

İMTİYAZ SAHİPLERİ:

Maliye Finans Yazıları
Yayıncılık Limited Şirketi Adına

Türkiye Finans Yöneticileri
Vakfı Başkanı
Tevfik ALTINOK

Türkiye Ekonomik ve Mali
Araştırmalar Vakfı Başkanı
Tevfik ALTINOK

EDİTÖR:

Doç. Dr. M. Hasan EKEN

YAYIN KURULU:

- Prof. Dr. Sudi APAK
- Prof. Dr. Niyazi BERK
- Dr. Serkan ÇANKAYA
- Doç. Dr. M. Hasan EKEN
- Prof. Dr. Gürbüz GÖKÇEN
- Dr. Nebil İLSEVEN
- Bülent ŞENVER
- Tuğrul Bilen ÜNAL

YAZI İŞLERİ MÜDÜRLERİ:

M. Ferhan KAPTAN Sacit AKDEMİR

İLETİŞİM:

İsmail Paşa Sokak No:47 34718
Koşuyolu – İstanbul Tel: 0216 428 78 58 Fax: 0216 428 78 68
E-Mail: maliyefinans@finanskulup.org.tr

Yıl: 26 Sayı: 94

Yayın Türü: Yerel Süreli Yayın

Basım Tarihi: Ocak 2012

Basım Yeri: Der Yayınevi

Molla Fenari Sok. No: 28/A Derhan
Eminönü/İstanbul

BİLİM KURULU:

- Prof.Dr. Emre ALKİN
- Prof.Dr. Osman ALTUĞ
- Prof.Dr. Başak ATAMAN
- Prof.Dr. Sudi APAK
- Prof.Dr. Doğan ARGUN
- Doç.Dr. Hakan AYGÖREN
- Doç.Dr. Hasan Fehmi BAKLACI
- Prof.Dr. Niyazi BERK
- Prof.Dr. Fahir BİLGİNOĞLU
- Prof.Dr. Cemal ÇAKICI
- Dr. Serkan ÇANKAYA
- Prof.Dr. Nurhan DAVUTYAN
- Prof.Dr. Salih DÜREK
- Dr. Mahfi EĞİLMEZ
- Doç.Dr. Hasan EKEN
- Prof.Dr. Ümit EROL
- Prof.Dr. Umberto FİLOTTO
- Prof.Dr. Gürbüz GÖKÇEN
- Dr. Önder HALİSDEMİR
- Dr. Nebil İLSEVEN
- Prof.Dr. Haluk KABAALIOĞLU
- Doç.Dr. Ali İhsan KARACAN
- Dr. Ekrem KESKİN
- Doç.Dr. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN
- Prof.Dr. Ömer LALİK
- Prof.Dr. Muhsin MENGÜTÜRK
- Prof.Dr. Mehmet ÖZKAN
- Prof.Dr. Shahrokh M. SAUDAGARAN
- Prof.Dr. Orhan ŞENER
- Prof.Dr. Enar TUNÇ
- Prof.Dr. İlter TURAN
- Prof.Dr. Veysel ULUSOY
- Prof.Dr. Targan ÜNAL
- Dr. Halil YOLCU

DANIŞMA KURULU:

- Prof.Dr. Erişah ARICAN
- Prof.Dr. Mustafa AYSAN
- Tayfun BAYAZIT
- Bülent ÇORAPÇI
- Selçuk DEMİRALP
- Ömer L.DİNLER
- Pinar ECZACIBAŞI
- Bedii ENSARI
- Orhan EMİRDAĞ
- Sedat ERATALAR
- Özen GÖKSEL
- Özer GÜNEY
- Çetin HACALOĞLU
- Fethi HİNGİNAR
- Muharrem KARSLI
- Berra KILIÇ
- Zafer KURTUL
- Mete MELEKSOY
- Adnan NAS
- Ergun ÖZEN
- Tanju POLATKAN
- Arzuhan DOĞAN YALÇINDAĞ
- Neslihan TOMBUL
- Berna ÜLMAN
- Tuğrul Bilen ÜNAL
- Dr. Turgut TELMAN
- Tezcan YARAMANCI
- İbrahim YAYCIOĞLU

* Kurullar soyadı harf sırasına göre.

YAYIN POLİTİKASI

1. Dergi, Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı (Finans Kulüp) ile Türkiye Ekonomik ve Mali Araştırmalar Vakfı (TEMAR)'nın bilimsel mesleki yayın organıdır. **Maliye ve Finans Yazıları** ilk sayısı Haziran 1986 da yayınlanan Maliye Yazıları Dergisi'nin devamıdır.
2. **Maliye ve Finans Yazıları** Ekonomi, Maliye ve Finans konularında yayınlanan hakemli bir dergidir.
3. **Maliye ve Finans Yazıları** in temel yayın politikası, literatüre belirli katkısı olan, özgün araştırma niteliği taşıyan ve uygulamada ortaya çıkan sorunlara ilişkin çözüm önerileri içeren makale, yazı ve çevirileri yayınlamaktır.
4. **Maliye ve Finans Yazıları** dergisi üç ayda bir olmak üzere yılda dört kez yayınlanır.
5. Dergide yayınlanmak üzere gönderilen yazılar akademik hakem kurulu'nda yazı konusunda uzman iki hakem tarafından isim kapalı olarak incelenir. Hakemler yazı sahibinden düzeltme talep ettiklerinde, hakemlerin istedikleri düzeltmeler yapılmadan yazılar yayına kabul edilmez.
6. Basımına karar verilenler için yazarına kabul yazısı ile bilgilendirme yapılır. Yayına kabul edilmeyen yazılar yazar/yazarlara bildirilir, ancak iade edilmez.
7. Dergide yayınlanacak yazıların tam metin olarak başka bir dergide yayınlanmamış olması esastır.
8. Yazılar yayınlanmadan önce matbaa provası yazarlara gönderilir. Makale içinde dergide basıldığı haliyle görülen hataların sorumluluğu yazar/yazarlara aittir. Yayınlanmasına karar verilen makaleler üzerinde yazarlarca herhangi bir eklenti yapılamaz.
9. Dergiye gönderilen yazılarda **Türk Dil Kurumu İmla ve Yazım** esasları gözetilmelidir.

İÇİNDEKİLER

EDİTÖRDEN 7

GÜNCEL

HIRSIZ BARONLARDAN ÇAĞDAŞ
İŞADAMLARINA DÖNÜŞÜM

Ali TARHAN 9

2011'i GERİDE BIRAKIRKEN FİNANSAL
KRİZ, AB ve TÜRKİYE

C. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN 23

MAKALELER

HİSSE SENETLERİNDE AÇIĞA SATIŞ İŞLEMİNİN ALTERNATİFİ
OLARAK OPSİYON SÖZLEŞMELERİNİN KULLANIMI VE TÜRK
SERMAYE PİYASASI İÇİN ÖNERİLER

Mine AKSOY - Engin KURUN 43

BANKACILIK KRİZLERİNİN YÖNETİMİ

Hicabi ERSOY 69

KOİNTEGRASYON VE DETERMİNİSTİK YAYILMA BAZLI
HİSSE SENEDİ ÇİFTLERİ AL SAT STRATEJİSİ

Mehmet HORASANLI - Alper ÖZDAMAR 97

EKONOMİK GÖSTERGELER 119

===== Editörden =====

Değerli okuyucular,

Dergimizin bu sayısında, gerek akademisyenlerden ve gerekse teknokratlardan gelen ve yayınlanmak üzere kabul edilen eserlerin ikisi güncel bölümde üç tanesi ise makaleler bölümünde yer almaktadır.

Güncel bölümde yer alan eserlerin ilkinde Amerika'da ortaya çıkan "hırsız baronlar" olarak adlandırılan büyük işadamlarının yönetim ilkelerinin günümüzde ne denli geçerli olup olmadıkları sorgulanmaktadır. İkinci çalışmada ise yaşanan Global Finans Krizi Türkiye ve Avrupa Birliği ekseninde değerlendirilmektedir,

Makaleler bölümünde üç eser yer almaktadır. Birincisinde açığa satış işlemi ve onun alternatifi olabilecek opsiyon sözleşmesi kullanımını Türk Sermaye Piyasası kapsamında karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir.

İkinci çalışmada ise finansal krizlerin nedenleri bankacılık kapsamında ele alınarak incelenmektedir. Üçüncü ve son makalede ise hisse senedi çiftleri al sat stratejisi olarak bilinen yöntem İstanbul Menkul Kıymetler Borsası verileriyle test edilmektedir. Elde edilen sonuçlar stratejinin endeks üstü getiri sağladığına işaret etmektedir.

