacak rekabet artışı mekanik bir şekilde ortaya çıkması beklenir. Bu görüşe karşı çıkan Post ve Yeni Keynesyen Yaklaşım ise finansal piyasaların oldukça sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin uygun bir kurumsal altyapı olmadan ve uygun makro ekonomik koşullara ulaşılmadan yapılması, sorunların daha da büyümesine yol açacağını savunmaktadır. Türk finans endüstrisi özelinde yukarıdaki her iki yaklaşımı dikkate alarak bir durum analizi yaptığımızda; finansal krizler nedeniyle endüstride yaşanan fon kaybı ve pazarın küçülmesi yıkıcı/öldürücü rekabet sürecini hızlandırmaktadır. Bunun sonucunda, bir taraftan finansal yükümlülüğünü yerine getirmeyen ve mali bünyesi zayıflayan birçok finansal karar birimi piyasadan çekilmek, küçülmek veya birleşmek zorunda kalmıştır (Ek 1). Diğer taraftan, bu durum yabancılaşmanın arttığı, çok sayıda küçük ölçekli takipçilerin olduğu üç veya dört büyük ölçekli karar birimlerinden oluşan oligopolistik bir piyasa yapısının doğduğu savını güçlendirmektedir. Bu yapılanma, büyük ölçekli karar birimlerinin TE düzeylerini arttırırken küçük ölçekli karar birimlerinin TE’i üzerinde ölçek etkinsizliği yaratmaktadır. Bu durum, endüstride konsolidasyona (birleşme ve devralma) giderek ölçeğini büyüten karar birimlerinin konsolidasyon sonrası TE düzeylerinde ve TFV’de, 2008 küresel krizi nedeniyle sınırlı da olsa görece bir iyileşme olmasına yol açmaktadır. Ayrıca, konsolidasyonun çoğunlukla yabancı sermayeli karar birimlerinin ulusal sermayeli karar birimlerini devralması şeklinde ortaya çıkan sonuç, konsolidasyon odaklı karar birimlerinin daha etkin bir faaliyet içerisinde olduğunu gösterir. Bu analitik bulgu da çalışmada kurgulanan hipotezi (B-3) doğrulamaktadır. Ayrıca, artan rekabet ve yaşanan kriz karar birimlerinin rekabet stratejilerini değiştirmelerine, hem ürün bazında hem de bilgi ve teknolojik yenilenmedeki değişikliklerin büyük çaplı yapılmasının tercih edilmesi, yurtdışında yeni pazarlara girilmesi karar birimlerinin ölçeklerini büyütürken etkinliklerini arttırma eğilimini açıklamaktadır.

E. Finans Endüstrisinde Yasal Düzenlemelerin ve Çevresel Faktörlerin

Analizi: Faktör analizi yapılan beşinci grup, finans endüstrisindeki her bir karar

biriminin faaliyetine, üretimine, rekabet stratejisine, idari ve ekonomik yapılanmasına etki yapan yasal, kurumsal ve çevresel gibi dışsal faktörlerden oluşan soru grubudur. Bu ölçekte, 25 soru olup istatistikî testler ve ölçeğin faktör yapılarını incelemek amacıyla uygulanan döndürülmüş (varimax) temel bileşenler analizi sonuçları Tablo 3.20’de verilmiştir:

Tablo 3.20: Finans Endüstrisinde Yasal Düzenlemelerin ve Çevresel Faktörlerin Analizi

Güvenirlilik Testi: Cronbach's Alpha: 0.852 Geçerlilik Testi: Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy: 0.788			
Döndürülmüş Bileşenler Matrisi			
	Bileşenler (Faktörler)		
	1	2	3
V60: Yeni iş geliştirilmesine yardımcı oluruz	,865	,119	,077
V57: Kendi işlerini kuranlara yardımcı oluruz	,858	,087	,028
V58: Yeni ve küçük işletme kuranlar için her türlü yasal zorunluluk ve düzenlemeyi en aza indirerek kolaylık sağlarız	,818	,091	,191
V61: İşini büyütmek isteyenlere her türlü kolaylığı sağlarız	,736	,003	,191
V59: Yeni bir iş kurmak isteyenlere uygun özel kolaylıklar (kredi kolaylığı, ekonomik fırsatlar, düşük faiz, mali danışmanlık, risk dağıtımı vb. gibi) sağlarız	,716	,002	,346
V65: Yeni fikirlerin işe dönüştürülmesine (hayata geçirilmesine) destek oluruz	,668	,121	,011
V154: Vergi düzenlemeleri ürün getirileri üzerinde risk yaratır	-,025	,871	,039
V155: Basel II'nin kaynak maliyeti ve kullanılan kaynağın maliyeti üzerine etkisi yüksektir	,212	,807	-,075
V153: Devletin uyguladığı düzenleme ve denetleme faaliyetleri işlem maliyetlerini artırır	,019	,779	,113
V156: Sürekli değişen mali mevzuata uyum sağlamak zordur	,195	,596	,324
V144: Rakiplerin davranışlarını tahmin edebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre	,168	,081	,884
V146: Tahmin edilebilir nitelikte olmayan, değişimlerin yönünü ve doğasını öngörebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre	,200	-,123	,867
V141: Rekabetin şiddetli olduğu, titizlik gerektiren, çok stresli ve saldırgan bir çevre	,128	-,129	,850
V148: Yeni teknolojik gelişmelerin hızla devreye girdiği, teknoloji değişim hızının çok yüksek olduğu bir çevre	,017	,266	,694
Ölçekten Çıkarılan Maddeler:			
V62: İş kurarak zarar ettiklerinde zararlarının karşılanmasında yardımcı oluruz			
V63: İstikrarsızlık ve belirsizliği azaltmak için her türlü çabayı harcarız			
V64: İstendiğinde gerekli olan bilgi teknolojileri transferinde her türlü kolaylığı sağlarız			
V142: Kontrol edebildiğimiz ve hatta kendi çıkarlarımıza uygun olarak yönlendirebildiğimiz bir çevre			
V143: Varlığımıza yönelik tehditler içermeyen, güvenli, iyi performansın sürdürülmesine uygun bir çevre			
V145: Müşteri gereksinim ve tercihlerini tahmin edebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre			
V147: Mevcut pazarların hızla genişlediği ve yenilerinin hızla ortaya çıktığı bir çevre			
V149: Ürünlerin, hızla demode olup, popülerliğini kaybettiği bir çevre			
V150: Kaynak kullanım maliyetini etkiler			
V151: Riskler eşit paylaşılır			
V152: Yeni ürün geliştirme stratejilerini belirler			
Açıklanan Varyans: Toplam: yüzde 71, Faktör 1: yüzde 33.67, Faktör 2: yüzde 16.30, Faktör 3: yüzde 12.34, Faktör 4: yüzde 8.30.			

Finans endüstrisindeki her bir karar biriminin dışsal faktörlerden etkilenme düzeyini belirlemeye yönelik oluşturulan bu ölçek, üç faktörlüdür. Önemli olarak belirlenen faktörlerden birincisi, ölçeğe ilişkin toplam varyansın yüzde 33.67'sini, ikinci faktör yüzde 16.30'unu, üçüncü faktör ise yüzde 12.34'ünü açıklamaktadır. Üç faktörün açıkladıkları toplam varyans yüzde 71'dir. Faktör döndürme sonrasında, ölçeğin birinci faktörünün altı maddeden (57-58-59-60-61-65) oluştuğu ve maddelerin faktördeki yük değerlerinin 0.668 ve üzeri olduğu görülmektedir. Faktör

içinde yer alan maddelerin içeriği ve yük değerleri dikkate alındığında birinci faktör, reel üretimi destekleme düzeyi olarak gruplandırılmıştır. Buna göre, üst yönetim, ekonominin reel yönünün desteklenmesi ve gerekli kolaylığın sağlanması gereğinin üzerinde önemle durmaktadır. Finans endüstrisinin temel işlevinin, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara doğru bir aktarım mekanizmasını temsil ettiği dikkate alınır, yöneticilerin bu yönde bir davranış sergilemesi piyasalar arası kaynak aktarımı ve tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi sürecine katkı sağlaması beklenir. Ancak, ölçekten çıkartılan ilgili maddeler değerlendirildiğinde, krizlerin neden olduğu istikrarsızlık ve belirsizlik durumlarında üst yönetimin önceliği birimini koruma ve krizi fırsata çevirmedi. Nitekim, 2008 küresel krizinin Türk finans endüstrisi üzerinde etkisi büyük olmamıştır. Alınan kararlar ve etkin gözetim, finans endüstrisi düzleminde krizin finansal bulaşma etkisini azaltmıştır. Ancak, finansal endüstride krizin etkisini azaltan bu kararlar, reel sektöre verilmiş olan kredi ve benzeri finansal kaynakların kısa zaman içerisinde geri çağırılmasına neden olduğundan reel sektör likidite krizine sürüklenmiş, daralan dış dünya talebinin yanı sıra üretim sürecine yönelik kapasite düşüşüyle karşı karşıya kalmıştır. Bu durum reel sektörün kârlılık oranını oldukça düşürmüş hatta birçok firmanın zararla karşı karşıya kalması sonucunu doğurmuştur. Burada üst yöneticilerin, ekonominin bütününe yönelik olması gerekene yönelmesi ile çalıştığı birimini korumaya yönelik rasyonalist davranışı, iktisadın temel çelişmesini açığa çıkaran bir gösterge olarak değerlendirilebilir.

Dört maddeden (153-154-155-156) ve yük değerlerinin 0.596 - 0.871 arasında olduğu görülen ikinci faktör; yasal düzenlemelere uyum düzeyi olarak gruplandırılmıştır. 2001 krizini takiben endüstriye getirilen yeniden yapılanma, BASEL I/II düzenlemeleri, Mali Yeterlilik I/II (Solvency I/II) uyum süreci, denetleme ve düzenleme kurumlarının oluşturulması bu dönemde üst yönetimin yasal düzenlemelerdeki değişikliklere uyum sağlamada zamanlama yetersizliği içinde olduklarını göstermektedir. Bu uyumsuzluk, finansal kurumların kaynak kullanım maliyetleri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Özetle, yöneticilerin hizmet üretimi sürecindeki gözlemsel bulguları ile tarafımızdan hesaplanmış analitik bulgular ağırlıklı bir şekilde örtüşmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

1980’li yıllar, finans endüstrisinde hızlı bir büyümenin görüldüğü, ulusal piyasaların birbirleri ile bütünleştiği yıllar olmuştur. Finans endüstrisi, bu büyümeyi hızlı bir serbestleşme süreci ile birlikte sağlamıştır. Bu dönemde finans kesimde görülen büyüme, reel kesimdeki büyümeden daha hızlı ve daha fazla olmuştur. İletişim ve bilgi işlem teknolojilerinde görülen hızlı gelişmeler, var olan finansal yapının işleyişinde ve finansal kurumların işlevlerinde büyük değişikliklere yol açmıştır.

Finans endüstrisinin etkinliği ile finansal serbestleşme olgusu arasında ilişki kuran değişik kuramsal yaklaşımlar mevcuttur. Bunların başlıcalarına; Mc Kinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım, Yeni Keynesyen Yaklaşım (Stiglitz-Weiss Yaklaşımı) ve Post Keynesyen Yaklaşım (Minskiyen Yaklaşım) literatürü çerçevesinde yer verilmiştir. Bu yaklaşımlardan, Mc Kinnon-Shaw Yaklaşımı, finansal serbestleşmenin etkinliği arttıracığını savunurken diğer yaklaşımlar ise asıl olarak, Mc Kinnon-Shaw varsayımı çerçevesinde savunulan finansal serbestleşmenin etkinsizliğe neden olacağı tezini savunmaktadır.

Neo-Klasik Mc Kinnon-Shaw Yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde, finansal piyasalar kamu tarafından baskı altında tutulmakta, faiz oranları yönetimsel olarak belirlenmekte, faiz oranları piyasada oluşabilecek düzeyinin altında olduğundan bir takım kredi tayinlamalarına gitmek de mümkün olmaktadır. Yaklaşımına göre, Gelişmekte Olan Ülke ekonomilerinde asıl sorun, karlı yatırım alanlarının olmaması değil, tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersiz olmasıdır. “Finansal Baskı”nın söz konusu olduğu bu durumda, nominal faiz oranlarının, piyasada oluşabilecek denge faiz oranının altında bir tavan oran olarak belirlenmesi öngörülmektedir.

Yapısalcı Yaklaşım, Mc Kinnon-Shaw yaklaşımına sistemli eleştiriler getirmektedir. Yapısalcılar öncelikle, gelişmekte olan ülkelerin geri kalmasının temel nedenleri ile ilgilenmekte ve asıl neden olarak bu ülkelerdeki piyasaların verimli bir

şekilde çalışmamasını ileri sürmektedirler. Yapısalcılar, gelişmekte olan ülkelerde geniş olarak bulunan ve bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarının, bankacılık kesiminden daha verimli çalıştığını savunmaktadırlar. Onlara göre, finansal serbestleşme politikaları, kaynakları bankacılık kesimine çekmek isterken, bankacılık sektörü dışındaki finansal aracılık kurumlarının çalışmasını göz önüne almamaktadır. Bu durumun, toplamda daha az finansal aracılık yaratacağı düşüncesinden hareketle finansal serbestleşmenin kaynak tahsisini bozacağı; yani etkinsizlik yaratacağı görüşü işlenmektedir.

Stiglitz-Weiss'in önderliğini yaptığı Yeni Keynesyen Yaklaşımında, çoğu gelişmekte olan ülkede sermaye piyasalarının bulunmadığı; eksik bilgidен dolayı olumsuz risk tercihi olgusunun önemsendiği; makroekonomik kararsızlıkların ödünç almaya konu olan miktarları azalttığı, ayrıca zayıf mevzuatın ahlaki tehlikeye yol açtığı tezine yer verilmektedir.

Minskiyen-Post Keynesyen Yaklaşım ise gelişmekte olan ülkelerdeki hukuksal ve kurumsal altyapı eksikliğinden dolayı reel aktiflerin ikincil piyasasının olmadığı; reel aktif piyasalarında bir piyasa yapıcısının bulunmamasından dolayı da firmalar reel aktiflerini satarak likidite gereksinimlerini karşılayamayacağı tezini işlemektedirler. Ayrıca, Post Keynesyenler'in finansal piyasaların etkinliği ile ilgili yaklaşımları, Keynes'in belirsizlik olgusuna verdiği öneme dayanmaktadır. Buna göre, belirsizlik varsa ve geçmiş ile şu andaki verilerden hareketle gelecek öngörülemezse, finansal piyasaların etkin olduğunu söylemek mümkün değildir. Bu nedenle, uluslararası düzeydeki spekülasyonun yatırımlar üzerindeki etkilerini kaldırabilmek için devlet müdahalesi zorunludur. Öte yandan, bu görüş, finansal serbestleşme yaklaşımının temelde üç etkinsizliğe yol açacağını öngörmektedir. Bunlardan birincisi, Keynes'in "Uyumsuzluk Yaklaşımı"dır. Buna göre, sermaye hareketlerinin serbest olması, yüksek faiz oranlarına neden olacağından tam istihdamı sağlamak için düşük faiz oranına gereksinim duyan ülkelerin sürekli olarak eksik istihdam ile karşı karşıya kalmalarıdır. İkinci sorun, sermaye hareketlerinin finansal kırılganlığı arttırmasıdır. Sonuncusu ise, sermayenin serbest bırakılmasının ülkelerin iktisat politikası uygulama yeteneklerini azaltmasıdır.

Yukarıda kısaca işaret edilen literatür ve yöntem kısmında verilen teknikler (DEA, DEATFV, Tobit, Anket) çerçevesinde, Türk finans endüstrisi/alt endüstrilere (TBE, TSE, TYF) yönelik analiz sonuçları her bir alt endüstri düzleminde ve toplulaştırılmış şekliyle aşağıdaki gibi özetlenmektedir:

TBE’de çalışmanın temel amacı doğrultusunda yönetim performansını açıklayan gösterge olarak ele aldığımız teknik etkinlik (TE) ve TFV bulguları, ortalama büyüklükler ölçütüne göre incelendiğinde bu göstergeler, ekonominin konjonktürüne göre dalgalı bir seyir izlemektedir. Analiz dönemi içinde nispi bir iyileşme olmakla birlikte 2008 kriz döneminde etkinlik ve verimlilik azalmış ve takip eden yılda yeniden iyileşme görülmektedir. Ayrıca, karar alma birimlerine yönelik performans göstergelerinin dağılımını gösteren standart sapmanın, 2007/2008 yılına kadar artması, bankalar arasında verimlilik değişimlerinin farklılaştığını, dolayısıyla araştırmanın amacı açısından ele aldığımız karar alma birimleri (bankalar) arasındaki rekabet edebilirlik olgusunun giderek arttığını göstermektedir. Ancak, kriz dönemindeki standart sapmadaki küçülme dikkate alındığında, yönetiminin, korunma güdüsüyle hareket ettiği, rekabet yerine özkaynakların korunmasına yöneldiği, piyasadan pay alma rekabetinin şiddetinin kısmen azaldığını söylemek mümkündür. Özetle, elde edilen TE bulguları, TBE’de önemli bir etkinsizlik sorununa işaret etmektedir. Etkinsizliğin kaynaklarının belirlenmesine yönelik başvuru Tobit modeli sonuçları değerlendirildiğinde; her bir karar alma birimi açısından: ölçek büyüklüğü, portföy seçiminde kredi ağırlığı, aktif kalitesinde iyileşme, likit aktif oranı ve sermaye yeterliliği rasyosundaki artış etkinsizliği azaltmaktadır. Buna karşın, karar alma birimlerinin mülkiyetinin kamu odaklı oluşu, personel harcamalarındaki ve şube sayısındaki artış etkinsizliği arttırmaktadır. Burada DEA (etkinlik) ve Tobit (etkinsizlik) sonuçları araştırma sahası bulgularıyla birlikte ele alındığında şu değerlendirmeyi yapmak mümkündür: TE bulgularıyla Tobit model sonuçlarına göre ölçek büyüklüğünün etkinliği arttırdığı şeklindeki bir sonuç, saha bulgularından anlaşıldığı gibi üst düzey yöneticilerin “ölçek yönünden en büyük bankaların kararlarının takip edildiği yönündeki” eğilimleriyle değerlendirildiğinde TBE’de oligopolistik bir yapının ortaya çıktığını söylemek mümkündür. Ayrıca, kriz

döneminde, yaşanan fon kaybı ve asimetric bilginin yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle kredi ile TE arasındaki paralel ilişkinin tersine döndüğü şeklindeki olgunun, üst yöneticiler tarafından da doğru algılandığı ve endüstride kredi sınırlamasına gidilerek daha çok ürün çeşitliliği ve yeni ürün satışına yönelinildiği sonucunu çıkarmak mümkündür. Yine bu sonuç, her bir karar alma biriminin zarar görmemesi için koruma güdüsü içinde esnek bir strateji ile fırsat arayışları içerisine girdiği, kar dağıtımını kısıtlayarak üçer aylık bilanço dönemleri itibariyle özsermayeyi güçlendirdiği, kredi karşılıklarının düşürülerek dönmeyen kredilerin ortaya çıkaracağı maliyeti azaltma eğilimi içine girdiği şeklindeki saha bulgularıyla desteklenmektedir. Nitekim, kriz dönemindeki yönetim başarısı, araştırma sonuçlarından da net bir şekilde anlaşılmaktadır. Çünkü 2008 yılı etkinlik değeri 2007'ye göre düşmüş, 2009'da ise bu düşüşü telafi eden bir yükseliş gözlemlenmektedir ($0.99 > 0.97 < 0.99$). TBE açısından, bu üç yöntemin sonucu birlikte değerlendirildiğinde hipotez (B-2), “finans endüstrisinde büyük ölçekli finansal karar birimleri küçük ölçekli finansal karar birimlerine göre ölçek avantajına sahiptir”; hipotez (B-3), “finans endüstrisinde krizlerin yarattığı olumsuz etkilerle mali bünyeleri bozulan firmalar ya sistemden çıkar ya da konsolidasyona (birleşme ve devralmalara) zorlanır, bu yeni yapılanma etkinliği artırır” şeklindeki kurgumuz doğrulanmaktadır. Ayrıca, bankaların mülkiyet yapısı esas alınarak bir değerlendirme yapıldığında (kukla değişken tahmincisi) kamu sermayeli bankaların TE düzeyleri ve Tobit model sonuçları nispi bir etkinsizliği işaret etmektedir. Bu sonuca göre, “kamu sermayeli bankalar, özel ve yabancı sermayeli bankalara göre daha etkindir” hipotezi (a-1) ret edilmektedir. Burada, bankaların zaman zaman faaliyet rasyonelitesinden koptuğunu, net hedeflerin tutturulamadığını, personelin etkin kullanılamaması sonucu müşteri memnuniyetinin sağlanamadığını açıklayan saha bulguları da ret edilen hipotezi desteklemektedir. TBE açısından kurulan hipotez (a-2), “Türk bankacılık sisteminde, yabancı bankalar, ulusal bankalara göre daha etkindir” kurgusuna yönelik net bir değerlendirme yapmak mümkün gözükmemektedir. Çünkü, ilgili karar alma birimleri TE sonuçlarına göre etkindir. Ancak, Tobit modelinden elde edilen tahmincinin işareti doğru olmakla birlikte istatistiki olarak anlamsız bulunması, konuyu özellikle TFV göstergesi ($0.99 > 0.95 < 1.07$) açısından tartışmalı hale getirmektedir. Bunda, kriz dönemine

kadar TBE'deki yeniden yapılanma ve sistemin yabancı sermayeye açık hale getirilmesi, yabancı sermayeli bankaları, Türkiye'den banka satın almaya ve yerel dinamiklerden (bağlı şirket ortaklıklarından yararlanma, çalışanlar üzerinden Türkiye'den pazar payı alma) yararlanmaya yöneltmiştir. Ancak, TBE'de, konjonktürel dünya krizinin olumsuz etkisinin daha çok yabancı sermayeli bankalar üzerinden ortaya çıktığını ve krizin bulaşıcı etkisinin bu bankalar üzerinden olduğunu söylemek mümkündür.

Çalışmadaki metodolojik sıralamayı izlersek, TSE'de hayat dışı alanda faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin yönetim performansına bağlı olarak elde edilen teknik etkinlik (TE) ve TFV bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem içinde yatay bir seyir izledikleri görülmektedir. Dönem içerisinde teknik etkinlik değişim endeksindeki kısmi artışın, yönetimin başarısından kaynaklandığı söylenebilir. Ancak, TFV'nin değerlendirilmesinde ifade edildiği gibi teknolojik değişimdeki düşme daha çok hayat dışı sigorta şirketlerinin uygun ölçekte çalışmamasıyla açıklanabilir.

TSE'de hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin teknik etkinlik (TE) bulguları değerlendirildiğinde de çok küçük bir artışla birlikte yatay bir seyir dikkat çekmektedir. Burada belirtilen her iki alan birlikte değerlendirildiğinde TE düzeyinde bir farklılığın olmadığını söylemek mümkündür. Ancak, TFV'nin değişimi esas alındığında, hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin TFV'indeki ortalama değişimin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 2007/2008 finansal kriz döneminde hem hayat dışı hem de hayat sigortalarında faaliyet gösteren firmaların verimlilik düzeylerindeki artış bu dönemde şirket yönetiminin başarılı olduğunun bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Bunlara ilaveten endüstrinin piyasa yapısı (Herfindahl-Hirschman Endeksi) irdelendiğinde sigortacılık endüstrisinde yoğunlaşmanın arttığı dönemlerde, etkinlik düzeyinin de arttığı görülmekte, endüstriye hâkim olabilecek büyüklükteki şirketlerin daha yüksek etkinliğe sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, tüm karar alma birimlerine yönelik performans göstergelerinin dağılımını gösteren standart sapmanın analiz dönemi boyunca arttığı görülmektedir. Bu durum, sigorta şirketleri arasında

verimlilik değişimlerinin önemli farklılıklar gösterdiğini ve buna bağlı rekabetin şiddetinin arttığını göstermektedir. TSE’de etkinsizliğin kaynaklarının belirlenmesi amacıyla kullanılan Tobit modeli sonuçları şu şekilde sıralanabilir: Her bir karar biriminin, büyük ölçekli olması, sigorta kaldıraç oranının yüksekliği, endüstride yoğunlaşma düzeyinin artması, hizmet yaratma kapasitesinin yüksekliği, toplumsal sigorta bilinci olarak kabul edilen prim üretiminin artması, aktif kalitesinin iyileşmesi etkinliği arttırırken; yasal düzenlemeler, özkaynak artışı, karın özkaynağa eklenmesi, mülkiyetin özellikle yabancı sermayeli olması etkinliği azaltmaktadır. Bu iki yöntemin sonuçları saha bulgularıyla birlikte ele alındığında şu şekilde yorumlanabilir: Bankacılık endüstrisine benzer bir şekilde TSE’nin yöneticileri de kriz dolayısıyla yaşanan fon kaybını önemsemiş ancak izlenecek stratejide ve uygulanacak politikada ölçek yönünden en büyük karar biriminin kararlarını takip etme yoluna gitmiştir. Bu sonuç toplulaştırılmış hipotezleri (B-2; B-3; B-4;) doğrular niteliktedir. Böyle bir yapılanma içerisinde, endüstride öncü olan büyük ölçekli karar birimlerinin önlem alma ve uyum sağlama esnekliği nedeniyle TE düzeyleri artarken takipçi olan küçük ölçekli karar birimlerinin eşgüdüm uyumsuzluğu nedeniyle TE düzeylerinin azaldığı görülmektedir. Yine, risk yönetiminin önemli olduğu bu endüstrilerde üst yönetim, riski, ürün çeşitlendirme yoluyla dağıtma stratejisine gitmektedir. Bunlara ilaveten, endüstride gözetim ve denetim eksikliğinin olduğunu ve mali mevzuata uyum sağlamakta zorlanıldığını saha bulgularından çıkarmak mümkündür.

Bu özet bulgulara göre, hipotez (b-1), “Bankacılık endüstrisindeki yeniden yapılanma sigorta şirketlerinde etkinliği arttırmaktadır”; hipotez (b-2), “Kriz dönemlerinde teknik karlar düzeyinde bir azalış olmakla birlikte mali karlardaki artış endüstrinin etkinlik düzeyini arttırmaktadır”; hipotez (b-3), “TSE’deki yoğunlaşma şirketlerin etkinlik düzeyini iyileştirmektedir” ve hipotez (b-4), “TSE içinde hayat alanında faaliyet gösteren sigorta şirketleri, hayat dışı alanda faaliyet gösterenlere göre daha etkindir” doğrulanmaktadır.

Alt endüstri analizleri bağlamında TYF’na yönelik analitik bulgular değerlendirildiğinde; A tipi yatırım fonlarına ilişkin TFV’deki değişim azalış

eğilimlidir. Bu azalaşın tamamı teknik etkinlikteki değişmeden (yönetimin etkinliğinin azalması veya daha uygun olmayan ölçekte çalışma) kaynaklanmaktadır. Çalışmanın temel amacı çerçevesinde yönetim performansına bağlı olarak elde edilen teknik etkinlik (TE) bulguları, ortalama büyüklükler şekliyle incelendiğinde dönem başındaki düzeyin korunamadığı ve dönemler itibariyle azalan bir seyir izlendiği anlaşılmaktadır. Buna göre elde edilen TE bulguları, A tipi yatırım fonlarında önemli bir etkinsizlik sorununa işaret etmektedir. B tipi yatırım fonlarının analiz döneminin genel ortalama değeri incelendiğinde ise TFV'deki değişim artış eğilimlidir. Kanaatimize göre bu iki fon tipi arasındaki farklılığın kaynağı şudur: A tipi yatırım fonlarına da yönelmesi gereken yatırımcı türünün daha çok kurumsal yatırımcıdan oluşması ve bu yatırımcıların yatırım önceliğini İMKB'de hisse senedine vermesi A tipine olan talebi azaltmaktadır. Ayrıca bunda, aracı kurumların ekonominin içinde bulunduğu konjonktürü de dikkate alarak yatırımcıları daha likit olan B tipi yatırım fonlarına yönlendirmesi en etkin unsurlardan biri sayılabilir. A ve B tipi fonlar birlikte değerlendirildiğinde, yatırım fonlarındaki etkinsizliklerin kaynağı anlam kazanmaktadır. Nitekim, “yatırım fonlarında etkinlik düzeyi fon tipine göre farklılık göstermez” şeklinde kurguladığımız hipotez (c-1) ret edilmektedir. Ayrıca, her bir fon tipinin kriz yılı olan 2008 yılı performansı, hem TE düzeyleri hem de TFV'deki değişim açısından analize dahil edilen diğer yıllara nispeten daha iyi sonuçlar verdiği görülmektedir. Bu durum, kriz döneminde artan sistematik ve sistematik olmayan risklerin beraberinde yüksek getiri fırsatını değerlendiren fon yönetiminin başarısından kaynaklanmaktadır. Bu sonuç da, “yatırım fonlarındaki sistematik ve sistematik olmayan riskler kriz dönemlerinde etkinliği azaltır” şeklindeki hipotezimizin (c-2) reddine yol açmaktadır. Yatırım fonlarında etkinsizliğin kaynaklarının belirlenmesi amacıyla kullanılan Tobit modeli sonuçları değerlendirildiğinde, elde edilen analitik bulgular şu şekilde sıralanabilir: riski ve dolayısıyla getirisi düşük, likiditesi yüksek yatırımlar, fonun birim fiyatının artması, ölçek büyüklüğü, yatırımcı sayısındaki artış, portföy çeşitlendirilmesi, kamu borçlanma araçlarına yatırım yapılması, fon yöneticisinin getiriden aldığı payın artırılması fonların etkinliğini arttırmaktadır. Bu bulgu da “yatırım fonlarındaki performansa dayalı yönetim avantajı portföy yönetim etkinliğini artırır” hipotezimizi (c-3) desteklemektedir.

Yukarıdaki her üç endüstriye yönelik analitik bulgular ve araştırma sahasına yönelik faktör analizi sonuçları birlikte değerlendirildiğinde çalışmanın toplulaştırılmış hipotezleri bağlamıyla (TBE'nin finans endüstri içindeki ağırlıklı payı ihmal edilmeden) hipotez (B-2); (B-3) ve (B-4)'e yapılan atıfların yanı sıra “finans endüstrisinin etkinliğine yönelik “yaklaşımlardan” kriz döneminde Türkiye özelinde Post Keynesyen yaklaşım geçerlidir” hipotezimizin (B-1) doğrulandığı görülmektedir. Özellikle bu sonuç, kriz dönemi analizleri açısından büyük önem arz etmektedir ve politika önermelerinin geliştirilmesine katkı sağlayacak niteliktedir. Nitekim, Türk Finans endüstrisinde; kurumsal gelişmeye altyapı sağlayacak bilgi donanımı için gerekliliği olan SWOT analizinin, farklılaşma stratejisinin, ürün satış planlamasının, ürün bazında maliyet-getiri analizlerinin ve denetim mekanizmasının yeterince işletilmediği yöneticilerin ankete verdiği cevaplardan anlaşılmaktadır. Oysa finans endüstrisinde etkinsizliğe neden olan en önemli unsurlardan biri, ters seçim ve ahlaki çöküntüye yol açan faktörler bağlamı asimetrik bilgi olduğu savı dikkate alınır; finansal kurumların piyasa bilgisini toplayarak ve bilgi üreterek ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlama fonksiyonunu yerine getirmediği görülmektedir.

Bu çalışmanın özet sonuçlarından ve betimsel bulgulardan anlaşıldığı gibi Türk finans endüstrisinin bütününe yönelik etkinlik ölçütünü açıklayan; etkinliği arttıran ve etkinsizliğe yol açan faktörler toplulaştırılmış bir şekilde ele alındığında; bu sonuçlar üst düzey yöneticilerin algı ve beklentilerini ortaya koyan saha bulguları ile karşılaştırılarak desteklendiğinde; endüstrideki rekabetin yoğunluğu ve şiddetinin hem parasal/finansal piyasalar açısından kaynak tahsisini bozduğunu hem de reel sektöre yapılacak kaynak aktarımında etkin bir başarı sağlanmadığını söylemek mümkündür. Araştırmanın sonuçlarının bu yönüyle, Türkiye ekonomisinin bütününe yönelik olmak üzere reel sektör analizleriyle birlikte değerlendirilmesi daha büyük bir anlam kazanacaktır. Burada çalışmanın sınırları ve amaç fonksiyonu çerçevesinde aşağıdaki önerilere yer vermekte yarar vardır: Buna göre;

- Endüstrideki yatay ve dikey birleşme sürecinin yarattığı sinerji etkisi, kaynak aktarma birimleri olarak etkin kaynak tahsisi etkisi ve ulusal ve uluslararası

rekabet edebilirliğin gerekli şartı olarak ortaya çıkmakla birlikte, özellikle gelişmekte olan ve yükselen piyasaların ulus üstü şirketlerin “pazar” alanı olduğu bilinmektedir. Bu bağlamda, ulusal sermayeyi temsil eden karar alma birimi ve bağlı şirketlerin, yerel dinamiklerin avantajını hem ülke içinde rekabet edilebilirlik hem de uluslararası rekabet edilebilirliğin altyapısını oluşturmak açısından endüstrideki ölçek etkisi ihmal edilmemelidir. Oligopolistik yapının talep yönüyle kredi kullananlar açısından oluşturduğu rekabet baskısının ortadan kalkması ve arz yönüyle küçük ölçekli (işletme) karar birimlerinin yıkıcı rekabet karşısında yok olmasının doğurduğu finansal maliyetin telafisi için yatay/dikey birleşmeler yönlendirilen (devlet tarafından) ekonomiler olarak teşvik edilmelidir.

Devletin yönlendirme süreci, uluslararası şirketlerle birleşmelerden/ortaklıklardan ziyade ulusal şirketlerin teşvik edilmesi yönlü olmalıdır. Dolayısıyla, bu teşvikler, karar birimlerinin faaliyetlerini daha etkin sürdürebilmek için üretim, pazarlama ağlarını yaygınlaştıracak, mülkiyetin tabana yayılmasını ve katılımcı girişimciliğin güçlenmesini sağlayan politikaları içerecek şekilde olmalıdır.

Yine ulusal kaynak/tasarruf yetersizliğine bağlı olarak uluslararası sermayeye entegre olmak isteyen özel ve özelleştirme kapsamına alınan kamu sermayeli finansal karar birimleri, krizler ve benzeri durumlarda kaynak tahsisini bozacak şekilde çok uluslu şirketlerin uydusu durumuna düşüldüğü için, ulusal ekonomi açısından, değerlendirildiğinde Kök-Kara yaklaşımından da anlaşılan negatif dışsallığa (refah kaybına) ortam hazırlandığı bilinmektedir. Dolayısıyla, yatay ve dikey birleşme sürecinde toplumsal refah-maliyet analizleri çok iyi yapılmalı, dışsallık ve içsellik göstergelerinden hareketle piyasa yapıcılığına ve rekabet edebilirliğe yönelik politikalar oluşturulmalıdır.