Dergimizin gerek akademik camiada ve gerekse finans sektöründe bilinirliği ve saygınlığının giderek arttığı bu günlerde, akademisyenlere ve sektör profesyonellerine makale ve çalışmalarını dergimize göndermek üzere çağrıda bulunurken, bu sayının yayına hazırlanmasında emeği geçen herkese teşekkür eder, tüm okuyucularımıza selam ve saygılarımı sunarım.

Doç. Dr. Mehmet Hasan EKEN

HIRSIZ BARONLARDAN ÇAĞDAŞ İŞADAMLARINA DÖNÜŞÜM

Ali Tarhan¹

Öz

Bu çalışmanın çerçevesini ABD'nin yaldızlı Çağ'ında ortaya çıkan ve "hırsız baronlar" olarak adlandırılan büyük işadamlarının Makyavelci bir yaklaşımla analizi oluşturmaktadır. Çalışmanın amacı söz konusu işadamlarına ait yönetim ilkelerinin günümüzde ne denli geçerli olup olmadıklarını sorgulamaktır. Bu amaçla, önemli hırsız baronlar ve çalışma yöntemleri üzerine verilen bilgilerin ardından Makyavelli'nin yönetim felsefesinin anlatımına geçilmektedir. Çalışma bir değerlendirme bölümüyle son bulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Hırsız baronlar, Makyavelli, yönetim, piyasalar.

Abstract:

The framework of this study consists of a Machiavellian analysis of the Gilded Age's robber barons. The aim of this study is to investigate the validity of the management principles of these barons in the present day. In order to begin to discussion, first the information on these barons' management methods is given. A narrative of Machiavellian management philosophy follows these explanations. The study ends with an assessment.

¹ Dr., Uzman, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi, Ankara, ali.tarhan@tcmb.gov.tr, alitarhan@gmail.com : Makalede kullanılan veri ve bilgilerden kaynak gösterilerek yararlanılabilir.

Key Words: Robber barons, Machiavelli, management, markets.

1. GİRİŞ

Esneklik ve uyum, lehinde ve aleyhinde hala süren tartışmalara karşın, kapitalist ekonomik sistemin en belirgin iki özelliği olarak öne çıkmaktadır. Kapitalist sistemin değişen koşullara kendine uyduabilmesi bir yandan ülkedeki kurumsal (hukuki, mali, siyasi, toplumsal) yapının bu uyuma elverişli olarak tasarılanmış olmasına diğer yandan ise kapitalist olarak adlandırdığımız girişimcilerin bizzat kendi yapısal özelliklerinin buna uygun olmasına bağlıdır. Kurumsal yapılanmadaki köklü değişikliklerin ancak uzun dönemde mümkün olabildiği göz önüne alındığında kısa ve orta dönem değişikliklerine uyum konusundaki asıl sorumluluğun girişimcilerde olduğu sonucu aksiyomatik olarak çıkarılabilir. Böyle bir yargıya ulaşmanın sonucu olarak kapitalist gelişmedeki kısa dönemli değişimlerin girişimcilerdeki benzer gelişme veya değişikliklerle paralel seyrettiği öngörüsünde de bulunmak mümkündür. Ancak, böyle bir mantık dizini girişimcilerin piyasadaki her gelişmeye hemen adapte oldukları anlamında değil, olamayanların elenip firma veya kurumların adaptasyon yeteneği daha yüksek olanlarla yollarına devam ettikleri, bu olanaktan yoksun kalanların ise piyasadan tamamen silindikleri bir durum şeklinde anlaşılmalıdır.

Günümüzde de kabul görmüş haliyle Polanyi (2001/1944) kapitalist sistemi ekonominin toplumsal varlık içinde gömülmüş halinden kurtulup bağımsız bir piyasa organizasyonuna kavuşması olarak tanımlamaktadır. Bu tanım gereği, çağdaş anlamdaki kapitalist girişimci sosyal ağların içindeki belirsiz bir yerde değil kamusal alanda ve açık bir şekilde var olmaktadır. Bir adım daha ileriye gidilerek, kapitalist girişimcinin içinde çalıştığı ekonomik sistemden, özellikle devlet ve kurumlarının davranışları üzerindeki kısıtlarından, bir ölçüde izole edilerek analiz edilmesiyle sistemin tamamının devinimi hakkında bütüncül ve sürekliliğe sahip bir yargıya varılması da mümkün olabilir. Kuşkusuz kapitalist sistem ve kapitalistin birbirlerinden ayrılmaları kuramsal olarak bile mümkün değildir. Devletin

piyasa düzenleme gücü dikkate alındığında kapitalist girişimcinin üzerindeki kamusal kısıtların ayrıştırılması da eş derecede zor olmaktadır. Özellikle İngiltere ve Kıta Avrupası ülkelerindeki, geçmişte Roma İmparatorluğu'na dek uzatılabilecek, düzenleme ve yasama geleneği ekonomideki kurumların analiz ve açıklamalarını kolaylaştırırken bireysel aktörlerin davranışlarının analizini ise güçleştirmektedir. Buna karşın 1865–1890 yılları arasındaki Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisi ve toplumu bir yandan, Kıta Avrupasının aksine, zayıf bir düzenleme geleneği, yaygın olmayan bir merkezi devlet örgütlenmesi ve sosyal açıdan gelişmiş bir kamusal alan sunmasıyla kapitalist girişimcilerin davranış örüntülerinin analizi açısından önemli bir çalışma alanı sunmaktadır.

Mayhew (1987) ABD'de 1865 yılında iç savaşın sona ermesiyle birlikte ülkede önemli ekonomik, toplumsal ve mali değişimlerle bilimsel alanda bu değişimleri açıklamaya yönelik gereksinimler ortaya çıktığını belirtmektedir. Söz konusu dönemde ABD ekonomisi bir yandan hızlı bir sanayileşme dönemine girerken, diğer yandan da tarımın ülke ekonomisi içindeki göreceli payı giderek azalmaya başlamıştır. Tarımın göreceli payının azalmasıyla birlikte ülkede sanayiye ve kentlere emek akışını temel alan bir toplumsal hareketlilik ve buna bağlı demografik değişim olgularının ortaya çıktığı gözlenmiştir. Bu gelişmenin doğal bir sonucu olarak ülkedeki kent nüfusu tarım nüfusuna oranla hızla artmaya başlamıştır. ABD ekonomisinin 19. yüzyıldaki bu hızlı gelişiminde ekonomik kalkınmaya yardımcı olacak kurumsal etmenlerin de önemli bir rol oynadığı bilinmektedir. ABD'nin bu dönemdeki kurumsal yapısı İngiltere'den ödünç alınan hukuki ve iktisadi kurumların kendi bünyesine adapte edilmesiyle oluşturulmuştur. North (1993)'a göre bu kurumsal yapı uyumlaştırması sürekli olarak, bir yandan arazi sahipliği diğer yandan da mülkiyet haklarına tam bir güvence sağlayarak kapitalist gelişmenin önündeki engelleri kaldırmayı veya en aza indirmeyi hedeflemiştir.

İç savaş sonrası dönemdeki ekonomik gelişmelerin en önemli özelliklerinden biri de dev boyutlarda sermayeye sahip şirket ve finans kurumlarının ortaya çıkmasıdır. Söz konusu finans kurumları veya diğer bir deyimle "yatırım bankaları", ABD ekonomisinin hızlı ve uluslararası rekabetle boy ölçüşebilecek şekilde gelişmesine çok

önemli katkılarda bulunmuşlardır. Bu yatırım bankaları getirdikleri mali yenilikler ve farklı alanlardaki yatırımların doğasına uygun olarak yarattıkları enstrümanlarla her türlü girişimin fonlanması ve özellikle demiryolu ağlarının inşasının finanse edilmesiyle ekonomiye büyük katkılar sağlamışlardır. Ancak, bu önemli dönüşümler denetimsiz bir büyüme ve tekelci eğilimlere sahip çok güçlü ekonomik aktörlerin ortaya çıkmasını da birlikte getirmiştir. 1865–1890 dönemine özgü bu girişimciler rakiplerine ve müşterilerine karşı uyguladıkları acımasız politikalar nedeniyle “hırsız baronlar” (robber barons) ya da sanayi kaptanları olarak adlandırılmıştır². Bu dönemin hırsız baronlarının en tanınmışları arasında Andrew Carnegie, John P. Morgan, Abraham Kuhn, Solomon Loeb, Andrew W. Mellon, John D. Rockefeller ve Cornelius Vanderbilt gibi isimlerin sayılması mümkündür³. Kanel (1985)’e göre bu girişimciler emek piyasasında da giderek artan oranlarda söz sahibi olarak çalışanları üzerinde neredeyse sınırsız tasarruf olanağına kavuşmuşlardır. Hırsız baronlar diğer orta ve küçük boy firmalara karşı giriştikleri mücadelelerle de piyasadaki rekabeti ve küçük işletmeleri yok etmişlerdir. Konumlarını sağlamlaştırmak amacıyla bir yandan gazeteler satın almış ve kadrolarında en ünlü avukatlarla devlet adamlarına yer vermişlerdir⁴. Streeck (2010)’e göre modern kapitalizmin “kazançta herhangi bir normatif veya kültürel sınır bulunmaması” olarak tanımlanabilecek en önemli prensibi bu dönemde kendine kesin bir yer kazanmıştır⁵.

Söz konusu sınır tanımazlık bu dönemde devletin ekonomiye müdahale etmesi gereği ya da en azından ekonomide düzenleyici aktör olarak yer alması görüşlerinin ilk kez önemli oranda taraftar kazanmasına da neden olmuştur. Böylelikle, 19. Yüzyılın ABD’sinde

² Bakınız Bridges (1958) s.1.

³ ABD’nin dünyanın geri kalanından çok daha hızlı bir ekonomik büyüme gösterdiği bu dönem “Yaldızlı Çağ” (Gilded Age) olarak da adlandırılmaktadır.

⁴ Bakınız Mills (2000/1956) s. 95.

⁵ Bu dönem üretim kadar tüketimdeki aşırılıklarla da dikkati çekmektedir. Bu aşırılıklara tepkiler Marksist iktisatçılar kadar liberallerden de gelmiştir. Veblen (1931/1899) bu dönem zenginlerinin tüketim alışkanlıklarının barbarik dönemlerle kıyaslanması gerektiğine dikkati çekmektedir. Veblen’e göre sanayinin kaptanları malları değil karı üretirler ve israf, sömürü, işsizlikle durgunluğun da yaratıcısıdır.

bir yandan çağdaş işadamlarının ilk örnekleri ortaya çıkarken diğer yandan da günümüze dek uzanan ve henüz ortak bir noktada uzlaşamayan “müdahaleci devlet-liberal ekonomi” tartışmaları başlamış bulunmaktadır. 19. Yüzyıl hırsız baronlarının sınır tanımaz ihtirasları, ABD ekonomisindeki zayıf düzenlemeler ve ülkenin gelişmiş piyasaları kapitalist girişimcinin kamusal bir varlık olarak birçok yönden analizini kolaylaştırmaktadır. Bu çalışmada, analizin yalınlığını korumak amacıyla, Neoklasik iktisatın firma ve/veya girişimcinin nihai amacının kar maksimizasyonu olduğu hipotezine sadık kalınmıştır. Bu nedenle çalışma, firma veya girişimcinin amacının ne olduğu değil bu amacın nasıl gerçekleştirildiği üzerine odaklanmıştır. Sözü edilen dönemde kapitalist işadamlarının devletin zayıf olduğu kamusal alanda bağımsız bir güç olarak ortaya çıkmaları varlıklarının yalnız iktisat değil başta siyaset bilimi olmak üzere diğer disiplinlerle de analiz edilmesinin önünü açmıştır. Böyle bir yaklaşımda ise varlıklarını piyasadaki rekabetin yok edilmesine ve bu durumun sürdürülmesine borçlu olan erken dönem kapitalistlerinin, aynı yöntemi ülke yönetimi açısından devlet yöneticileri için savunan Makyavelci görüşle büyük bir paralellik gösterdiği gözlemlenmektedir. Bu nedenle çalışmanın temel alanı 19. Yüzyıl kapitalist girişimcilerinin Makyavelci bir analizidir.

2. HIRSIZ BARONLAR

Piyasada rekabete son verilmesini sağlayan yasal sözleşmeler genellikle kartel ve holding şirketleri şeklinde gerçekleşmektedir. Karteller, birkaç şirketin yasal bağımsızlıklarını kaybetmeksizin piyasa paylaşımı konusunda gerçekleştirdikleri sözleşmeler yoluyla oluşturulmaktadır. Bu tip oluşumlar, 19. Yüzyıl Almanyası dışında, genellikle yasa koyucular tarafından yasaklanmış ya da sıkı kısıtlar altında çalışmaları sağlanmıştır. İkinci modeldeki holding şirketlerinde ise büyük hissedar olan ana şirketin altındaki bağlı şirketler yasal bağımsızlıklarını koruyarak çalışmaktadırlar. Her iki model örgütlenmenin de ortak özellikleri piyasada rekabete son verilmesi ve dolayısıyla karların maksimize edilmesi, piyasaya girişlere izin verilmemesi şeklinde özetlenebilecek teknelci davranışlardır. 19. Yüz-

yılda ABD’de üçüncü bir örgütlenme modeli geliştirilmiştir. “Tröst” olarak tanımlanan bu örgütlenme modelinde şirketlerin yönetimi aslında bu kurumlarda mülkiyete sahip olmayan mutemet veya kayyumlar (trustees)’a devredilmektedir. İlk ortaya çıkışlarından sonra tröstler gelişmelerine devam ederek “oy hakkı tröstleri” (voting trust)’ne evrilmişlerdir. Bu sistemde hissedarlar hisselerini devretmesizin yalnızca bunlara ilişkin oy haklarını kendilerini temsil edecek tröstlere ve mutemetlere devretmektedirler.

ABD tröstlerinin temelini 19. Yüzyılın başından itibaren kurulmaya başlanan sigorta şirketleri oluşturmaktadır. Söz konusu sigorta şirketleri 19. Yüzyılın ortalarında piyasaların hızla gelişmesine ve ellerindeki fonların aynı oranda artmasına paralel olarak kendilerini yatırım bankalarına dönüştürmeye başlamışlardır. Yatırım bankalarına dönüşmelerine karşın, kendileri hakkında herhangi bir düzenleme yapılmadığı için, hem yerel hem de federal yasaların dışında kalarak çalışma ve büyüme olanağı bulmuşlardır⁶. Bu liberal ortam sözü edilen yatırım bankalarının piyasa koşullarına ve gereksinimlerine uygun her türlü finansal enstrümanı serbestçe üretebilmelerine de olanak sağlamıştır. Bu konuda ilk dikkate değer örneği John D. Rockefeller’in kurduğu “Standard Oil” tröstü oluşturmaktadır. Rockefeller, 1872 yılında kurduğu “Standard Oil Company of Ohio” karteli vasıtasıyla ülkedeki rafinerilerin büyük bölümünün kontrolünü eline geçirmiştir. 1879 yılında ise petrol endüstrisine yatırılan sermayenin büyük bir bölümü içlerinde Rockefeller’in da olduğu üç mutemetin kontrolüne geçmiştir. 1882 yılında da “Standard Oil Tröst”ün kurulmasıyla piyasadaki tekelleşme süreci tamamlanmıştır. Standard Oil Trust kırk altı farklı petrol şirketinin hisselerini bu yeni kurulan şirkete devretmesiyle oluşturulmuştur. Yeni kurulan tröst ise başkanlığını Rockefeller’in yaptığı dokuz kişilik bir yönetim kurulu (board of trustees) tarafından yönetilmeye başlanmıştır⁷.

⁶ Yatırım bankalarının bu ayrıcalıkları 2008 krizine dek sürmüştür. Krizle birlikte bazıları, iflastan kurtarmak amacıyla, Federal Reserve Bank ve Federal Deposit Insurance Company denetimine tabi mevduat bankalarına dönüştürülmüştür.

⁷ Bakınız Liefmann (1932) s. 342 – 343.

Dönemin bir diğer önemli hırsız baron ya da sanayi kaptanı Andrew Carnegie (1835 –1919)'dir. Carnegie iş hayatına demiryolu yatırımlarıyla başlamış ardından Avrupa'da yatırım yapmayı planlayan ABD şirketleri adına bono ihracı işine girişmiştir. Ancak, asıl ünü ve servetini 1870 yılında kurduğu "Carnegie Steel Company" ve çelik endüstrisine borçludur. Bu şirket on yıl içinde dünyanın en büyük pik demir, demiryolu rayı ve kok üreten organizasyonuna dönüşmüştür. Carnegie bu aşamadan sonra rakibi "Homestead Steel Works"ü de bünyesine katmış ve giderek büyük bir tekel gücü kazanmıştır. 1901 yılında ise Carnegie ve diğer çelik üreticileri "United States Steel Corporation" (US Steel) çatısı altında birleşerek dünyanın en büyük çelik üreticisine dönüşmüşlerdir. US Steel şirketi 1901 yılı itibarıyla ülke çelik üretiminin %63'ünü elinde bulundurmaktaydı⁸. "Komodor" olarak ünlenen Cornelius Vanderbilt de (1794–1877) önemli sanayi kaptanlarından biridir. Vanderbilt 1831 yılında Hudson nehrinde buharlı gemi işletmeciliğiyle iş hayatına atılmıştır. Aynı yıl Hudson nehrindeki bir başka gemi işleticisi olan Daniel Drew'un rekabetiyle karşılaşmış ancak şirketlerini birleştirerek her iki taraf da rekabetin yıkıcı etkisinin önüne geçmeyi başarmıştır. Vanderbilt 1849 yılında nehir işletmeciliğinden okyanus işletmeciliğine geçmiştir. 1850 yılından itibaren de demiryolu işletmeciliğine başlamıştır.