- Yukarıda ele alınan teşvik politikalarına işlerlik kazandırmak ve kaynak tahsisini bozan finansal karar alma birimlerinin daha etkin bir şekilde denetimine yönelik olmak üzere kurumsallaşma sürecine katkı sağlayacak şekilde BDDK'nın Finansal Denetleme ve Düzenleme Kuruluna (FDDK) dönüştürülmesi ve

bu üst kurulun eşgüdümü altında SPK, BDDK'nın yanısıra sigorta ve aracı kurumları da bağımsız bir şekilde denetleyen bir alt kurulun (ASDK-Aracı ve Sigorta Denetleme Kurulu) oluşturulmasında büyük yarar vardır. Bu üst kurulun en büyük katkısı ekonominin içinde bulunduğu konjonktürü, finans yönüyle eş güdüm çerçevesinde denetlemesidir. Nitekim, ekonominin yükselme konjonktüründe “ahlaki risk” ve “ters seçim”e dikkat etmeyen, ayrıca, hükümetlerin geçmişteki kriz dönemlerinde uyguladıkları kurtarma ve kaynak aktarma politikalarını esas alarak hareket eden karar birimi yöneticileri kriz döneminde etkinsizlikle karşı karşıya kalmaktadır. Bu durum, para politikasında zaman tutarsızlığına ve ülke kaynaklarının kötü kullanılmasına yol açmaktadır. Bu açıdan yönetim etkinsizliği nedeniyle ortaya çıkacak zararlardan doğrudan doğruya karar birimi yöneticilerini ve yönetim anlayışını da sorumlu tutan yaklaşımlar ve düzenlemeler benimsenmelidir.

Ayrıca, uygulamalı analizlerden elde edilen yasal altyapı ve denetim eksikliğinin olduğu sonucundan hareketle; TBE'de BASEL II, TSE'de Mali Yeterlilik II (Solvency II), TYF'da Avrupa Birliği mevzuatı ile uyum sürecinin etkin sürdürülmesi, bu süreçte yerel dinamiklere özen gösterilmesi, üst yönetimin yasal düzenlemelerdeki değişikliklere uyum sağlamada zamanlama yetersizliğinin giderilmesi amacıyla mali mevzuat koordinasyon/hukuk bürosunun kurulması önerilebilir. Bu yaklaşım, aynı zamanda endüstri içerisindeki her bir karar alma birimini, iç denetim mekanizmalarını da oluşturmaya zorlayabilir.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

Agenor Pierre, Flood R., **Macroeconomic Policy, Speculative Attacks and Balance of Payment Crises**, The Handbook of International Macroeconomics, Editör: Frederic Van Der Ploeg, Blackwell Publishes, Cambridge, 1992.

Akatlı Cengiz, **Yangına Karşı Sigorta ve Yangın Reasüransı**, İstanbul, 1985.

Akgüç Ö., **Türkiye’de Bankacılık**, Gerçek Yayınevi, Üçüncü Baskı, İstanbul, 1992.

Aktan Coşkun Can, Şen Hüseyin, **Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı Ekonomik, Sosyal ve Siyasal Araştırmalar Serisi, No: 1, Ankara, 1999.

Alada D. A., **İktisat Felsefesi ve Belirsizlik**, Bağlam Yayınları, İstanbul, 2000

Allen Steven, **Financial Risk Management**, John Wiley & Sons Inc., USA, 2003.

Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Dünya Yayınları, İstanbul, 1998.

Arıcı Kadir, **Sosyal Güvenlik**, TES-İŞ Eğitim Yayınları, Ankara, 1999.

Arseven Haydar, **Sigorta Hukuku**, Beta Basım Dağıtım A.Ş., 1991.

Arshadi Nesser, Karels Gordon V., **Modern Financial Intermediaries and Markets**, New-Jersey, Prentice Hall Inc., 1997.

Aşıkoğlu Yaman, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayını, No:24, Ankara, 1995.

Aydın Üzeyir, **Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No: 2006/6, İstanbul, 2006.

Aydınlı İbrahim, **Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı (1991-1994)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No:40, Ankara, 1996.

Babuşcu Şenol, **Türk Bankacılık Sektöründe Yaşanan Gelişmeler ve Beklentiler**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002.

Bakırcı Fehim, **Üretimde Etkinlik ve Verimlilik Ölçümü-Veri Zarflama Analizi**, Atlas Yayınları, Ankara, Mayıs 2006

Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK), **Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**, Aralık 2009

Başoğlu Ufuk, Ceylan Ali, Parasız İlker, **Finans; Teori Kurum Uygulama**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.

Baumol W. J., Panzer J. C., Willig R.D., **Contestable Markets and the Theory of Industry Structure**, New York, Harcourt, Brace Jovanovich, 1988.

Baysan T., Blitzer C., Turkey’s Trade Liberalization in the 1980s and Prospects for its Sustainability, **Political Economy of Turkey**, Debt, Adjustment And Sustainability, New York: Macmillan, 1990.

Berber Reyhan, **Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Krizler ve Döviz Kuru Politikaları**, İzmir, 2003.

Berk Niyazi, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 1995.

Binay Şükrü, Kunter Kürşat, **Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü**, TCMB Yayını, Ankara, 1998.

Black Fisher, **Noise**, Çeviren: Naile Kantür Üreten, Sermaye Piyasa Kurulu, Yayın No: 124, Ankara 1998.

Blake David, **Financial Market Analysis**, International Edition, Finance Series, London, Mc Graw Hill Inc., 1992.

Bolak Mehmet, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İkinci Baskı, İstanbul, 1994

Büker Semih, Bayar Doğan, **Finansal Yönetim**, A. Ü. Yayınları, Eskişehir, 2000.

Büyüköztürk Şener, “Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı”, **Pegem Yayıncılık**, Altıncı Baskı, Ankara, 2006.

Calvo Guillermo, Carmen M.Reinhart, **Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate and Dollarization**, Finance&Development, Eylül 1999.

Canbaş Serpil Doğukanlı Hatice, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2001.

Canhoto Ana, Dermine Jean, **A Non-Parametric Evaluation of Banking Efficiency in Portugal**, New vs Old Banks, 2000.

Ceylan Ali, Korkmaz Turhan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000.

Chandler Lester V., **The Monetary-Financial System**, London, Harper & Row Publishers, 1979.

Charnes A., **Data Envelopment Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 1996.

Coelli T., Rao Prasada D.S., Battase G.E., **An Introduction to Efficiency and**

Productivity Analysis, Kluwer Academic Publishers, 2004.

Colander David C., **Macroeconomics**, Third Edition, Boston, Mc. Graw Hill Companies, 1998.

Cooper Richard, **Should Capital Controls be Banished?**, Ed. B.N.Ghosh, Global Financial Crises and Reforms, Routledge, London-New York. Should Capital-Account Convertibility be a World Objective? In: S. Fischer et al., Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, 2001.

Cuthbertson Keith, **Quantitive Financial Economics, Stock, Bonds and Foreign Exchange**, John Willey&Sons, USA 1999.

Davis E.P., **Debt, Financial Fragility and Systemic Risk**, Oxford, 1992.

Dorfman S. Mark, **Introduction to Risk Management and Insurance**, Eighth Edition, Prentice Hall, USA, 2004.

Doyrangöl Nuran Cömert, **Repo Ters Repo (Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama – Aracı kurumlar, Bankalar ve Diğer İşletmeler için)**, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1996.

Drake L., Hall M., Simper R., **Bank Modelling Methodologies: A Comparative Non-Parametric Analysis of Efficiency in the Japanese Banking Sector**, 2005.

Duman Şebnem, **Türk Sigorta Sektöründe Boş Kapasiteler ve Ekonomik Kayıplar**, Bilimsel Araştırma Merkezi Yayını, İstanbul, 1990.

Eakins Stanley G., Mishkin Frederic S., **Financial Markets and Intitutions**, Second Edition, Massachusetts, Longman Inc.,1998.

Edminster Robert O., **Financial Institutions: Market and Management**, New-

York, Mc. Graw Hill Book Co. Mc.Graw Hill Series in Finance, 1980.

Eğilmez Mahfi, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, Üçüncü Basım, 2008.

Eğilmez Mahfi, Kumcu Ercan, **Ekonomi Politikası - Teori ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, Om Ekonomi Politik Yayınları, 2002.

Emiral Fatih, **Türk Bankacılık Sisteminde Etkinlik Analizi- Veri zarflama Analizi Uygulaması**, İstanbul, 2001.

Erçel Gazi, **Finansal Risk Yönetimi**, Ankara, 1999.

Eriş İbrahim, **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Devletlerin Egemenliği**, HDTM, Araştırma - İnceleme Dizisi, No:17, Ankara, 1993.

Erkan Hüsnü, **Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İnsan ve Toplum Bilimleri 1992 Büyük Ödülü, Dördüncü Baskı, Ankara, 1998.

Erkan Hüsnü, **Bilgi Uygarlığı İçin Yeniden Yapılanma**, İmge Yayınevi, Ankara, 2000.

Erkan Hüsnü, **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Beşinci Baskı, İlkem Ofset, İzmir, 2001.

Erkan Hüsnü vd., **Türkiye İçin Bilgi Bazlı Sürdürülebilir Yenilikçi Sanayileşme Stratejisi** EGIAD Girişimcilik – Yönetim – Ekonomi Araştırmaları Dizisi – 5, İzmir, Eylül 2007.

Eroğlu Nadir, **Küreselleşme**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002.

Ertaş Vahdettin, Tuncel Kürşat, Teker Bahadır, **Yatırım Fonları (Türkiye**

Uygulaması), SPK Yayınları, Yayın no: 103, Ankara, 1997.

Ertuğrul A., Zaim O., **Türk Bankacılığında Etkinlik**, Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları, Yayın no:3, Ankara, 1996.

Faber Marc, **Ben Graham in Asia**, Forbes Global Business and Finance, 1998.

Ford J.L., **Economic Choice Under Uncertainty**, Edward Elgard Publishing Ltd, İngiltere, 1987.

Fraser Donald R., Rose Peter S., **Understanding and Managing Financial Service**, Third Edition, Illinois, BPI / Irwin Business Public Inc., 1988.

Fried O.H., **The Measurement of Productive Efficiency**, Oxford University Press, USA, 1993.

Fry M., **The Cost of Financial Repression in Turkey, Saving and Development**, No. 2, 1979.

Fry M., **Money, Interest and Banking in Economic Development**, Baltimore:John Hopkins University Press, 1988.

Grinblatt Mark, Titman Sherdian, **Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, New-York, Mc. Graw Hill Higer Education, International Edition, 2002.

Goldstein Morris, Turner Philip, **Bankacılık Krizleri**, çev. Ali İhsan Karacan, Dünya Yayıncılık, 1999.

Goodhart, C., Hattmann P., D., Llewellyn T., L. Suarez Rojas-, Weisbord S., **Financial Regulation: Why, How and Where Now?**, London: Routledge, 1998.

Gujarati Damador N., **Temel Ekonometri, (Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Göktürk Şenesen)**, Literatür Yayınları No:33, 1999.

Gup Bezon E., **Financial Intermediaries**, Second Edition, London, Houghton Mifflin Co., 1980.

Günsoy Güler, Günsoy Bülent, **Yapısal Reformların Ekonomik Başarısı**, Ekin Yayınevi, Bursa, Nisan 2009.

Greene M. R., **Risk and Insurance**, Second Edition, South-Western Publishing Company, Cincinnati, Ohio, U.S.A., 1971.

Güven Sevil, **Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.1323, Eskişehir 2001.

Hadjimichalakis Michael G., **Contemporary Money Banking and Financial Markets; Theory and Practice**, Boston, Irwing Publishing Co., 1995.

Harvey C.R.ve Siddique, A., **Conditional Skewness in Asset Pricing Test**, Journal of Finance, Vol. LV, No:3, 2000.

Heggstad A.A., **A Survey of Studies on Banking Competition and Performance In Issues In Financial Regulation**, McGraw Hill, New York, Chapter 9, 1979.

Hempel Geaorge H., Jase Yawitz B., **Financial Management of Financial Institutions**, New-Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1977.

Hildebrand D., **The Role of Economic Analysis in the EC Competition Rules**, Kluwer Law International, The Hague, The Netherlands, 1998.

Hiller Brian, **The Economics of Asymmetric Information**, Mcmillan Press, USA

1998.

Hovenkamp H., **Federal Antitrust Policy: The Law of Competition and Its Practice**, 2. B., Place West, St. Paul,1999.

Hubbart R. Glenn, **Money The Financial System And The Economy**, Second Edition, Addison Wesley, Columbia Universty, USA 1997.

Hubbard R. Glenn, **Money the Financial System and the Economy**, Fourth Edition, New-Jersey, Addison Wesley Co., 2002.

İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB Yayınları, 15. Baskı, İstanbul, 2000.

Johnson Hazel J., **Financial Institutions and Markets: A Global Perspective**, New York, International Edition, Mc. Graw Hill Publishing Company, 1993.

Johnston Jack, Dinardo John, **Econometric Methods**, The McGraw-Hill Companies, Fourth Edition.

Jones A., Sufrin B., **EC Competition Law**, Oxford University Press, 2001.

Joro T. ve Na P., **Portfolio Performance Evaluation In a Mean Variance Skewness Framework**, 2004.

Kalça Adem, **Eski Yeni Ekonomi**, Element Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Kasım 2008.

Kane Edward J., How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation in Restructuring Banking & Financial Services in America, by Williamson S. Haraf and Rose Marie Kushemider, **American Enterprise Institute for Public Policy Research**, 1988.

Karabıyık Lale Erdem, **Menkul Kıymetler Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri; Hisse Senedi, Hazine Bonosu, Repo, Döviz, Altın**, Bursa, Marmara Kitabevi, 1997.

Karabulut Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.

Karacabey A., **A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi**, Mülkiyeliler Yayını, Ankara, 1998.

Karacan Ali İhsan, **2000 Bankacılık ve Kriz**, 2000.

Kargı Nihal, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, SPK Yayınları, No: 115, Ankara, 1998.

Kaufman George G., **Money The Financial System And The Economy**, Rand McNally Company Chicago, New York, San Fransisco, London, 1973.

Keith Pilbeam, **International Finance**, London, 1998.

Kenen Peter, **Exchange Rates and The Monetary System: Selected Essays of Peter Kenen**, Edward Elgar Publishing Limited, 1994.

Kepenek Yakup, Yentürk Nurhan, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 20. Basım, Ankara, 2007.

Kesriyeli Mehtap, **1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, 1997.

Keyder Nur, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, 7. Baskı, Ankara, Beta Basım Yayın Dağıtım, 2000.

Khandwalla P.N., **The Design of Organizations**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1977.

Kılıç Saim, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları**, SPK Yayınları, No: 95, Ankara, 1997.

Kılıç Saim, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, Ankara, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.

Kidwell David S., Peterson Richard L., **Financial Institutions, Markets and Money**, Fourth Edition, Chicago, The Dreyden Press, 1990.

Kidwell David S., Peterson Richard L.; Blackwell David W., **Financial Institutions, Markets and Money**, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, USA, 2000.

Knight F.H., **Risk, Uncertainty and Profit**, Houghton Mifflin Company, Boston ve New York, 1921.

Kolb R. W., Rodriguez R.J., **Finansal Yönetim**, (çev. Ali İhsan Karacan), Sermaye Piyasası Kurulu: Ankara, 1996.

Kolb Robert W., Rodrigues Ricardo J., **Financial Markets**, Massachuttes, Da Resesyonist Blackwell Business in Cambridge, 1996.

Kondak Nuray, **Finansal Pazarlara Giriş, Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi, Finansal Araçlar ve Kurumları**, İstanbul, Der Yayınları:237, 1998.

Kök Recep, Deliktaş Ertuğrul, **Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme Ve Strateji Geliştirme Teknikleri (İş Dünyasından Örneklerle)**, DEÜ İİBF Yayınları İzmir, 2003.

Kök Recep, **İktisadi Düşünce Kavramların Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık,

İzmir, 1999.

Kök Recep, **Endüstriyel Verimlilik ve Etkinlik Bir Uygulama (Türkiye Şeker Endüstrisinde Karşılaştırmalı Verimlilik ve Etkinlik Analizi)**, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 81, Erzurum, 1991.

Krugman Paul, Obstfeld M., **International Economics Theory and Policy**, 5. Edition, 2001.

Lipsey Robert, **Foreign Direct Investors in Three Financial Crisis**, NBER Working Paper W08084, 2001.

Lipsey G., **İktisat**, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir 1983.

Llewellyn David T., Financial Regulation: A Perspective from the United Kingdom, **Jornal of Financial Services Research**, 17.1, 2000.

Lovell K. A. C., Production Frontiers and Productive Efficiency, Eds: H. O. Fried,, K. A. C. Lovell ve S. S. Schmidt, **The Measurement of Productive Efficiency**, Oxford University Press, New York, 1993.

Lydall Harold, **A Critique of Orthodox Economics: An Alternative Model**, London, Macmillian Press Ltd., 1998.

Maddala G. S., **Introduction to Econometrics**, Macmillan Publishing Company, New York, 1989.

Mandacı P. Evrim, Soydan Halit, **Capital Markets**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2002.

Madurra Jeff, **Financial Markets and Institution**, Second Edition, New York, West Publishing Co., 1992.

Mason E. S., **Economic Concentration and the Monopoly Problem**, Harvard University Press, 1957.

Mahrez Gil, Kaufmann Daniel, **Liberalization, Transparency and Financial Crisis**, Augustos 1999.

Maxwell J. Fry, **Money Interest and Banking in Economic Development**, John Hopkins University Press, USA 1988.

McKinnon Ronald I., **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution, Washington, 1973.

Mckinnon R., The Order Of Economic Liberalization, **Financial Control In The Transition to a Market Economy**, Baltimore: John Hopkins University Press, 1991.

Meyer Paul A., **Money, Financial Institutions and the Economy**, Second Edition, Illinois, Irwing Publication, 1986.

Miller Le Roy, Van Hoose David D., **Money, Banking and Financial Markets**, California, Addison Wesley Inc., 1997.

Minsky Hyman, **Stabilizing an Unstable Economy**, Nev Haven, Yale University Press, 1986.

Mishkin Frederic S., **The Economics of Money Banking and Financial Markets**, Third Edition, New York, Harper Collins Publisher, 1992.

Mishkin Frederic S., **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, New York: Pearson-Addison Wesley, 2004.

Mishkin Frederic, S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**,

Sixth Edition, Addison Wesley, USA 2000.

Molha Ian, **Economics of Information**, Black Well Publisher, UK 1997.

Nicholson Walter, **Microeconomic Theory**, Fifth Edition, The Dryden Press, U.S.A., 1992.

Nieto Maria J., **Reflections on Regulatory Approach to E-Finance in Electronic Finance: A New Perspective And Challenges**, BIS Papers No. 7, 2001.

Odedokun Matthew O., **Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries**, Ed: Niels Hermes ve Robert Lensinle, Routledge, London ve New York 2000.

Öcal Tezer, Çolak Ö. Faruk, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara. 1999.

Özateşler Mustafa, **Ekonomi Bilimi - I**, İlkem Ofset, İzmir, 2000.

Özdemir Ali, **Yönetim Biliminde İleri Araştırma Yöntemleri ve Uygulamalar**, Beta Yatınları, İkinci Baskı, Eylül 2010.

Özdemir Muharrem, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul, 1999.

Özince Ersin, **Finansal Sektörde Türev Piyasalar**, İstanbul, 2006.

Özmen Tahsin, **Sermaye Piyasa Kurulu**, Yayın No:61, Ankara, Ocak 1997.

Pamukçu Ali Bülent, **Finans Yönetimi**, Der Yayınları, İstanbul, 1999.

Pamukçu E. Baturalp, **Sigorta Kavramı ve Sigortacılık Eğitiminin Önemi**, Sigorta Dünyası, Sayı: 383, 1995.

Parasız İlker, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000.

Pekiner Kamuran, **Sigorta İşletmeciliği, Prensipleri-Hesap Bünyesi**, İ.Ü. Yay. No: 2826, İ.F. Yay. No: 124, Formül Matbaası, İstanbul, 1981.

Pekkaya S., **Türk Mali Sistemi İçinde Bankacılık Sektörünün Gelişimi ve Finansal Yapısının Analizi**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, 1994.

Perera Phillips, **Development Finance, International Problems and Prospects**, New-York, Praeger Special Studies in International Economics and Development, Frederic A. Praeger Publishers, 1968

Peter Rose S., **Money and Capital Market**, Texas, Business Publication Inc., 1983.

Pilbeam Keith, **Finance and Financial Markets**, London, Mc. Millan Business Publishing Co., 1998.

Rodoplu Gültekin, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Tuğra Ofset, Isparta, 2002.

Rodrik Dani, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, Sabah Kitapları, İstanbul, 2000.

Rose Peter, S., **Money and Capital Markets**, Fifth Edition, Australya 1994.

Ross Dickens, N., **Contestable Markets Theory, Competition and the United States Commercial Banking Industry**, Garland Publishing Inc., Newyork & London, 1996.

Sak Güven, **Public Policies Towards Financial Liberalization**, 1995.

Sağlam Necdet, **Sigorta İşletmelerinde Mali Tabloların Hazırlanması ve Avrupa Birliği'ne Uyum**, Etam A.Ş. Eskişehir, 1996.

Sarıkamış Cevat, **Sermaye Piyasaları**, İstanbul, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1995

Sathye Milind, **Efficiency of Banks in a Developing Economy: The Case of India**, 1999.

Schmidt I. L. O., Rittaler J. B., **A Critical Evaluation of the Chicago School of Antitrust Analysis**, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1989.

Seyidoğlu Halil, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, 1992.

Şıklar İlyas, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar**, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 1991.

Taner Berna, Polat Lale, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Serdar Ofset, İzmir, 1992.

Taylor Lance, **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for The Third World**, 1983.

Thanassoulis E., **Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 2001.

Tobin James, **Money and Economic Growth**, *Econometrica*, 33(4), 1965.

Togay Selahattin, **Para, Banka; Teori ve Politika**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1997.

Tunay K. Batu (Ed.), **Finans Sisteminde Yeni Yönelimler Türk Finans**

Piyasalarının Bugünü ve Geleceği, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2001.

Türkkan E., **Rekabet Teorisi ve Endüstri İktisadı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2001.

Türkay Orhan, Alkin Erdoğan, **İktisada Giriş**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 1275, Açık Öğretim Fakültesi Yayın No:705, 2001.

Ural Mert, **Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.

Uludağ İlhan, **Türkiye Ekonomisi; Teori Politika Değerlendirme**, İstanbul, Bilmen Basım ve Yayım Evi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayın No: 20, 1990.

Usta Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, 2005, Ankara.

Uysal Yaşar, **Güncel İktisadi Gelişmeler Üzerine Düşünceler**, İlkem Ofset, İzmir, Eylül 2007.

Ünsal Erdal, **Mikro İktisat**, 3. Basım, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2000, s. 427.

Viscus W. K. i, Vernon J. M., Harrington J.E., **Economics of Regulation and Antitrust**, 2. B., The MIT Press, Cambridge, 1998.

Vural Savaş, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984.

Webb I.P., Grace M. F., H. D. Skipper, **The Effect of Banking and Insurance on the Growth of Capital and Output**, Center For Risk Management And Insurance Working Paper 02–1 Robinson College of Business, Georgia State University, 2002.

Williams C.A., Heins R.M., **Risk Management and Insurance**, McGraw-Hill Book Company, 1989.

Williams, M. Smith, Young P., **Risk Management and Insurance**, Eighth Edition, McGraw Hill, USA, 1998.

Willet A.H., **The Economic Theory of Risk and Insurance**, The S. S. Huebner Foundation for Insurance Education University of Pennsylvania, U.S.A., 1951.

Yay Turan, Yay Gülsün Gürkan, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47, Mega Ajans, İstanbul, 2001.

Yayla Münür, **Türk Bankacılık Sektöründe Yoğunlaşma ve Rekabet: 1995-2005**.

Yeldan Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2001.

Yolalan Reha, “İşletmelerarası Görelî Etkinlik Ölçümü”, **Millî Prodüktivite Merkezi yayınları** : 483, Ankara, 1993.

Yükseler Zafer, **Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu**, Merkez Bankası Kitaplar – Çalışmalar, 2009.

Yülek Murat, **Financial Liberalization and The Real Economy**, SPK Yayını, Ankara, 1998.

Yüzgün Arslan, **Cumhuriyet Dönemi Türk Bankacılık Sistemi**, Der Yayınları, İstanbul, 1982.

MAKALELER

Abdallah Zouache, "Towards a New Neoclassical Synthesis? An Analysis of the Methodological Convergence Between New Keynesian Economics and Real Business Cycle Theory", **History of Economic Ideas**, Vol. XII No. I, 2004, ss. 1514-1535

Aboudy David, Lev Baruch, "Information Asymmetry, R&D and Insider Gains", **The Journal of Finance**, Vol.IV. No.VI, Aralık 2000, ss. 2751-2764.

Afriat S.N., "Efficiency Estimation of Production Functions", **International Economic Review**, No.3, 1972, ss. 568-598.

Agenor P. Richard, Bhandari Jagdeep S., Robert P. Flood, **Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises**, IMF Staf Papers, Vol: 9, No:2, Haziran 1992, ss. 364-370

Akın Zafer, Urhan Ü. Barış, "İktisat Deneysel Bir Bilim Olmaya mı Başlıyor?", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:25, Sayı:288, 2010, ss. 9-28.

Alantar Doğan, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, (Erişim tarihi: 25 Aralık 2009).

Alkan Selma, **Sigorta Sektörü**, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Sektör Araştırmaları Serisi, No: 22, 2000, s. 10-26

Alper Yusuf, "Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik" **Çimento İşveren Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2, 2002, ss. 30-48.

Alphan İnan, "Banka Etkinliğinin Ölçülmesi ve Düşük Enflasyon Sürecinde

Bankacılıkta Etkinlik”, **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 34, Ankara, 2000, ss. 82-91.

Altunbas Y., Chakravarty S.P., “Frontier Cost Functions and Bank Efficiency”, **Economics Letter**, Vol:72, No:2, 2001, ss. 233-240.

Anderson Randy I., Fok Robert, Springer Thomas, Webb James, “Technical Efficiency and Economies Of Scale: A Non-Parametric Analysis Of REIT Operating Efficiency”, **European Journal of Operational Research**, No: 139, 2002, ss. 598-612.

Arestis Philip, “What is the New Consensus in Macroeconomic”, **Is There a New Consensus in Macroeconomics?**, Philip Arestis (Ed.), USA: Palgrave Macmillan, 2007.

Arestis Philip, Glickman M. “Financial Crises in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way”, **Working Paper**, No. 22, Aralık, 1999, ss. 8-14.

Atamtürk Burak, “Finansal Liberalizasyonun Etkileri”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 438, Haziran 2003, ss. 42-46.

Atan Murat, “Türkiye Bankacılık Endüstrisinde Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Etkinlik Analizi”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, sayı 148, cilt 14, Ankara, 2003, ss. 199-213.

Atan Murat, Karpaz Çatalbas Gaye, “Bankacılıkta Etkinlik ve Sermaye Yapısının Bankaların Etkinliğine Etkisi”, **İşletme Finans Dergisi**, Sayı 237, Ankara, Aralık 2005, ss. 49-65.

Atkinson Robert D., Court Rondolph H., “The New Economy Index”, Progressive Policy Institute, www.neweconomyindex.org. (Erişim Tarihi: 3 Ocak 2010).

Bajo O., Salas R., "Inequality Foundations of Concentration Measures: An Application to the Hannah-Kay Indices", **Universidad Complutense de Madrid**, No: 2/98, 1998, ss. 115-134.

Bailey E. E., "Contestability and the Design of Regulatory and Antitrust Policy", **The American Economic Review**, Vol: 71, Mayıs 1981, ss. 178-183.

Bal Harun, "Güneydoğu Asya Ülkeleri, Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler", **Ekonomi Başak Dergisi**, Sayı: 101, 1998, ss. 98-105.

Barro Robert, "Are Government Bonds Net Wealth?", **Journal Of Political Economy**, Vol. 82, November - December 1974, ss. 1095-1117.

Basso A., Funari S., "A Data Envelopment Analysis Approach to Measure the Mutual Fund Performance", **European Journal of Operational Research**, Cilt.135, Vol.2, 2001, ss. 5-21.

Bensaid Bernard, Jeanne O., "The Instability of Fixed Exchange Rate System When Raising The Nominal Interest Rate is Costly", **European Economic Review**, No:41, 1997, ss. 1470-1471.

Berg S.A., Forsund F.R., Jansen E.S., "Technical efficiency of Norwegian banks: the non-parametric approach to efficiency measurement," **Journal of Productivity Analysis**, Vol.2, 1991, ss.127-142.

Berger A. N., Humphrey D.B., "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Direction for Future Research", **European Journal of Operational Research**, 98, 1997, ss. 75-191.

Berger A.N, Humphrey D.B., "Measurement and Efficiency Issues in Commercial Banking", (Eds.) Z. Griliches, **Output Measurement in the Service Sectors**, University of Chicago Press: Chicago, 1992, ss. 56-65.

Berger A. N., Hannan T. H., "The Price-Concentration Relationship in Banking", **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 71, No. 2, 1989, ss. 291-299.

Bernanke Ben, "Credit in the Macroeconomy", **FRBNY Quarterly Review**, Spring, 1992, ss. 50-76

Besanko D., Thakor A., "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", **International Economic Review**, Vol. 28, 1987, ss. 671-689.

Biglaiser Gary, "Price and Quality Competition Under Adverse Selection: Market Organization and Efficiency", <http://www.unc.edu/~gbiglais/cerveout.pdf>, (Erişim Tarihi: 26 şubat 2010), ss. 1-20.

Bikker J. A., Haaf K., "Competition, Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 26, 2002, ss. 2191-2214.

Bikker J.A., Haaf K., "Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry", **A Review of the Literature, Economic and Financial Modelling**, (9), 2002, ss. 1012-1092

Birinci Yüksel, "Döviz Piyasası İstikrarına Yönelik Öneriler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:35, Sayı:1, 1998, ss. 19-29.

Bozdağ Nihat, Altan şenol, Atan Murat, "Toplam Etkinlik Ölçümü: Türkiye'deki Özel ve Kamu Bankaları için Bir Uygulama", **Ekonometri Seçme Yazılar**, Ankara, 2001, ss.1-21.

Bozkuş Sezer, "Risk Ölçümünde Alternatif Yaklaşımlar: Riske Maruz Değer ve Beklenen Kayıp Uygulamaları", **D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt. 20 Sayı. 2, 2005, ss.

27–45.

Brown Stephen J., Goetzmann William N., Park James, “Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997”, National Bureau of Economic Research Inc., Massachusetts, 1998, s. 26-41.

Bulut, Fiş, Aktan, Yılmaz, “Kurumsal Girişimcilik: Kavramsal Yapı Üzerine Bir Tartışma”, **Journal of Yasar University**, 2008, www.yasar.edu.tr. (Erişim Tarihi:20 Şubat 2010).

Bumin Mete, **Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılık Analizi: 2002-2008**, Maliye Finans Yazıları, Sayı:84, Yıl:23, Temmuz 2009, ss. 39-60.

Caccese Michael S., **Insider Trading Laws and The Role of Securities Analysts**, <http://www.aimpubs.org/faj/issues/v53n2/pdf/f05300098.pdf>, (Erişim Tarihi:22 Aralık 2009), ss.3-24.

Calomiris Harles W., “The IMF’s Imprudent Role as Lender of Last Resort”, www.cato.org/pubs/journal/cj17n_3-11.htm, 1998, (Erişim tarihi: 10.01.2010), ss. 248-278.

Calvo Guilermo, Mendoza E. “Rational Contagion and The Globalization of Securities Markets”, **Journal of International Economics**, Vol. 51, 2002, ss. 81-106.

Camanho Ana, Dyson Robert, “Efficiency, size, benchmarks and targets for bank branches: an application of data envelopment analysis”, **Journal of Operational Research Society**, Sayı: 50, 1999, ss. 903-915.

Cansızlar Doğan, “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları”, **İşveren Dergisi**, Cilt: 40, Sayı: 3, 2001, s. 23.

Cardoso Eliana, Velasco A., “Monetary and Fiscal Responses to Currency Crises”, <http://www.worldbank.org/external/lac/lac.nsf>, 2002, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 1.

Casu Barbara, Molyneux Philip, “A Comparative Study of Efficiency in European Banking”, School of Accounting, **Banking and Economics**, University of Wales UK, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic.paper>. (Erişim Tarihi:01.04.2010).

Cavallari Lilia, Corsetti G., “Shadow Rates and Multiple Equilibria in the Theory of Currency Crises”, www.econ.yale.edu/corsetti/shad-jie.pdf, 2000, (Erişim Tarihi:10.12.2009), s. 3.

Chaknaborty Archishman, Yılmaz Bilge, "Nested Information and Manipulation in Financial Markets", **The Rodney L.White Center for Financial Research**, Wharton School, University of Pennsylvania 2001, ss.1-12.

Charnes A., Cooper W.W., Huang Z.M., "Polyhedral cone-ratio DEA models with an illustrative application to large commercial banks," **Journal of Econometric**, Vol.46, 1990, pp.73-91.

Chen Zhiping, Lin Ruiyue, “Mutual Fund Performance Evaluation Using Data Envelopment Analysis with New Risk Measures”, **OR Spectrum**, 28(3), 2006, ss. 375-398.

Choi Yoon K., Murthi B.P.S, “Relative Performance Evaluation of Mutual Funds: A Non-Parametric Approach”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 28(7) & (8), 2001, ss.853-876.

Chui Michael, Gai P., Haldane A., “International Financial Crises and Public Policy: Some Welfare Analysis”, www.bankofengland.co.uk/gb/gb000402.pdf, 2000, (Erişim tarihi: 5.12.2009), s. 370.

Conceição Maria, Portela A. Silva, Thanassoulis Emmanuel, “Comparative

efficiency analysis of Portuguese bank branches”, **European Journal of Operational Research** 177, 2007, ss.1275–1288.

Covin J.G., Slevin D.P., “Juggling Entrepreneurial Style and Organizational Structure-How to Get Your Act Together”, **Sloan Management Review**, Winter, 1990, ss.43-63.

Covin J.G., Slevin D.P., “Strategic Management of Small Firms in Hostile and Benign Enviroments”, **Strategic Management Journal**, 1989, ss.75–87.