Andrew W. Mellon (1855–1937) de önemli bir sanayi kaptanı olarak anılmalıdır. İş hayatına babasıyla birlikte 1872 yılında kurduğu bir kereste ve kömür şirketi ile başlamıştır. 1882 yılında ise babasının kurduğu "T. Mellon & Sons" bankasını devralmıştır. Mellon bankayı devralmasıyla birlikte petrol, çelik, gemi inşası ve inşaat türünden büyük yatırımların finansmanına başlamıştır. Mellon'un finanse ettiği alüminyum, kok kömürü ve endüstriyel aşındırıcılar kendi alanlarında dev firmalar oluşturmuştur. Yıldızlı Çağ'ın belki de en önemli finansal aktörü John. P. Morgan (1837–1913)'dir. Morgan finans sektörüne 1857 yılında babasının bankasının Londra şubesinde çalışarak adımını atmıştır. 1858 yılında ise New York'ta "Duncan, Sherman & Company"de çalışmaya başla-

⁸ Bakınız Hobsbawm (1997) s. 43 – 44.

mıştır. 1871 yılında da Philadelphia'lı Drexel ailesiyle birlikte "Drexel, Morgan & Company" oluşturulmuştur. 1893 yılında ortağı Anthony Drexel'in ölümüyle Morgan bankası "J. P. Morgan & Company" adını almıştır. Morgan'ın yarattığı yatırım bankası 1900 yılında dünyanın en büyük finansal kuruluşlarından bir haline gelmiştir. Morgan'ın en önemli başarıları arasında demiryolu şirketlerinin birleştirilmesi sayılabilir. Morgan, 1865–1890 yılları arasında ABD'deki çok sayıda bağımsız firmadan oluşan demiryolu şirketlerinin birleşerek sektörel etkinlik sağlamalarına öncülük etmiştir.

Yatırım ortamını sağlayan hukuksal yapı, anayasa, mahkemeler ve göçmenler gibi kurumsal yapılar Yıldızlı Çağ'ın ekonomik başarılarının temelinde yatmaktadır⁹. Buna karşın Yıldızlı Çağ'ın ekonomi alanındaki ilerlemelerini aynı oranda toplumsal açıdan da kazandığını iddia etmek güçtür. Bu dönem çalışanlar açısından çalışma saatlerinin uzunluğu, çocuk işçiliğinin yaygınlığıyla, iş güvenliği veya emeklilik planlarının bulunmaması ile ön plana çıkmaktadır. Emeklilik hakkı veya kavramının olmaması nedeniyle insanların neredeyse ölene dek çalışmak zorunda kalması ve konutlaşmanın her açıdan yetersizliği de dikkati çekmektedir. Ekonominin büyümesine paralel olarak örgütlü işverenlerin örgütsüz işçileri, özel hayatları dâhil, her alanda baskı ve gözlem altında tutabilmesiyle gelişen toplumsal gerilim de sürekli olarak gündemde kalmıştır¹⁰. Toplum ve ekonomi Darwin (2009/1859)'in paradigmasıyla, sağlıklı ve güçlü olanın yaşamda kalma mücadelesini kazandığı bir alana dönüşmüştür.

Stanfield (1989)'in ortaya koyduğu haliyle bu dönemde malların üretiminden elde edilen haklı kazanç ile para için para kazanma uğraşlarından elde edilen haksız kazanç ayrımı belirginleşmiştir. Bu ayrımın belirginleşmesiyle birlikte yalnızca kar peşinde koşan kesimler bu dönemin önemli iktisatçılarının eleştiri hedefi haline gelmiş-

⁹ Bakınız North (2002) s. 136.

¹⁰ Bu açmaz 19. Yüzyılın sonlarına doğru iyice belirginleşmiştir. Devlet tarafından uygulanması gereken sosyal politikaların yokluğu nedeniyle hırsız baronlar bu kez de kazançlarını filantropik harcamalar olarak topluma geri vermeye yönelmişlerdir. ABD'de günümüzdeki birçok üniversite, müze ve kütüphane söz konusu işadamları tarafından bu dönemde kurulmuştur.

tir¹¹. Trigg (2001)'e göre yaşanan sosyo-ekonomik gelişmelerin bir sonucu olarak, ABD toplumunda bugün de geçerli bir paradigma olan, bireylerin toplumsal statülerinin mal varlıklarına göre tespit edilmesi olgusu bu dönemde kesinlik kazanmıştır. Sadece kar peşinde koşan girişimcilerin karlı bulmadıkları projeleri, toplumsal yarar ne olursa olsun, bloke edebilmeleri de sınırsız liberalizmin çok belirgin bir özelliği olarak ortaya çıkmıştır¹².

Bu dönemde hırsız baronların temel özellikleri kesinlik kazanmıştır. Bridges (1958)'e göre bu özellikler yatırımcı ve müşterileri aldatıp soymak, açgözlülük, birbirleriyle yok edercesine ve amansızca mücadele etmek, tekellilik¹³, fırsatçılık ve acımazsılık olarak sıralanmaktadır.

3. MAKYAVELLİ VE FELSEFİ KATKILARI

Niccolo Makyavelli (1469–1527) ve en önemli eseri “Prens¹⁴” yazıldığı çağdan bugüne dek üzerinde en çok tartışılan kişi ve metinlerden biri olmuştur. Makyavelli günümüze dek ulaşan bu tartışmayı bilinen ve üzerinde az düşünülen kavramlara farklı anlamlar yükleyerek yaratmıştır. Makyavelli'nin tartışma yaratan yaklaşımı bu anlam yüklemelerinin günümüzde bile henüz tam anlamıyla açıklığa kavuşmamış olmasında yatmaktadır. Bu konuda ilk verilebilecek örnek “erdem” dir. Makyavelli'nin çağında erdem kavramından siyasi ve askeri konulardaki üstünlük anlaşılmaktaydı. Makyavelli'nin ilk anlam yüklemesi de bu kavramda yatmaktadır. Makyavelli, erdem kavramını ahlak kavramından ayırtmıştır. Bu konuda yürüttüğü mantık da

¹¹ Bakınız Mattson ve Tilman (1987) s. 222.

¹² Bakınız Barber (1991) s. 220.

¹³ ABD'de bu konudaki en önemli yasa 1890 yılında “Sherman Anti-Trust Law” olarak yürürlüğe girmiştir. Bakınız Connor (2007) s. 59.

¹⁴ “Prens” temel olarak “prenslere öğütler” (advices to the princes) olarak adlandırılan bir türün devamı niteliğindedir. Yeni Çağ Avrupasında prensler okula yaşına geldikleri zaman zamanın önde gelen bilim adamı veya filozoflarından birinin eğitim amacıyla kendi hizmetlerine verilmesi Antik Yunan'dan beri sürdürülen bir gelenektir (Büyük İskender ve Aristoteles bu konuda kayda değer ilk örneklerden biridir). Bu tür eğitim doğal olarak güzel sanatlar, hitabet, felsefe ve ahlak üzerine öğütlerden oluşmaktaydı. “Prens”i bu denli tartışma konusu yapan öge ise Makyavelli'nin bu yapıtında tam ters öğütler vermiş olmasıdır.

basittir: Eğer erdem siyasi ve askeri konularda üstünlük sağlamaksa bu görev ahlaklı kalarak başarılamaz. Bu nedenle bir prens iyi olmayı değil, olmamayı öğrenmelidir¹⁵. Nihai amaç iyi olmak değil öyle gibi görünmeyi başarabilmektedir¹⁶. Makyavelli (1970/1517)'ye göre üstün bir pozisyona yükselmenin en önemli aracı da güçlü olmak değil bu konuda hile yapmayı başarabilmektir.

Bu vargı Makyavelli'yi iki sonuca ulaştırmıştır. İlk sonuç tam anlamıyla "çıplak bir menfaat" duygusudur. İkinci vargı ise liderliğin, maliyeti ne olursa olsun, korunmasıdır. Böylelikle, başarılı bir saldırının aldatma sanatındaki ustalıklarla mümkün olduğu sonucuna da ulaşılmaktadır¹⁷. Makyavelli'ye göre menfaat duygusu ne kadar yalın olursa olsun belirli bir amaca yöneliktir. Makyavelli (1996/1532) bu amacı "şans" (*fortuna*) olarak açıklamaktadır. Ona göre şans her zaman bir kadın kimliğindedir ve gerçek yüzünü ancak kendisine direnilmediği zaman gösterir. Uygulanacak olan politikalar ise ancak şansla uyumlu oldukları sürece başarılı olacaktır. Amable (2010) bu durumu erdemin hiçbir zaman şansın esiri olmaması gereği olarak açıklamaktadır. Makyavelli böylelikle açıkça fırsatçılığı ve fırsatlardan ne pahasına olursa olsun yararlanmayı savunmakta ve akılcı bulmaktadır. Makyavelli için amaca ulaşmak o derece önemlidir ki yöneticilerin verdikleri sözleri tutması bile çoğu zaman gerekli değildir. İlk olarak verilen sözlerin mümkün olduğu kadar az bağlayıcı olması gerekmektedir. Söz verildiği zaman da bu durum, sözüne sadık taraflara karşı kullanılmalıdır. Fakat her durumda söz, eğer yerine getirilmesi sözü verenin aleyhine bir durum yaratacaksa, tutulmamalıdır.

Makyavelli'nin çalışmalarını tamamladığı çağlar merkantilist dönem olarak tanımlanmaktadır. Bu dönemin özellikleri Makyavelli'nin çalışmalarıyla tutarlılık göstermektedir. Ancak, çıkar çatışmalarının ve bunların idaresi üzerine kurulu bir yönetim modelinin piyasa toplumlarına uygulanması da mümkün görünmektedir¹⁸. Yine de böyle bir uygulama için bireylerin devlet çıkarlarıyla çatışmadığı

¹⁵ Bakınız Leonard (1992) s. 202 – 203.

¹⁶ Makyavelli'nin bu önerisi "mahkûm ikilemi"nin bir öncülü olarak kabul edilebilir.

¹⁷ Bakınız Dietz (1992) s. 211 – 212.

¹⁸ Bakınız Campbell (1971) s. 24–25.

alanlar seçilmesi gerekmektedir. Devletin kurulu bir otorite olması dolayısıyla, daha akılcı bile olsalar, başka hegemonik projelere geçit verme olasılığı zayıftır. Bu yaklaşım Makyavelli'nin hegemonya anlayışına da ışık tutmaktadır. Makyavelli için hegemonya veya hegemonik güç var olan sistemin içinde gizli veya gömülü bir halde bulunmamakta, bireyin çabaları ile sıfırdan inşa edilmektedir¹⁹.

4. BİR DEĞERLENDİRME: MAKYAVELLI'NİN GÜNÜMÜZE YANSIMALARI

Günümüzün koşulları, hem Makyavelli hem de hırsız baronlar açısından, geçen yüzyıllara göre önemli farklılıklar göstermektedir. Buna karşın, benzer yönler de bulmak mümkündür. Farklılıklar temel olarak mücadele ve rekabet koşullarının daha karmaşık hale gelmesinden kaynaklanmaktadır. Günümüzde bu alanlar en yoğun yasal ve idari düzenlemelere tabi konuların başında gelmektedir. Böylelikle, her ne pahasına olsun kazanmak ölçütü birçok açıdan kısıtlanmış bulunmaktadır. Önemli benzerlikler ise Makyavelli'nin en çok üzerinde durduğu alanlarda yoğunlaşmaktadır. ABD'deki yatırım bankalarının 2008 krizine dek her türlü yasal düzenlemenin dışında kalabilmesi hırsız baron geleneğinden bazı unsurların da günümüze dek taşınmasına neden olmuştur. Makyavelli'nin yöneticilere özgü gördüğü hırs ve güç gibi bazı insani özelliklerin ise halen geçerli olduğunu savunmak mümkündür. Calhoon (1969) çağdaş yöneticilere özgü bazı Makyavelci özellikleri şöyle sıralamaktadır:

- Hırs,
- Yönetimsel kısıtlar,
- Doğrudan yönlendirici olmayan yöntemlerin başarılı olması,
- Deneme-Yanılgı sonuçlarına ait gözlemlerin bir sonucu olarak yapılabirlik ve gerçekleştirilebilirlik,
- Sonuç alabilmek için bilgisizlik ve saldırganlığa dayanma ve

¹⁹ Bakınız Cunningham (2006) s. 567.

- Bireyin kişiliği; ısrarcılık veya çatışmadan kaçınma.

Calhoon'un sıralamasındaki "saldırganlık", "hırs" ve "doğrudan yönetme" kavramları dikkat çekici ve doğrudan doğruya Mak-yavelcidir. Bu durumdan, üzerinden ne kadar zaman geçmiş olursa olsun Mak-yavelci ilkelerden en önemlilerinin halen geçerli olduğu sonucunu çıkarmak mümkündür. Ancak, unutulmamalıdır ki Calhoon'un sözünü ettiği yönetim ilkeleri açıkça ifade edilebilenlerden kuruludur. Açıkça ifade edilemeyen diğer Mak-yavelci ilkelerin de halen geçerli olduklarını düşündürecek nedenler bulunmaktadır. Bu nedenlerin ilkinin mahkûm ikilemi açıklayabilir. İyi olmadığı halde öyle görünmeyi başarabilen bir işadınının iyi olan ve öyle de görünen bir diğer işadamı karşısındaki stratejik üstünlüğü tartışılmayacak kadar açıktır. Uzun dönemli sonuçları tartışmalı olmakla birlikte, kısa dönemde bu iki tip işadamından kurulan bir oyunu kesin olarak ilk tip işadamı kazanması beklenmelidir²⁰. Etik ve moral değerlerin kesin kurallara bağlandığı ve sapmaların aynı ölçüde cezalandırıldığı bir dünyada böyle bir oyunun kurulması mümkün olamaz, ancak böyle bir dünyanın varlığı, belirli ve iyi düzenlenmiş piyasaların dışında, hala şüphelidir. Tüm tarafların gerekli etik ve moral değerlerle donatıldıkları bir evren de aynı ölçüde gerçekçi değildir²¹.

Sonuç olarak, Mak-yavelci ilkeler veya yaklaşımın iki nedenle halen geçerli oldukları öne sürülebilir. İlk neden Mak-yavelli'nin analizlerini insani özelliklere dayandırmış olmasıdır. Hırs, kazanma arzusu, yönetme isteği gibi insani özellikler kaybolmadığı sürece bunların nasıl realize edilebileceği üzerine kurulu Mak-yavelci modelin de geçerliliğini sürdürmesi beklenmelidir. İkinci neden, hırs ve arzular realize edildikten sonra ortaya çıkmaktadır. Bu aşamadaki sorunsal kazanılan zenginlik veya mevkinin nasıl muhafaza edileceği üzerine kuruludur. Bu sorunsalın en basit çözümü rekabetin yok edilmesiyle hegemonik alana girişin kısıtlanmasıdır ki hırsız baronların yaptıkları da tam olarak budur. Böylece, bir yandan güç ve ikti-

²⁰ Her iki tarafın da aynı özelliklere sahip olduğu ve bu durumun taraflarca da bilindiği bir oyunda dürüstlük en iyi seçenek olarak ortaya çıkabilir. Örneğin, 1901 yılında US Steel'in kuruluş aşamasında Andrew Carnegie ve J. P. Morgan bu anlaşmayı hiçbir yazılı belge olmadan yalnızca "el sıkışarak" gerçekleştirmişlerdir.

²¹ Bakınız Hayek (2010/1944) s. 62.

dar elde etmeye yönelik insani bir yönelim diğer yandan da bunu muhafaza etmeyi amaçlayan tekelci–hegemonik bir tutuma ulaşmaktadır. Konunun etik ve moral yönleri bir yana bırakılırsa –ki bu yönler ayrı bir çalışma konusudur–insan hırslarıyla tekelci eğilimlere dayalı piyasa ve siyaset modellerinin halen geçerli oldukları kolaylıkla öne sürülebilir.

Sonuç olarak, çalışmada varlığı tartışılan dönüşümün henüz tamamlanmadığı görüşüne ulaşılmaktadır. Günümüzün işadamları 19. Yüzyıldaki benzerlerine oranla daha akılcı bir ortamda çalışmalarına karşın dünya ölçeğindeki piyasanın bütününe bakıldığında akılcılık ve etik değerlerin her yere hâkim olduğunu öne sürme olanağı bulunmamaktadır. Ancak, 20. Yüzyılda piyasaların düzenlenmesi konusunda atılan önemli adımlar dolayısıyla gelişim trendinin daha akılcı ve moral değerleri daha yüksek bir piyasa yapısına doğru evrilmekte olduğu söylenebilir. Bu evrim sürecinde işadamları bir yandan moral değerlerini korumak diğer yandan da Makyavelizm’i hatırlarında tutmak zorundadırlar.