Cummins J.D., Weiss M.A., “Measuring Cost-Efficiency in Property-Liability Insurance Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 17, 1993, ss. 463-481.

Cummins J.D., Tennyson S., Weiss M.A., “Consolidation and Efficiency in the U.S. Life Insurance Industry”. **Journal of Banking and Finance**,23, 1999, ss. 325-357.

Cummins J.D., Zi H., “Comparison of Frontier Efficiency Methods: An Application to the U.S. Life Insurance Industry”, **Journal of Productivity Analysis**, 10, 1998, ss. 131-152.

Cummins J.D., Rubio-Misas M., Zi H., “The Effect of Organizational Structure on Efficiency: Evidence From the Spanish Insurance Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 28, 2004, ss. 3113-3150.

Çıtak Levent, “Türkiye’deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Degerlendirilmesi”, **Erciyes Üniversitesi Ktisadi Ve Dari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 31, Temmuz-Aralık 2008, ss. 69-94.

Çiftçi H., “Türk Sigorta Sektörünün Sorunları: DEA Analizi ile Türk Sigorta Şirketlerinin Etkinlik Düzeylerinin Belirlenmesi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 13, 1, 2004, ss. 121-143.

Dadush Uri, Dasgupta Dipak, Rahta Dilip, **The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, Finance and Development**, 2000, ss. 54-57.

Davies Howard, "Opinion", **International Financial Markets: Law and Regulation**, Volume 1, Issues 4 & 5, 1999, ss. 143-152.

Debreu G., "The Coefficient of Resource Utilization", **Econometrica**, Vol. 19, No. 3, July 1951, ss. 273-292.

Del Brio, "Insider Trading in Spanish Stock Market"
<http://odu.edu/bPa/efma/edelbrio.pdf>. (26 Şubat 2010), ss. 1-4.

Delice Güven "Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini", **Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 1, s. 115-121.

Diacon S.R., Starkey K., O'Brien C. n, "Size and Efficiency in European Long-Term Insurance Companies: An International Comparison", **The Geneva Papers on Risk and Insurance**, 27, 3, 2002, ss. 444-466.

Dorukkaya Şakir, Yılmaz Hakan, "Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler, Şili ve Meksika Deneyimleri", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, 1999, ss. 122-127.

Drake Leigh, Hall Maxmillian, "Efficiency in Japanese Banking: An Empirical Analysis", Loughborough University, Department of Economics, **Economic Research Paper No. 00/25**, 2000.

Drazen Allen, Hubrich S., "Mixed Signals in Defending the Exchange Rate"
<http://econ.tav.ac.il/Papers/macro/mixed%20signalsEvidence.pdf>, 2002, (Erişim Tarihi: 5.12.2009), ss. 1-2.

Eke Selda, "Risk Yönetimi Anlayışında Sigorta Kavramının Yeri ve Önemi", Risk

News, **Aylık Finansal Risk Yönetim Dergisi**, 2006, <http://www.riskcenter.com.tr/risknews>, Erişim tarihi: 15.01.2009, s. 1.).

Eken Mehmet Hasan, Pehlivan Ebru, “Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans Ölçümleri ve VZA Analizi”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl: 23, Sayı:83 Nisan 2009, ss. 85 – 114.

Ekren Nazım, Emiral Fatih, “Türk bankacılık sisteminde etkinlik analizi, (Veri zarflama analizi uygulaması)”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:4, Sayı:24, Mayıs-Haziran 2002, ss. 25-32.

Eleren Ali, Özgür Ersan, “Türkiye’de Yabancı Sermayeli Bankaların Veri Zarflama Yöntemi ile Etkinlik Analizlerinin Yapılması”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt 8, Sayı 2, 2006, ss. 1-24.

Eling M., “Performance Measurement of Hedge Funds Using Data Envelopment Analysis”, **Swiss Society for Financial Market Research**, 2006, s. 448-486.

Elyasiani E., Mehdian S., "Efficiency in the commercial banking industry, a production frontier approach," **Applied Economics**, Vol.22, 1990, ss. 539-551.

Erkan Hüsnü, “Türkiye’nin Stratejik Önceliği: AB ya da Bilgi Toplumu”, **Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Genelkurmay Askeri Tarih ve Stratejik Etüt Başkanlığı Yayınları, Sayı:13, Yıl:7, Mayıs 2009, Ankara, ss. 2-8.

Ertan Fikret, “Rusya’nın Kafası Karışık”, 31 Mayıs 1998, s.8, <http://www.zaman.com.tr/assets/f.ertan.pdf>. (Erişim Tarihi:2 Şubat 2010)

Ertuğrul Ahmet, Zaim Osman, “Türk Bankacılığında Etkinlik Tarihi Gelişim Kantitatif Analiz’”, **Bilkamat İşletme ve Finans Yayınları**, Ankara, 1996.

Eugene F. Fama, "Efficiency Survives an Attack of the Anomalies”

http://dfafunds.com/The_Firm/About

[Dimensional/Philosophy/fama_an_efficiency.html](#), (Erişim Tarihi:8 Mayıs 2010).

Evanoff D., Fortier D., “Re-Evaluation of the S-C-P Paradigm in Banking”, **Journal of Financial Services Research**, Haziran, 1988, ss. 277-294.

Fama F. Eugene, French Kenneth R., "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", **The Journal of Finance**, Vol.51, 1996, ss. 56-61.

Farrell M.J., “The Measurement of Productive Efficiency” **Journal of the Royal Statistical Society**, Series A (General), Vol. 120, No.3, 1957, ss. 264-269.

Fazzari Steven, “Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?”, **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No. 278, 1999, s. 52.

Fecher F., Kesler D., Perelman S., Pestieau P., “Productive Performance of the French Insurance Industry”, **The Journal of Productivity Analysis**. 4, 1993, ss. 77-93.

Ferrier G.D., Hirschberg J.G., "Bootstrapping confidence intervals for LP efficiency scores: with an illustration using Italian banking data," **Journal of Productivity Analysis**, Vol.8, 1997, pp.19-33.

Ferrier G.D, Lovell C.A.K., "Measuring cost efficiency in banking: econometric and linear programming evidence," **Journal of Econometrics**, Vol.46, 1990, ss. 229-245.

Flood Robert, Garber P., “Collapsing Exchange Rate Regimes”, **Journal of International Economics** 17, 1984.

Flood Robert, Marion Nancy, “Perspectives on The Recet Currency Crises

Literature”, 1997, www.nber.org/papers/w6380, s. 8. (Erişim Tarihi: 5 Mart 2010).

Fortune Peter, "Weekends Can Be Rough:The Weekend Effect in Stock Price", **Working Papers 98-6/Federal Reserve Bank of Boston**, RePEc:Fip:fedbwp:98-6, (20 Nisan 2010), ss.17-32.

Fraser D. R., Rose P.S., “More on Banking Structure and Performance: The Evidence from Texas”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 6, No: 1, 1971, ss. 601-611.

Fry Maxwell, “In Favour of Financial Liberalization”, **The Economic Journal**, 107, Mayıs 1997, s. 755-776.

Fukuyama H., Investigating Productive Efficiency and Productivity Change of Japanese Life Insurance Companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, 5, 1997, ss.481-509.

Galagedera Don U.A., Silvapulle Param, “Australian Mutual Fund Performance Appraisal Using Data Envelopment Analysis”, **Managerial Finance**, 28(9), 2002, ss. 60-73.

Gardner L.A., Grace M.F., “X-Efficiency in the U.S. Life Insurance Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 17, 1993, ss. 497-510.

Gehring Thomas, Sheldon George, “Cost, Competitiveness and the Changing Structure of European Banking”, **Banque de France**, 1999, <http://www.banque-france.fr>, (Erişim Tarihi:06.03.2010)

Giesecke K., L. Goldberg, “In Search of Modigliani-Miller Economy”, **Journal of Investment Management**, 2, 2004, s. 3-9.

Gilbert A. R., “Bank Market Structure and Competition: A Survey”, **Journal of**

Money, Credit and Banking, Kasım 1984, ss. 617-645.

Goodfriend Marvin, “Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer”, **International Finance** Vol. 5, Issue 2, 2002.;

Gortsos Christos V., “Avrupa Birliği Düzenlemeleri ve Türk Mali Sistemi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 33, 2000, ss. 59-63.

Greene W.H., “Frontier Production Functions”, **in M. Pesaran and P.Schmidt, Handbook of Applied Econometrics: Volume II: Microeconomics**, London: Blackwell Publishers, 1997, ss. 373-377.

Greenwald Bruce, Stiglitz J., Weiss A., “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations”, **American Economic Review**, Vol.74, No.2., 1984, s. 195.

Gregoriou Greg N., Sedzro Komlan, Zhu Joe, “Hedge Fund Performance Appraisal Using Data Envelopment Analysis”, **European Journal of Operational Research**, 164, 2005, ss. 555–571.

Grigoran David A., Manole Vlad, “Determinants of Commercial Bank Performance in Transition, An Application of Data Envelopment Analysis”, **The World Bank**, [www-wds.worldbank.org/ external / default / wd](http://www-wds.worldbank.org/external/default/wd), (Erişim Tarihi:22.04.2010)

Guth W.D., Ginsberg A., Guest editors‘ introduction: “Corporate entrepreneurship”, **Strategic Management Journal**, 1990, ss.5-15.

Hahn Joon-Ho, Mishkin Frederic S., "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", **The Emerging Markets Review**, Cilt no.1, Sayı no.21-52, 2000, ss.2-7.

Hardwick P., “Measuring Cost Inefficiency in the UK Life Insurance Industry”,

Applied Financial Economics. 7, 1997, ss. 37-44.

Hao J.C.J., Chou L-Y., “The Estimation of Efficiency for Life Insurance Industry: The Case in Taiwan”, **Journal of Asian Economics**, 16, 2005, ss. 847-860.

Hasan Iftexhar, “Cross-border Performance in European Banking”, <http://www.ift-cfs.de/papers/haslopaz.pdf>, (Erişim Tarihi:17.04.2008).

Haslem John A., Scheraga Carl A., “Data Envelopment Analysis of Morningstar’s Large-Cap Mutual Funds”, **The Journal of Investing**, Winter 2003, ss. 1-8.

Heggestad A. A., Mingo J. J., “Prices, Nonprices and Concentration in Commercial Banking”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol: 8, No: 1, 1976, ss. 107-117.

Heggestad A. A., “Market Structure, Risk and Profitability in Commercial Banking”, **Journal of Finance**, Vol: 32, No: 4, 1977, ss. 1207-1216.

Hellmann Thomas F., Murdock Kevin C., Stiglitz Joseph E., "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", **The American Review**, Vol.90,no.1, Mart 2000, ss.148-157.

Hisrich R.D., “Intrapreneurship Modeling In Transition Economies: A Comparison of Slovenia and The United States”, **Journal of Developmental Entrepreneurship**, 2000, ss.21–40.

Hoenig Thomas M., “Financial Regulation, Prudential Supervision, and Market Discipline: Striking A Balance” Speeches, Presented to the Conference: Lessons from Recent Global Financial Crises, Federal Reserve Bank of Chicago, October 1, <http://www.kc.frb.org/spch&bio/finanreg.htm>, 1999, (Erişim Tarihi: 10.02.2010).

Işık İ., Hassan M.K., “Technical, Scale and Allocative Efficiencies of Turkish

Banking Industry”, **Journal of Banking and Finance**, 26, 2003, ss. 719-766

Işık İ., Hassan M.K., “Financial Deregulation and total factor productivity change: an Empirical study of Turkish Commercial Banks”, **Journal of Banking and Finance**, 27, 2003, ss.1455-1485.

Işıklı Alpaslan, “Asya Kaplanlarına Ne Oldu”, **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt: XXII, Sayı: 206-209, 1998, ss. 7-12.

İnan E. Alpan, “Banka Etkinliğinin Ölçülmesi ve Düşük Enflasyon Sürecinde Bankacılıkta Etkinlik”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:34, 2000, s. 87-105.

Jegadeesh Narasimhan, Titman Sheridan, "Returns to Buying Winners and Selling Losers Implications for Stock Market Efficiency", **The Journal of Finance**, Vol 48, 1993, ss. 67-76.

Jeng V., Lai G.C., “Ownership Structure, Agency Costs, Specialization, and Efficiency: Analysis of Keiretsu and Independent Insurers in the Japanese Nonlife Insurance Industry” **The Journal of Risk and Insurance**, 72, 2005, ss. 105-158.

Jensen Michael C., “Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios”, **Journal of Business**, vol :42, No:2, April 1969, ss. 167-247.

Kar Muhsin, Tunçer M., “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Teorik Görüşler, Ampirik Sonuçlar ve Yeni Gelişmeler”, **Uludağ Üniversitesi İktisat Dergisi**, <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/6/muhsin/muhsin.html>, (Erişim tarihi: 16 Temmuz 2009)

Kasman Adnan, Competitive Conditions in the Turkish Banking Industry,; Abdurrahman Benli ve Gökhan Sönmezler, “Türk Bankacılık Sistemi ve Kriz”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 17, Sayı: 80, Haziran 2002, s. 1-22.

Kasman Adnan, “Cost Efficiency, Scale Economies and Technological Progress in Turkish Banking”, **Central Bank Review** 1, 2002, ss. 1-20.

Kasman Adnan, “Efficiency and Scale Economies in Transition Economies: Evidence from Poland and the Czech Republic”, **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol: 41, No:02, March-April 2005.

Kasman Adnan, “The Profit-Structure Relationship In The Turkish Banking Industry Using Direct Measures of Efficiency”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt:1, Sayı:1, Yıl:2001.

Kasman Adnan, Kasman Saadet, “The Performance of Turkish Commercial Banks In The Deregulated Period”, **Journal of Faculty of Business**, Vol:4, No:1, Yıl:2003.

Kasman Adnan, Turgutlu Evrim, “Cost Efficiency and Scale Economies in the Turkish Insurance Industry”, **Applied Economics** Vol: 41, 2009, ss. 3151-3159.

Kayalı Cevdet Alptekin, “2000-2006 Döneminde Türkiye’de Faaliyet Gösteren Sigorta Şirketlerinin Etkinlik Değerlendirmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Yönetim ve Ekonomi**, Cilt: 14, Sayı:2, 2007, ss.103-115.

Kılıçkaplan Serdar, Hayırsever Baştürk Feride, “Tobit Modeli Kullanılarak Türk Sigorta Sektöründe Etkinlik Değişmesinin Ölçülmesi”, **Mevzuat Dergisi**, Sayı. 88, Nisan 2005, s. 7

Kılıçkaplan S., Baştürk Hayırsever F., “Türkiye’de Hayat-Dışı Alanda Faaliyet Gösteren Sigorta Şirketlerinin 2002 Yılındaki Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi (VZA) ile Ölçülmesi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6/2, 2004, ss. 63-79.

Kılıçkaplan Serdar, Karpaz Gaye, “Türkiye Hayat Sigortası Sektöründe Etkinliğin İncelenmesi”, **DEÜ İİBF Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 1, Yıl:2004, ss. 1-14.

Kiren Gürler Özlem, “Türkiye’de Eğitim Talebi Belirleyicileri”, **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar**, Cilt 44, Sayı: 512, 2007, ss.89-101.

Kopp R.J., “The Measurement of Productive Efficiency: A Reconsideration”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 96, No.3, 1981, ss. 477-503

Kök Recep, “İktisadi Krizlerin Konjonktürel Analizi ve Türkiye Özeline İlişkin Bir Deneme”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, Yıl: 7, Cilt: 42, Kasım-Aralık 2001, ss. 1199-1223.

Krugman Paul, “A Model Of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol: 11, No: 3, Ağustos 1979, ss. 321-322.

Krugman Paul, “Currency Crises”, <http://web.mit.edu/Krugman/www/crises.html>, 1998, s. 3, (Erişim Tarihi: 18.11.2009).

Kumbhakar S., Lovell K., “Stochastic Frontier Analysis” **New York: Cambridge University Press**, 2000, ss. 56-60.

Kutluğhan M., Ökte Savaş, “Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri”, <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/10/kutlu-htm>, (Erişim Tarihi:10 Ocak 2010), s. 8-24.

Lahıri Amartya, Vegh C., “Delaying the Inevitable:Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises”, <http://www.nber.org/Papers/w7734>. 2000, (Erişim tarihi: 20.11.2009), ss. 37-38.

Leland Hayne E., Pyle David H., "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol:XXXIII, No.2, Mayıs 1997, s.255-256.

Liu T., “Evaluation Operating Efficiency of Life Insurance Industry in Taiwan: A Comparison of Local and Foreign Companies”, **Journal of Insurance**, 2, 1994, ss. 114-126.

Lumpkin G.T., Dess G.G., “Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance”, **Academy of Management Review**, 1996, ss.135-172.

Lovell Knox-C.A., “Production Frontiers and Productive Efficiency, in in Fried, Knox-Lovell and Schmidt eds.” **The Measurement of Productive Efficiency**, 1993, pp. 33-38.

Lucas R. E. Jr., “Monetary Neutrality”, Nobel Lecture, **Journal of Political Economy**, No:104(4), 1996.

Lumpkin G.T., Dess G.G., “Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: the moderating role of environment ve industry life cycle”. **Journal of Business Venturing**, 2001, ss.429-451.

Mahlberg B., Url T., “Effects of the Singel Market on the Austrian Insurance Industry”, **Empirical Economics**, 28, 2003, ss. 813-838.

McDonald J. F., Moffitt R. A , “The Use of Tobit Analysis”, **The Review of Economics and Statistics**, 62, 1980, ss. 318-387.

McKinley Kris, College Elan, “Stock Market Efficiency”, <http://www.elon.edu/ipe/mickinley.pdf2001>. (Erişim Tarihi:24 Nisan 2010), ss. 1-3.

Mercan Muhammet, Yolalan Reha, “Türk Bankacılık Sisteminde Ölçek ve Mülkiyet Yapıları ile Finansal Performans İlişkisi”, **İMKB Dergisi** Cilt: 4, Sayı: 15, 2000.

Mercan M., Reisman A., Yolalan R., Emel A.B., “The Effect of Scale and Mode of

Ownership on the Financial Performance of the Turkish Banking Sector: Results of Dea-Based Analysis”, **Socio-Economic Planning Sciences**, Vol. 37, 2003, Pp.185-202.

Miller D., Friesen P.H., “Strategy-making and environment”. **Strategic Management Journal**, 1983, ss.221-235.

Miller D., “The correlates of entrepreneurship in three types of firms”. **Management Science**, 1983, s.770-791.

Mishkin Frederic, “Global Finacial Instabilty: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economics Perspectives**, Vol: 13, No: 4., 1999b, ss. 13-14.

Modigliani F., Miller M., “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Corection”, **The American Economic Review**, 3, 1963, s. 48-63.

Molyneux P., Forbes W., “Market Structure and Performance in European Banking”, **Institute of European Finance**, University College of North Wales, Bangor 1989, ss. 7-11.

Molyneux P., Lloyd-Willias D. M., Thornton J., “Avrupa Bankacılığında Rekabet Koşulları”, RP. 92/17, **Institute of European Finance**, University of NorthWales, 1994, ss. 1-18.

Morris Stephen, Shin H.Song, “Unique Equilibrium in a Model of Self-Ful Filling Currency Attack”, **The American Economic Review**, Vol: 88, No: 3, 1998, ss. 587-598.

Murthi B.P.S., Choi Yoon K., Desai Preyas, “Efficiency Of Mutual Funds and Portfolio Performance Measurement: A Non-Parametric Approach”, **European Journal of Operational Research**, 98, 1997, ss. 408-418.

Napapan Meepadung, John C.S., Khang Tang Do Ba, “Journal of High Technology Management Research”, **Journal of High Technology Management Research** 20, 2009, ss.145–152.

Nathan A., Neave E. H., “Competition and Contestability in Canada’s Financial System: Empirical results”, **Canadian Journal of Economics**, Vol: 22, 1989, ss. 579-594.

Nguyen Huyen, Thi Thanh, “On the Use Data Development Analysis in Hedge Fund Performance Appraisal” 2006, http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/12/02/92/PDF/Nguyen_HedgeFundPerformance_DEA_200612.pdf, (02.08.2010), ss. 16-42.

Obstfeld Maurice, “Balance of Payments Crises and Devaluation”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol: 16, No: 2, Mayıs 1984, s. 215-232.

Obstfeld Maurice, Rogoff K. “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, **Journal of Economic Perspective**, Vol: 9, No: 4. 1995, s. 86-101.

Odedokun M. O., “Growth & Change”, **Journal of Economic Studies**, Vol: 97, Issue 3, Summer 1996, ss. 269-274.

Offerman Theo, Sonnemans Joep, "What's Causing Overreaction?, An Experimental Investigation of Recency and the Hot Hand Effect", (<http://www.Fee.uva.nl/creed/pdfFiles/hotHand.pdf> . (Erişim Tarihi:15 Nisan 2010).

Oksay Suna, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, Haziran 2000, ss. 17-21.

Önal Beyazıt Yıldırım, Sevimeser Nuri Cemhan, “Yabancı Banka Girişlerinin Türk Bankacılık Sistemine Etkileri: Yerli ve Yabancı Bankaların Etkinlik Analizi”,

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 15, Sayı 2, 2006, ss32-51.

Özbilen Şevki, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Ticari Deregülasyonun Ekonomik Etkileri”, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ticari2.doc>, (Erişim tarihi: 10.02.2010), s. 3-23.

Özer Gökhan, "Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıklar, Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve Bir Değerlendirme", (<http://www.basarimcom.tr/dergi/2000-03/a/uzunsureligetiri.htm>), (Erişim Tarihi:20 Nisan 2010).

Pastne Ivan, “Speculation and the Decision to Abandon A Fixed Exchange Rate Regime”, 4 Mart 1999, www.econometricsociety.org/meetings/wc00pdf0931.pdf, ss. 12-28.

Rajan Ramkishan, Bird G., “**Banks, Maturity Mismatches and Liquidity Crises: A Simple Model**”, www.adelaide.edu.au/cies/0132.pdf, 2001, (Erişim tarihi: 10.01.2010), ss. 3-4.

Rangan N., Grabowski R., Aly H.Y., Pasurka C., "The technical efficiency of US Banks," **Economics Letters**, Vol.28, 1988, ss.169-175.

Rowe Wei Wang, Wallace N. Davidson, “Fund Manager Succession in Closed-End Mutual Funds”, **The Financial Review**, 35, 2000, ss.55-72.

Sağlam Dündar, “Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 13, Sayı: 152, 1998, ss. 41-45.

Sau Lino, “Banking, Information and Financial Instability in Asia”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring 2003, Vol. 25, No. 3, 2003.

Sbracia Massimo, Zaghini A., “Expectation and Information in Second Generation

Currency Crises Models”, **Economic Modelling**, Vol: 18, 2001, ss. 204-212.

Schwert G. William, “Anomalies and Market Efficiency”, **Universty of Rochester, NY14627 and National Bureau of Economic Research**, Ocak 2001, s. 1-11.

Sengupta Jati K., “Efficiency Tests for Mutual Fund Portfolios”, **Applied Financial Economics**, 13, 2003, ss. 869-876.

Sezen B., İnce H., Aren S., “Türkiye’deki Hayat Dışı Sigorta Şirketlerinin Veri Zarflama Analizi Tekniği ile Göreli Etkinlik Değerlendirmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans**, 20, 2005, ss. 87-95.

Skipper H.D., Starr Jr. C.V., Robinson J. M., **Liberalization of Insurance Markets: Issues and Concerns**, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies OECD Book–1. Part 1:6b. Washington, D.C; www.oecd.org, 2000, s. 14.

Smirlock M., “Evidence on the (Non) Relationship Between Concentration and the Profitability in Banking”, **Journal of Money, Credit and Finance**, Vol: 17, No: 1, 1985, ss. 69-83.

Smith Adam, “The Principles Which Lead and Direct Philosophical Enquiries Illustrated by the History of Astronomy”, 1975, **Essays on Philosophical Subjects**, içinde (der.) W. P. D. Wightman and J. C. Bryce, Liberty Press, Indianapolis, U.S.A., 1982, s. 32-45.

Şimşek Hayal Ayça, Altay Asuman, “Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi”, **Gündem Dergisi**, Yıl: 46, Sayı: 528, Şubat, 2009, s. 17-23.

Snyder Christopher M., “Optimal Long Term Contracts in a Costly State Verification Model”, George Washington Universty and MIT, <http://home.gwu.edu/csnyder/webb.pdf>, (Erişim Tarihi:5 Şubat 2010).

Stiglitz Joseph E., Weiss A., "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, Haziran 1981, ss. 912-927.

Stiglitz Joseph, **Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy and Economic Advice**, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, 1998, ss. 1-12.

Stiglitz Joseph, Weiss A., "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/stiglitz.htm>. (Erişim Tarihi:22 Kasım 2009), s. 7-23.

Su A. Mustafa, "Bireysel Emeklilik Fonları Reel Sektörün Finansmanı Açısından Önemli Bir İşlevi Yerine Getirecektir", **İşveren Dergisi**, Cilt: 42, Sayı: 2, 2003, s. 15-42.

Taner Tuna, Karasioğlu Fehmi, "Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu", <http://idari.cu.edu.tr/dergi/tunafehmi.pdf>, (Erişim Tarihi:14 Nisan 2010).

Tarım S. Armağan, Karan Mehmet Baha, "Investment Fund Performance Measurement Using Weight-Restricted Data Envelopment Analysis: An Application to the Turkish Capital Market", **Russian and East European Finance and Trade**, 37 (5), 2001, ss. 64-84.

Tatje Griffel, Lovell C. A. K., "The sources of productivity change in Spanish banking", **European Journal of Operational Research**, Sayı 98, 1997, ss.364-380.

Taylor W.M., Thompson R.G., Thrall R.M., Dharmapala P.S., "DEA/AR efficiency and profitability of Mexican banks: A total income model," **European Journal of Operational Research**, Vol.98, 1997, ss.346-363.

Thomas Hoenig M., Financial Regulation, Prudential Supervision and Market

Discipline: Striking A Balance, Speeches, Presented to the Conference: Lessons from Recent Global Financial Crises, **Federal Reserve Bank of Chicago**, <http://www.kc.frb.org/spch&bio/finanreg.htm>, 1 Ekim 1999. (Erişim Tarihi: 10.02.2010).

Thompson R.G., Dharmapala P.S., Humphrey D.B., Taylor W.M., Thrall R.M. I, "Computing DEA/AR efficiency and profit ratio measures with an illustrative bank application," **Annals of Operations Research**, Vol.68, 1996, ss.303-327.

Tobin J., "Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables", **Econometrica**, Vol. 26, No.1, 1958, ss.24-33.

Tone K., Sahoo B.K., "Evaluating Cost Efficiency and Returns to Scale in the Life Insurance Corporation of India Using Data Envelopment Analysis", **Socio-Economic Planning Sciences**, 39, 2005, ss. 261-285.

Topuz John C., Darrat Ali F., Shelor Roger M.; "Technical, Allocative and Scale Efficiencies of REITs: An Empirical Inquiry", **Journal of Business Finance & Accounting**, 32(9) & (10), 2005, ss. 1961-1994.

Tormova Mariana, "Efficiency of European Banking- Inequality and Integration", **University of National and World Economy Bulgaria**, www.se.ac.uk/ec/mmf-2005/documents.082.pdf, (Erişim Tarihi:02.04.2010).

Tulkens, "On FDH Efficiency Analysis: Some methodological issues and Applications to Retail Banking", **Courts, and Urban Transit, The Journal of Productivity Analysis**, 4, 1993, ss. 183-210

Tunca Zafer, "Asya Krizinde Yapısal Sorunlar", **İ.S.O Dergisi**, Sayı:386, 1998, ss. 33-34.

Turagay R.Tuna, "Brezilya'da Neler Oluyor?", 5 Şubat 1999, s. 13.

<http://www.dünya.com.tr/assets/rtuna.pdf>. (Erişim Tarihi:2 Şubat 2010)

Turchetti G., Daraio C., “How Deregulation Shapes Market Structure and Industry Efficiency:The Case of the Italian Motor Insurance Industry”, **The Geneva Papers on Risk and Insurance**, 29, 2, 2004, ss. 202-218.

Turgutlu Evrim, Kök Recep, Kasman Adnan, “Türk Sigortacılık Şirketlerinde Etkinlik: Deterministik ve Şans Kısıtlı Veri Zarflama Analizi”, **İktisat/İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 22, Şubat 2007, ss. 85-110.

Türk Bankalar Birliği, “Türk Bankacılık Sektörü”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 49, 2004, ss. 68-69.

Üçdoğruk Şenay, Akın Fahamet, Emeç Hamdi, “Türkiye Hanehalkı Eğlence Kültür Harcamalarında Tobit Modelin Kullanımı”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 3, 2001, ss.13-26.

Ündül Z. Gonca, “Güneydoğu Asya’da Neler Oluyor?”, **İ.S.O Dergisi**, Sayı: 384, 1998, ss. 14-16.

Weill L., “Measuring Cost Efficiency in European Banking: A Comparison of Frontier Techniques”, **Journal of Productivity Analysis**, Vol.21, 2004, ss. 137-149.

Werner Bonefeld, “Globalisation: Crisis of Regulation or Crisis of Capital?”, <http://www.rcci.net/globalizacion/2002/fg255.htm>, (Erişim Tarihi: 05.02.2010).

Werner F. Debondt M., Thaler Richard H., "Does the Stock Market Overreact?", **The Journal of Finance**, Vol. 40, 1985, ss.799-808.

Wiklund J., Shepherd D., “Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach”, **Journal of Business Venturing**, 2005, ss.71-91.

Wolfson Martin, “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, **Journal of Economic Issues**, Haziran 2002, ss. 2-132.

Woodford Michael, “Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics”, **Paper prepared for the conference on Frontiers of the Mind in the Twentieth Century**, Washington, 1999.

Yeldan Erinç, “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007 – 2008 Krizi”, **Ekonomi ve Hukuk Dergisi**, Sayı:20, 2009, s. 12-19.

Yıldırım C., “Evolution of Banking Efficiency within an unstable macroeconomic environment: the case of Turkish commercial banks.”, **Applied Economics**, 34, 2002, ss. 2289-2301.

Yıldırım Zekeriya, “Türkiye Dünyanın Neresinde?”, **Açık Oturum İktisat Dergisi**, Sayı: 380, Temmuz 1998, ss. 136-139.

Yıldız Ayşe, “Yatırım Fonları Performanslarının Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 61(2), 2006, ss. 211-234.

Yılmaz Engin, "Türkiye’de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler", Dünya’da ve Türkiye’de Finansal Serbestleşme, 2004, <http://tr.wikipedia.org/wiki/T%C3%BCrkiye'definansalserbestle%C5%9Fme>, (Erişim tarihi: 14 Ocak 2010).

Yılmaz C., Alpkan L., ve Ergun, E. (). —Cultural determinants of customer and learning-oriented value systems and their joint effects on firm performance. **Journal of Business Research**, 58, 2005, ss.1340- 1352.

Zahra S.A., “Environment, Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: A Taxonomic Approach”, **Journal of Business Venturing**, 1993, ss.319–340.

Zaim O., "The effect of financial liberalization on the efficiency of Turkish commercial banks," **Applied Financial Economics**, Vol.5, 1995, ss. 257-264.

Zhou Chunseng , "Informational Asymmetry and Market Imperfections: Another Solution to the Equity Premium Puzzle", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.34, December 1999, ss. 446-464.

TEBLİĞ VE BİLDİRİLER

Abaan Ernur D., "Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği** No: 2002/3, Ankara, 1998.

Arestis Philip, Glickman M. "Financial Crises in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way", **Working Paper**, No. 22, Aralık, 1999,

Aslan Hadiye, **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, Houston Üniversitesi, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu, 2008,

Aydın Üzeyir, Kara Oğuz, "Bilgi Ekonomisinde Değişen Öncelikler Bağlamında İktisat Politikası", **5. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongre Kitabı**, cilt 1, 3-5 Kasım 2006 Kocaeli, s. 801-823.

Basel Committee, "A New Capital Adequacy Framework", **Consultative Paper**, BIS, Basel, 1999.

Belhaj M., Bertrand D., Optimal Investment under Credit Constraint, **Grenoble University Working Paper**, 2006.

Berger A., Humprey D., "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", **Wharton School, Financial Institutions**

Center, Working Paper No:97-05, 1997.

Binay Şükrü, Kunter Kürşat, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği No:9803, Aralık 1998,

Blanchard Olivier, “The State of Macro” **NBER Working Paper** No. 14259, August 2008.

Brownbridge Martin, Colin Kirkpatrick, Financial Sector Regulation: The Lessons of The Asian Crisis, Working Paper Series, Paper No. 2, **Institute for Development Policy and Management**, University of Manchester.

Chang Roberto, Velasco Andres, “Financial Fragility and the Exchange Rate Regime”, Federal **Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series**, No.16 Kasım 1997, ss. 17-23.

Cingi S., Tarım A., “Türk Banka Sisteminde Performans Ölçümü: DEA-Malmquist TFP Endeksi Uygulaması”, **TBB Araştırma Tebliği Serisi**, 2000.

Claus I., Grimes A., “Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission mechanism: A Critical Review”, **New Zealand Treasury Working Paper**, No. 03/19, 2003.

Coşkun Yaprak Sevil, Balatan Zeynep, “Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkiler ve Türk Bankacılık Sektörünün Yeri Veri Zarflama Analizi İle Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi”, **Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 12. İktisat Öğrencileri Kongresi**, Mayıs, 2008,

Cunha A. “Implications of the M-M Theorem for the study of exchange rate regimes”, **IBMEC Economics Discussion Papers**, No: 2006-03, 2006.

Denizer C., Dinç M., Tarımcılar M., “Measuring Bank Efficiency in the Pre- and Post-

Liberalization Environment: Evidence from the Turkish Banking System”, **World Bank Working Papers**, Nr. 2476, 2000.

Dziobek Claudia, “Market-Based Policy Instruments for Systemic Bank Restructuring”, **IMF Working Paper**, Ağustos 1998.

Egeli Hüseyin Avni, Kahyaoğlu Hakan, Egeli Pınar, Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etki Mekanizmaları, **Uluslararası Global Mali Kriz Konferansı**, 1-5 Nisan 2010, Bişkek-Kırgızistan.

Eichengreen Barry, Mussa M., **Capital Account Liberalization, Theoretical and Empirical Aspects**, IMF Occasional Paper, 1998,

Erdem Ekrem, Dumrul Cüneyt, Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Türkiye Örneği, **Uluslararası Global Mali Kriz Konferansı**, 1-5 Nisan 2010, Bişkek-Kırgızistan, ss. 163-193.

Fernandez Ana, Gascon Fernando, Gonzalez Eduardo, Economic Efficiency and Value Maximization in Banking Firms, **7th European Workshop on Efficiency and Productivity Analysis**, Oviedo, 2001.