KAYNAKLAR

- Amable, B. 2010. Morals and Politics in the Ideology of Neo-Liberalism. *Socio-Economic Review* 9: 3–30.
- Barber, W. J. 1991. *A History of Economic Thought*. London: Penguin.
- Bridges, H. 1958. The Robber Baron Concept in American History. *The Business History Review* 32–1: 1–13.
- Calhoun, R. P. 1969. Niccolo Machiavelli and the Twentieth Century Administrator. *The Academy of Management Journal* 12–2: 205–212.
- Campbell, W. F. 1971. Economics and the Machiavellian Tradition. *Journal of Economic Issues* 5–2: 20–30.
- Connor, J. M. 2007. *Global Pirice Fixing*. New York: Springer.
- Cunningham, F. 2006. Twilight of the Modern Princes. *Journal of Social Philosophy* 37–4: 567–583.
- Darwin, C. 2009/1859. *On the Origin of Species*, London: Penguin.
- Dietz, M. G. 1992. Trapping the Prince: Machiavelli and the Politics of Deception. *Political Theory: Classical Writings, Contemporary Views*. Joseph Losco and Leonard Williams (Eds.). New York: St. Martin’s Press: 211 – 228.

- Hayek, F. A. 2004/1944. *The Road to Serfdom*. London and New York: Routledge.
- Hobsbawm, E. 1997. *The Age of Empire*. London: Abacus.
- Leonard, J. 1992. Public versus Private Claims: Machiavellianism from another Perspective. *Political Theory: Classical Writings, Contemporary Views*. Joseph Losco and Leonard Williams (Eds.). New York: St. Martin's Press: 202 – 210.
- Machiavelli, N. 1996/1532. *The Prince*. London: Penguin.
- . 1970/1517. *The Discourses*. London: Penguin
- Mattson, V. and R. Tilman 1987. Thornstein Veblen, Frederick Jackson Turner, and the American Experience. *Journal of Economic Issues* 21-1: 219-235.
- Mayhew, A. 1987. The Beginnings of Institutional Economics. *Journal of Economic Issues* 21-3: 971-998.
- Mills, C. W. 2000. *Power Elite*. Oxford: Oxford University Press.
- North, D. C. 2002. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 1993. Institutions and Economic Performance. *Rationality, Institutions and Economic Methodology*, Maki, U. ve diğerleri (Eds.), Florence: Routledge: 242-261.
- Polanyi, K. 2001/1944. *The Great Transformation*. Boston: Beacon Press.
- Stanfield, R. S. 1989. Veblenian and Neo-Marxian Perspectives on the Cultural Crisis of Late Capitalism. *Journal of Economic Issues* 23-3: 717-734.
- Streeck, W. 2010. Taking Capitalism Seriously: Towards an Institutional Approach to Contemporary Political Economy. *Socio-Economic Review* 9: 137-167.
- Trigg, A. B. 2001. Veblen, Bourdieu, and Conspicuous Consumption. *Journal of Economic Issues* 35-1: 99-115.
- Veblen, T. B. 1931/1899. *The Theory of the Leisure Class*. New York: The Modern Library.

2011'i GERİDE BIRAKIRKEN FİNANSAL KRİZ, AB ve TÜRKİYE

C. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN¹

Son yıllarda yapılan çalışmaların büyük bir kısmı ya teknoloji ve iletişim alanındaki hızlı gelişmelere ya da yaşanmakta olan finansal krize atıfta bulunarak başlamaktadır. İlginçtir ki küresel krizin etkilerinin hızla görülmesinin ve yayılmasının nedenleri arasında teknoloji ve iletişim alanındaki hızlı gelişmeler ilk sıralarda yer almaktadır. Küreselleşme kavramı mevcut durumu ifade etmede giderek yetersiz kalmakta ve yerini son derece karmaşık anlamları içeren terim ve kavramlara bırakmaktadır.

Teknoloji ve iletişim alanındaki hızlı gelişmeler ve bunların sundukları nimetlerden en çabuk ve en fazla faydalanan kesimlerden biri de hiç şüphesiz bankacılık ve finans kesimidir. İnternet üzerinden erişilen sosyal medya paylaşım araçları da gelişen durumlardan, olaylardan haberdar olmamızı sağlamakta, duruma göre pozisyon alma süremizi neredeyse saniyelerle ölçülebilecek noktalara getirmektedir.

Bu yazının amacı küresel finans kriziyle birlikte ön plana çıkan bazı hususları Türkiye eksenli olarak tartışmaktır. Küresel ölçekli bir krizi kapsamlı bir şekilde bu satırlarda ele almak elbette mümkün değil. Yapılan bu çalışmanın, okuyuculara bir fikir jimnastiği imkânı sunmak, bazı konuları birbiri ile ilişkilendirmek ve mercek ayarı yaparak görüntüyü netleştirmek gayesinde olan bir yazı olarak dikkate alınması gerekiyor. Konuların akıcı olmasını sağlamak için ara başlıklardan kaçınılmaya özen gösterilmiştir. Söyleşi, sohbet, yorum, eleştiri gibi farklı tarzları bir arada içeren bu yazıda Avrupa Birliği, IMF, derecelendirme kuruluşları, merkez bankası politikaları, risk

¹ Doç.Dr., İzmir Ekonomi Üniversitesi, İİBF, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü.

yönetimi gibi konular finansal kriz çerçevesinde belli bir akış düzeninde okuyucularla buluşturmaya çalışılmıştır.

Geçmişten bugüne süregelen ve henüz sonuçlanamayan konular farklı bir mecraaya sürüklenmektedir. Örneğin Arap Baharı, demokrasi geliyor ama adalet de geliyor mu? AB-Türkiye ilişkileri, kötüleşen bir AB ekonomisi ve buna karşın ayakta durmayı başaran Türkiye, ilişkiler hangi yönde devam edecek? IMF ile ilişkilerimiz külleniyor mu? Avrupa Birliği ya da Avro bölgesi dağılacak mı? Enerjide durumumuz ne olacak? Kurlar hangi yönde değişecek? Cari açığımız azalacak mı? Ortadoğu'da sular durulacak mı? Bu soruların cevabı elbette kolay verilebilir türden değil. Ancak belli bir düzen içinde yanıtlamaya çalışalım.

Avrupa Birliği (AB) maceramızda şu an hangi noktada olduğumuzu, nereye gittiğimizi kestirmek oldukça güç. Bu hem Türkiye'den hem de AB'nin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan bir durum. Ancak AB'nin Türkiye'ye bakışında olumlu sayılabilecek bir değişiklik olmadığı da bilinen bir gerçek. Hatta Fransa'nın son zamanlardaki sözde Ermeni soykırımını iddiaları ve bunu parlamentosuna taşıması, AB'nin manidar suskunluğu bu savı güçlendirecek türden². Bu konuda gereğince proaktif davranmadığımızı ve bu konudaki eğitim kaynaklı cehaletimizi de vurgulamalıyız. Bugün maalesef bu konuda 10 dakika bile konuşabilecek bir liseli gençliğin olması nasıl açıklanabilir?

Türkiye'nin uzun süren bir diğer macerası da Uluslararası Para Fonu (IMF) ile olmuştur. Bu konunun daha iyi anlaşılabilmesini sağlamak için yakın geçmişi hatırlamakta fayda var. Gelişmekte olan birçok ülke için geçmişte yaşanan en önemli sorunlardan biri de hiç şüphesiz kamu kurumları arasındaki koordinasyon eksikliğiydi. IMF ve diğer uluslararası kuruluşlar ilgili kamu kurumlarını münferiden ziyaret ederek gerekli bilgilere ulaşım bunları çapraz kontrole tabi tutarak teyit edebilirken aynı işin bu ülkelerin kurumları arasında yapıldığını söylemek zordu. Özellikle iktidar-muhalefet çekişmeleri

² Bu vesileyle okuyuculara Özdemir İnce'nin 01 Ocak 2012 tarihli Hürriyet Gazetesi'nde yer alan "Fransa Büyükelçisi'ne Mektup" başlıklı yazısını okumalarını hararetle öneriyorum (<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/ShowNew.aspx?id=19579495>).

ve bunların basına yansımaları hiç şüphesiz bu derecelendirme kuruluşları için hem paha biçilmez bir kalitatif veri, hem de verdikleri düşük notlara adeta mesnet teşkil edecek türden bilgilerdi.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin hiçbir kurumunda bütünleşik olarak bulunmayan bu veriler her ne hikmetse yukarıda zikredilen kurumlarda ziyadesiyle mevcuttu. Bu kurumlarda çalışan eğitimli ve nitelikli elemanların analiz kabiliyetleri, küresel veri bankaları ve bilgisayar destekli gelişmiş modellerle birleşince her ülkenin anlık (*snap-shot*) fotoğrafları çekilebiliyor ve muhtelif politikaların dayatılması için yüksek çözünürlükte uydu fotoğrafından daha değerli sonuçlara ulaşabiliyordu.

IMF kotaları önemli, örneğin ABD'nin %17,11'lik payının ardından %6,14 ile Japonya ve %6 ile Almanya geliyor. Türkiye'nin payı %0,56. Ancak bu oranlar yanıltıcı. Zira IMF'nin alacağı birçok karar %85'lik bir oy çoğunluğunu gerektiriyor. Dolayısıyla ABD herhangi bir konuda tek başına bir şeyin olup olmamasına karar veriyor ama tek başına her türlü kararı bloke etme gücüne sahip. Bu çerçevede ülkemizin kotasının %1'e çıkarılması da iyi bir gelişme olarak görülmekle birlikte pek de anlamlı değil. Neticede ülkeler ödeyebildikleri ölçüde ayakta tutulmaya çalışılıyor. Yani ne tam ölmenize izin veriliyor ne de ayaklarınız üzerinde desteksiz durabilmenize. Buna en güzel örnek Ufuk Korcan'ın "borcunu ödeyemeyen Arjantin bizden daha prestijli oluyor" başlıklı haberi³. Haber aynen şöyle diyor:

"Bundan tam 5 yıl önce Türkiye ile aynı kaderi paylaşan ve ekonomisi dibe vurduktan sonra dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklayan Arjantin'in kredi notu dün B+'ya yükselerek Türkiye'nin bir kademe altına çıktı. Ekonomisinde son yıllarda yaşanan ciddi iyileşmeye rağmen Türkiye'nin kredi notunu Ağustos 2004'ten bu yana değiştirmeyen uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's (S&P), dün kredi notunu artırdığı Arjantin'e övgüler yağdırdı.... S&P, Arjantin'e 2001'de iflas eden ülkelere ver-

³ Vatan Gazetesi, 4 Ekim 2006.

<http://www.gazetevatan.com.tr/root.vatan?exec=haberdetay&tarih=04.10.2006&Newsid=89122&Categoryid=2>

diği “D” notunu verdi. Geçen sürede Arjantin’in kredi notu tam 8 kademe yükselirken yine aynı süreçte krizin etkilerini silen ve ciddi bir ekonomik performans gösteren Türkiye’nin notu sadece 3 kez artırıldı.”

Evet, hafızaları tazeleme açısından kayda değer bir saptama. Bunun nedeni nedir diye sorulduğunda ortaya farklı bir tablo daha çıkıyor. Şöyle ki; gerek IMF’nin gerekse diğer uluslar arası kuruluşların belirlediği politikalar uzun vadeye dayandırılırken gelişmekte olan ülkelerde sık sık değişen iktidarlar ve ekonomi yönetimleri adeta hafızasız olarak çalışıyor, iktidara gelenler ne olup bittiğini anlamadan iktidardan ayrılıyor, ardından gelenler de diğerleri de aynı makûs talihe yenik düşüyorlar. Daha açık bir ifadeyle *size layık görülen derece (kredi) notu ile sizin üzerinizden kazanılan para arasında çok yakın bir ilişki vardır*. Notunuz ne kadar düşükse borçlanmanız da o kadar pahalılaşacaktır.

Diğer taraftan bilinmesi gereken bir diğer gerçek de şudur: Bugün birçok ülkenin kaderi sadece IMF’nin, derecelendirme kuruluşlarının ya da çok uluslu şirketlerin elinde değil, yazılı basın⁴, görsel basın⁵, ekonomi-finans haber ajansları⁶ ve büyük yatırım bankalarının da⁷ elinde olduğudur.

Tekrar bugüne dönülecek olursa hatırlanacağı üzere 2010 yılı Şubat ayında “IMF ile anlaşıyoruz, anlaşmaya az kaldı, vazgeçildi” derken ipler koparıldı. Temelde ciddi olarak uygulanan mali disiplin süreci IMF’ye olan ihtiyacı bir nevi aşikâr olmaktan çıkarmıştı. IMF bağımlılığının sona ermesi aslında iyi de oldu, ancak bir kenarda durmasının yani gerektiğinde başvurulabilecek bir kaynak olmasının her zaman bir faydası var. Ancak, fazla yakınlaşmamak koşuluyla.

Türkiye’nin yaşanan küresel krizi şu ana kadar fazla zarar görmeden atlattırmasının altında siyasi iradenin de bir takım tutumları

⁴ *Washington Post, The New York Times, Wall Street, Financial Times, Guardian, The Economist, Foreign Affairs* gibi.

⁵ Bunlar arasında *CNN, BBC, CNBC-e, Bloomberg*.

⁶ *Reuters, Bloomberg*.

⁷ *Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Deutsche Bank, CSFB, Bank of America, JP Morgan* gibi.

ve davranışları pozitif katkı sağlamış olabilir ama işin özünde yatan faktör Türkiye'nin artık öğreniyor olması, yani yaşadığı krizlerden öğrenmiş olmasıdır (1990/91 körfez krizi, 1994 ve 2001 krizleri). Örneğin on yıl önce yaşanan 2000-2001 krizinin Türkiye ekonomisine doğrudan ve dolaylı maliyetinin o dönem itibarı ile gayri safi milli hâsılanın 30%'u civarında olduğu ifade edilmekte. Aynı hesabı bugün için yapacak olursak uğranılacak zarar yaklaşık 210 milyar dolar olacaktı. Türkiye, mevcut koşullar altında 210 milyar dolarlık bir zarara katlanabilecek bir güçte değil. Dolayısıyla o dönem yaşanan facia yine de ucuz atlatılmış denilebilir.

Macera konusunun bir diğer aktörü hiç şüphesiz derecelendirme kuruluşları. Bu konuda yapılan bir değerlendirme Riskonomi Dergisi'nde yer almakta⁸. Aşağıda söz konusu değerlendirmeden bir bölüm yer almaktadır.

Ülkemizin uzun vadeli kredi notu ilk kez S&P tarafından 1991 tarihinde verilen BBB. Mayıs 1992'de not verenler kervanına Moody's isimli kuruluş da katılmış. S&P, BBB notunu 1992'de de muhafaza ederken Moody's bu notun bir alt değerine karşılık gelen Baa3 notunu vermiş. Bunlara 1994'te katılan FITCH isimli derecelendirme kuruluşundan aldığımız ilk not ise B.

Bu vesileyle derecelendirme kuruluşlarının tarihine de çok kısa bir göz atmakta fayda var. Derecelendirme kurumu olarak nitelenebilecek ilk şirket *Louis Tappan* tarafından 1841 yılında kurulmuş. New York'ta kurulan bu merkantil kredi derecelendirme şirketini kısa süre sonra *Robert Dun* satın alarak 1859 yılında ilk derecelendirme rehberini yayınlamıştır. Benzer türde bir merkantil kredi derecelendirme şirketi de 1849 yılında *John Bradstreet* tarafından kurulmuş ve derecelendirme kitabını 1857'de yayınlamıştır. Bu iki şirket daha sonra *Dun & Bradstreet* adı altında 1933 yılında birleşmiş ve 1962 yılında da *Moody's Investors Service*'in sahibi olmuşlardır. Yukarıda bahsi geçen Amerika kökenli üç derecelendirme kuruluşu olan Moody's, FITCH ve S&P sırasıyla 1909, 1922 ve 1923 yılları

⁸ Küçüközmen, C.C. (2011), "Derecelendirme ve Basel III", Riskonomi, Sayı 10, Aralık-2010/Ocak 2011, <http://www.riskonomi.com/wp/?p=69>

rında ilk derecelendirmelerini yapmışlar⁹. Derecelendirme kuruluşlarının kurulması ve tarihi gelişimleri de incelemeye değer bir başka konu. Ancak bu kuruluşların bir asırdan fazla olan bilgi birikimleri ve deneyimleri ve bugün ulaştıkları güç asla göz ardı edilmemeli.

Evet, ilk notu aldığımızdan bugüne kadar geçen 20 yıl boyunca yukarıda ismi geçen üç büyük derecelendirme kuruluşundan muhtelif notlar almışız. Notlar biraz yakından incelenirse ortaya şöyle bir manzara çıkıyor: İlk zamanlarda yani 1991-1993 döneminde *iyi kredi kalitesi* sınıfında yer almışız. Daha sonra 1994-2006 yılları arasında ise *spekülâtif* ve *yüksek seviyede spekülâtif* sınıfları arasında gidip gelmişiz. Bu sınıfın bir altı *yüksek temerrüt riski*, yani ülkemize borç verenler için *aman dikkat paranız batabilir!* seviyesi. Dolayısıyla bu dönemin ülke borçlanması üzerinde getirdiği maliyetin çok iyi hesaplanması ve bilinmesi büyük öneme sahiptir.