Fiş, Çetindamar, “Girişimcilik Oryantasyonu, Kurum İçi Girişimcilik ve Bağlı Ölçeklerin Türkçe’de Geçerlemesi”, **XV. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi**, Sakarya Üniversitesi, 25-27 Mayıs 2007, Sakarya, s. 124-132.

Glaeser Edward L., Andrei Shleifer, The Rise of The Regulatory State, Working Paper, 8650, NBER, December, 2001.

Glen Hoggart, Reis Ricardo, Saporta Victoria, **Cost of Banking System Instability: Some Empirical Evidence**, Working Paper, Bank of England, 2001.

Jackson Peter M., Fethi Meryem Duygun, “Evaluation the Technical Efficiency of

Turkish Commercial Banks: An Application of DEA and Tobit Analysis”, **International DEA Symposium**, University of Queensland, Brisbane, Australia, 2-4 July 2000.

Kane Edward J., Ethical Foundations of Financial Regulation, Working Paper, 8650, NBER, Nisan 1997, ss. 3-16. & Edward L. Glaeser ve Andrei Shleifer, The Rise of The Regulatory State, Working Paper, 8650, NBER, Aralık 2001, ss. 3-4.

Kasman Adnan, Turgutlu Evrim, “A Comparison of Chance-constrained DEA and Stochastic Frontier Analysis: An Application to the Turkish Life Insurance Industry”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007.

Kenç Turalay, Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu, **BDDK 8. Kuruluş Yılı Dönümü Konferansı**, Bradford Üniversitesi, 2007.

Kılıçkaplan Serdar, Atan Murat, Hayırsever Feride, “Avrupa Birliği’nin Genişleme Sürecinde Türkiye Sigortacılık Sektöründe Hayat Dışı Şirketlerin Verimliliklerinin Değerlendirilmesi”, **Geleneksel Finans Sempozyumu-2004**, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Ve Yüksekokulu, 2004, ss. 105-113.

Kök Recep, Öztekin Didem, Erataş Filiz, “Küresel Krizin Türkiye Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Veri Zarflama Analizi Yöntemiyle Etkinlik Analizi”, **Balıkesir Üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası Sempozyum – V**, Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması, Erdek 27- 29 Mayıs 2010.

Kök Recep, Öztekin Didem, Erataş Filiz, “**Türkiye Bankacılık Sektöründe Rekabet Edebilirlik: Çapraz Etkinlik Analizi**”, *MPM* 16. Dünya Verimlilik Kongresi ve 2010 Avrupa Verimlilik Konferansı, Antalya 2-5 Kasım 2010.

Minibaş Türkel, Küresel Krizin Finans Sektörüne Yansımaları, **Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Meslek Yüksekokulu, Uluslararası**

Finans Sempozyumu 2008, Aralık, 2008, s. 36.

Stiglitz Joseph, “The Role of the Financial System in Development”, **Presentation at the Fourth Annual Bank Conference in Latin America and the Caribbean**, San Salvador,

TEPAV, **2007 – 2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler**, TEPAV Küresel Kriz Çalışma Grubu, 2008, s. 2.

TEZLER

Acar Eray, “Kamu Yönetiminde Dönüşüm Kapsamında Su Dağıtım Hizmetlerinin Çözümlemesi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010.

Afşar Hayrettin, “Avrupa Birliği Sürecinde Türk Bankacılığının Rekabet Gücü”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008.

Akel Veli, “Portföy Performansının Devamlılığının Analizi: Türkiye’deki Yatırım Fonları Örneği”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2006.

Aydın Yüksel, “Türkiye’de Sigorta Şirketlerinin Mali Performans Değerlemesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 2001.

Dağlar Hüseyin, “Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006.

Gençay Mehmet, “Dünyada Finansal Sektör Konsolidasyonu ve Türkiye Örneği”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005.

Kara Oğuz, “Ekonomik Regülasyon Modelleri ve Özelleştirme Üzerine Dışsallık-İçsellik Analizleri: Türkiye Örneği (1980-2008)”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2009.

Kasman Adnan, “Essays on Turkish Banking Industry”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, Mayıs 1999.

Küçükbaşakçı Ramazan, “Banka Yeniden Yapılandırma Programları ve Ekonomik Sonuçları”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara, Ağustos 2004.

Metin Murat, “Türk Sermaye Piyasalarının Uluslararası Piyasalarla Bütünleşmesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2002.

Sancak İbrahim Ethem, “Yatırım Fonlarının Türkiye Uygulaması”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002.

Tunaer Burçak Müge, “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Getirileri Açısından Karşılaştırılması ve Performanslarının Değerlendirilmesi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.

Turgutlu Evrim, “Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006.

Ural Mert, “Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın

Oluşturduğu Krizler”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.

RAPORLAR

Baştürk Hakan, Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Ankara, 1999.

BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı:15, 2009.

Genç Ömür, **Sigortacılık Sektörü ve Türkiye’de Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Kapasitesi**, Türkiye Kalkınma Bankası Tarafından Hazırlanan ve Elektronik Ortama Aktarılan Araştırma Raporları, Sektör Araştırmaları SA-02-05-1/ (www.tkb.com.tr), 2002.

TBB, “Türk Bankacılık Sektörü”, Mali Piyasalar Çalışma Grubu, **İzmir İktisat Kongresi Türk Finans Sektörü Raporu**, Mayıs 2004.

TUSİAD, **Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 2005 Yılı Raporu, 2005.

Türker Kaya Yasemin, Doğan Ela, “Dezenflasyon Sürecinde Türk Bankacılık Endüstrisinde Etkinliğin Gelişimi”, **BDDK ARD Çalışma Raporları**, Kasım 2005.

Yetim Sedat, Gülhan Ozan, “Avrupa Birliğine Tam Üyelik Sürecinde Türk Bankacılık Sektörü”, **BDDK ARD Çalışma Raporları 2005/7**, Ankara, Eylül 2005.

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

Garanti Portföy Yönetimi Web Sayfası (<http://www.gpy.com.tr/yatirim-fonlari-yonetimi/vergilendirme.html>. Erişim tarihi: 24.03.2010).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Web Sayfası
(<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm#fon>. Erişim tarihi: 14.12.2007).

Sermaye Piyasası Kurulu Web Sayfası
(<http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat.index.html>. Erişim tarihi:23.03.2010)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Web Sayfası
(http://www.tspakb.org.tr/index_tur.html. Erişim Tarihi: 20.09.2009).

<http://www.minyanville.com/articles>. (Erişim tarihi:1 Kasım 2009)

<http://site.mynet.com/bireyselemeklilik/bes/id5.html>. (Erişim tarihi: 21.03.2010)

MEVZUAT

4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı İle Dış Ticaret Müsteşarlığı Teşkilat Ve Görevleri Hakkında Kanun.

SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliği, Madde 3

SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ, Madde 40.

EKLER

EK 1: 2002 Bankacılık Yasasının Getirdiği Yapısal Reformlar

“Kamu Bankalarının Yeniden Yapılandırılması” sürecinde temel hedef, bankaların siyasi bağımsızlığının sağlanması ve bankacılık hizmetlerine yoğunlaşmaları için özerk bir yapı kazandırılmaları olmuştur.

Bu mahiyette yapılan düzenlemeler aşağıda kısaca özetlenmiştir:

- 4603 no.lu kanun Kasım 2000’de çıkarılarak kamu bankalarının özelleştirilebilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu bağlamda Ziraat Bankası anonim şirket haline getirilmiştir. Ayrıca görev zararlarının itfa olunması yolunda karar alınmıştır.
- 4603 Kanun çıkarıldıktan sonra yaşanan ekonomik kriz nedeniyle Nisan 2001’de Bakanlar Kurulu kararı ile kamu bankalarının yönetimleri Ortak Yönetim Kurulu’na devredilmiş ve bu kurula yeniden yapılandırma ve özelleştirme yetkileri verilmiştir.
- Görev zararlarının tasfiyesi için bankalara verilen görevlerin kaldırılması yoluna gidilmiş ve 4603 no.lu kanuna bu bağlamda devletin bedelini ödemediği bankalara görev veremeyeceği hükmü konulmuştur.
- 2001 yılı içinde tahvil ihracı ile Ziraat Bankası ve Halk Bankası’nın görev zarar alacakları ve bunların tahakkuk etmiş faizleri tasfiye edilmiştir. Hazine 2001 yılında nakit ödeme, kâğıt değiştirme, erken itfa yoluyla, kamu bankalarının nakit girişlerini düzenlemiş ve likidite pozisyonlarını korumuştur.
- Bu bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi için Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Emlak Bankası’na nakit sermaye aktarılmış ve Emlak Bankası ve Halk Bankası’na sermayelerine mahsuben kâğıt verilmiştir.
- BDDK’nın Temmuz 2001’de lisansını iptal ettiği Emlak Bankası, bankacılık dışında kalan mal varlıkları ve iştiraklerindeki hisseleri, ticari gayrimenkulleri, kanuni takipteki alacakları ve buna ayrılmış karşılıkları ayrı tutularak, Ziraat Bankasına devredilmiştir. Bu devirden oluşan maliyet özel tertip tahvil ihracı ile karşılanmıştır.
- Ortak Yönetim Kurulu kamu bankalarının finansal yeniden yapılandırması için üç temel hedef belirlemiştir: faizlerin indirilmesi, kısa vadeli borçların tasfiyesi ve bilançoların şeffaflaştırılması.
- Ocak 2002’de yayımlanan 4743 sayılı yasa ile kamu bankalarındaki personel

çalıştırma ile ilgili yeni düzenlemelere gidilmiş ve böylece personel fazlası tasfiye edilmiştir.

Yukarıdaki önlemler bazında kamu bankalarının bilançolarının iyileştirilmesi birkaç aşamada yapılmıştır:

- Görev zararları Devlet İç Borçlanma Senetlerine dönüştürülmüştür.
- Kamu bankalarının uyguladıkları faizler, piyasa faiz oranlarının düzeyine çekilmiştir.
- Reeskontların ait oldukları dönemlerde yapılması temin edilmiştir.
- Problemlili kredilere karşılık ayrılması yoluna gidilerek, kamu bankalarının kredi portföyleri daha şeffaf hale getirilmiştir.

Organizasyonel bazda yeniden yapılandırma çalışmaları ise hem personel yapısının iyileştirilmesini hem de bankaların aktif ve pasiflerinin, kar/zararlarının takibini amaçlayan düzenlemelerle yapılmıştır:

- 2003 Ocak itibariyle, özel hukuk hükümlerine tabi olmayan personel çalıştırılması yasaklanmıştır.
- Emekliliği gelen personelin tasfiyesi için teşvikler getirilerek personel indirimine gidilmiştir.
- Yönetim, Denetim ve Tasfiye Kurulları üyelerinin ceza ve idare hukuku açısından memur sayılmamaları hükmü getirilmiştir. Bu üyelerin özel bankalarla aynı hukuk hükümleri ve mevzuata tabi olmaları karara bağlanmıştır.
- Kamu bankalarının organizasyon şeması hizmet segmentasyonu göz önüne alınarak tekrar düzenlenmiştir.
- Ticari bankacılık çerçevesinde şube ve personel sayılarının rasyonalize edilmesine başlanmıştır.
- Kar/zararlar, likidite, faiz oranı marjlarının takibi için bir program oluşturulmuş ve bu çerçevede aktif ve pasiflerin getiri-maliyet oranı haftalık, şube bilançolar kar/zarar durumları ise günlük takip edilir duruma getirilmiştir.

Özel Bankaların yeniden yapılandırılması ise aşağıdaki gibi özetlemiştir:

- BDDK, bankalardan sermaye artırımı ve sermaye benzeri kredi teminini taahhüt eden ve bunu bir takvime bağlayan mektuplar almıştır.
- 2002 başı itibariyle taahhüdünü yerine getiremeyen beş banka TMSF kapsamına alınmıştır.

- Hazine döviz endeksli tahvillerle iç borç takas işlemi yaparak, özel bankaların döviz pozisyonu açıklarını kapatmalarına yardımcı olmuştur.
- Özel bankalar da şube ve personel sayılarını rasyonalize ederek küçülme stratejisi izlemişlerdir.
- Otomasyon seviyelerini arttırmaya yönelmişlerdir.
- Şubeler arasındaki organizasyonel bağı yeniden yapılandırarak işbirliği yönünde stratejilerini çizmişlerdir.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen 20 bankanın özellikle alacakları konusunda çeşitli girişimlerde bulunulmuştur. 4672 no.lu Kanunla fon alacakları ayrıntılı olarak tanımlanmıştır. Bu bankaların eski sahiplerinin bankaları uğrattıkları zararların tazmini için dava açılması yoluna gidilmiştir. Devlet İç Borçlanma Senetleri ihracı ile TMSF ve kapsamındaki bankaların finansal açıdan yeniden yapılandırılmaları sağlanmıştır. Fon kapsamındaki bankaların bir kısmının mevduatı ihale yoluyla ve karşılığında Devlet İç Borçlanma Seneti verilmek suretiyle diğer bankalara devredilmiştir. Türk Ticaret Bankası, İktisat Bankası, Kentbank ve Etibank'a Ortak Yönetim Kurulu atanmıştır. Bu bankaların uyguladıkları yüksek faiz oranları piyasa düzeyine indirilmiş, şube ve personel sayıları azaltılmıştır. Bankaların iştiraklerinin ve gayrimenkullerinin bir kısmı satışa çıkarılmıştır. Fon bünyesindeki Egebank, Bank Kapital, Yurtbank ve Yaşarbank Ocak 2001'de Ulusal Bank ise Nisan 2001'de Sümerbank çatısı altında birleştirilmişlerdir. Haziran 2001'de ise Interbank ve Esbank, Etibank çatısı altında birleştirilmiştir. Fon bünyesindeki bankaların satışına başlanmış ve bir kısmı Tablo Ek 1'de görüldüğü gibi yerli ve yabancı finansal kurumlara satılmıştır.

Tablo Ek 1: Bankacılık Sektöründe Devir ve Birleşmeler

Sermaye Yapısı	Ticari Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Tarihsel Gelişim / Statü Değişiklikleri / Sermaye Yapısı
Kamu Sermayeli Mevduat Bankaları	T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	1863	1863'de kurulmuş, 1888'de Ziraat Bankası haline dönüştürülmüştür. 1937'de çıkarılan Kanun ile İktisadi Devlet Teşekkülü statüsü kazanmış ve Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası unvanını almıştır. 2000 yılında, kamu hukuku statüsünden çıkarılan Banka, özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket statüsü kazanmış ve yeniden yapılanma sürecine girmiştir. 2001 yılında ise Türkiye Emlak Bankası A.Ş., Bankaya devredilmiştir. Banka sermayesinin tamamı Hazineye aittir.
	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	1938	1950 yılından sonra doğrudan şube açma ve kredi kullandırma yetkisi kazanmıştır. 1992 yılında Türkiye Öğretmenler Bankası T.A.Ş., 1993 yılında Sümerbank, 1998 yılında Etibank, 2001 yılında Türkiye Emlak Bankası A.Ş.'nin 96 şubesi ve nihayetinde de 2004 yılında Pamukbank T.A.Ş., Bankaya devredilmiştir. Aralık 2008 itibarıyla Bankanın halka açık hisse oranı %22,7'dir.
	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	1954	1954 yılında özel bir kanunla kurulmuştur. Banka hisse senetlerinin %25,18'i 2005 yılında halka arz edilerek İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Banka sermayesinin %43'ü A Grubu, %15,44'ü B Grubu olmak üzere toplam %58,44'ü Vakıflar Genel

Sermaye Yapısı	Ticari Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Tarihsel Gelişim / Statü Değişiklikleri / Sermaye Yapısı
Özel Sermayeli Mevduat Bankaları			Müdürlüğü'ne, geri kalan %16,38'lik bölümü de gerçek ve tüzel kişilere aittir.
	Adabank A.Ş.	1985	Banka, 4389 sayılı Bankalar Kanununun 14/1 maddesi uyarınca BDDK tarafından izlemeye alınmış, 25 Temmuz 2003'de Kurulun 1102 sayılı karar ile bankaya yeni bir Yönetim Kurulu atanmıştır. 3 Temmuz 2006 tarihinde Fon tarafından yapılan ihale sonucunda Kuveyt menşeli "The International Investor Company"e ihale edilmiştir. BDDK'nın 26 Temmuz 2007 tarihli Kararı ile hisse devrine izin verilmemiştir.
	Akbank T.A.Ş.	1948	1990 yılında bankanın hisse senetleri İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Ayrıca banka hisselerinin bir bölümü 1998 yılında American Depository Receipt ve adi hisse senedi olarak uluslararası piyasalara arz edilerek satılmıştır. 2005 yılında, Ak Uluslararası Bankası A.Ş., Bankaya devredilmiştir. 2006'da Banka sermayesinin %20'si Citibank Overseas Investment Corporation (COIC) tarafından devralınmıştır. %18,91'i halka açık olan Banka sermayesinin %32,27'si Hacı Ömer Sabancı Holding'e ve kalan %28,82'lik pay diğer ortaklara aittir.
	Alternatif Bank A.Ş.	1992	Banka hisseleri 1995 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Banka, 1996 yılında Anadolu Grubu'nun bağlı ortaklığına geçmiştir. Banka sermayesinin %77,71'i Anadolu Endüstri Holding A.Ş.'ye, %22,29'u diğer ortaklara aittir.
	Anadolubank A.Ş.	1996	1997 yılında Özelleştirme İdaresi'nce Etibank A.Ş.'nin üç ayrılarak Etibank A.Ş., Denizcilik Bankası T.A.Ş. ve Anadolu Bankası T.A.Ş. adı altında üç ayrı özelleştirme işlemine tabi tutulması sonucunda, Anadolu Bankası T.A.Ş.'nin isim ve lisans haklarının Anadolubank A.Ş.'ye devri gerçekleştirilmiştir. Banka sermayesinin %69,98'i Habaş Sınai ve Tıbbi Gazlar İstih. End. A.Ş.'ye, %27,32'si Mehmet Rüştü Başaran'a ve kalan %2,70'lik pay diğer ortaklara aittir.
	Şekerbank T.A.Ş.	1953	1953 yılında, Pancar Kooperatifleri Bankası adı altında Eskişehir'de kurulmuştur. Daha sonra merkezini Ankara'ya taşımış ve 1956 yılında Şekerbank T.A.Ş. unvanını almıştır. Bankanın hisse senetleri 1996'da İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2006 yılında bankanın ödenmiş sermayesinin %33,98'ine karşılık gelen hisseleri, Turanalem Securities JSC tarafından devralınmıştır. Bankanın geri kalan sermayesinin %31,96'sı halka açık olup, %33,98'i Şekerbank T.A.Ş. Munzam Vakfı'na aittir.
	Tekstil Bankası A.Ş.	1986	1990 yılından itibaren İMKB'de işlem görmeye başlayan Tekstil Bankası A.Ş. hisselerinin %24,5'i, halka açıktır. GSD Grubu bünyesinde yer alan bankanın ödenmiş sermayesinin %75,5'i GSD Holding A.Ş.'ye aittir.
	Turkish Bank A.Ş.	1982	Banka faaliyetlerine, 1982 yılında İstanbul'da, Kıbrıs'ta kurulan Türk Bankası Limited'in İstanbul Merkez Şubesini açarak başlamıştır. Daha sonra 1991 yılında, Turkish Bank A.Ş. kurulmuş ve Banka, Türk Bankası Limited'in İstanbul Merkez Şubesini devralmıştır. Yine 1991 yılında, bankanın bankacılık işlemlerine ve mevduat kabulüne izin verilmiştir. Banka sermayesinin %40'ı National Bank of Kuwait'e, %53,77'si Özyol Holding A.Ş.'ye ve kalan %6,23'lük pay diğer ortaklara aittir.
	Adabank A.Ş.	1927	1927 yılında Kocaeli Halk Bankası T.A.Ş. unvanıyla kurulmuş, 1961'deki statü değişikliğinden sonra unvanı Kocaeli Bankası T.A.Ş. olarak belirlenmiştir. Bankanın unvanı 1982 yılında Türk Ekonomi Bankası A.Ş. olarak bir kez daha değiştirilmiş ve genel merkezi aynı yıl İstanbul'a taşınmıştır. Bankanın hisse senetleri 2000'de İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2005 yılında bankanın ana hissedarı olan TEB Mali Yatırımlar A.Ş. hisselerinin %50'si BNP Paribas'a devredilmiş, bu devir neticesinde BNP Paribas, bankada %42,125 oranında dolaylı pay sahibi olmuştur
	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	1946	1983 yılında Doğu Holding bünyesine katılmış, hisse senetleri 1990'da İMKB'de işlem görmeye başlamış, 1993'te yurtdışına hisse ihraç etmiştir. 2001 yılında, Osmanlı Bankası A.Ş.'yi bünyesine almıştır. 2005'de bankanın %25,5'ine karşılık gelen hisse senetleri General Electric Grubuna satılmıştır. Banka sermayesinin %49,34'ü halka açık olup, %26,66'sı da Doğu Holding'e aittir.
Türkiye İş Bankası A.Ş.	1924	Hazine'ye ait olan %12,3 oranındaki pay, Mayıs 1998'de halka arz işlemi ile yerli ve yabancı yatırımcılara sunulmuştur. Şu anda bankanın halka açıklık oranı %30,07'dir. Banka sermayesinin %41,54'ü Türkiye İş Bankası A.Ş. Men. Mun. Sos. Güvenlik Sandığına, %28,09'u Cumhuriyet Halk Partisine aittir.	
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1944	1980 yılında Çukurova Holding bünyesine girmiş ve hisse senetleri 1987'den itibaren İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2005 yılı itibarıyla, daha önce Çukurova Grubu Şirketleri ve Fon'un sahip olduğu %57,43 oranındaki banka hisseleri, finansal iştirakleri ile birlikte, Koçbank A.Ş.'nin mülkiyetine geçmiştir. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Koçbank A.Ş.'yi, tüzel kişiliğinin sona erdirilmesi suretiyle, tüm hak, alacak, borç ve yükümlülükleriyle birlikte 2006 yılında devralmıştır. Yine aynı yıl Koçbank A.Ş., tüm aktif ve pasifi ile birlikte ve tüzel kişiliği tasfiyesiz sona ermek suretiyle Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'ye devredilmiştir. Banka sermayesinin %81,80'i Koç Finansal Hizmetler A.Ş.'ye ve %18,20'si de diğer ortaklara aittir.	
Küresel Sermayeli Mevduat Bankaları	Arap Türk Bankası A.Ş.	1977	1977 tarihinde kurulan Arap Türk Bankası, Arap (%60,62'si Libyan Foreign Bank, %4,38'i Kuwait Investment Co.) ve Türk (%20'si T.İş Bankası, %15'i T.C. Ziraat Bankası) hissedarların bir ortak girişim bankasıdır.
	Citibank A.Ş.	1980	Citibank N.A. 1980 yılında Türkiye'de şube açan yabancı banka statüsünde faaliyetlerine başlamıştır. 2003 yılında (tamamı Citibank N.A.'ya ait bir yan kuruluş olarak) Citibank A.Ş. kurulmuştur. Citibank A.Ş. 2004 yılında mevduat kabul etme

Sermaye Yapısı	Ticari Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Tarihsel Gelişim / Statü Değişiklikleri / Sermaye Yapısı
			ve bankacılık işlemleri yapma izni almıştır. Yine aynı yıl Citibank N.A. Citibank A.Ş.'ye devredilmiştir. Böylece Banka Türkiye'deki faaliyet şeklini şubeden anonim şirkete dönüştürmüştür. Banka sermayesinin tamamı Citibank Overseas Investment Corporation'a aittir.
	Denizbank A.Ş.	1997	1997 yılında Özelleştirme İdaresi'nce açılan ihale kapsamında Denizcilik Bankası T.A.Ş. hisseleri Zorlu Holding tarafından satın alınmıştır. Daha sonra 2002 yılında Milli Aydın Bankası T.A.Ş. hisseleri Bankaya devir olmuştur. Denizbank A.Ş. hisseleri 2004 tarihinden itibaren İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2006 yılında Zorlu Holding, Bankada sahip olduğu % 74,9 hissesini, Belçika - Fransa sermayeli Dexia Participation Belgique S.A.'ya satmıştır. Şu anda banka sermayesinin % 99,83'ü Dexia Participation Belgique S.A.'ya aittir.
	Deutsche Bank A.Ş.	1988	Türk Merchant Bank A.Ş. unvanı ile 1988 yılında faaliyetlerine başlamış, unvanı 1997 yılında Bankers Trust A.Ş., 2000 yılında da Deutsche Bank A.Ş. olarak değişmiştir. 2004 yılında, mevduat kabul etme yetkisi almıştır. Banka sermayesinin tamamı DeutscheBank AG'ye aittir.
	Eurobank Tekfen A.Ş.	1992	Bank Ekspres A.Ş. 1992 yılında faaliyetine başlamış, 1998 yılında Fon'a devredilmiş, 2001 yılında Tekfen Holding tarafından satın alınmıştır. Tekfen Grubu daha sonra, 2001 yılında, sahibi olduğu Tekfen Yatırım ve Finansman Bankası A.Ş.'yi Bank Ekspres A.Ş.'ye devrederek, iki bankayı birleştirmiştir. Bankanın unvanı da aynı yıl Tekfenbank A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 2007 yılında, Eurobank EFG Holding (Luxemburg) S.A., Tekfenbank A.Ş. hisselerinin %70'ini devralmıştır. Tekfenbank A.Ş.'nin ticari ünvanı 2008 yılında "Eurobank Tekfen A.Ş." olarak değişmiştir. Sermayenin %70'lük kısmı Eurobank EFG Holding'e, 29,13'ü Tekfen Holding A.Ş.'ye, aittir.
	Finans Bank A.Ş.	1987	Bankanın hisse senetlerinin ilk halka arzı 1990 yılında İMKB'de yapılmıştır. Banka'nın hisseleri 1998 yılından itibaren Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Global Depository Receipts olarak işlem görmeye başlamıştır. 2003 yılında Fiba Bank A.Ş.'yi devralmıştır. 2006 yılında, National Bank of Greece S.A., Finans Bank A.Ş. hisselerinin % 46'sını direkt olarak ve kalan bölümünü de halka çağrı yapmak suretiyle 2007 yılının başında satın almış ve bankadaki payını % 77,06'ya yükseltmiştir.
	Fortis Bank A.Ş.	1964	1964 yılında Amerikan-Türk Dış Ticaret Bankası A.Ş. unvanıyla kurulmuş, 1971 tarihinde Türk Dış Ticaret Bankası A.Ş. unvanını almıştır. Bankanın hisse senetleri 1990'dan itibaren İMKB'da işlem görmeye başlamıştır. Türk Dış Ticaret Bankası A.Ş.'nin ödenmiş sermayesinin % 89,34'ü, 2005 yılında Fortis Bank NV-SA'ya devredilmiştir. Bu tarih itibarıyla banka özel sermayeli mevduat bankaları grubundan Türkiye'de kurulmuş yabancı bankalar grubuna geçmiştir. 24 Kasım 2005 tarihi itibarıyla ticari unvanı Fortis Bank A.Ş. olarak değişmiştir. Şu anda banka sermayesinin % 94,11'i Fortis Bank NV-SA'ya ait olup geriye kalan hisseler halka açıktır.
	HSBC Bank A.Ş.	1990	Midland Bank A.Ş. unvanı ile 1990 yılında faaliyete başlamıştır. 1999 yılında unvanı HSBC Bank A.Ş. olarak değişmiştir. 2001 yılında, Demirbank T.A.Ş.'i bünyesine almıştır. Banka sermayesinin tamamı HSBC Bank PLC'ye aittir.
	Millennium Bank A.Ş.	1984	Manufacturers Hanover Trust Company unvanı ile 1984 yılında Türkiye'de şube açan yabancı banka statüsünde faaliyetine başlamış, 1991'de yılında ise Manufacturers Hanover Bank A.Ş. unvanını alarak Türkiye'de kurulmuş yabancı bankalar grubuna geçmiştir. Manufacturers Hanover Corporation ile Chemical Banking Association'ın birleşmeleri nedeniyle 1992 yılında bankanın unvanı Chemical Bank A.Ş. olmuştur. Bankanın 1997 yılında Sürmeli Grubu'na geçmesiyle birlikte, unvanı Sitebank A.Ş. olarak değişmiştir. Bu tarih itibarıyla özel sermayeli mevduat bankaları grubuna geçmiştir. Sitebank A.Ş. 2001 yılında Fon'a devredilmiştir. Daha sonra bankanın hisselerini 2002 yılında Novabank S.A satın almıştır. Banka, bu tarih itibarıyla yeniden Türkiye'de kurulmuş küresel sermayeli bankalar grubuna geçmiştir. 2003 yılında Bankanın unvanı BankEuropa Bankası A.Ş., 2006 yılında ise Millennium Bank A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
	ING Bank A.Ş.	1996	Faaliyete The First National Bank of Boston Merkezi İstanbul Şubesi unvanı ile başlamıştır. Daha sonra Bakanlar Kurulu kararı uyarınca 1990 yılında kurulan The First National Bank of Boston A.Ş., The First National Bank of Boston Merkezi İstanbul Şubesi'ni devralmıştır. Bankanın unvanı 1991 yılında Türk Boston Bank A.Ş. olarak değişmiştir. Oyak Grubu, 1994 yılında, tüm hisseleri alarak Bankanın tek sahibi olmuş, banka unvanı 1996 yılında Oyakbank A.Ş. olarak değiştirilmiş, ayrıca yabancı banka statüsünden özel sermayeli mevduat bankası grubuna geçmiştir. 2002 yılında, Sümerbank A.Ş., Oyak Bank A.Ş.'ye devredilmiştir. Ordu Yardımlaşma Kurumu uhdesinde bulunan ve sermayesinin %100'üne tekabül eden Oyak Bank A.Ş. hisseleri 2007 yılında ING Bank N.V.'ye devredilmiştir. "Oyak Bank A.Ş."nin ticari ünvanı 7 Temmuz 2008 tarihi itibarıyla "ING Bank A.Ş." olarak değişmiştir.
Küresel Sermayeli Mevduat Bankaları	Turkland Bank A.Ş.	1986	1986'da Bank of Bahrain and Kuwait B.S.C. adıyla kurulmuştur. 1991 yılında Bank of Bahrain and Kuwait A.Ş. unvanını almıştır. 1992 yılında Şahenk Ailesi ve Doğu Grubu kontrolüne geçmiş, Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş. unvanı ile faaliyetlerini sürdürmüştür. Aynı zamanda yabancı bankalar grubundan özel sermayeli

Sermaye Yapısı	Ticari Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Tarihsel Gelişim / Statü Değişiklikleri / Sermaye Yapısı
			mevduat bankaları grubuna geçmiştir. 1994 yılı Şubat ayında unvanı Garanti Yatırım ve Ticaret Bankası A.Ş. olarak değişmiştir. En son 1997 yılında banka hisselerinin Doğuş Grubu'ndan MNG Grubu'na geçmesiyle bankanın unvanı MNG Bank A.Ş. olarak değişmiştir. MNG Bank A.Ş.'nin ticari unvanı 2007 yılında Turkland Bank A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Banka sermayesinin %50'si Arap Bank, %41'i BankMed Sal'a aittir.
	ABN AMRO Bank N.V.	1921	Holantse Bank Uni. N.V. unvanı ile kurulmuş, 1995 yılında ABN AMRO Bank N.V. olarak değişmiştir. Şube sermayesinin tamamı Hollanda merkezli ABN AMRO Bank N.V.'ye aittir.
	Unicredit Banca di Roma S.P.A	1911	Banco di Roma unvanı ile 1911 yılında faaliyetlerine başlamış, 1992 yılında ticari unvanı Banca di Roma S.P.A. olarak değişmiştir. Şube sermayesinin tamamı İtalya merkezli Banca di Roma S.P.A.'ya aittir. "Banca di Roma S.p.A."nın ticari unvanı 26 Mart 2008 tarihinde "Unicredit Banca di Roma S.P.A." olarak değişmiştir.
	Bank Mellat	1982	16 Nisan 1982 tarihinde Türkiye'de şube açan yabancı banka statüsünde faaliyetine başlamıştır. Şube sermayesinin tamamı İran Devletine aittir.
	Habib Bank Limited	1983	Banka, 1982 yılında Bakanlar Kurulu Kararı ile bankacılık faaliyetleri yapma yetkisi ve merkez şube ile dört şube açma yetkisi almıştır. 1983 yılından bu yana banka, Türkiye'de şube açan yabancı banka statüsünde bankacılık faaliyetlerini yürütmektedir. Şube sermayesinin tamamı Pakistan merkezli Habib Bank'a aittir.
	JPMorgan Chase Bank N.A.	1984	Bankanın ticari ünvanı, The Chase Manhattan Bank'ın Morgan Guaranty Trust Company'yi devralmasıyla birlikte, 2001'de JPMorgan Chase Bank;2005 yılında bu unvan JPMorgan Chase Bank N.A. olarak değişmiştir. Şube sermayesinin tamamı Amerika merkezli JPMorgan Chase Bank Co'ya aittir.
	Société Générale (SA)	1989	16 Kasım 1989 tarihinde Türkiye'de şube açan yabancı banka statüsünde faaliyetine başlamıştır. Şube sermayesinin tamamı Fransa merkezli Société Générale SA'ya aittir.
	WestLB AG	1985	1985 yılında Standard Chartered Bank unvanıyla Türkiye'de şube açarak faaliyetlerine başlamış, bankanın unvanı 1990 yılında Westdeutsche Landesbank (Europe) A.G. olarak değişmiştir. Daha sonra bu ünvan, 1997 yılında, Westdeutsche Landesbank Girozentrale ve 2002 yılında WestLB AG olarak tekrar değiştirilmiştir. Şube sermayesinin tamamı Almanya merkezli WestLB AG'ye aittir.
Kamu Kalkınma ve Yatırım Bankaları	İller Bankası	1933	Belediyelerin imar faaliyetlerini finans etmek üzere, kamusal sermaye ile 1933 yılında, Belediyeler Bankası adıyla kurulmuştur. İl Özel İdareleri, belediyeler ve köyleri de içine alan İller Bankası, 1945 yılında, Belediyeler Bankasının görevlerini üstlenerek resmen kurulmuştur. Banka bütün işlemlerinde kuruluş kanunu ve özel hükümlerine bağlı, tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşudur. Banka sermayesinin %84,8'i belediyelere, %10,79'u İl Özel İdarelerine ve %4,41'i köylere aittir.
	İMKB Tak. ve Sak. Bankası A.Ş.	1995	1996 yılı başından itibaren ilgili mevzuat hükümlerine uygun bir çerçevede mali piyasalara yönelik bir şekilde ihtisas bankacılığı yapmaktadır. Banka sermayesinin %32,62'si İMKB'ye ait olup, geriye kalan hissedarlar bazı banka ve aracı kurumlardır.
	T. İhracat Kredi Bankası A.Ş.	1987	1987 yılında 3332 sayılı Kanunla Devlet Yatırım Bankası, Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş.(Türk Eximbank)'ye dönüştürülmüştür. Bankanın sermayesinin tamamı Hazine'ye ait olup, bünyesinde ihracat kredisi ve ihracat kredi sigorta/garantisini hizmetlerini sunan Türkiye'nin tek resmi destekli finansman kuruluşudur.
	Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.	1975	Banka, 1975 yılında, Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (DESIYAB) A.Ş. unvanı ile kurulmuştur. 1988 yılında unvanı Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. olarak değişmiştir. 1989 yılında Yüksek Planlama Kurulu'nun Kararı ile T.C. Turizm Bankası A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifleriyle Türkiye Kalkınma Bankası'na devredilmesi sonucu Banka'nın hizmet verdiği alanlara turizm sektörü de ilave edilmiştir. Bankanın hisse senetleri, 1991'de İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Bankanın kuruluşuna ilişkin Kanun 1999'de kabul edilmiştir. Banka, bu Kanun ile düzenlenen hususlar dışında özel hukuk hükümlerine tabi ve anonim şirket şeklinde, tüzel kişiliğe sahip, bir kalkınma ve yatırım bankasıdır. Banka sermayesinin % 99,08'i Hazineye aittir.
Özel Yatırım Bankaları	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	1999	Faaliyetlerine 1999 yılında başlamış olup, Banka sermayesinin %91,5'si Çalık Holding A.Ş.'ye ve %8,5'i diğer ortaklara aittir. "Çalık Yatırım Bankası A.Ş."nin ticari unvanı 1 Ağustos 2008 tarihi itibarıyla "Aktif Yatırım Bankası A.Ş." olarak değişmiştir.
	Diler Yatırım Bankası A.Ş.	1998	Faaliyetlerine 1998 yılında başlamış olup, Banka sermayesinin %45'i Recep Sami Yazıcı'ya, %40'ı Yazıcı demir Çelik San. Tur. Ve Tic. A.Ş.'ye aittir.
	GSD Yatırım Bankası A.Ş.	1998	Faaliyetlerine 1998 yılında başlamış olup, Banka sermayesinin tamamı GSD Holding A.Ş.'ye aittir.
	Nurol Yatırım Bankası A.Ş.	1999	Faaliyetlerine 1999 yılında başlamış olup, Banka sermayesinin %78'i Nurol Holding'e, %16'sı Nurol İnşaat ve Ticaret A.Ş.'ye aittir.

Sermaye Yapısı	Ticari Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Tarihsel Gelişim / Statü Değişiklikleri / Sermaye Yapısı
	T. Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	1950	Banka 1950 yılında Dünya Bankası'nın desteği ile Merkez Bankası ve ticaret bankalarının işbirliği ile kurulmuş Türkiye'nin ilk özel sermayeli kalkınma ve yatırım bankasıdır. Bankanın hisse senetleri 1986 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2002 yılında Sınai Yatırım Bankası A.Ş.yi devralmıştır. Sermayesinin %40,52'si İş Bankasına ait olup, halka açıklık oranı %35,5'tir.
Yabancı Yatırım Bankaları	BankPozitif Kredi ve Kalk B. A.Ş.	1999	1999 yılında Toprak Yatırım Bankası A.Ş. adıyla kurulmuş, 2001 yılında bankanın eski ana sermayedarı Toprakbank A.Ş. Fon'a devredilmiştir. 2002 yılında banka hisselerinin %89,92'lik bölümü C Faktoring A.Ş. tarafından satın alınmıştır. Yeni ortaklık yapısıyla 2003 yılında bankanın unvanı C Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş. olarak değişmiş, sermaye artışına ve yeni organizasyonel yapılanmaya gidilmiştir. Sermaye artışları ve bakiye hisselerin alınması sonrasında C Faktoring A.Ş.'nin Banka'daki payı %99,99'a ulaşmıştır. 2005 yılında imzalanan sözleşmeye göre, tamamı Bank Hapoalim B.M.'e ait bulunan Tarshish-Hapoalim Holdings and Investments Ltd., bankada %57,55 hisse sahibi olmuştur. Böylece banka küresel sermayeli yatırım bankası grubuna geçmiştir. 29 Aralık 2005 tarihinde Banka'nın unvanı Bankpozitif Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş. olarak değişmiştir.
	Calyon Bank Türk A.Ş.	1990	1990 yılında Avrupa Türk Yatırım Bankası A.Ş. unvanıyla kurulmuş, bu unvan 1995 yılında Indosuez Euro Türk Merchant Bank A.Ş., 2000 yılında da Crédit Agricole Indosuez Türk Bank A.Ş. olarak değişmiştir. Banka 2004 yılında Credit Lyonnais (Paris) Merkezi Fransa İstanbul Türkiye Merkez Şubesi'nin mevduatı hariç bütün aktif ve pasifini devralmıştır. 17 Haziran 2004 tarihinde ise unvanı Calyon Bank Türk A.Ş. olarak değişmiştir.
	Merrill Lynch Yatırım Bank A.Ş.	1993	1993 yılında Tat Yatırım Bankası A.Ş. unvanı ile faaliyetlerine başlamıştır. 2006 yılında Tat Yatırım Bankası A.Ş.'nin sermayesinin %99,95'ine tekabül eden hisseleri Merrill Lynch European Asset Holdings Inc.'e devredilmiştir. Banka unvanı da Merrill Lynch Yatırım Bank A.Ş. olarak değişmiştir.
	Taib Yatırım Bank A.Ş.	1987	1987 yılında Yatırım Bank A.Ş. unvanıyla kurulmuş, 1997 yılında bu unvan Taib Yatırım Bank A.Ş. olarak değişmiştir. Banka sermayesinin % 99,27'si Taib Bank'a aittir.
Katılım Bankaları	Al Baraka Türk Katılım B. A.Ş.	1985	Ortadoğu menşeli Albaraka Bankacılık Grubu (ABG), İslam Kalkınma Bankası ve yerli bir sanayi firmasının (Hak Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.) %20,56'sı halka açık olup, %61,89'u doğrudan yabancı ortaklara aittir.
	Asya Katılım Bankası A.Ş.	1996	1996 yılında Asya Finans Kurumu A.Ş. unvanı ile faaliyete başlamış, 2005 yılında Asya Katılım Bankası A.Ş. olarak değişmiştir. Banka sermayesinin %44,15'i halka açık olup, %55,85'i diğer ortaklara (231 adet) aittir.
	Kuveyt Türk Katılım B. A.Ş.	1989	1989 yılında Özel Finans Kurumu statüsünde kurulmuş, 1999 yılında unvanı Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. olarak değişmiştir. Kuveyt Türk'ün sermayesinin %62,23'ü Kuveyt Finans Kurumu'na (Kuwait Finance House), %9'u Kuveyt Devlet Sosyal Güvenlik Kurumu'na, %9'u İslam Kalkınma Bankası'na, %18,71'i Vakıf Genel Müdürlüğü'ne, %2'i de diğer ortaklara aittir.
	Türkiye Finans Katılım B. A.Ş.	1984	Faisal Finans unvanı ile 1984 yılında kurulmuştur. Şirket hisselerinin sahibi olan Dar Al-Maal Al-İslami S.A. (DMI) Grubu 1998 yılında hisselerini, İsviçre'de mukim OLFO S.A. şirketine devretmiştir. 2001 yılında kurum hisselerinin %38,82'si Sabri Ülker tarafından devralınmış ve aynı tarihte kurumun ismi Family Finans Kurumu A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 2001 yılında Sabri Ülker'in kurum sermaye yapısındaki payı %98,63'e ulaşmıştır. 1991 yılında faaliyete başlayan Anadolu Finans Kurumu ile Family Finans 2005 yılında birleşmiş, aynı yıl Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş. unvanını almıştır. Banka sermayesinin %64,67'si Suudi Arabistan Ulusal Ticaret Bankası'na aittir.
TMSF Bünyesindeki Bankalar	Birleşik Fon Bankası A.Ş.	1958	1958 yılında Çaybank A.Ş. mahalli banka olarak kurulmuş, 1964'de milli banka olarak statüsü değişmiştir. 1988 yılında Bakanlar Kurulu Kararı ile bankacılık işlemleri yapma ve mevduat kabul etme yetkisi kaldırılmış, 1990 yılında bu yetki tekrar geri verilmiştir. Unvanı 1992 yılında Derbank A.Ş. olarak değişmiştir. 1998 yılında Bayındır Holding bünyesine geçmesiyle birlikte Bayındırbank A.Ş. unvanını almıştır. 2001 yılında Banka Fon'a devredilmiştir. Daha sonra 2002'de Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş., ; 5 Nisan 2002 tarihinde Etibank A.Ş. (2001'de Etibank T.A.Ş.'ye devredilen Eskişehir Bankası T.A.Ş. ve İnterbank A.Ş. ile birlikte), İktisat Bankası T.A.Ş. ve Kentbank A.Ş. tüm aktif ve pasifleriyle; Eylül 2002 tarihinde Toprakbank A.Ş., Bayındırbank A.Ş. bünyesinde birleştirilmiştir. 2005 yılında Bayındırbank A.Ş.'nin ticari unvanı Birleşik Fon Bankası A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Kaynak: BDDK, Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler, Aralık 2008, s. 28-33

EK 2: Firma Etkinliğini Açıklamaya Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar⁵⁹¹

Firmalar, ekonominin temel üretim ve karar alma birimleridir. Firmaların ekonomik etkinliği, üretimde etkinliği yansıtmaktadır. Üretim etkinliğinin ölçülmesi, özellikle ekonomi politikası yapıcılar için önemlidir. Var olan kaynaklar kullanılarak, hangi endüstrilerin daha etkin çalışabileceği veya şu anda ne kadar etkin çalışmakta olduklarının tespit edilmesi ve buna göre o endüstrilerle ilgili izlenecek politikaların belirlenmesi gerekmektedir. Literatürde, özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında ekonomilerin yeniden yapılanması sürecinde, etkinlik ve verimlilik kavramlarının öne çıktığı görülmektedir. Bu dönemde kısa zamanda, mevcut kısıtlı kaynaklarla hedeflenen ekonomik gelişmenin sağlanması üretim etkinliğinden geçmekteydi. Bu gelişmelere paralel olarak, ekonomi literatüründe üretim etkinliği ve ölçümü konusunda çalışmaların yoğunlaştığı görülmektedir.

Üretim etkinliğinin belirlenmesi için geliştirilen ilk yöntemler, ele alınan endüstrideki girdi ve çıktıları kullanarak geliştirilen bazı ölçütlere dayanmaktadır. Bu ölçütler, önceleri yaygın olarak kullanılmış, daha sonra yetersiz oldukları yönünde eleştiriler getirilmiştir. “*Emeğin ortalama verimliliği*”, bu ölçütlerin en yaygın kabul görenlerinden ve ilk geliştirilenlerindenidir. Emeğin ortalama verimliliği ölçütü, politikacılar, ticaret birlikleri ve ekonomi yazarları tarafından sıkça kullanılmıştır.

Üretim etkinliğinin belirlenmesi için geliştirilen bir başka yöntem ise “*maliyet karşılaştırmaları*”dır. Maliyet karşılaştırması, firmaların etkinliğinin belirlenmesi için ekonomi kuramı yönünden en uygun yaklaşımlardan biridir. Firmalar arası maliyetlerin karşılaştırılması, ancak ele alınan firmaların aynı girdi fiyatlarıyla karşı karşıya oldukları durumda uygulanmalıdır; bu durumda yapılan karşılaştırma verimlilik ölçütüne göre daha doğru sonuç verecek, diğer taraftan en iyi etkinlik endeksi ile aynı sonuca ulaşılacaktır.⁵⁹²

⁵⁹¹ Bu konuda geniş bilgi için bkz; Recep Kök, Ertuğrul Deliktaş, **Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme ve Strateji Geliştirme Teknikleri**, DEÜ Matbaası, İzmir, 2003, ss. 210-243 ve Evrim Turgutlu, **Tam Bilgi ve Belirsizlik Altında Etkinlik Analizi: Türk Sigortacılık Endüstrisi Örneği (1990-2004)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2004, ss. 75-97.

⁵⁹² M.J. Farrell, “The Measurement of Productive Efficiency” **Journal of the Royal Statistical Society**, Series A (General), Vol. 120, No.3, 1957, ss. 264

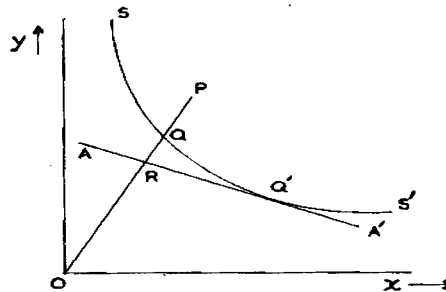
Literatürde, üretim etkinliğini doğru bir şekilde ölçebilen bir yöntemin geliştirilmesi çabası sürmüştür ve Farrell (1957)'in çalışması bu alanda bir dönüm noktası olarak ortaya çıkmıştır. Farrell'in bu çalışmasındaki etkinlik ölçümünün temelleri Debreu (1951) ve Koopmans (1951)'e dayanmaktadır. Debreu (1951), çalışmasında, her üretim biriminin bir üretim olanakları kümesinin bulunduğu ve fiziksel kaynakların sınırlı olduğu bir ekonomik sistemi ele almakta ve bu sistemde optimum durumu araştırmaktadır. Debreu, bu ekonomik sistemde en az bir birimin tatmin düzeyini azaltmadan bir başka birimin tatmin düzeyini artırmanın mümkün olmamasının etkinliği göstermesinden yola çıkarak, optimum olmayan bir durumun optimuma ne kadar uzak olduğunun belirlenip belirlenemeyeceği sorusu üzerinde durmaktadır. Bunu ölçmek için Debreu, veri fiziksel kaynaklardan elde edilen bileşim ile optimum bileşim arasındaki uzaklığı, uzaklık fonksiyonu ile göstermektedir. Bu uzaklık, optimum olmayan bir bileşime ait miktarların, ρ oranında azaltılmasıyla, optimum bileşime dönüşmesi durumunda en düşük değerini alacaktır. Debreu, bu ρ oranını, ekonominin “kaynak kullanımı katsayısı (coefficient of resource utilization)” olarak tanımlamaktadır. Bu katsayı, 1'e eşitse optimum durum, birden küçükse optimum olmayan bir durum söz konusudur. Debreu, optimum olmayan durumun üç kaynağı olabileceğini belirtmiştir. Bunlardan birincisi, fiziksel kaynakların eksik istihdamı; ikincisi, üretim birimlerinin teknik etkinsizliği; üçüncüsü ise ekonomik organizasyonların etkinsizliğidir (tekeller veya dolaylı vergiler, tarifeler vb.).⁵⁹³

Debreu'nun geliştirdiği “kaynak kullanımı katsayısı”, ilk etkinlik ölçütü olarak nitelendirilebilmektedir. Teknik etkinliğin ilk biçimsel tanımı ise Koopmans (1951) tarafından yapılmıştır. Buna göre, bir çıktı miktarındaki artış en az bir diğer çıktı miktarında azalmaya veya en az bir girdi miktarında artışa yol açıyorsa; farklı bir yönden, bir girdi miktarındaki azalma en az bir başka girdi miktarında artışa veya en az bir çıktı miktarında azalmaya neden oluyorsa, o üretici teknik anlamda etkin sayılmaktadır.

⁵⁹³ G. Debreu, “The Coefficient of Resource Utilization”, *Econometrica*, Vol. 19, No. 3, July 1951, ss. 273-292.

Farrell (1957) ise, hem ekonomi kuramına bağlı olan hem de gerekli matematiksel ve istatistiksel yöntemleri içeren bir üretim etkinliği ölçütü bulma yönünde çaba harcamıştır. Farrell, bu doğrultuda, geliştireceği yaklaşımın, daha önceki yöntemlerden farklı olarak, hem tüm girdileri dikkate almasını hem de endekslerin içerdiği problemlerden uzak olmasını amaçlamış, aynı zamanda pratikte nasıl ölçülebileceğini uygun bir üretim fonksiyonu tahmin ederek göstermeye çalışmıştır. Farrell (1957), üretim etkinliğini incelediği çalışmasında, öncelikle iki girdi kullanarak bir tek çıktı elde eden ve ölçüğe göre sabit getiri koşullarında çalışan bir firmayı ele almaktadır. Tamamen etkin bir firmanın veri girdi bileşiminden elde edebileceği çıktıyı gösteren etkin üretim fonksiyonunun bilindiği durumda Farrell, üretim etkinliğinin iki kısımda ele alınabileceğini öne sürmektedir. Bunlardan ilki, etkinliğin “teknik” kısmını oluşturmaktadır; girdi-çıkıtı dönüşümünün fiziksel etkinliğini ifade etmektedir. Diğerisi ise, optimum girdi dağılımını gösteren “ekonomik” etkinlik kısmıdır. Farrell, tanımlanan ilk etkinlik kavramına “*teknik etkinlik(technical efficiency- TE)*”, ikincisine ise “*fiyat etkinliği*” adını vermektedir. Bu ayrıştırma, teknik etkinlik ve fiyat etkinliğinin tamamen bağımsız olarak değerlendirilebileceği anlamına gelmemektedir; Farrell da bu ayrıştırmayı yaparken böyle bir düşünceye sahip değildir. Farrell’ın bu ayrıştırmayı yapmasının arkasındaki amaç, etkinliğin alt bileşenlerinin bireysel etkilerini ampirik olarak ölçebilmektir.⁵⁹⁴ Farrell’in ölçüğe göre sabit getiri varsayımı, analizin bir eş-ürün eğrisi çerçevesinde yapılabilmesini sağlamaktadır. Şekil Ek 1’de, Farrell’in varsayımlarına uygun bir eş-ürün eğrisiyle üretim etkinliği gösterilmektedir.

Şekil Ek 1. Farrell Ayrıştırması



Kaynak: M.J. Farrell, The Measurement of Productive Efficiency. Journal of the Royal Statistical Society, Series A (General), Vol. 120, No.3, 1957, ss. 254

⁵⁹⁴ R.J. Kopp, “The Measurement of Productive Efficiency: A Reconsideration”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 96, No.3, Aug. 1981, ss. 477-503

Şekil Ek 1.'de, SS' eş-ürün eğrisi, tamamen etkin bir firmanın birim çıktıyı üretmek üzere kullanabileceği tüm girdi bileşimlerini göstermektedir. Bu eş-ürün eğrisi üzerindeki Q noktası, P noktasıyla aynı oranda girdi bileşimini kullanan etkin bir firmayı göstermektedir. Bununla birlikte bu firma, P ile aynı çıktı düzeyini, her girdinin yalnızca OQ/OP oranını kullanarak üretebilmektedir. Başka bir yönden bu firma, aynı düzeyde girdiyle OP/OQ kat daha fazla çıktı üretebilmektedir. Bu durumda, OQ/OP oranı, P firmasının teknik etkinliğini göstermektedir. Bu oran, tamamen etkin bir firma için 1 (veya 100)'e eşit olacaktır. Negatif eğimli bir eş-ürün eğrisi, bir üretim faktörüyle ilgili çıktı başına girdi oranı arttığında, daha düşük bir teknik etkinlik düzeyini göstermektedir.

Üretim sürecinde ele alınabilecek bir başka etkinlik ise, firmanın, üretim faktörlerini fiyatlarına göre en iyi oranlarda kullanma düzeyiyle ilgilidir. Şekil Ek 1'de, AA' doğrusunun eğimi, iki üretim faktörünün fiyatlarının oranına eşittir; hem Q hem de Q' teknik etkinliğe sahipken fiyat etkinliğine yalnız Q' sahiptir. Q' üretiminin maliyeti, Q üretiminin maliyetinin OR/OQ oranıdır. Bu oran Q' 'nin fiyat etkinliğini göstermektedir. Ele alınan firma, teknik etkinliğini sabit tutup kullandığı girdilerin oranını Q' ile aynı olacak şekilde düzenlediğinde, faktör fiyatları değişmediği sürece, maliyetleri OR/OQ oranında azalacaktır. Bu oran, aynı zamanda P firmasının da fiyat etkinliğini göstermektedir. Farrell, teknik etkinlik ve fiyat etkinliğinin çarpımından elde edilen OR/OP oranını “tam (overall) üretim etkinliği (overall productive efficiency-OPE)” olarak tanımlamaktadır. Farrell, ayrıca, bir firmanın maliyetlerinin hem teknik etkinlik hem de fiyat etkinliğini sağlaması durumunda OR/OP oranında azalacağını belirtmektedir.⁵⁹⁵

Fare ve Lovell (1978) tarafından yapılan bir çalışmada, bir teknik etkinlik ölçütünün, geçerli teknolojiye bağımsız bir şekilde, sahip olması gereken kuramsal özellikleri belirlenmiştir. Bunlar şöyle sıralanabilmektedir:

- (i) Girdi vektörleri ancak etkin alt kümeyle aitse etkindir.

⁵⁹⁵ Farrell, s. 255

- (ii) Etkin olmayan girdi vektörleri etkin alt kümede yer alan girdi vektörleriyle karşılaştırılabilir.
- (iii) Girdilerde homojenlik derecesi -1 olmalıdır.
- (iv) Girdilerde kesin negatif monotonluk geçerli olmalıdır.

Aynı çalışmada Fare ve Lovell, üretim teknolojisinin sürekli ve monoton bir üretim fonksiyonuyla temsil edilebileceği varsayımı altında, Farrell'in teknik etkinlik ölçütünün uygun özelliklere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Farrell'in geliştirdiği tüm etkinlik ölçütleri, etkinsiz girdi kümesine orjinden çizilen bir doğru üzerinde belirlenmekte, böylece faktör oranlarının etkinsizliği korunmaktadır. Süreklilik ve kesin monotonluk varsayımı altında, bir doğru (ışın) boyunca etkinliğin ölçülmesi, üretim etkinliğinin teknik ve fiyat etkinliği olarak ayrıştırılmasını sağlamaktadır. Bununla birlikte literatürde, fiyat etkinliğini yerine “*tahsis etkinliği (allocative efficiency-AE)*” kavramı yaygın olarak kullanılmaktadır.

Bir doğru (ışın) boyunca belirlenen etkinlik düzeyleri, radyal özelliğindedir. Radyal özelliğe sahip olan Farrell tipi etkinlik ölçütleri, maliyet yönünden ele alınarak yorumlanabilmektedir. Örneğin, *1-TE*, *1-AE*, *1-OPE*, sırasıyla teknik, tahsis ve tam anlamda etkinsizliğin ortadan kalkması sonucunda toplam maliyette elde edilecek azalmayı göstermektedir. Bu etkinlik yorumlarının toplam maliyete bağlı olarak yapılabilmesi, etkinlik endekslerinin toplam maliyet oranlarına eşit olması nedeniyle mümkündür. Diğer bir ifadeyle, üretim fonksiyonu maliyet fonksiyonunun dual şekli olarak kullanılabilir. Bununla birlikte, radyal olmayan etkinlik ölçütleri de bulunmaktadır (örneğin Fare ve Lovell (1978) tarafından geliştirilen Russell endeksi); bu tip ölçütler, faktör maliyetlerine bağlı olarak yorumlanamamaktadır.⁵⁹⁶

Etkinlik analizinde kullanılan teknikler üç ana başlık altında incelenebilirler:

- Oran analizi⁵⁹⁷
- Parametrik Yaklaşımlar⁵⁹⁸

⁵⁹⁶ Kopp, s. 481

⁵⁹⁷ Geniş bilgi için bkz. R.A. Brealey, S. Myers, A. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Literatür, İstanbul, 1997, s. 480-481; F. Emiral, **Türk Bankacılık Sisteminde Etkinlik Analizi- Veri zarflama Analizi Uygulaması**, İstanbul, 2001, s.112; N. Berk, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1999, s. 38

⁵⁹⁸ Geniş bilgi için bakınız. M.J. Farrell, “The Measurement of Productive Efficiency” **Journal of the**

- Parametrik olmayan Yaklaşımlar⁵⁹⁹

Parametrik Olmayan Yaklaşımlar

Parametrik olmayan iki ana yaklaşım bulunmaktadır:

- Veri zarflama analizi (DEA)
- Serbest kullanım zarfı (FDH)

Veri zarflama analizi - Data Envelopment Analysis (DEA)

Charnes ve diğerleri (1978) etkin sınır içinde kalan etkin olmayan noktaların merkeze olan radyal uzaklıklarının matematiksel programlama tabanlı hesaplanabildiği parametrik olmayan bir çözümleme geliştirilmiştir. Charnes ve diğerleri Veri zarflama analizi VZA(Data Envelopment Analysis (DEA)) adını verdikleri bu yaklaşım sayesinde birden çok ve farklı ölçeklere bölünmüş veya farklı ölçü birimlerine sahip girdi ve çıktıların kara birimleri arasında etkinlik karşılaştırması yapmayı zorlaştırdığı durumlarda, karar birimlerinin göreceli performansını Farrell'in yaklaşımı çerçevesinde ölçmek mümkün hale gelmiştir.

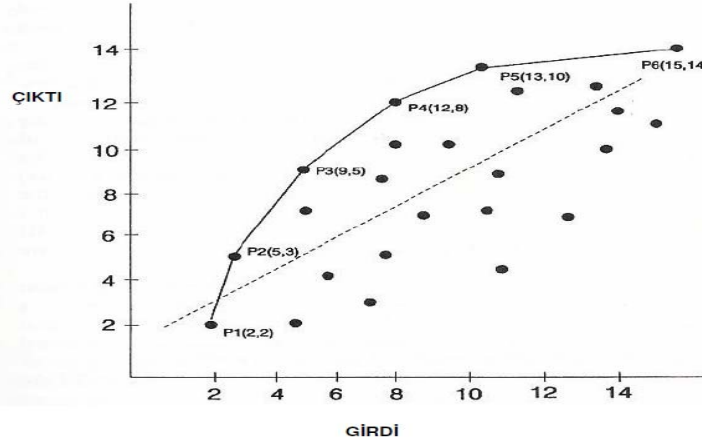
DEA, doğrudan bir sınıra bağlı olarak etkinlik veya etkinsizlik düzeyinin ölçülmesini sağlamaktadır. DEA merkezi eğilimlerden ziyade uç verileri de kapsayan ve üretim teknolojisi üzerine herhangi bir sınırlama koymaksızın en iyi üretim sınırını (üretim eğrisini) oluşturmayı hedefleyen bir metodolojidir. Diğer bir ifadeyle, veri merkezine en iyi uyumu sağlayacak regresyon düzlemi yerine, gözlemlenen uç verileri kavrayacak doğrusal kısmi bir yüzeyin oluşturulmasını içermektedir (Arnade, 1994). Her bir KVB etkinlik düzeyi, oluşturulan bu yüzeye göre belirlenmektedir.

Royal Statistical Society, Series A (General), Vol. 120, No.3, 1957, ss. 264; S.N. Afriat, "Efficiency Estimation of Production Functions", **International Economic Review**, 13, No.3, 1972, 568-598. W.H. Greene, "Frontier Production Functions", in **M. Pesaran and P.Schmidt, Handbook of Applied Econometrics: Volume II: Microeconomics**, London: Blackwell Publishers, 1997. S. Kumbhakar, and K. Lovell, "Stochastic Frontier Analysis" **New York: Cambridge University Press**, 2000; T. Coelli, D.S Rao Prasada. and G.E Battase. **An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 2004, ss.186.; G. Debreu, "The Coefficient of Resource Utilization", **Econometrica**, Vol. 19, No. 3, July 1951, ss. 273-292.

⁵⁹⁹ Bu çalışmanın sınırı kapsamında parametrik olmayan DEA Yöntemi kullanıldığından etkinli analiz tekniklerinden sadece DEA Yöntemi açıklanmıştır. Diğer yöntemler için ilgili literatüre atıf yapılmıştır.

DEA analizleri ile Farrell ayrıştırmasında belirtildiği gibi, teknik ve tahsis etkinliği kısımları ortaya konulabilmektedir. Malmquist toplam faktör verimliliği endeksinin (M_0) hesaplanmasında gerekli olan uzaklık fonksiyonlarını tahmin etmek için kullanılan en popüler yaklaşımdır. Bununla birlikte DEA, genellikle, kamu kuruluşlarının ve kar odaklı olmayan kuruluşların etkinliklerin ölçümünde sıkça kullanılmaktadır. Bunun nedeni, bu kesimlerde genellikle belli bir fiyatın var olmamasıdır. Dolayısıyla, DEA, genellikle teknik etkinlik ölçümünde tercih edilen bir yaklaşım olmuştur.⁶⁰⁰

Şekil Ek 2. DEA ile Regresyonun Karşılaştırılması



Kaynak: Charnes A. et al. Data Envelopment Analysis, Kluwer Academic Publishers, 1996, s. 5

Veri Zarflama Analizi, bir kavramlar ve metotlar topluluğu olup, 4 ayrı model olarak formüle edilmektedir.⁶⁰¹

Bu modeller aşağıda verilmektedir:

- a. CCR Oran Modeli (1978)
- b. BCC Modeli (1984)
- c. Çarpanlı Model (1982-1983)
- d. Eklemeli Model (1985-1987)

⁶⁰⁰ Charnes, Cooper, Lewin ve Seiford, **Data Envelopment Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 1990, s.1-94.

⁶⁰¹ Charnes A. et al., **Data Envelopment Analysis**, Kluwer Academic Publishers, 1996, s. 23-43

Tablo Ek 2. Temel DEA Modellerinin Karşılaştırılması

Model	Ölçeğe dönüş	Zarflama yüzeyi	Projeksiyon haritası	Zarflama alanı (metrik)	Değişmeyen üniteler	Arşimedyan olmayan
Eklemeli	Değişken	parçalı	$Y_o \rightarrow Y_o + S^+$	L1	Hayır	Hayır
		Lineer	$X_o \rightarrow X_o - S^-$	$(z \leq 0)$		
Değişmeyen	Değişken	parçalı	$Y_o \rightarrow Y_o e^{s^+}$	e^{L1}	Evet	Hayır
Çarpanlı	(Log-lineer)	Cobb-Douglas	$X_o \rightarrow X_o e^{-s^-}$	$(e^{s^+} \geq 1, 0 < e^{-s^-} \leq 1)$		
Değişken	Sabit	parçalı	$Y_o \rightarrow Y_o e^{s^+}$	e^{L1}	Hayır	Hayır
Çarpanlı	(Log-lineer)	Log-lineer	$X_o \rightarrow X_o e^{-s^-}$	$(e^{s^+} \geq 1, 0 < e^{-s^-} \leq 1)$		
BCC Girdi	Değişken	parçalı	$Y_o \rightarrow Y_o + s^+$	Radyal (girdiler)	Evet	Evet
		Lineer	$X_o \rightarrow \theta X_o - s^-$	$(0 < \theta \leq 1)$		
BCC Çıktı	Değişken	parçalı	$Y_o \rightarrow \phi Y_o + s^+$	Radyal (Çıktılar)	Evet	Evet
		Lineer	$X_o \rightarrow X_o - s^-$	$(\phi \geq 1)$		
CCR Girdi	Parçalı	Parçalı	$Y_o \rightarrow Y_o + s^+$	Radyal (Girdiler)	Evet	Evet
		Lineer	$X_o \rightarrow \theta X_o - s^-$	$(0 < \theta \leq 1)$		
CCR Çıktı	Parçalı	Parçalı	$Y_o \rightarrow \phi Y_o + s^+$	Radial (Çıktılar)	Evet	Evet
		Lineer	$X_o \rightarrow X_o - s^-$	$(\phi \geq 1)$		

Kaynak: Charnes A. et al. Data Envelopment Analysis, Kluwer Academic Publishers, 1996, s. 45,

DEA'nin ilk şekli, bu modeli geliştiren Charnes, Cooper ve Rhodes'un adlarının bas harfleriyle anılan "CCR modeli" olarak bilinmektedir. Daha sonra geliştiren tüm modeller temelde CCR modeline dayanmaktadır. CCR modeli ve varsayımları şöyle belirtilebilir: CCR modeli, n KVB'nin, m farklı girdi kullanarak s farklı çıktı üretme sürecini ele almaktadır. Tüm girdi ve çıktı düzeylerinin negatif olmayan bir değere sahip olduğu, $x_{ij} \geq 0, y_{ij} \geq 0$, varsayımı altında j karar verme birimi tarafından üretilen r çıktı miktarını göstermektedir. Bu karar problemi için değişkenler, k karar biriminin i girdi ve r çıktıları için vereceği ağırlıklardır. Bu ağırlıklar sırasıyla v_{ik} ve u_{rk} olarak gösterilmektedir. CCR modeli n tane karar birimi için n tane kesirli doğrusal programlama modelinin formülasyonu olarak gösterilebilir. Kesirli doğrusal programlama modelinin amaç fonksiyonu, verimlilik tanımından hareketle, k karar birimi için toplam ağırlıklandırılmış çıktıların toplam ağırlıklandırılmış girdilere oranının maksimizasyonudur ve aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$\max h_k = \frac{\sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rk}}{\sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ik}}$$

Yukarıdaki kesirli programlama modeli doğrusal programlama modeline dönüştürülebilir."Charnes-Cooper dönüşümü" olarak bilinen bu dönüşüm sonucu

$$\max h_k = \sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rk}$$

st

$$\sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ij} \leq 0 ; \quad j = 1, \dots, n$$

$$\sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ik} = 1$$

$$u_{rk} \geq 0 ; \quad r = 1, \dots, s$$

$$v_{ik} \geq 0 ; \quad i = 1, \dots, m$$

olarak tanımlanır.

Yukarıdaki dönüşümde h_k ele alınan j0 karar birimlerinin etkinlik düzeyi; u_{ik} ve v_{rk} ise sırasıyla çıktıları ve girdilere atanan ağırlıklardır. Bunlar normalize edilmiş gölge fiyatlarıdır. CCR modelinin doğrusal programlama modeline dönüştürülmüş bu şekli “çarpan problemi” olarak bilinmektedir. Bu modelin dual şekli ise “zarflama problemi” adı ile anılmakta ve

$$\min v_k = q_k$$

st

$$\sum_{j=1}^n \lambda_{kj} \geq Y_{rk} \quad ; \quad r = 1, \dots, s$$

$$- \sum_{i=1}^m \lambda_{kj} X_{ij} + q_k X_{ik} \geq 0 \quad ; \quad i = 1, \dots, m$$

$$\lambda_{kj} \geq 0 \quad ; \quad j = 1, \dots, n$$

$$-\infty \leq q_k \leq \infty$$

şeklinde tanımlanmaktadır. Dual modelde q değişkeni her karar birimine karşılık gelen λ değişkeni tanımlanmıştır. İki model arasındaki dualiteden dolayı q_k ile h_k eşit değer almalıdır. h_k değişkeni primal model için karar birimi k'nın etkinliğini verdiği göre, q_k da karar birimi k'nın etkinliğini verecektir. Dual değişken λ_{kj} 'nin, sadece karar birimi k'nın primal CCR modeline karşılık geldiği eşitsizliğin

eşitlik olarak sağlanması durumunda, pozitif değer alabileceğini ifade eder. Bu durum, karar birimi j' nin etkin olduğunu ifade eder. Modelde λ_{kj} 'nin karşılık geldiği eşitsizlik

$$\sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ij} \leq 0 ; \quad j = 1, \dots, n$$

$\lambda_{kj} > 0$ olduğu zaman

$$\sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ij} = 0$$

şeklinde yazılabilir. Karar birimi k'nın primal modelinde pozitif değerler verilen tüm λ_{kj} dual değişkenlerin karşılık geldikleri karar birimleri etkindir. Bu etkin karar birimleri tarafından oluşturulan sete karar birimi k'nın “referans seti” denilir. Eğer k etkin ise o zaman referans setindeki tek karar birimi kendisi olacaktır ve dual değişken λ_{kj} 'nin değeri 1'e eşit olacaktır. Etkin olmayan karar birimleri için ise referans seti, etkinliğin yakalanabilmesi için yol gösterici olacaktır.

CCR modeli CRS varsayımı altında toplam etkinliği ölçmektedir. Ölçeğe göre getirinin yönünün CCR modeli kullanılarak bulunabileceği Baker(1997) tarafından gösterilmiştir. Banker k karar birimi için kurulan CCR modelinin optimal çözümündeki dual değişkenlerin toplam değeri k karar birimi için ölçeğe göre getiriye göstermektedir:

$$\sum_{j=1}^n \lambda_{kj} = 1 \quad \rightarrow \quad \text{CRS}$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_{kj} < 1 \quad \rightarrow \quad \text{IRS}$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_{kj} > 1 \quad \rightarrow \quad \text{DRS}$$

Banker ve diğerleri (1984) önceki CCR modeline ölçüğe göre değişken getiri varsayımı çerçevesinde konvekslik kısıtını eklemişlerdir bu model BCC modeli olarak adlandırılır ve benzer ölçekteki birimleri birbiriyle kıyaslayarak sadece teknik etkinliği ölçmektedir. Primal bir BCC modeli

$$\begin{aligned}
 \max h_k &= \sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rk} - u_0 \\
 \text{st} \\
 \sum_{r=1}^s u_{rk} Y_{rj} - u_0 - \sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ij} &\leq 0 ; \quad j = 1, \dots, n \\
 \sum_{i=1}^m v_{ik} X_{ik} &= 1 \\
 u_{rk} &\geq 0 ; \quad r = 1, \dots, s \\
 v_{ik} &\geq 0 ; \quad i = 1, \dots, m \\
 u_0 &\text{ free}
 \end{aligned}$$

BCC modelinin optimal çözümünde u_0 değişkeninin pozitif değer alması karar biriminin DRS, negatif değer alması IRS ve sıfır değerini alması CRS durumunu göstermektedir.

Yukarıda notasyonlarıyla ifade edilen DEA modelleri, yalnız girdi ve çıktı verilerini içerdiğinden teknik etkinliği ve ölçek etkinliğini ortaya koymaktadır. Girdi ve çıktı fiyatlarının veri setinde bulunması durumunda DEA tahsis etkinliğinin ölçümünde kullanılabilir. Girdi fiyatlarının bulunması durumunda maliyet etkinliği, çıktı fiyatlarının bulunması durumunda hasılat etkinliği ölçümü yapılabilir. Bu tür analizlerin uygulanabilmesi için yukarıda değinilen amaç ve kısıt fonksiyonlarına bağlı olarak primal ve dual dönüşümlerle gerçekleştirilmektedir.

DEA analizlerinin anlamlı olabilmesi için gözlem kümesini benzer gir ve çıktı yapısına sahip karar birimlerinden oluşturulması gerekmektedir. Hesaplanan etkinlik skorları, girdi ve çıktı değerlerindeki hatalara karşı oldukça duyarlıdır. Modele yanlış girilen gözlem verileri etkin üretim sınırını bozabilmektedir. Etkinlik

skorları belirli bir gözlem kümesinden hesaplandığı için iki ayrı çalışmadan elde edilecek etkinlik skorlarının karşılaştırılması mümkün değildir.

Ekonomik etkinliğin DEA aracılığıyla analizini ele alan ayrıntılı açıklama ve uygulamalı çalışmalar Charnes, Cooper ve Rhodes (1978) Lovell (1993), Ali ve Seiford (1993), Thrall (1996), Fried vd.(1993), Çakmak ve Zaim (1992), Fare ve diğ. (1994), Charnes ve diğ. (1995), Seiford (1990, 1996, 1997), Coelli ve diğerleri (1998), Zaim ve Taşkın (1997), Deliktaş (2002), Deliktaş ve Balcılar (2005), Candemir ve Deliktaş (2005), Karadağ vd. (2005) 'in çalışmalarında bulunmaktadır.

Serbest Kullanım Zarfı -Free Disposable Hull (FDH)

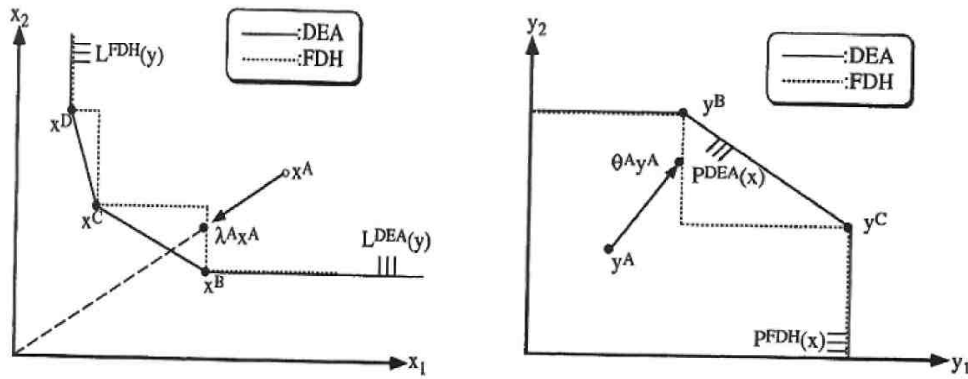
Serbest Kullanım Zarfı (FDH) Deprins ve ark. (1984) tarafından geliştirilmiştir ve DEA'nın özel bir durumunu temsil eder. FDH, ilk olarak Deprins, Simar ve Tulkens (1984) tarafından geliştirilmiştir.⁶⁰²

Tulkens (1993), yöntemsel konuları, FDH analizi ile açıklamakta ve "FDH Analizi Hakkında: Perakende Bankacılığı, Mahkemeler ve Şehir Transit Nakliyesi ile ilgili bazı Yöntemsel Konular" isimli makalesinde perakende bankacılığına uygulanması konusunu değerlendirmektedir. Bu amaçla Belçika'nın 773 şubeli bir devlet bankasını ele almakta ve bunu 911 şubeli özel bir banka ile karşılaştırmaktadır. Yaptığı çalışmada DEA analizini de uyguladıktan sonra, FDH'nin veriye daha yakın bir sınır çizdiği sonucuna ulaşmaktadır. Yaptığı çalışmayı teorik, ampirik, yönetim ve çözümleme açısından değerlendiren Tulkens, teorik açıdan FDH'nin çok kuvvetli açılımlara dayandığını belirtmektedir. Ampirik analiz açısından da FDH, veriye en yakın sınır çizdiğinden DEA'ya oranla daha iyi referans olacak sonuçlar sağlamaktadır. Yönetim açısından ise, geleceğe yönelik interpolasyonlar yapmak için DEA'nın daha iyi bilgi aktardığını belirten Tulkens, ekstrapolasyonlar için FDH sonuçlarının DEA'dan farklı bir yaklaşım getirmediğini söylemektedir. Hatta bu bağlamda en iyi metodun parametrik metodlar olduğunu ileri sürmektedir. Geçmişe dönük analiz için ise FDH analizi sonuçları DEA analizine

⁶⁰² Tulkens, "On FDH Efficiency Analysis: Some methodological issues and Applications to Retail Banking", *Courts, and Urban Transit, The Journal of Productivity Analysis*, 4, 1993, 183-210

göre daha gerçekçi sonuçlar vermektedir. FDH yaklaşımı, teknoloji açısından kısıtlı olmayan kabullerden hareket ettiğinden veri çevresinde diğer programlama modellerine kıyasla daha yakın bir zarflama oluşturmaktadır. Bu nedenle, gözlemler DEA yönteminden daha çok FDH yöntemine göre etkin sayılacaklardır. Knox Lovell (1993)⁶⁰³ FDH ve DEA yöntemlerinin karşılaştırırken, FDH'nin en önemli özelliğinin aşağıdaki şekillerden de görüleceği gibi DEA'dan daha yakın olarak veriye yakınsamasıdır.

Şekil Ek 3. DEA ve FDH Sınır Yaklaşımına Göre Teknik Etkinlik Ölçümleri



Kaynak: O.H. Fried, et al., The Measurement of Productive Efficiency, 1993, s.32

Malmquist Toplam Faktör Verimliliği Endeksi⁶⁰⁴

Malmquist (1953) tarafından geliştirilen ve uzaklık (distance) fonksiyonlarına dayalı olarak ifade edilen bu endeks, işletmeler ait her bir veri noktasının ortak teknolojiye göre nispi uzaklıklarının oranlarını hesaplayarak iki veri noktası arasındaki toplam faktör verimliliğindeki değişmeyi ölçer.

Uzaklık fonksiyonları, hem girdi tabanlı (input-oriented) hem de çıktı tabanlı (output-oriented) uzaklık fonksiyonları olarak ele alınabilir. Girdi tabanlı uzaklık fonksiyonu, çıktı vektörü veriyken, girdi vektörünün minimum oransal daralmasını dikkate alan üretim teknolojisini ifade eder. Çıktı tabanlı uzaklık fonksiyonu ise,

⁶⁰³ Knox-C.A. Lovell, "Production Frontiers and Productive Efficiency, in in Fried, Knox-Lovell and Schmidt eds." The Measurement of Productive Efficiency, 1993, Pp. 33

⁶⁰⁴ Bu bölüm, Oğuz Kara, **Ekonomik Regülasyon Modelleri ve Özelleştirme Üzerine Dışsalılık-İçsellik Analizleri: Türkiye Örneği (1980-2008)**, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 2009, s. 316-318'den alınmıştır.

girdi vektörü veriyken, çıktı vektörünün maksimum oransal artışını dikkate alır. Çıktı tabanlı uzaklık fonksiyonunda üretim teknolojisi, çıktı kümesi R^t kullanılarak tanımlanmaktadır. Üretim teknolojisi R^t her dönem için ($t=1, \dots, T$) girdilerin ($x^t \in R_+^K$) çıktılara ($y^t \in R_+^M$) dönüşümünü göstermektedir. Yani, $x_t = (x_1, \dots, x_K)$, girdi vektörü kullanılarak üretilen çıktı vektörü çıktılar $y_t = (y_1, \dots, y_M)$, olacaktır. Fare ve diğerleri (1985, 1994) izlenerek bu metodoloji şu şekilde ifade edilebilir.

$$R^t = \{(x_t, y_t) : x_t \rightarrow y_t\}$$

Fare ve diğerleri (1994) izlenerek t dönemi teknolojisi altında çıktı uzaklık fonksiyonu şu şekilde yazılabilir.

$$d_0^t(x_t, y_t) = \min \{\theta : (x_t, \frac{y_t}{\theta}) \in R^t\}$$

$$\min \{\theta : (x^t, \theta y^t) \in R^t\}^{-1}$$

Uzaklık fonksiyonu, girdi vektörü veri iken, çıktı vektöründeki maksimum oransal artışın tersi olarak tanımlanabilir. Eğer (x_t, y_t) verileri t dönemi üretim sınırının üzerinde ise uzaklık $d_0^t(x_t, y_t) = 1$ olur ve Farrell'in (1957) ifadesiyle üretim için tam etkinlik söz konusu olur. Eğer $d_0^t(x_t, y_t) \leq 1$ ise üretimin t döneminde etkin olmadığına karar verilir. Uzaklık fonksiyonu farklı dönemlerdeki teknik etkinliği ve etkinlikteki değişimi de ölçer. (t+1) dönemi için uzaklık fonksiyonu şu şekilde yazılabilir:

$$d_0^t(x_{t+1}, y_{t+1}) = \min \{\theta : (x_{t+1}, y_{t+1}/\theta) \in R^t\}$$

Bu endeks, t dönemi teknolojisi altında x^{t+1} veri girdi seti ile y^{t+1} çıktısında ortaya çıkacak maksimum oransal değişmeyi ölçer. Benzer şekilde, t+1 dönemi için de karma uzaklık fonksiyonu, $D_1^{t+1}(x_t, y_t)$ ifade edilebilir. Bu fonksiyon ise t+1 teknolojisine nispeten veri x^t girdi seti ile y^t çıktısında ortaya çıkacak maksimum oransal değişmeyi ölçer. Malmquist verimlilik endeksini şu şekilde yazabiliriz (Mao ve Koo, 1996).

$$M_0^t = \frac{d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^t(y^t, x^t)}$$

Bu endeks t dönemi teknolojisi altında, t+1 döneminden t dönemine olan teknik etkinlikleri değişmelerin neden olduğu verimlilik değişmelerini ölçer. Öte yandan, t+1 döneminden t dönemine olan teknik etkinlik değişmeleri, t+1 dönemi teknolojisi altında da ölçülebilir. Malmquist verimlilik endeksi şöyle yazılabilir.

$$M_1^{t+1} = \frac{d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^t(y^t, x^t)}$$

Fare ve diğerleri (1994) çıktı-tabanlı Malmquist verimlilik değişim endeksini yukarıdaki iki endeksin geometrik ortalaması olarak aşağıdaki gibi ifade etmişlerdir.

$$m_0(y^t, x^t, y^{t+1}, x^{t+1}) = \left[\left(\frac{d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^t(y^t, x^t)} \right) \times \left(\frac{d_0^{t+1}(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^{t+1}(y^t, x^t)} \right) \right]^{\frac{1}{2}}$$

Bu endekste baz yıl t dönemiyle, bir sonraki yıl ise t+1 dönemiyle gösterilmektedir. Bu denklemde $d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})$ notasyonu, (t+1) gözlemlerinden (t) dönemi teknolojisine olan uzaklığı temsil etmektedir. Bu denklem aşağıdaki kalıpla gösterilebilir.

$$m_0(y^t, x^t, y^{t+1}, x^{t+1}) \frac{d_0^{t+1}(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^t(y^t, x^t)} \left[\left(\frac{d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^{t+1}(y^{t+1}, x^{t+1})} \right) \times \left(\frac{d_0^t(y^t, x^t)}{d_0^{t+1}(y^t, x^t)} \right) \right]^{\frac{1}{2}}$$

Denklemde köşeli parantezin dışında yer alan oransal kısım, (t) ve (t+1) yılları arasındaki çıktı-eksenli teknik etkinlikteki değişmeyi ölçer. Yani etkinlik değişimi; Farrell'in (Farrell 1957) (t+1) dönemi için ele aldığı teknik etkinlik oranı, (t) dönemine azaldığını gösterir (Kök Deliktaş 2003: 241) TFV'deki değişme iki kısma ayrıldığında teknolojik değişme ve etkinlikteki değişme ayrı ayrı gösterilebilir.

$$\text{Teknik Etkinlikteki Değişme} = \frac{d_0^{t+1}(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^t(y^t, x^t)}$$

$$\text{Teknolojik Değişme} = \left[\left(\frac{d_0^t(y^{t+1}, x^{t+1})}{d_0^{t+1}(y^{t+1}, x^{t+1})} \right) \times \left(\frac{d_0^{t+1}(y^t, x^t)}{d_0^{t+1}(y^t, x^t)} \right) \right]^{\frac{1}{2}}$$

Etkinlikteki değişme (TED)ölçeğe göre sabit getiri altında teknik etkinlikteki değişme endeksidir. Bu endeks iki dönem (t ve t+1) arasında her bir gözlem için en iyi üretim sınırını yakalama etkisi (catching-up effect) olarak ifade edilirken, Teknolojik Değişme (TD) endeksi frontier etkisi (üretim sınırları eğrisinin kayması veya yenilik) olarak ifade edilmektedir. Toplam faktör verimliliğindeki değişme ise teknik etkinlikteki değişme ile teknolojik değişmenin çarpımı olarak ifade edilmektedir(Mahadevan, 2002).

$$M0^{t+1} = TED \times TD$$

M0 endeksinin 1'den büyük olması, toplam faktör verimliliğinin (t) döneminden (t+1) dönemine arttığını veya iyileştiiğini, bu değerin 1'den küçük olması, toplam faktör verimliliğinin (t) döneminden (t+1) dönemine azaldığını gösterir.

EK 3: Tobit Modeli

Probit modelinin bir uzantısı olan Tobit Modeli James Tobin tarafından geliştirilmiştir. Bağımlı değişkene ait bilginin sadece bazı gözlemler için söz konusu olduğu örneklem sansürlü örneklem olarak bilinir.⁶⁰⁵

Bağımlı değişkenin değişim aralığının herhangi bir şekilde sınırlandırıldığı regresyon modellerinde eğer belirli bir aralığın dışındaki gözlemler tamamen kaybediliyorsa kesikli model, ancak en azından bağımsız değişkenler gözlenebiliyorsa sansürlü model söz konusu olur. Sansürlü regresyon modele Tobit model de denilmektedir.⁶⁰⁶

Tobit modelinde gözlenen bir kukla değişken,

$$y_i = \begin{cases} 1, & y_i^* > 0 \text{ ise} \\ 0 & y_i^* \leq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (1)$$

şeklinindedir. Burada $y_i^* = \beta x_i + u_i$ ($i = 1, \dots, T$) 'dir ve $y_i^* > 0$ ise y_i^* 'nin gözlendiği, $y_i^* \leq 0$ ise y_i^* 'nin gözlenemediği varsayılmaktadır. Böylece gözlenebilen y_i ,

$$y_i = \begin{cases} y_i^* = \beta x_i + u_i & y_i^* > C \text{ ise} \\ 0 & y_i^* \leq C \text{ ise} \end{cases} \quad (2)$$

⁶⁰⁵ Damador N. Gujarati, **Temel Ekonometri, (Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Göktürk Şenesen)**, Literatür Yayınları No:33, 1999, ss.570-572

⁶⁰⁶ Daha geniş bilgi için; J. Tobin, "Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables", **Econometrica**, Vol. 26, No.1, 1958, p.24-3; Jack Johnston, John Dinardo, **Econometric Methods**, The McGraw-Hill Companies, Fourth Edition, pp. 436-441; G. S. Maddala, **Introduction to Econometrics**, Macmillan Publishing Company, New York, 1989; Peter M. Jackson, Meryem Duygun Fethi, "Evaluation the Technical Efficiency of Turkish Commercial Banks: An Application of DEA and Tobit Analysis", **International DEA Symposium**, University of Queensland, Brisbane, Australia, 2-4 July 2000; Şenay Üçdoğruk, Fahamet Akın, Hamdi Emeç, "Türkiye Hanehalkı Eğlence Kültür Harcamalarında Tobit Modelin Kullanımı", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 3, 2001, ss.13-26; J. F. McDonald, and R. A. Moffitt, "The Use of Tobit Analysis", **The Review of Economics and Statistics**, 62, 1980, pp. 318-387; Özlem Kiren Gürler vd., "Türkiye'de Eğitim Talebi Belirleyicileri", **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar**, Cilt 44, Sayı: 512, 2007, ss.89-101.

şeklinde ifade edilebilir. Burada $u_i \approx N(0, \sigma^2)$, x_i , açıklayıcı değişkenlerin bir vektörü, β ise bilinmeyen parametreleri göstermektedir. y_i^* , latent değişken ve y_i ise etkinlik skorlarıdır.

(2) nolu Tobit Modelinde $y_i^* \leq 0$ olduğunda y_i^* üzerine bazı gözlemler sıfır değerini almaktadır. $y_i = \beta x_i + u_i$ modelinde negatif ya da sıfır değerini alan y_i gözlemleri ihmal edildiğinde, $u_i > -\beta x_i$ için gözlemlerin modele katılması ile u_i hata terimi sıfır ortalamaya sahip olamaz. Bu nedenle u_i , ortalaması sıfırdan farklı bir sınırlandırılmış (truncated) normal dağılıma sahiptir.

Veriler belirli bir limitin altında ya da üstünde sınırlandırıldığında örneklem verilerine uygulanan dağılım sürekli ve süreksiz dağılımların bir karması olur. Bağımlı değişken kesikli hale getirildiğinde belirli bir aralıktaki değerler tamamen tek bir değere dönüştürülmüş olur.⁶⁰⁷

Tobit Modelinin tahmininde ise genellikle Maksimum Olabilirlik (MO) yöntemi kullanılmaktadır.

$$f(t) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{t^2}{2}\right)$$

t – sürekli tesadüfi değişkenin standart normal dağılımın yoğunluk fonksiyonunu ve

$$F(z) = \int_{-\infty}^z f(t)dt$$

standart normal dağılımın birikimli dağılım fonksiyonunu göstermek üzere, Tobit Modeli için olabilirlik fonksiyonu (L) ;

$$L = \prod_{y_i > 0} \frac{1}{\sigma} f\left(\frac{y_i - \beta x_i}{\sigma}\right) \prod_{y_i \leq 0} F\left(-\frac{\beta x_i}{\sigma}\right)$$

şeklinde yazılabilir. Olabilirlik fonksiyonu (L), β ve σ 'ya göre maksimize edildiğinde bu parametrelere ait maksimum olabilirlik (MO) tahminleri aşağıdaki

⁶⁰⁷ Üçdoğruk, Akın ve Emeç, s. 17

gibi elde edilir:

$$L = \prod_{y=0} (1 - F_i) \prod_{y>0} \frac{1}{(2\pi\sigma^2)^{1/2}} e^{-\frac{1}{2\sigma^2} (y - \beta_i)^2} \quad (3)$$

$$F(i) = \int_{-\infty}^{\beta_i/\sigma} \frac{1}{(2\pi)^{1/2}} e^{-t^2/2} dt$$

(3) no'lu ifadede ilk çarpım, %100 etkin olan ($y = 0$) karar birimlerine ait gözlemleri, ikinci çarpım ise etkin olmayan ($y > 0$) karar birimlerine ait gözlemleri göstermektedir.

Tobit Modeller için hata terimlerinin normal dağıldığı ya da genel olarak parametrik biçimi belli olan dağılım fonksiyonuna sahip olduğu bilindiğinde maksimum olabilirlik ve diğer olabilirlik bazlı süreçler tutarlı ve asimptotik olarak normal dağılımlı tahmin ediciler verir. Bununla birlikte, olabilirlik fonksiyonunun varsayılan parametrik biçimi yanlış belirlendiğinde tahmin ediciler tutarsız olur.

Ek 4: Bankacılık Endüstrisi Üzerine Etkinlik Çalışmaları (Özet)

Tablo Ek 3: Yabancı Ülkeler Temelli Bankacılık Endüstrisi Etkinlik Çalışmaları

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Yöntem ve Analiz Dönemi	Girdiler	Çıktılar	Sonuçlar
A.S. Camanho, R.G. Dyson (1996)	DEA (1996)	<ul style="list-style-type: none"> Şubede çalışan personel sayısı, Şubenin m² cinsinden alanı, Operasyonel maliyetler, Şube dışındaki ATM adedi, 	<ul style="list-style-type: none"> Şube görevlisi başına düşen genel işlem adedi, Şube dışındaki ATM'lerce yapılan işlem adedi, Şubedeki her çeşit hesap adedi, Şubenin topladığı kaynak miktarı, Şubenin kullandığı kredi miktarı 	Ortalama teknik etkinlik skoru 0,78 hesaplanırken, 34 şubenin etkin çalıştığı anlaşılmaktadır.
E. G. Tatje, C. A. K. Lovell (1997)	DEA (1986-1993)	<ul style="list-style-type: none"> Personel sayısı Operasyonel harcamaların toplamı 	<ul style="list-style-type: none"> Kredi hesaplarının sayısı, Tasarruf hesaplarının sayısı Çek hesaplarının sayısı 	Tasarruf bankalarının ortalama yönetim etkinlik (saf teknik etkinlik) skorları ticari bankalara göre daha yüksek hesaplanmıştır.
M. Sathye (1999)	DEA (1997-1998)	<p>Model A'da</p> <ul style="list-style-type: none"> Faiz harcamaları, Faiz dışı harcamalar, <p>Model B'de</p> <ul style="list-style-type: none"> Mevduatlar, Personel sayısı 	<p>Model a'da</p> <ul style="list-style-type: none"> Net faiz gelirleri, Net faiz dışı gelirler <p>Model b'de</p> <ul style="list-style-type: none"> Net krediler, Faiz dışı gelirler 	Çalışma sonucunda, analiz edilen bankaların ortalama etkinlik skorları, Model A için 0,83 ve Model B için 0,62 hesaplanmıştır.
L. Drake, M. J. B. Hall (2000)	DEA (1997)	<ul style="list-style-type: none"> Genel ve yönetim giderleri, Sabit varlıklar, Perakende ve toptan mevduatlar 	<ul style="list-style-type: none"> Toplam krediler İskonto edilen senetler, Likit varlıklar Diğer yatırım amaçlı alınan menkul kıymetler, Diğer gelirler, 	Japon bankalarının toplam etkinsizlikleri 72,35 ile yüksek düzeyde bulunmuştur.
Weill (2004)	Maliyet etkinliği SFA, DFA, DEA (1992-1998)	<ul style="list-style-type: none"> Personel maliyeti, Fiziksel sermaye Ödünç alınan fonlar 	<ul style="list-style-type: none"> Krediler Yatırım aktifleri 	Avrupa bankacılık verileri kullanılarak yapılan parametrik ve parametrik olmayan yöntemler arasında sınır ölçümlerinin tutarlılık açısından çok farklı sonuçlar doğurduğu anlaşılmaktadır.
Tomova (2005)	DEA (1994-2002)	<ul style="list-style-type: none"> Sabit kıy. Yabancı kay. İşletme maliyeti 	<ul style="list-style-type: none"> Top. Faal. Gel. Veya Krediler Diğ. Gel. Get. Akt. 	Gelişmiş AB ülkelerinin bankacılık endüstrisinde daha yüksek olmak üzere, gelişmiş AB ülkelerinin bankacılık endüstrisi ile daha az gelişmiş ülkelerin bankacılık endüstrilerinin etkinlik skorları arasında önemli farklılıklar bulunmuştur.
Kasman (2005)	SFA (1995-2000)	<ul style="list-style-type: none"> Personel sayısı Fiziksel sermaye Mevduatlar 	<ul style="list-style-type: none"> Toplam Krediler, Menkul değerler 	Çevresel koşulların bankaların etkinliği üzerinde etkili olduğu ve Polonya bankalarının Çek Cumhuriyeti bankalarına göre daha etkin olduğu bulunmuştur.
Berg et al.(1993)	DEA	<ul style="list-style-type: none"> İşgücü Makina Malzeme Bina 	<ul style="list-style-type: none"> Vadesiz mevduat Vadeli mevduat Kısa vadeli krediler Uzun vadeli krediler Diğer hizmetler 	İsveç bankaları diğer İskandinav ülkelerin bankalarına kıyasla daha etkin bulunmuştur.

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Yöntem ve Analiz Dönemi	Girdiler	Çıktılar	Sonuçlar
Casu ve Molyneux' u	DEA (1993-1997)	<ul style="list-style-type: none"> • Top.Maliyet • Mevduat 	<ul style="list-style-type: none"> • Krediler • Diğ. Faiz Get. Akt. 	Ortalama etkinlik skorları ise %57 ile %65 arasında değişmiştir.
Hasan vd. (2000)	DEA (1993)	<ul style="list-style-type: none"> • İş Gücü • Sabit Kıy. • Diğer Faiz Dışı Gid. 	<ul style="list-style-type: none"> • Krediler • Mevduat • Diğ. Faiz Get. Akt. 	Temel ve pür etkinlik skorları esas alınarak hesaplanan yabancı ülkedeki ortalama etkinlik skorları %56 ile %65 arasında değişmiştir.
A. Canhoto, J. Dermine (2000)	DEA (1990-1995)	<ul style="list-style-type: none"> • Personel sayısı • Fiziksel sermaye 	<ul style="list-style-type: none"> • Krediler, • Mevduatlar, • Menkul değerler • Bankalararası para piyasası, 	Ortalama etkinlikler ölçeğe göre sabit getiri varsayımına göre yüzde 69, ölçeğe göre değişken getiri varsayımına göre yüzde 80 etkin bulunmuştur. Gruplar bazında ise yeni bankaların etkinlik skorları daha yüksek hesaplanmıştır.
Avkıran (2000)	DEA (1986-1995)	<ul style="list-style-type: none"> • Faiz harcamaları • Faiz dışı harcamalar 	<ul style="list-style-type: none"> • Net faiz gelirleri • Faiz dışı gelirler 	TFV'nin yıllık ortalama yüzde 3,2 oranında, saf teknik etkinliğin yıllık ortalama yüzde 0,7 oranında ve teknolojik değişimin yıllık ortalama yüzde 2,8 oranında arttığı bulunmuştur.
A. Fernandez, F. Gascon, E. Gonzalez (2001)	DEA	<ul style="list-style-type: none"> • Net emlak ve teçhizatlar, • Maaşlar ve yan ödemeler, • Diğer operasyonel giderler • Toplam mevduatlar 	<ul style="list-style-type: none"> • Toplam yatırımlar, • Toplam krediler • Faiz dışı gelirler 	Teknik etkinlik, ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında, ortalama değeri 0,579'dan 0,717'ye, ölçeğe göre değişken varsayımı altında 0,653'den 0,754'e yükselirken, ölçek etkinliği 0,897'den 0,954'e yükselmiştir.
Carvalho, Kasman (2004)	SFA, maliyet etkinliği, 481 banka, 1995-1999	<ul style="list-style-type: none"> • Emek Fiyatı • Sermaye Fiyatı • Fon Fiyatı 	<ul style="list-style-type: none"> • Krediler, • Mevduatlar, • Menkul değerler 	Ortalama maliyet etkinliği % 17 bulunmuştur.
Dietsch and Weill (1999)	DEA, üretim sınırı, 93 banka, 1994	<ul style="list-style-type: none"> • Personel maliyeti, • Fiziksel sermaye • Ödünç alınan fonlar 	<ul style="list-style-type: none"> • Krediler • Yatırım aktifleri 	Ortalama teknik etkinlik 78-91% Kooperatif ve mevduat bankaları için yüksek etkinlik

Kaynak: Bu çalışma için tarafımızdan düzenlenmiştir.⁶⁰⁸

⁶⁰⁸ Literatürde bankacılık endüstrisinin etkinliği üzerine çok sayıda çalışma yer almaktadır. Bu tablo bu çalışmaların bir kısmının kısa bir özeti olarak derlenmiş olup ilgili literatüre atıfta bulunulmuştur. Atıfta bulunulan çalışmaların birkaçı; (1) Taylor, W.M., R.G. Thompson, R.M. Thrall, P.S. Dharmapala, "DEA/AR efficiency and profitability of Mexican banks: A total income model," **European Journal of Operational Research**, Vol.98, 1997, pp.346-363; (2) Ferrier, G.D., ve J.G. Hirschberg, "Bootstrapping confidence intervals for LP efficiency scores: with an illustration using Italian banking data," **Journal of Productivity Analysis**, Vol.8, 1997, pp.19-33; (3) Berg, S.A., F.R. Forsund ve E.S. Jansen, "Technical efficiency of Norwegian banks: the non-parametric approach to efficiency measurement," **Journal of Productivity Analysis**, Vol.2, 1991, pp.127-142; (4) Rangan, N., R. Grabowski, H.Y. Aly ve C. Pasurka, "The technical efficiency of US Banks," **Economics Letters**, Vol.28, 1988, pp.169-175; (5) Ferrier, G.D. ve C.A.K. Lovell, "Measuring cost efficiency in banking: econometric and linear programming evidence," **Journal of Econometrics**, Vol.46, 1990, pp.229-245; (6) Elyasiani, E. ve S. Mehdiian, "Efficiency in the commercial banking industry, a production frontier approach," **Applied Economics**, Vol.22, 1990, pp.539-551; (7) Thompson, R.G., P.S. Dharmapala, D.B. Humphrey, W.M. Taylor ve R.M. Thrall, "Computing DEA/AR efficiency and profit ratio measures with an illustrative bank application," **Annals of Operations Research**, Vol.68, 1996, pp.303-327; (8) Charnes, A., W.W. Cooper ve Z.M. Huang, "Polyhedral cone-ratio DEA models with an illustrative application to large commercial banks," **Journal of Econometric**, Vol.46, 1990, pp.73-91; (9) Tatje, E.G. ve C.A.K. Lovell, "The sources of productivity change in Spanish banking," **European Journal of Operational Research**, Vol.98, 1997, pp.364-380.

Tablo Ek 4: Türk Bankacılık Endüstrisi Temelli Etkinlik Çalışmaları

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Yöntem ve Analiz Dönemi	Girdiler	Çıktılar	Sonuçlar
M. Mercan ve R. Yolalan (2000)	DEA (1989-1998)	<ul style="list-style-type: none">Personel giderleri/toplam aktifler,Toplam giderler/toplam gelirler	<ul style="list-style-type: none">Portföy/toplam aktifler,(Özkaynak+net kar)/toplam pasifler,Ortalama özkaynak karlılığı	Düşük etkinlik seviyesinde (ortalama yüzde 25-40)
N. Bozdağ, Ş. Altan ve M. Atan, (2001)	DEA (2000)	<ul style="list-style-type: none">Sermaye yeterliliği standart rasyosu,Toplam krediler/toplam aktifler,Likit aktifler/toplam aktifler,Takipteki krediler/toplam krediler,Duran aktifler/toplam aktiflerLikit aktifler/(mevduat+mevduat dışı kaynaklar)	<ul style="list-style-type: none">Net dönem karı/ortalama toplam aktifler,Net dönem karı/ortalama özkaynaklarNet dönem karı/ortalama ödenmiş sermaye	Sekiz banka etkin olduğu, 13 bankanın ise etkin çalışmadığı tespit edilmiş ve etkin olmadığı görülen
M. Atan (2003)	DEA (1999-2001)	<ul style="list-style-type: none">Mevduat,Mevduat dışı kaynaklar,Özkaynaklar,Faiz giderleri,Faiz dışı giderler,Şube ve personel sayısı	<ul style="list-style-type: none">Toplam krediler	Sektörde faaliyet gösteren bankalar arasında aktif büyüklüğü yüksek olan bankaların daha etkin olduğu sonucunu ulaşılmıştır
M. Atan, G. Karpat Çatalbaş (2005)	DEA ve Tobit regresyon (2002 Aralık ile 2004 Eylül)	<ul style="list-style-type: none">Toplam aktifler,Toplam mevduat,Toplam özkaynaklar,Ödenmiş sermaye,Bilanço dışı yükümlülükler,Şube sayısı ve personel sayısı	<ul style="list-style-type: none">Toplam krediler	Toplam aktiflerin teknik etkinlik üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, sermaye yeterliliği rasyosunun ise negatif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur.
A. Eleren ve E. Özgür (2006)	DEA (2001-2005)	<ul style="list-style-type: none">MevduatFaiz giderleri	<ul style="list-style-type: none">KrediFaiz gelirleri	Analize konu bankaların istikrarlı bir etkinlik seviyesine sahip olmadığı görülmüştür.
Y.B. Önal, N.C. Sevimeser (2006)	DEA (1980-2004)	<ul style="list-style-type: none">Mevduat,Faiz giderleri	<ul style="list-style-type: none">Krediler,Faiz gelirleriFaiz dışı gelirler	Türk Bankacılık Endüstrisinin etkinliğinin yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak istikrarsız bir seyir izlediği gözlemlenmiştir.

(10) Zaim, O. "The effect of financial liberalization on the efficiency of Turkish commercial banks," **Applied Financial Economics**, Vol.5, 1995, pp257-264; olarak belirtilebilir.

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Yöntem ve Analiz Dönemi	Girdiler	Çıktılar	Sonuçlar
		<ul style="list-style-type: none"> Faiz dışı giderler 		
Mercan, Reisman, Yolalan ve Emel (2003)	DEA ve CAMEL (1989-1999)	<ul style="list-style-type: none"> Personel giderleri/ getirili aktifler, Toplam giderler/ toplam gelir 	<ul style="list-style-type: none"> Getirili aktifler/ toplam aktifler, Özsermaye+ net kar/toplam psfler, Özsermaye karlılığı 	Türk bankacılık endüstrisinin performansı 1993'e kadar artmış ve ondan sonra da gerilemeye başlamıştır.
Işık ve Hassan(2003)	DEA (1980-1990)	<ul style="list-style-type: none"> Personel sayısı, Sabit aktiflerin Gayrimenkullerin defter değeri, Mevduat Mevduat dışı fonlar 	<ul style="list-style-type: none"> Kısa vadeli krediler, Uzun vadeli krediler, Bilânço dışı kalemler Diğer getirili aktifler 	Tüm bankaların performansları dereülasyondan sonra büyük gelişme göstermiştir, ancak teknolojileri beklenen ilerlemeyi gerçekleştirememiştir.
Kasman ve Kasman (2003)	Fourier-Flexible maliyet fonksiyonunu (1989-1999)	<ul style="list-style-type: none"> Emek fiyatı Sermaye fiyatı Fon fiyatı Şube sayısı Toplam maliyetler 	<ul style="list-style-type: none"> Toplam kredier Menkul kıymet cüzdanı Toplam gelir Toplam aktifler 	1995-1998 yılları arasındaki ortalama maliyet etkinliğinin arttığı ancak, ABD ve Avrupa'da faaliyette bulunan ticari bankalarla karşılaştırıldığında daha az etkin olduğu bulunmuştur
Kasman (2002)	Fourier-Flexible maliyet fonksiyonunu (1988-1998)	<ul style="list-style-type: none"> Toplam borçlar Emek Sermaye Şube sayısı Proxy değişken olarak teknoloji indeksi 	<ul style="list-style-type: none"> Kısa dönem krediler Uzun dönem ve özel krediler Menkul kıymetler 	Ortalama etkinlik değeri yüzde 23.6 bulunmuştur.
Afşar (2008)	DEA (2002-2007)	<ul style="list-style-type: none"> Yabancı Kaynaklar Özkaynaklar Faiz ve Komisyon Giderleri 	<ul style="list-style-type: none"> Faiz Getirici Aktifler Faiz ve Komisyon Gelirleri 	Ortalama etkinlik değeri yüzde 90 bulunmuştur.
Kök vd. (2010)	DEA (2005:IV-2009:III)	<ul style="list-style-type: none"> Şube Sayısı Personel Sayısı Sermaye Toplam Aktifler 	<ul style="list-style-type: none"> Toplam Mevduat Toplam Kredi 	2008 finansal kriz sonrası dönemde bankaların etkinlik düzeylerinin düşme eğilimi gösterdikleri bulunmuştur.

Kaynak: Bu çalışma için tarafımızdan düzenlenmiştir

EK 5: Anket Metodoloji ve Anket Soru Formu

Anket Formu, literatürde konuyla ilgili araştırmalar referans alınarak hazırlanmıştır. Anket formunun hazırlanmasında referans alınan tematik alanlar ve literatür aşağıda özetlenmiştir

1. Girişimcilik Oryantasyonu (Kurumsal Girişimcilik): Kurumsal girişimcilik genel kabul görmüş şekliyle, performans ve büyüme amacıyla çevredeki fırsatları değerlendirerek risk alma, inovasyon, proaktivite ve agresif rekabetçiliğe yönelik işletme düzeyindeki eğilim ve davranışların bütünüdür.⁶⁰⁹ Başka bir deyişle, bir işletmenin karar alma biçimlerine, yöntemlerine ve uygulamalarına, temel girişimci özelliklerini sergileyen stratejik oryantasyondur.⁶¹⁰ Bu yaklaşım paralelinde, girişimci örgütler risk alan, yenilikçi ve proaktif olarak görülürken, muhafazakâr firmalar riskten kaçan, daha az yenilikçi ve “bekle ve gör” politikasını izleyen kuruluşlar olarak algılanmaktadır.⁶¹¹

Girişimci işletmeler; risk alarak yenilikler yapan (kurum, ürün/hizmet ve süreç bazlı yenilikler) ve bu yenilikleri mevcut ve potansiyel rakiplerinden daha önce piyasaya sunabilen ve çevredeki fırsatların değerlendirilmesi yolunda da söz konusu rakipleriyle kıran kırana rekabet edebilen firmalardır.⁶¹² Bu stratejik oryantasyon ile birlikte oluşturulabilen girişimci kurum kültürü, mensuplarının bireysel yada takım halinde risk(ler) alarak yeni atılımlarda bulunmasına, yenilikler yapmasına⁶¹³ yeni

⁶⁰⁹ S.A. Zahra, “Environment, Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: A Taxonomic Approach”, **Journal of Business Venturing**, 1993, ss.319–340. D.Miller ve P.H.Friesen, “Strategy-making and environment”. **Strategic Management Journal**, 1983, ss.221-35. D.Miller, “The correlates of entrepreneurship in three types of firms”. **Management Science**, 1983, s.770-791. J.G.Covin and D.P.Slevin, “Juggling Entrepreneurial Style and Organizational Structure-How to Get Your Act Together”, **Sloan Management Review**, Winter, 1990, ss.43-63. G.T. Lumpkin and G.G.Dess, “Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance”, **Academy of Management Review**, 1996, ss.135-172. G.T. Lumpkin and G.G.Dess, “Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: the moderating role of environment ve industry life cycle”. **Journal of Business Venturing**, 2001, ss.429-451.

⁶¹⁰ J.Wiklund and D. Shepherd, “Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach”, **Journal of Business Venturing**, 2005, ss.71-91.

⁶¹¹ Miller, s.777.

⁶¹² Lumpkin and Dess, s.440.

⁶¹³ W.D. Guth and A.Ginsberg, Guest editors’ introduction: “Corporate entrepreneurship”, **Strategic Management Journal**, 1990, ss.5-15.

yetenekler kazanmasına böylece hem bireysel hem takım hem de işletme performansı artışına⁶¹⁴ bunun doğal bir sonucu olarak da rekabette sürekliliğe fayda ve katkı sağlayacaktır.⁶¹⁵

Kurumsal girişimcilik genel anlamda üzerinde anlaşılmış bulunan üç temel unsurdan oluşmaktadır; (1) inovasyon, (2) risk alma ve (3) proaktivite.⁶¹⁶ Zira, gelişen literatür derinlemesine analiz edildiğinde de kurumsal girişimcilik genel olarak inovasyon, risk alma ve proaktivite eğilimlerinin toplamı olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu bulguların yanında, Lumpkin ve Dess'in (1996 ve 2001) iki çalışmasında agresif rekabetçiliğin kurumsal girişimciliğin bir başka önemli bir unsuru olduğu ve gelişen yazına bu yeni bileşenin ilave edilmesi gerekliliği açıkça ortaya konulmuştur. Bu bağlamda, işletme çalışanları ve yönetimi ile kurumsal bir bütünlük içinde inovasyon, risk alma, proaktivite ve agresif rekabetçilik eğilimleri kurumsal girişimciliğin toplam bileşenleri olarak karşımıza çıkmaktadır.⁶¹⁷

Bu bağlamda kurumsal girişimciliği ölçmek amacıyla Khandwalla (1977)⁶¹⁸ tarafından temelleri atılan ölçek, Miller ve Friesen (1982)⁶¹⁹ tarafından geliştirilmiş ve Covin ve Slevin (1989)⁶²⁰ tarafından son haline getirilmiştir. Miller ve Friesen tarafından ortaya atıldığı haliyle ölçek birbirine bağımlı risk alma, yenilikçilik, ve proaktiflik boyutlarından oluşmaktadır. Ölçek halihazırda firma düzeyinde girişimciliği ölçmek için kullanılan başlıca ölçektir. 2006 yılı sonu itibariyle yazar, firma seviyesinde girişimcilik alanında yapılmış 41 görgül çalışmanın 31'inde ölçeğin

⁶¹⁴ G.T. Lumpkin and G.G.Dess, "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", **Academy of Management Review**, 1996, ss.135-172.

⁶¹⁵ S.A.Zahra, "Predictors And Financial Outcomes Of Corporate Entrepreneurship: An Exploratory Study", **Journal of Business Venturing**, 1991, ss. 259–285.

⁶¹⁶ Daha geniş bilgi için bkz. Bulut, Fiş ve Aktan, Yılmaz, "Kurumsal Girişimcilik: Kavramsal Yapı Üzerine Bir Tartışma", **Journal of Yasar University**, 2008, www.yasar.edu.tr. (20 Şubat 2010).; S.A. Zahra, "Environment, corporate entrepreneurship, and financial performance: A taxonomic approach", **Journal of Business Venturing**, 8, 1993, ss. 319–340. R.D.Hisrich "Intrapreneurship Modeling In Transition Economies: A Comparison of Slovenia and The United States", **Journal of Developmental Entrepreneurship**, 2000, ss.21–40.

⁶¹⁷ Daha geniş bilgi için bkz. Miller, 1983; Covin ve Slevin, 1991; Zahra ve Covin, 1995; Lumpkin ve Dess, 1996; 2001; Zahra, 1991.

⁶¹⁸ P.N. Khandwalla, **The Design of Organizations**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1977.

⁶¹⁹ D.Miller and P.H.Friesen, "Innovation in conservative and entrepreneurial firms: two models of strategic momentum", **Strategic Management Journal**, 1982, ss.1-25.

⁶²⁰ J.G.Covin and D.P. Slevin, "Strategic Management of Small Firms in Hostile and Benign Enviroments", **Strategic Management Journal**, 1989, ss.75–87.

bu hali ile kullanıldığını tespit etmiştir. Bu popülaritesine rağmen ölçeğin teorik ve pratik problemleri olduğu da çeşitli araştırmalarda ortaya atılmıştır.⁶²¹ Ayrıca, Lumpkin ve Dess (1996) büyük ilgi ve atıf toplayan çalışmalarında ölçeğin alt boyutlarının birbirinden bağımsız olabilecek olmalarını iddia etmenin yanı sıra rekabetçi agresiflik ve otonomi alt boyutlarının da eklenmesi gerektiğini savunmuşlardır.

2. Kurum İçi Girişimcilik: Yazarlara göre kurum içi girişimcilik, girişimcilik oryantasyonun diğer tüm değişkenlerle bir ilişki halinde eyleme dönüşebilmiş halidir ve bir kuruluşun tüm yenilikçilik, stratejik yenilenme ve yeni iş kurma faaliyetlerinin bütünü⁶²² olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda kurum içi girişimcilik kurum içinde veya dışında yeni bir iş kurma, örgütün tümüne yayılan stratejik bir yenilenme ve yenilikçilik alt boyutlarından oluşmaktadır.⁶²³

Üst Yönetim Desteği: Birçok çalışmada kurum içi girişimciliğin ortaya çıkmasında en önemli içsel faktörlerden birisi olarak üst yönetim desteği gösterilmiştir.⁶²⁴ Çalışmamızda da üst yönetimin kontrolünde ve etki alanındaki değişkenlere eğilinmiştir. Destek, bu süreç için gereken kaynakların ve ödüllendirmenin ayrılması şeklinde incelenmiş olup Hornsby, Kuratko, ve Zahra (2002) tarafından geliştirilip kullanılan dokuz maddelik 5'li Likert tipinde maddeler ile ölçülmüştür. 1'den 5'e eş aralıkla derecelendirilen bu ölçeklerdeki değerlendirme seçenekleri girişimcilik oryantasyonu ölçeğindekiyle aynıdır.

Organizasyon Yapısı: Üst yönetim desteği ile beraber kuruluşun organizasyon yapısı kurum içi girişimciliği etkileyen en önemli içsel faktörlerden bir diğeri olarak öne çıkmış ve birçok benzer araştırmaya konu olmuştur.⁶²⁵ Organik

⁶²¹J.Wiklund, "Entrepreneurial orientation as predictor of performance ve entrepreneurial behavior in small firms—longitudinal evidence", 1998 [(eds.) P. D. Reynolds, W. D. Bygrave, N. M. Carter, S. Menigart, C. M. Mason, and P. P. McDougall, **Frontiers of Entrepreneurship Research**. Wellesley, MA: Babson College.] J.Wiklund, "The sustainability of the entrepreneurial orientation-performance relationship", **Entrepreneurship Theory and Practice**, 1999, ss.37-48.

J.Wiklund and D.Shepherd, "Entrepreneurial orientation and small business performance: A configurational approach", **Journal of Business Venturing**, 2005,ss.71-91. Lumpkin and Dess, ss.135-172.

⁶²² Zahra, 1996, s. 1720

⁶²³ Daha geniş bilgi için bkz: Fiş, Çetindamar, "Girişimcilik Oryantasyonu, Kurum İçi Girişimcilik ve Bağlı Ölçeklerin Türkçe'de Geçerliliği", **XV. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi**, Sakarya Üniversitesi, 25-27 Mayıs 2007, Sakarya, s. 124-132.

⁶²⁴ Hornsby, Kuratko, ve Zahra, 2002; Zahra, 1991

⁶²⁵ D.Miller, "The correlates of entrepreneurship in three types of firms", **Management Science**, 1983, ss.770-791.

yapıların idari akışa getirdikleri esneklik ile yenilikçilik ve dolayısıyla kurum içi girişimciliği tetiklediği iddia edilirken mekanik yapıların tersi özellikleri ile bu durumu zorlaştırdığı tezi ortaya atılmıştır. Bu araştırmada ilk olarak Khandwalla (1977) tarafından geliştirilmiş olan ve Covin ve Slevin (1989) tarafınca kullanılıp daha da geliştirilen yedi maddelik 7'li Likert tipinde iki uçlu maddeler ile ölçülmüştür. 1'den 7'ye eş aralıkla derecelendirilen bu ölçeklerdeki değerlendirme seçenekleri girişimcilik oryantasyonu ölçeğindekiyle aynıdır.

Çevresel Dinamizm ve Rekabetin Şiddeti: İçsel faktörlerin yanında yine onlar kadar önemli olarak çevresel şartların (çevrenin kompleksliği, dinamizmi ve rekabetçiliği) kurum içi girişimcilik faaliyetlerini etkileyen önemli faktörler olduğu birçok araştırmada iddia edilmiş ve gösterilmiştir. Ancak örneklemimiz sadece tek endüstri koluna odaklanmış firmalardan oluşturulduğu için sadece çevrenin dinamizmi ve rekabetçiliği bizim araştırmamıza konu olmuştur. Bu noktada çevrenin dinamizmi Khandwalla (1977)⁶²⁶, ve Yılmaz vd. (2005) tarafından geliştirilen/kullanılan altı maddelik; rekabetçiliği ise Khandwalla (1977) tarafından geliştirilen üç maddelik 7'li Likert tipinde iki uçlu maddeler ile ölçülmüştür. Khandwalla (1977); saldırgan çevrelerin, tehlikeli, stres içeren ve nüfuzlu (baskın) olmasına, saldırgan olmayan çevrelerin ise güvenli, örgüt tarafından kontrol ve maniple edilebilen, zengin fırsatlara sahip, yaşanılabilir, yumuşak olduğuna vurgu yapmaktadır. Bu tanıma dayanarak daha uyumlu ve iyi huylu çevreden saldırgan çevreye gidildikçe kurum daha çok girişimsel davranış göstermelidir. Diğer bir ifade ile diğer kurumlara göre yenilikçi ve yaratıcı davranış gösterebilmelidirler. Pierce ve Delbecq (1977), çevre uyumuna yönelik olarak kurum yapısında ortaya çıkan değişiklikten söz etmektedir. Onlara göre yenilikçi davranış gösterme çevresel belirsizlik, adem-i merkezîyetçilik, farklılaşma ve profesyonelleşme derecesi ile pozitif ilişkilidir. Buna karşılık biçimselleşme bu davranışı negatif yönde etkilemektedir. Siguav ve diğerlerine (2006) göre yenilik yönelimi stratejik, öğrenilen bir felsefe, kurum içinde doğrudan tanımlanan ve yöneltilen öğrenilen fonksiyonel değerlerle ilgilidir. Aslında bu tanım kurumca paylaşılan değerleri, tanımlanmış misyon ve yönelimleri de kapsamaktadır. Başka bir deyişle tüm

⁶²⁶ P.N.Khandwalla, **The Design of Organizations**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1977.

kurumun yeniliğe ilişkin inançlarını ve uygun iklimi kapsamaktadır.

Girişimcilik teorisini içeren bazı çalışmalar da Covin ve Slevin (1989, 1990, 1991) ve Antoncic ve Hisrich (2001, 2003), iç girişimcilik ve girişimcilik duruşu, firma düzeyinde performansı etkileyen faktörleri değerlendirmektedir. Yeni dönem yazında bu faktörler, kurumsal değişkenler, yönetim anlayışı, iç ve dış çevre etmenleri ile tanımlanırken, yine örgüt ve yönetim yazınında yer alan kurum ve çevre uyumuna yönelik geçmiş dönem çalışmaları da, örtük bir biçimde kurum yapısı, çevre, teknoloji, strateji ve performans ilişkilerini sorgulamaktadır. Zdunczyk ve Blenkinsopp (2007), strateji, kurum yapısı, çevrenin belirsizlik derecesi, kurumun öğrenmeye verdiği önem, yeni teknolojiler, kaynak tahsisi politikaları, bireysel davranış karakteristikleri ve grup dinamiği gibi kurumların operasyonel yapılandırılmasının, yenilikçilik ve yaratıcılığı etkileyen boyutlar olarak değerlendirmektedir.

Recep Kök vd. (2008), "Türkiye'de Organize Sanayi Bölgelerinin (OSB) Performans Değerlendirmesi ve Strateji Geliştirme: Alt Bölgeler Arası Karşılaştırma" başlıklı proje kapsamında oluşturdukları Organize Sanayi Bölgelerinin Sorunları ve Çözüm Önerileri Sempozyum Bildirileri kitabında Türkiye'deki OSB'lerin kümelenme analizleri çerçevesinde verimlilik ve etkinlik bağlamı performans değerlendirmelerine dayanan "durum ve çevre analizleri" yapılmıştır. Söz konusu çalışmada anket tekniği yardımıyla, yönetim etkinliği, bireysel girişimcilik, iç girişimcilik, katılımcı girişimcilik, dolayısıyla sinerji etkisi ve yaratıcılık, yenilikçilik, risk alma, Ar-Ge ve ortak Ar-Ge potansiyelleri konusunda değerlendirmeler yapılmış ve alternatif senaryolar geliştirilmiştir. Bu analizler ışığında, anket formu oluşturulurken kitap içinde yer alan birçok bildiriden yararlanıldığı gibi projede uygulanan anket formu referans alınarak proje ekibiyle değerlendirmeler yapılmıştır.

3. Kaynak Tahsis Etkinliği

Mevcut kaynakların en rasyonel biçimde kullanılabilmesi refah düzeyini arttırmanın belirleyici ilk koşuludur. Bu düşünceden hareket eden iktisatçılar, ekonominin performansı ile ilgili karar verme kriterlerini geliştirmek için uzun

zaman çaba harcamış ve çeşitli yöntemler geliştirmişlerdir. Bu yöntemlerden birisi de etkinliktir.⁶²⁷

İktisatçılar etkinlik ölçümünü ekonomide durum tespiti ve projeksiyon yapma amacıyla ele aldıklarında, nihai mal ve hizmetler ile genel refah arasında bir ilişki kurarak iktisadi etkinliği (economic efficiency) bir ekonominin rekabet edebilme gücü olarak değerlendirmişlerdir.⁶²⁸ İktisadi etkinlik, Pareto optimumu ile ilgili koşulları da kapsayan üretim etkinliği ve tahsis etkinliğinden oluşmaktadır. Bundan dolayıdır ki, iktisadi etkinlik kavramı aynı zamanda tahsis etkinliği (allocative efficiency) ve statik etkinlik (static efficiency) olarak da tanımlanmaktadır. Ayrıca bir ekonomide teknik ilerlemenin artması ve ya insan sermayesinin gelişmesinden dolayı ulusal kaynak stokundaki değişim hızı, toplam kalite ve miktar artışına bağlı olarak daha büyük bir toplam refah sağlamanın mümkün olduğu durumlarda ilgili performans ölçümü, dinamik etkinlik (dynamic efficiency) olarak adlandırılmaktadır. İktisadi etkinliğin başarısı ile tam rekabet arasındaki ilişkiye Pareto tarafından dikkat çekilirken böyle bir piyasada oluşmuş denge fiyatı ile firmalara kar, tüketicilere de fayda maksimizasyonu sağlayan optimum dengeye ulaşılacaktır. Yani bir anlamda pareto iktisadi etkinlik koşullarının her biri gerçekleşmiş olacaktır. Ancak eksik rekabet koşullarının varlığı halinde ya da devlet müdahalesinin varlığı durumunda II. Pareto tipi etkinlikten söz edilir. Bu etkinlik doğrudan kaynak tahsisine bağlı olarak ortaya çıkan kişisel çıkarların rekabetçi ürünü değil seçkincilerin regülasyon politikalarıyla oluşmuş belki de tamamen tesadüfi olarak oluşan bir mübadelede etkinliktir.⁶²⁹

İşletme literatüründe ise konuyla ilgili olarak daha farklı yorumlar yapılmaktadır. Örneğin Peter Drucker'e göre yönetim ve organizasyonel alanda etkinlik (efficiency), işlerin doğru yapılması anlamında olup bir yöneticinin performansını ölçme kriterlerinden birisidir. Daha geniş olarak etkinlik, doğru işlerin yapılması şeklinde tanımlanmaktadır. Yani etkinlik bir girdi-çıkıtı mekanizması aracılığı ile işleri doğru yapabilme yeteneğidir. Etkin bir yönetici belli

⁶²⁷ Recep Kök ve Ertuğrul Deliktaş, **Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme Ve Strateji Geliştirme Teknikleri (İş Dünyasından Örneklerle)**, DEÜ İİBF Yayınları İzmir, 2003, s.43.

⁶²⁸ Kök ve Deliktaş, s.44.

⁶²⁹ Kök ve Deliktaş, s.45.

bir çıktıyı elde etmek için girdilerin niteliklerini artırabilen bir yöneticidir. Yani yönetici maliyetleri minimize edip, belli bir amaç için kaynakları etkin kullanabiliyorsa bu yönetici etkin faaliyet gösteriyor demektir. Burada etkinlik aynı zamanda çalışan insanın bir deneyim süreci içinde niteliğinin yükseltilmesi ve geliştirilmesi (yaparak öğrenme) anlamına da gelmektedir. Öte yandan, “etkinlik” objektif yaklaşımları veya bir objektiviteyi başarabilecek yaklaşımları seçme yeteneği anlamına gelmektedir. Bu durumda, iyi bir yönetici, yapılacak doğru iş ve doğru metotları seçebilen kişi demektir.⁶³⁰

Yöneticiler, üretimlerinde en düşük maliyetleri sağlayacak yöntemleri uygulamıyorlarsa, kaynakların israf edilmesi söz konusu olacaktır. En düşük maliyeti sağlayacak yöntemi benimsemekle başka mal veya hizmetlerin üretiminde kullanabilecekleri kaynakları serbest bırakmış olacaklardır. Dolayısıyla, finansal endüstri içinde etkin bir kaynak tahsisi sonucunda işlem maliyetlerini azaltarak yönetim etkinliğinin sağlanmasında üst yönetimin büyük payı vardır. Bu kapsamda, anket uygulamasında yer verdiğimiz kaynak tahsisinde etkinlik ölçeği aşağıda incelenen ampirik ve görgül çalışmalara göre oluşturulmuştur.

N.Meepadung, J.C.S. Tang ve D.B. Khang (2009) tarafından ele alınan çalışmada Tayland bankacılık sektöründe bilgi teknolojilerinin yönetim ve kâr etkinliği üzerinde durulmuştur. Yönetim etkinliği ve kâr etkinliği üzerine modeller geliştirilerek her bir etkinlik modeli için girdi ve çıktılar belirlenmiştir. Yönetim etkinliği modelinde işgücü sayısı, faiz dışı harcamalar, faiz harcamaları, müşteri memnuniyeti-hizmet kalitesi girdi olarak ele alınırken, krediler, poliçe sayısı, işlem sayısı, bilgi teknolojileri, vadeli-vadesiz mevduatlar da çıktı olarak değerlendirilmiştir. Çalışmada iç ve dış hizmet kalitesinin ve müşteri memnuniyetinin belirlenmesi için anket uygulanmıştır. Ankette yönetim etkinliğini belirleme yönelimli sorular her bir faktör altında gruplandırılarak neyi ölçmeye çalışıldığı verilmiştir.

Zijiang Yang (2009) Kanada’da 240 adet şube bankacılığının yönetim etkinliğini DEA yöntemiyle araştırmıştır. Çalışmada dört girdi çok sayıda çıktı

⁶³⁰ Kök ve Deliktaş, s.45-46.

kullanılmıştır. Maria Conceicao, A. Silva Portela, Emmanuel Thanassoulis (2007), tarafından Portekiz’de Bankacılık endüstrisi üzerine yapılan karşılaştırmalı etkinlik analizinde, bankacılık endüstrisinin performansını ölçmeye dönük teknik etkinlik, yönetim etkinliği ve kar etkinliği modelleri geliştirilmiştir. Her bir model için girdi ve çıktılar belirlenerek DEA yöntemiyle etkinlik skorları elde edilmiştir. Karşılaştırmalı olarak verilen skorlar çalışmamız açısından önemli bir referans kaynak oluşturmaktadır.

PricewaterhouseCoopers (PwC) Yönetim Danışmanlığı şirketi Türkiye’deki Mali İşler ve Finans Birimi’nin özellik ve yeteneklerini ortaya koymak amacıyla 2009 yılı içinde “Türkiye’de Mali İşler ve Finans Birimi Etkinliği Araştırması” yapmıştır. Araştırma, Finans Endüstrisi dahil 8 sektördeki 38 şirketin Mali işlerden sorumlu Genel Müdür yardımcılarıyla yüz yüze görüşülerek anket yapılmıştır. Anket, Mali İşler Organizasyonu ve Vizyonu, Karar Destek, Verimlilik, Mevzuata Uyum ve Kontrol konularında sorulan toplam 38 sorudan oluşmuştur. Bu soruların bir kısmı anket çalışmamızın ilgili kısımlarının soru gruplarının oluşturulmasında kullanılmıştır.

E. Duygulu, R. Kök ve N. Şimsek (2008) tarafından “Organize Sanayi Bölgelerinin Sorunları ve Çözüm Önerileri Sempozyum Bildirileri kitabı” kapsamında ele alınan çalışmada kurumların performans ölçümlerinde üç temel yaklaşımdan söz edilmiştir. Bunlar, amaç yaklaşımı, sistem yaklaşımı, ekolojik yaklaşımdır. Bu çerçevede kurumların organizasyonel etkinlik/performansı ele alınmaktadır. Söz konusu çalışmada, Covin ve Slevin’den (1989), yapılan aktarmayla girişimcilik yönelimi ile ilgili üç temel boyut öne sürülmektedir. Bunlar; yenilik, proaktiflik ve risk alma davranışıdır. Kurumsal girişimciliğin yönetim etkinliğine ilişkin bir boyut olduğu da dikkate alındığında bu faktörlerin firma performansında etkili olduğu belirtilmektedir. Nitekim çalışmada, kurumların; örgüt yapıları, yönetsel erke sahip olanların girişim algısı ve piyasa ekseninde kurum performansında etkisi olan faktörlerin incelenmesi amaçlanmıştır.

Allen N. Berger ve Robert DeYoung hazırladıkları workshop’da ABD bankaları üzerinde coğrafi genişlemenin (Büyüme) banka etkinliği üzerindeki

etkisini araştırmışlardır. Maliyet ve kar etkinliğinin modellendiği çalışmada küçük ve büyük banka karşılaştırması yapılmıştır. Allen N. Berger'in David B. Humphrey (1997) ile ele aldığı "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research" başlıklı çalışması da finans endüstrisinde etkinlik üzerine 1997 yılına kadar yapılmış tüm çalışmalar araştırılmıştır. Söz konusu çalışmalara göre, her kurumun Operasyonel yapılandırılması, o kurumun yönetsel uygulamaları, verimliliği, karlılığına ilişkin süreçleri ve muhasebe standartlarının geliştirilmesine yönelik olarak kredi süreçleri, insan kaynakları, ürün fiyatlaması, organizasyon yapısı, teknolojik alt yapısı, mali denetimi, planlaması, risk yönetimi ve hizmetlerin yapısı gibi alanlara ilişkindir. Bu çerçevede, operasyonel etkinliğin artırılması amacıyla, müşteri değerlemesi yapılırken müşterinin mali yapılarına göre kredilendirilmeleri, personel, hizmet ve şube ağlarının etkin hale getirilmesi, araştırma geliştirme ve bilgi sistemlerinin oluşturulması, çağrı ve müşteri hizmetlerinin geliştirilmesi, iç kontrol ve dış denetim uygulamalarına tabi tutulmaları, kamuya geçen bankaların yönetiminin değiştirilmesi veya yeniden yapılandırılması, yönetimi etkin görev ve yetki dağılımına yönelik organizasyon ve rekabetçi şartlarda karlılık ilkesine göre faaliyette bulunmaları sağlanmalıdır.⁶³¹ Operasyonel etkinliğin sağlanmasıyla bankaların karlılığını ve performanslarını arttırmaya yönelik uygulamalar ile faaliyet stratejileri geliştirerek maliyetleri düşürmeye dolayısıyla gelir gider yapısının iyileştirilmesi amaçlanmaktadır.⁶³² İyi yönetim süreci ve yeni yönetim, sorunlu kurumlarda yönetimdeki zaafiyetler nedeniyle kurum yöneticilerinin değiştirilmesi ve daha etkin personel ile operasyonel yapılandırılması sağlandığında kurumların finansal disiplini sağlanabilmektedir.⁶³³ Operasyonel etkinlikte istenilen başarının elde edilebilmesi amacıyla üst yönetim ve personel kalitesinin artırılması, kurum içi eğitim programlarının yapılması, personel planlaması ile aşırı istihdamın önüne geçilmesi gibi operasyonel yapılanmalara gidilebilir. Operasyonel etkinlik kapsamında bir diğer önemli kavram, *twinning*

⁶³¹ Maria Conceição, A. Silva Portela, Emmanuel Thanassoulis, "Comparative efficiency analysis of Portuguese bank branches", **European Journal of Operational Research** 177, 2007, ss.1275–1288, p. 1278.

⁶³² Meepadung Napapan, C.S.John and Do Ba Khang Tang, "Journal of High Technology Management Research", **Journal of High Technology Management Research** 20, 2009, ss.145–152, p. 147.

⁶³³ Ramazan Küçükbaşakçı, **Banka Yeniden Yapılandırma Programları ve Ekonomik Sonuçları**. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Tezi) Ağustos 2004, s. 42.

(eşleştirme) kavramıdır. Kurum faaliyetlerinin geliştirilmesi amacıyla finansal alanda uluslararası olarak tanınmış bir finansal kurumun yurtiçinde finansal yapısı zayıf bir kurumun yeniden yapılandırmasında danışmanlık ve eğitim hususlarında öncülük etmesine ilişkin düzenlemelerdir. Birlikte yönetim süreci ile rekabet, verimlilik ve etkinliğin artabileceği, sonuçta yerel finansal kurumun sisteminin istikrarlı bir yapıya kavuşmasında etkili olabileceği düşünülmektedir.⁶³⁴ Düzenlenen ankette iki temel soru grubu oluşturulmuştur. Bunlar:

I- Kuruma İlişkin Genel Bilgi Yönelimli Soru Grubu

I A – Anket Yapılan Kişiyeye Yönelik Bilgiler

I B – Kurum Hakkında Genel Bilgiler

II- Kurumun Durumunu İyileştirme, Beklentilerini Gerçekleştirme, Kaynak Ve Kurum Performansını Ölçme Yönelimli Soru Grubu

II A - Sistemler Ve Süreçler

II B - Kurum Performansı

II C - Ekonominin Üretim Yönünü Arttırıp Arttırmadığını Ölçme Yönelimli Sorular

II D - Kurumsallaşmanın Etkisini Ölçme Yönelimli Soru Grubu

3. Kurum Yapısının Oluşumunu Ölçme Yönelimli Soru Grubu

4. Devletin Yapmış Olduğu Düzenlemelerin Etkilerini Ölçme Yönelimli Soru Grubu

⁶³⁴ Claudia Dziobek, “Market-Based Policy Instruments for Systemic Bank Restructuring”, **IMF Working Paper**, Ağustos 1998, p.14.

Tablo Ek 5: Anket Soru Formu



**FİNANS ENDÜSTRİSİNDE
KARŞILAŞTIRMALI
ORGANİZASYONEL ETKİNLİK:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**



Değerli Katılımcı,

Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümünde yapılmakta olan “FİNANS ENDÜSTRİSİNDE KARŞILAŞTIRMALI ORGANİZASYONEL ETKİNLİK: TÜRKİYE ÖRNEĞİ” adlı doktora tezi çalışması için hazırlanmış anket aşağıdaki formatıyla yer almaktadır.

Siz Yönetici veya Kurumsal Temsilcilerinin düşünce ve değerlendirmeleri, bu çalışmanın yapılmasına yönelik önemli bir kaynak olacaktır. Aşağıda açıklanan Anket Değerlendirme Ölçeğine göre her anket ifadesi hakkındaki fikrinizi en iyi karşılayan rakam seçeneğini ifadenin yanında verilen değerlendirme kutucukları üzerine işaretleyiniz.

Verdiğiniz yanıtlar kesinlikle gizli tutulacak olup, elde edilecek sonuçlar genel ortalamalar şeklinde değerlendirilecektir. İlginiz için teşekkür eder, başarılar dileriz.

Saygılarımızla,

Prof. Dr. Recep KÖK

Dokuz Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

Araş. Gör. Üzeyir AYDIN

Dokuz Eylül Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi İktisat Bölümü

(BU İLK SAYFADA YER ALAN BİLGİLER İSTEĞE BAĞLI DOLDURULABİLİR)

I – KURUMA İLİŞKİN GENEL BİLGİ YÖNELİMLİ SORU GRUBU

Bu soru grubu her bir kurumun profilini yansıtan genel bilgileri içermektedir. Bu bilgiler Finans Endüstrisi bütünü içerisinde dikkate alınacak ve Türkiye’de Finans Endüstrisine ilişkin karakteristik özelliklerin değerlendirilmesine referans olacaktır.

A – ANKET YAPILAN KİŞİYE YÖNELİK BİLGİLER

1) Adı – Soyadı:

2) Konumu (Birimi / Pozisyonu):

3) Öğrenim Durumu:

İlk-Orta	1	Üniversite	3
Lise	2	Lisansüstü	4

Durumu:

4) Yaşı:.....(Açık olarak yazılacak)

5) Bilinen Yabancı dil/diller:

İngilizce	1	Fransızca	3
Almanca	2	Diğer.....	

B - KURUM HAKKINDA GENEL BİLGİLER

1) Kayıtlı Ünvanı:

2) İletişim Bilgileri

a) Telefonu:()

b) e-posta:

4) Hizmet türü: (Birden Fazla Seçenek İşaretlenebilir)

(1) Para Yaratan Finansal Kurumlar		(2) Banka Dışı Finansal Araçlar	
1	Ticari Banka	1	Kalkınma ve Yatırım Bankaları
2	Özel Finans Kurumları	2	Sigorta Şirketleri
		3	Sosyal Güvenlik Kurumları
		4	Yatırım Ortaklıkları
		5	Yatırım Fonları
		6	Finansman Şirketleri

II- KURUMUN DURUMUNU İYİLEŞTİRME, BEKLENTİLERİNİ GERÇEKLEŞTİRME, KAYNAK KULLANIM VE KURUM PERFORMANSINI ÖLÇME YÖNELİMLİ SORU GRUBU

A - SİSTEMLER VE SÜREÇLER

Finans Endüstrisinde faaliyet yürüten bir kurum olarak aşağıdaki süreçleri hangi düzeyde uyguluyorsunuz?

(1' den 5'e kadar ölçeklendirmede; **(1)Hiç Uygulamıyoruz ve (5) Sürekli Uyguluyoruz**, dikkate alarak cevaplandırınız)

A		1	2	3	4	5	TBE		TSE		TYF	
							\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
1	Finans piyasalarına yönelik sistemli pazar araştırması	1	2	3	4	5	3.8	1.0	3.7	0.9	4.2	0.4
2	Kredi çeşitlendirilmesi, türev işlemler, opsiyon, swap vb. gibi yeni ürün geliştirme çabası	1	2	3	4	5	4.1	0.9	3.2	1.4	2.4	1.4
3	Kurum olarak güçlü ve zayıf yönlerin analizi (SWOT)	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.9	0.9	4.1	0.9
4	Farklılaştırma stratejisi	1	2	3	4	5	3.8	0.8	3.7	1.1	3.9	0.7
5	Kaliteye odaklanma	1	2	3	4	5	4.2	0.8	4.1	0.6	4.1	1.2
6	Ürün satış planlaması	1	2	3	4	5	4.2	0.7	3.9	0.9	3.9	1.1
7	Kritik personelin yedeklenmesi	1	2	3	4	5	3.9	1.1	4.0	0.9	4.4	0.8
8	Yıllık plan ve bütçeleme	1	2	3	4	5	4.4	0.8	4.1	1.0	4.6	0.5
9	Ürün bazında maliyet – getiri analizi	1	2	3	4	5	4.2	0.8	3.9	0.9	4.2	0.4
10	Denetim kalitesi	1	2	3	4	5	4.1	0.8	4.4	0.6	4.1	1.0
11	İç kontrol ve iç denetim	1	2	3	4	5	4.2	0.8	4.5	0.6	4.4	0.5
12	Eğitim ve geliştirme uygulamaları	1	2	3	4	5	4.1	1.0	3.8	1.0	4.5	1.0
13	Müşteri talep tahmin tabloları	1	2	3	4	5	3.9	1.0	3.6	1.1	3.9	1.1
14	Periyodik müşteri memnuniyeti ölçümü	1	2	3	4	5	3.8	1.1	3.6	1.3	3.5	1.6
15	Çalışanların periyodik memnuniyet ölçümü	1	2	3	4	5	3.7	1.1	3.4	1.4	3.5	1.4

\bar{X} : Ortalama σ : Standart Sapma

B - KURUM PERFORMANSI

Son iki yılda elde ettiğiniz sonuçlara göre yapılan değerlendirmelerde aşağıdaki ölçeği dikkate alarak cevaplandırınız.

(1) Çok düşük (Azalıyor) (2) Düşük (3) Durağan (4) Yüksek (5) Çok yüksek (Artıyor)

B1		1	2	3	4	5	TBE		TSE		TYF	
							\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
16	Müşteri memnuniyeti	1	2	3	4	5	4.0	0.8	3.9	0.7	4.0	1.2
17	Müşteri sayısı	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.8	0.7	3.8	1.3
18	Toplam finansal yükümlülükler	1	2	3	4	5	3.9	1.0	3.6	1.1	3.9	1.1
19	Ürün başına getiri	1	2	3	4	5	3.7	0.9	3.7	0.7	3.7	0.9
20	Personel etkin kullanımı	1	2	3	4	5	4.1	0.9	4.1	0.7	4.3	0.7
21	Ürün maliyetleri	1	2	3	4	5	3.7	1.0	3.5	0.9	3.6	1.4
22	Ödenen kar payları	1	2	3	4	5	3.3	1.2	3.3	1.0	3.5	1.2
23	Çalışanların morali, doyumları ve kuruluşun amaçlarına bağlılık düzeyi	1	2	3	4	5	3.6	1.0	3.6	1.1	4.1	0.6
24	Finansal gücünüzü destekleme düzeyi (kolay finansal kaynak bulup kullanılabilme)	1	2	3	4	5	4.3	0.6	3.9	0.7	4.0	0.8
25	Kurumunuza iş başvuru sıklığı	1	2	3	4	5	4.3	0.9	4.2	0.9	4.3	0.9
26	Kurumunuzda geçen yıl başarımlar hedeflerine (karlılık vb.) ulaşma düzeyi	1	2	3	4	5	4.4	0.7	4.0	0.6	4.4	0.7
27	Müşteri sayısında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	1	2	3	4	5	4.3	0.7	3.8	0.6	4.2	1.2
28	Firma kârında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	1	2	3	4	5	3.9	0.8	3.6	1.0	4.5	0.7
29	Firmanın pazar payında geçen yıla göre (ya da ortalama) büyüme oranı	1	2	3	4	5	4.0	0.7	3.5	1.1	4.1	0.7
30	Genel olarak firmanın kaynak kullanım açısından performansı	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.8	0.6	3.8	0.6
31	Firmanın ürünlerinin piyasa tarafından kabul görme derecesi	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.9	0.6	3.7	1.2
32	Bilgi teknolojilerini stratejik bir kaynak olarak görme derecesi	1	2	3	4	5	4.1	1.0	4.3	0.7	4.1	1.3
33	Bütüncül bir yaklaşımla rekabet gücünüzü değerlendirme derecesi	1	2	3	4	5	4.0	0.9	4.1	0.8	4.0	1.1
B2	Sadece Bankacılık Sektörünün Cevaplayacağı Soru Grubu											
34	Kredi satışları	1	2	3	4	5	4.2	0.7	-	-	-	-
35	Hazine bonusu, yatırım fonu vb. gibi menkul kıymet satışları	1	2	3	4	5	3.4	1.1	-	-	-	-
36	Bankacılık ve sigortacılık hizmet satışları	1	2	3	4	5	3.6	1.2	-	-	-	-
37	Ürün çeşitliliği (kredi, hizmet, yatırım aracı vb çeşitlilik)	1	2	3	4	5	3.6	1.2	-	-	-	-
38	Aktif getiri oranı (ROA)	1	2	3	4	5	4.5	0.8	-	-	-	-
39	Öz sermaye getiri oranı (ROE)	1	2	3	4	5	4.5	0.8	-	-	-	-
40	2008-2009 Finansal Kriz döneminde faiz politikanızda ölçek yönünden en büyük bankaların kararlarının takip edilme derecesi	1	2	3	4	5	4.2	1.0	-	-	-	-
41	Bankanız bağlı ortaklık ve iştiraklerindeki yabancı sermaye payına bağlı olarak kriz döneminde uğranılan fon kaybının önemi	1	2	3	4	5	3.6	1.1	-	-	-	-
42	Kriz dönemindeki fon kaybının, krizlerin Türkiye Ekonomisi'ne	1	2	3	4	5	3.7	1.0	-	-	-	-

	bulaşması açısından önemi												
43	Krizin olumsuz etkisinden korunmak için kredi alan müşterilerinizden kredileri geri çağırılmış olma ihtimalinin derecesi	1	2	3	4	5	3.2	1.3	-	-	-	-	-
44	Kredilerin geriye çağırılışının müşteri portföyündeki etkisi	1	2	3	4	5	3.1	1.3	-	-	-	-	-
45	BDDK' nın 2001 sonrası düzenlemesine bağlı olarak yabancı ortaklı bankaların kar dağıtımını kısıtlaması sonucu karların özsermayeye eklenmesinin doğurduğu etki	1	2	3	4	5	3.7	0.9	-	-	-	-	-
46	2009 yılı dönem sonunda bankaların yaklaşık 21 milyar TL kar etmiş olmasının yönetiminiz veya ilgili banka yöneticilerinin krizi yönetme başarısı	1	2	3	4	5	4.1	0.8	-	-	-	-	-
47	Kredi alacak portföyünüzü başka bir kuruluşa devretme derecesi	1	2	3	4	5	2.6	1.3	-	-	-	-	-
48	Türk Bankacılık Sektörü'nün, hizmet sektörü olarak yurt dışındaki paydaşlara hizmet satma derecesi (Bankacılık hizmeti dış ticaret ürünü olabilir mi?)	1	2	3	4	5	3.0	1.3	-	-	-	-	-
B3	Bankacılık Sektörü Dışındaki Finansal Sektörün Cevaplayacağı Soru Grubu												
49	Faaliyet alanıyla ilgili ürün satışları	1	2	3	4	5	-	-	3.4	1.0	4.2	1.2	
50	Faaliyet dışı ürün satışları	1	2	3	4	5	-	-	2.6	1.0	2.1	1.4	
51	Ürün çeşitliliği (Türev Finansal Araçlar, Emanet Kıymetler vb. çeşitlilik)	1	2	3	4	5	-	-	3.1	1.0	3.3	1.8	
52	2008-2009 Finansal Kriz döneminde ürün satış politikanızda faaliyet alanınızda ölçek yönünden en büyük şirketin kararlarının takip edilme derecesi	1	2	3	4	5	-	-	3.8	1.0	4.1	1.4	
53	Kriz dönemindeki fon kaybının, krizlerin Türkiye Ekonomisi'ne bulaşması açısından önem derecesi	1	2	3	4	5	-	-	3.5	1.0	3.5	1.8	
54	2009 yılı dönem sonunda kurumunuzun kar – zarar etmiş olmasında yönetiminiz veya ilgili sektör yöneticilerinin krizi yönetme başarısı	1	2	3	4	5	-	-	3.7	0.7	4.0	1.2	
55	Rekabetçi konumuzun güçlendirilmesi açısından kurumunuzun BDDK tarafından denetiminin gerekliliği	1	2	3	4	5	-	-	3.5	1.3	2.2	1.6	
56	Rekabetçi konumuzun güçlendirilmesi açısından kurumunuzun BDDK benzeri bir kurum tarafından denetiminin gerekliliği	1	2	3	4	5	-	-	3.3	1.4	3.5	1.8	

C - EKONOMİNİN ÜRETİM YÖNÜNÜ ARTTIRIP ARTIRMADIĞINI ÖLÇME YÖNELİMLİ SORULAR

Yaşadığınız ortamı ve ülkemizi göz önünde bulundurarak, aşağıda yer alan ifadeler ile ne ölçüde aynı görüşte olup olmadığınızı ölçeği dikkate alarak ve uygun ölçek değerini daire içine alarak belirtiniz.

- (1) Kesinlikle aynı fikirde değilim (2) Aynı fikirde değilim (3) Kararsızım
(4) Aynı fikirdeyim (5) Kesinlikle aynı fikirdeyim

Finansal Kurum Olarak;

C		1	2	3	4	5	TBE		TSE		TYF	
							\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
57	Kendi işlerini kuranlara yardımcı oluruz	1	2	3	4	5	4.1	0.9	3.7	1.3	3.4	1.3
58	Yeni ve küçük işletme kuranlar için her türlü yasal zorunluluk ve düzenlemeyi en aza indirerek kolaylık sağlarız	1	2	3	4	5	4.0	0.8	3.3	1.4	3.2	1.4
59	Yeni bir iş kurmak isteyenlere uygun özel kolaylıklar (kredi kolaylığı, ekonomik fırsatlar, düşük faiz, mali danışmanlık, risk dağıtımı vb. gibi) sağlarız	1	2	3	4	5	4.0	0.8	3.5	1.3	3.2	1.3
60	Yeni iş geliştirilmesine yardımcı oluruz	1	2	3	4	5	4.0	0.8	3.5	1.0	3.6	1.4
61	İşini büyütmek isteyenlere her türlü kolaylığı sağlarız	1	2	3	4	5	4.2	0.7	3.7	1.2	3.6	1.5
62	İş kurarak zarar ettiklerinde zararlarının karşılanmasında yardımcı oluruz	1	2	3	4	5	3.0	1.3	2.9	1.0	3.3	1.8
63	İstikrarsızlık ve belirsizliği azaltmak için her türlü çabayı harcarız	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.8	1.0	3.8	1.0
64	İstendiğinde gerekli olan bilgi teknolojileri transferinde her türlü kolaylığı sağlarız	1	2	3	4	5	3.9	0.9	3.8	1.0	4.0	1.2
65	Yeni fikirlerin işe dönüştürülmesine (hayata geçirilmesine) destek oluruz	1	2	3	4	5	4.1	1.0	3.9	1.2	4.0	1.2

D – KURUMSALLAŞMANIN ETKİSİNİ ÖLÇME YÖNELİMLİ SORU GRUBU

1 – Kurum Yapısının Oluşumunu Ölçme Yönelimli soruları aşağıdaki ölçeğe göre yanıtlayınız.

Lütfen aşağıdaki ölçeği ve kurumunuzu dikkate alarak size en uygun ifadenin hizasındaki kutuyu daire içine alınız.

- (1) Hiç Katılmıyorum (2) Katılmıyorum (3) Kararsızım (4) Katılıyorum
(5) Tamamen Katılıyorum

D1	Organizasyon Yapısı	1	2	3	4	5	TBE		TSE		TYF	
							\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
66	Görevlerin yerine getirilmesini koordine etmek üzere çok sayıda kural ve yöntem hazırlanır	1	2	3	4	5	4.2	0.9	4.2	0.9	4.5	0.5
67	Bu kural ve yöntemlerle kurumdaki faaliyetlerin nasıl kontrol ve koordine edileceği kesinlikle belirlenir	1	2	3	4	5	4.0	0.8	4.1	0.8	4.6	0.5
68	Bu kural ve yöntemler kurumda titizlikle izlenir	1	2	3	4	5	4.1	0.8	4.1	1.1	4.4	0.7
69	Bu kural ve yöntemler yazılı bülten, yönerge ve raporlar biçiminde dağıtılır	1	2	3	4	5	4.2	0.8	4.2	0.9	4.8	0.4
70	Kurumda size doğrudan rapor veren astlarınız bir başkasının görevini yapabilir	1	2	3	4	5	3.4	1.1	3.6	1.0	3.4	1.3
71	Kurumda görevliler birbirlerinin görevlerini yapmak üzere çok sık yeri değiştirilir	1	2	3	4	5	2.7	1.2	2.7	1.3	2.3	1.2
72	Kurumda çalışanlara şimdiki görevleri ile ilgili uzmanlık eğitimi verilir	1	2	3	4	5	4.3	1.0	4.0	0.7	4.5	0.8
73	Kurumda yeni çalışmaya başlayanlara görevleriyle doğrudan ilgili olarak bir oryantasyon (uyum) programı uygulanır	1	2	3	4	5	4.2	1.0	4.0	0.9	4.1	1.1
74	Karar verme yetkisinin olmadığı durumlarda varsa üsttün ya da bağlı olunan bir üst kurumun karar vermesi beklenir	1	2	3	4	5	4.4	0.7	3.9	1.0	4.5	0.7
75	Kurumun faaliyetleri ile ilgili karar almadan önce astlara danışılır	1	2	3	4	5	3.6	1.1	3.4	1.1	3.1	1.2
76	Standart bir yöneticilik tarzının uygulanmasında ısrar edilir	1	2	3	4	5	3.0	1.3	2.6	1.1	2.9	1.5
77	Yöneticilik tarzlarının, geniş bir yelpazede farklılaşmasına izin verilir	1	2	3	4	5	3.8	1.1	3.6	1.4	3.8	0.8
78	İletişim, iyice yapılandırılmış kanallar aracılığıyla yürütülür. Önemli finansal ve operasyonel bilgilere erişim çok sınırlıdır	1	2	3	4	5	3.7	1.2	3.4	0.9	3.9	1.2
79	Karar alma sürecinde, en çok söz hakkının, yönetim kademelerine düşmesine büyük önem verilir	1	2	3	4	5	4.3	0.7	3.7	1.0	3.8	0.6
80	Karar alma sürecinde, hiyerarşik yapıyı ihlal edecek bile olsa, en çok söz hakkının konunun uzmanlarına verilmesine yönelik güçlü bir eğilim vardır	1	2	3	4	5	3.8	1.2	3.7	1.0	3.7	0.7
81	İş koşullarındaki değişimlere uyum sağlayabilmek için, denenmiş ve başarılı olmuş yönetim prensiplerinin uygulanmasına büyük önem verilir	1	2	3	4	5	4.0	0.8	3.8	0.9	4.0	1.1
82	Çalışanların resmi ve belirli iş tanımlarına sıkıca bağlı kalmasına büyük önem verilir	1	2	3	4	5	3.9	1.0	4.0	0.7	4.1	0.9
83	Birçok faaliyet, resmi ve gelişmiş kontrol mekanizmaları ve bilgi sistemleri aracılığıyla denetlenir	1	2	3	4	5	4.3	0.8	3.5	0.8	4.1	0.7
84	Gayri resmi, sıkı olmayan kontrol mekanizmaları hakimdir. Kişisel ilişkiler ve işbirliği normları belirleyici rol oynar	1	2	3	4	5	2.6	1.4	2.8	1.3	3.1	1.4
D2	Üst Yönetim Desteği											
85	Çalışanların, yenilikçi (inovasyon) proje ve fikirlerine mali destek bulabilecekleri farklı seçenekler mevcuttur	1	2	3	4	5	4.1	1.0	3.8	0.8	3.8	1.3
86	İyi bir fikirle gelen çalışanlara, genellikle fikri geliştirmeleri için ihtiyaç duyacakları zaman sağlanır	1	2	3	4	5	4.0	1.1	3.8	0.9	4.0	1.2
87	Çalışanlar, yeni proje fikirleri geliştirebilmek için diğer bölümlerdeki çalışanlarla işbirliğine gitmeleri yönünde cesaretlendirilirler	1	2	3	4	5	4.1	1.0	3.9	0.6	3.9	1.1
88	Yeni ve yenilikçi fikirler, genellikle terfi veya diğer maddi tanıma yöntemleri ile ödüllendirilir	1	2	3	4	5	3.9	1.1	4.2	0.7	4.2	0.9
89	Başarılı yenilikçilik projelerine imza atan çalışanlar, standart ödüllendirme sistematiği dışında da ödüllendirilir	1	2	3	4	5	3.6	1.3	3.4	1.2	3.5	1.4
90	Yenilikçilik ve kurumsal gelişimden sorumlu bölüm veya birimler mevcuttur	1	2	3	4	5	3.9	1.0	3.6	1.2	4.0	1.2
91	Üst (tepe) yönetim, çalışanların öneri ve fikirlerine açıktır	1	2	3	4	5	4.2	1.0	4.0	0.8	4.1	0.9
92	Yöneticiler ve amirler, yaratıcılık ve yenilikçilik teknikleri konularında eğitim alırlar	1	2	3	4	5	4.0	1.1	4.0	1.1	3.9	1.0
D3	Yeni Bir İş Kurma											
93	Yeni iş kollarında farklı şirketler kurulmuş veya mali açıdan desteklenmiştir	1	2	3	4	5	3.6	1.1	3.3	1.4	3.3	1.8
94	Yarı bağımsız ve/veya tam bağımsız alt şirketler/iş birimleri kurulmuştur	1	2	3	4	5	3.5	1.3	3.3	1.4	3.1	1.7
95	Birçok yeni iş koluna girilmiştir	1	2	3	4	5	3.2	1.3	3.1	1.3	2.2	1.1
96	Mevcut iş kolundaki performansını artırmaktansa yeni sektörler girmek tercih edilmiştir	1	2	3	4	5	2.8	1.3	2.4	1.2	3.1	1.5
97	Faaliyet gösterilen sektörden şirket(ler) satın alınmıştır	1	2	3	4	5	3.1	1.4	2.8	1.5	1.6	0.5
98	Farklı sektörlerden şirket(ler) satın alınmıştır	1	2	3	4	5	2.7	1.3	2.6	1.5	2.5	1.6
99	Yurtiçinde yeni pazarlara girilmiştir	1	2	3	4	5	4.0	1.1	3.6	1.5	3.7	1.7

100	Yurtdışında yeni pazarlara girilmiştir	1	2	3	4	5	3.2	1.5	2.9	1.5	2.8	1.8
101	Mevcut pazarlardaki boşluklar bulunmuş ve değerlendirilmiştir	1	2	3	4	5	4.2	0.9	3.8	1.2	4.0	1.4
D4	Stratejik Yenileme											
102	Faaliyet gösterilen iş kollarına ait rekabet stratejileri değiştirilmiştir	1	2	3	4	5	4.1	0.8	3.6	0.9	3.8	1.3
103	Faaliyet gösterilen ve rekabet edilen iş kolları yeniden tanımlanmıştır	1	2	3	4	5	3.9	0.9	3.7	1.2	3.5	1.3
104	İş kollarının verimliliğini arttırmak amacıyla değişik programlar devreye sokulmuştur	1	2	3	4	5	4.0	0.9	3.8	0.9	3.7	1.3
105	Farklı iş kolları arasındaki koordinasyon ve iletişimi arttırmak amacıyla reorganizasyon çalışmasına gidilmiştir	1	2	3	4	5	3.9	0.9	3.7	0.9	4.2	1.2
106	Kar edemeyen bazı iş kollarından çıkılmıştır	1	2	3	4	5	3.2	1.4	3.3	1.3	3.0	1.2
107	Yaratıcılık ve yenilikçiliği tetiklemek amacıyla yenilikçi insan kaynakları uygulamaları devreye sokulmuştur	1	2	3	4	5	4.1	1.2	3.8	1.0	3.6	1.2
108	Yenilikçiliği teşvik etmek amacıyla, organizasyon yapısında önemli değişikliklere gidilmiştir	1	2	3	4	5	4.0	1.1	4.0	1.0	3.8	1.0
109	Sektöre yeni iş kavram ve uygulamalarını getirme konusunda öncü şirket olunmuştur	1	2	3	4	5	3.8	1.1	3.4	1.2	3.4	1.3
D5	Yenilikçilik											
110	Yeni teknolojileri geliştirip pazara sunma konusunda öncü şirket olunmuştur	1	2	3	4	5	3.9	1.2	3.1	1.3	3.0	1.4
111	Yeni ürün/hizmetleri pazara sunma konusunda öncü şirket olunmuştur	1	2	3	4	5	3.7	1.2	3.2	1.4	2.9	1.3
112	Yeni pazarlarda satışa sunmak üzere radikal anlamda yeni ürün/hizmetler yaratılmıştır	1	2	3	4	5	3.6	1.2	3.4	1.1	2.9	1.4
113	Mevcut pazarlarda satışa sunmak üzere radikal anlamda yeni ürün/hizmetler yaratılmıştır	1	2	3	4	5	3.6	1.2	3.6	1.2	3.1	1.5
114	Başlıca rakiplerden çok daha fazla yeni ürün geliştirme stratejileri belirlenmiştir	1	2	3	4	5	3.6	1.3	3.2	1.3	2.9	1.3
115	Ürün odaklı araştırma geliştirme (ARGE) faaliyetlerine sektördeki diğer şirketlerin çok üstünde yatırım yapılmıştır	1	2	3	4	5	3.6	1.3	3.7	1.1	3.0	1.2
116	Süreç (proses) odaklı ARGE faaliyetlerine sektördeki diğer şirketlerin çok üstünde yatırım yapılmıştır	1	2	3	4	5	3.4	1.3	3.6	1.1	3.0	1.4
117	Yeni ve özgün süreçler geliştirmekten ziyade diğer şirketlerin geliştirmiş bulunduğu üretim/hizmet süreç teknolojileri takip edilmiş ve uyarlanmıştır	1	2	3	4	5	3.3	1.4	3.4	1.2	3.0	1.4
D6	Proaktiflik											
118	Çok sık olarak, yeni ürün/hizmetlerin, üretim teknolojilerinin ve idari/teknik yeniliklerin pazara sunulmasında öncü şirket rolü üstlenilir	1	2	3	4	5	3.8	1.2	3.6	1.1	3.3	1.4
119	Genel olarak rakiplerin daha sonra takip edeceği, yeni ve öncü uygulamalar başlatılır	1	2	3	4	5	3.4	1.3	3.0	1.3	3.2	1.4
120	Yeni ürün ve fikirlerin pazara sunumunda büyük oranda rakiplerin önünde, öncü olma eğilimi vardır	1	2	3	4	5	3.8	1.2	3.5	1.2	3.4	1.5
D7	Agresif Rekabetçilik											
121	Hukukun ve kuralların elverdiği ölçüde rakiplerle işbirliği ve "beraber var olma" felsefesi takip edilir	1	2	3	4	5	3.8	1.0	3.3	1.4	3.6	1.4
122	"Rakibi yok et" amacı ile ve çok saldırgan bir tarzda hareket edilir	1	2	3	4	5	2.5	1.4	2.7	1.3	2.5	1.0
123	Rakiplerden iş/müşteri kapmak için özel bir çaba gösterilir	1	2	3	4	5	3.1	1.4	3.2	1.3	2.4	1.1
124	Fazlasıyla rekabetçi ve çok saldırgan davranılır	1	2	3	4	5	2.8	1.4	2.9	1.3	2.2	1.1
125	Pazar payı kapmak ve pazarda bir numara olmak uğruna karlılıktan bile vazgeçilir	1	2	3	4	5	2.6	1.4	2.8	1.3	2.2	0.6
D8	Oryantasyon Yenilikçiliği											
126	Ürün/hizmet bazındaki değişiklikler daha çok ufak çaplı iyileştirmeler şeklinde yapılır	1	2	3	4	5	3.4	1.2	3.2	1.2	3.4	1.3
127	Ürün/hizmet bazındaki değişiklikler genellikle dramatik, büyük çaplı değişimler şeklinde yapılır	1	2	3	4	5	3.1	1.2	3.6	1.0	3.3	1.4
128	Hiç yeni ürün/hizmet pazarlanmamıştır	1	2	3	4	5	2.4	1.4	2.4	1.1	2.3	1.5
129	Çok fazla yeni ürün/hizmet pazarlanmıştır	1	2	3	4	5	3.7	1.2	3.3	1.1	3.6	1.3
130	Üst yönetim, denenmiş ve başarılı olmuş ürün ve hizmetleri pazara sunmayı tercih etmiştir	1	2	3	4	5	3.8	1.1	3.6	1.0	3.6	1.1
131	Üst yönetim, ARGE faaliyetlerine, teknolojik liderliğe ve yenilikçiliğe önem vermeyi tercih etmiştir	1	2	3	4	5	4.0	1.0	3.7	1.1	3.1	1.3
D9	Risk Alma											
132	Üst yönetimin düşük riskli (normal ve kesin geri dönüş oranına sahip) projelere güçlü bir yatkınlığı vardır	1	2	3	4	5	3.7	1.2	3.7	1.2	3.1	1.5
133	Üst yönetimin, yüksek riskli (yüksek geri dönüş oranlarını yakalama şansı bulunan) projelere güçlü bir yatkınlığı vardır	1	2	3	4	5	3.0	1.3	2.9	1.1	3.8	1.4
134	Üst yönetim, en iyi davranış biçiminin, faaliyet gösterdiğimiz çevreyle de ilişkili olarak, küçük ve yavaş adımlarla ilerlemek olduğuna inanır	1	2	3	4	5	3.6	1.3	3.4	1.3	3.1	1.4
135	Üst yönetim, şirket hedeflerine ulaşmak için, faaliyet gösterdiğimiz çevreyle de ilişkili olarak, gözü pek ve uzun vadeli davranışların gerektiğine inanır	1	2	3	4	5	3.9	1.1	3.4	1.0	3.4	1.3
136	Belirsizlik içeren durumlarda karar verilirken, olası yüksek getiriye en üst düzeye çıkarmak amacıyla, cesur ve saldırgan bir tutum takınılır	1	2	3	4	5	3.2	1.4	3.6	1.1	3.4	0.8
D10	Otonomi											
137	Bir yeniliğin (inovasyon) benimsenmesini kolaylaştırmak amacıyla, personel prosedür ve kısıtları devre dışı bırakılabilir	1	2	3	4	5	3.0	1.4	2.8	1.1	2.9	1.7
138	Bir yeniliğe kaynak yaratmak amacıyla, bütçe/harcama prosedür ve	1	2	3	4	5	3.0	1.4	3.1	1.2	2.9	1.3

	kısıtları devre dışı bırakılabilir												
139	Yenilik üstünde çalışanlar, yeniliği geliştirirken standart işletme prosedürlerini devre dışı bırakabilirler	1	2	3	4	5	3.0	1.2	3.1	1.1	2.7	1.7	
140	Yenilik üstünde çalışanlar, yeniliği geliştirirken üstlerine danışmadan karar alabilirler	1	2	3	4	5	2.6	1.5	2.9	1.3	3.0	1.4	
D11	Çevrenin Rekabetçiliği												
141	Rekabetin şiddetli olduğu, titizlik gerektiren, çok stresli ve saldırgan bir çevre	1	2	3	4	5	4.2	1.0	4.1	0.7	4.0	1.3	
142	Kontrol edebildiğimiz ve hatta kendi çıkarlarımıza uygun olarak yönlendirebildiğimiz bir çevre	1	2	3	4	5	2.4	1.3	2.3	1.1	2.2	1.0	
143	Varlığımıza yönelik tehditler içermeyen, güvenli, iyi performansın sürdürülmesine uygun bir çevre	1	2	3	4	5	2.6	1.4	2.3	1.1	3.0	1.3	
D12	Çevrenin Dinamizmi												
144	Rakiplerin davranışlarını tahmin edebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre	1	2	3	4	5	3.7	1.1	3.4	1.2	3.7	1.2	
145	Müşteri gereksinim ve tercihlerini tahmin edebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre	1	2	3	4	5	3.6	1.2	3.3	1.2	3.6	1.0	
146	Tahmin edilebilir nitelikte olmayan, değişimleri yönünü ve doğasını öngörebilmenin oldukça zor olduğu bir çevre	1	2	3	4	5	3.6	1.2	3.4	0.9	3.7	1.3	
147	Mevcut pazarların hızla genişlediği ve yenilerinin hızla ortaya çıktığı bir çevre	1	2	3	4	5	4.0	0.9	3.7	0.8	3.6	1.2	
148	Yeni teknolojik gelişmelerin hızla devreye girdiği, teknoloji değişim hızının çok yüksek olduğu bir çevre	1	2	3	4	5	4.2	0.9	3.8	1.1	4.1	1.3	
149	Ürünlerin, hızla demode olup, popülerliğini kaybettiği bir çevre	1	2	3	4	5	3.2	1.3	2.9	1.3	2.9	1.4	

2 – Devletin Yapmış Olduğu Düzenlemelerin Etkilerini Ölçme Yönelimli Soru Grubu

(1) Hiç Katılmıyorum (2) Katılmıyorum (3) Kararsızım (4) Katılıyorum
(5) Tamamen Katılıyorum

		1	2	3	4	5	TBE		TSE		TYF	
							\bar{X}	σ	\bar{X}	σ	\bar{X}	σ
150	Kaynak kullanım maliyetini etkiler	1	2	3	4	5	4.2	0.8	4.1	0.8	4.0	0.9
151	Riskler eşit paylaşılır	1	2	3	4	5	3.0	1.0	3.2	1.0	3.4	1.3
152	Yeni ürün geliştirme stratejilerini belirler	1	2	3	4	5	3.3	1.2	3.7	1.0	3.9	1.1
153	Devletin uyguladığı düzenleme ve denetleme faaliyetleri işlem maliyetlerini artırır	1	2	3	4	5	4.2	0.9	4.1	1.0	4.1	0.9
154	Vergi düzenlemeleri ürün getirileri üzerinde risk yaratır	1	2	3	4	5	4.2	0.8	3.9	0.9	4.2	0.9
155	Basel II'nin kaynak maliyeti ve kullanılan kaynağın maliyeti üzerine etkisi yüksektir	1	2	3	4	5	3.9	1.0	4.1	0.6	3.9	0.9
156	Sürekli değişen mali mevzuata uyum sağlamak zordur	1	2	3	4	5	4.2	1.0	4.2	0.7	4.1	1.0

\bar{X} : Ortalama σ : Standart Sapma