Bundan 15-20 yıl önce derecelendirme notlarımız gazete manşetlerinden inmiyordu. Adeta kendimizi bu notlara endekslemiştik. B ile BB arasına sıkışmış bir şekilde bu harflerin sonuna eklenen eksi ve artılarla teselli bulup seviniyor ya da üzülüyorduk. Ama kimse kalkıp “ülkemizin notu gerçekten bu mudur” ya da “ülkemizin hak ettiği not bu değildir” diyemiyordu. Bu notlar adeta vahiy yoluyla gelmiş gibi kayıtsız şartsız, itirazsız kabul ediliyordu. Bu seviyelere nasıl gelindi diye sormak gerekmiyor muydu? Yoksa bu ulus bir savaş yaşadı da bizim mi haberimiz olmadı, ya da tüm ülkeyi sarsan büyük bir deprem mi oldu? Acaba salgın bir hastalıktan milyonlarca kişi telef mi oldu da bu nedenle mi notlarımız bir türlü iyileşemedi? Bugün ABD’nin değil notu, görünümü bile negatife çevrilince kıyamet koptu, derecelendirme kuruluşları hakkında hemen dava açıldı. Bazı ülkeler (örneğin Fransa) derecelendirme kuruluşlarını örtülü olarak tehdit dahi ettiler.

İşin bilimsel ya da akademik tarafından bakılınca derecelendirme konusunda adeta sayısız çalışmanın mevcut olduğu görülüyor. Gerçi birçoğu aynı şeyi farklı şekillerde söylüyor, az sayıdaki farklılıklar ise kullanılan verilerden, araştırmaya konu olan ülke ya

⁹ Cantor, R. ve Packer, F. (1994), The Credit Rating Industry, FRBNY Quarterly Review, Summer-Fall.

da ülke gruplarının özelliklerinden ve elbette neyin merak edilip test edildiğinden kaynaklanıyor. Bu çalışmalar arasından seçilen birkaç tanesine burada yer verilmektedir. Mesela Kaminsky ve Schmukler (2002)¹⁰ şunu vurguluyor: Özellikle gelişmekte olan ülkelerin derecelendirme notlarında meydana gelen olumsuz değişiklikler bu ülkelerin ekonomik gidişatının yanı sıra finansal piyasalarına da derhal yansımakta, hatta komşu ya da benzer konumdaki diğer ülkeleri de etkileyebilmektedir. Dolayısıyla durumu kötüye giden ülkeler kredi derecelendirme kuruluşlarının bu durumu notlandırması ile daha da kötüleşebilmekte ve derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelerdeki istikrarsızlığa katkıda buldukları bilinmektedir. Kräussl (2003)¹¹ tarafından yapılan diğer bir ampirik çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılarak “kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmekte olan ülkelerin borçlanmasının büyüklüğü ve volatilitesi üzerinde önemli bir etkiye sahip oldukları” vurgulanıyor. Oldukça kapsamlı sayılabilecek bu çalışmanın bir diğer ilginç özelliği de Friedman’ın 7 Şubat 1996 tarihinde The New York Times Gazetesinde yayınlanan bir yorum yazısı¹² ile ilgili olarak 13 Şubat 1996 tarihinde bir ABD televizyon kanalında yayınlanan söyleşide ifade ettiği husus¹³: “Bence bugün dünyada iki süper güç var. Biri ABD, diğeri Moody’s. ABD tepenize bomba yağdırarak sizi mahvedebilir, Moody’s ise derece notunuzu düşürerek. İnanın bana bazen hangisinin daha güçlü olduğuna karar veremiyorum”.

İşte bu noktada bazı şeylerin sorgulanması, üzerinde kafa yorulması gerekiyor Örneğin; bu derecelendirme notlarının nasıl verildiği, hangi göstergelere bakıldığı, bu göstergelerdeki iyileşmenin

¹⁰ Kaminsky, G. ve Schmukler, S.L. (2002), “Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country risk and Stock Returns?”, The World Bank Economic Review, Vol.16, No.2, p.171-195.

¹¹ Kräussl, R. (2003), “Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?” CFS Working Paper no. 2003/18, August. Bu makale daha sonra Journal of Financial Stability’nin 2005 yılında yayınlanan 1. sayısında yer almıştır (sf.355-385).

¹² Revolt of the Wannabes, The New York Times, February 7, 1996, pg. A19, Late Edition (East coast).

¹³ Friedman bu sözlerinin ilk yer aldığı kaynak, 28 Mart 1999 tarihli New York Times Magazine değil, bir önceki dipnota mesnet teşkil eden cümlede sarfedilen TV kanalının (PBS) 1996 yılında yayınladığı transkript.

notlara nasıl yansıdığı, geçen 20 yıl içinde ülkemizin ne kadar değiştiğini, buna karşılık derece notlarımızın bu değişikliği ne ölçüde yansıttığı. Geçen zaman zarfında bir türlü arzu edilen not seviyesine ulaşamayınca merak ediyoruz, acaba 20 yıldır hep yerimizde sayıyoruz da bizim bundan haberimiz mi yok? Yoksa pek hissedemediğimiz bir dizi kriz mi yaşadık ya da bizim iyiliğimizi mi istemiyorlar? Soruları çoğaltmak mümkün, ancak yanıt kısmen dahi olsa aşağıda yer almakta.

Türkiye'nin özellikle son 10 yılına bakıldığında pozitif anlamda çok mesafe kat edildiği görünüyor. Ancak bu durum diğer birçok ülke için geçerli. Dikkatlerden kaçmaması gereken nokta ise negatif özelliğini sürdüren sorun ve sorunların da büyümeye devam etmesi. Ama bu dönemlerde genelde pozitif taraflara odaklanma eğilimi daha baskın. Negatif şeyler yapısal sorun olarak görülebiliyor. Örneğin geçtiğimiz aylarda Türkiye'nin derece notu S&P tarafından yükseltildi. Ardından denildi ki, bir kaç derecelendirme kuruluşu daha notunuzu yükseltirse yakın gelecekte yatırım yapılabilir seviyeye çıkacaksınız. Peki, niçin Türkiye son 10 yıllık performansa rağmen bir türlü yatırım yapılabilir seviyeye gelemiyor? Derecelendirme kuruluşlarının raporlarında şöyle bir ifade var, "Türkiye'de bir takım olumlu gelişmelerin gerçekten sürdürülebilir olduğunun görülmesi gerekiyor". Herhalde bizim dikkatimizden kaçan ama derecelendirme kuruluşlarının gözünden kaçmayan nokta, istikrarın ve dengelemin sürdürülebilir olamaması durumu olsa gerek.

Gelelim yaşanmakta olan küresel finans krizine ve Türkiye'ye olan etkilerine. Yukarıda da vurgulandığı üzere, küresel kriz Türkiye için 2001 krizinden öğrenilenlerin ve o dönem alınan tedbirlerin faydalarının test edildiği bir kriz oldu. Bazen sığ bir finansal piyasaya sahip olmak da avantaj olabiliyor. Örneğin Türkiye'de batılı anlamda yani Amerika, İngiltere veya İsviçre'de olduğu gibi bir *yatırım bankacılığı* ve dev bankalar¹⁴ yok. Gelişmiş bir türev ürün piyasası da yok. Bu durum finansal piyasa açısından bir eksiklik olarak görü-

¹⁴ Bu yıl Ocak ayında gerçekleştirilen DAVOS 2012 zirvesinin önemli konularından biri de "Big Banks: Cure or Curse for the Global Economy?" konusuydu. Söz konusu tartışmayı <http://www.weforum.org/videos/big-banks-cure-or-curse-global-economy-annual-meeting-2012> linkinden izlemek mümkün.

lebilirken kriz döneminde bir avantaj olarak karşımıza çıkabiliyor. Spekülatif bir piyasaya dönüşmemesi koşuluyla türev ürünler piyasasının mutlaka gelişmesi gerekiyor. *Warren Buffet* hatırlanacağı üzere türev ürünler için *finansal kitle imha silahları* ifadesini kullandı. Tabii ki bu ürünleri kısa vadede yüksek kaldıraçla kâr amaçlı olarak kullanırsanız çok kısa bir süre içerisinde sistemi yıkan bir silaha dönüşebiliyorlar. Bunun önüne geçebilecek düzenleme ve denetimin eş zamanlı olarak yapılması önemli. Ancak bu ürünler finansal risklere karşı korunma amaçlı olarak kullandığınız zaman sağlamlığınızı artırıyor.

Tekrar krize dönülecek olursa en çok sorulan merak edilen husus şu olmakta: Türkiye sağlam adımlarla ilerliyor, kriz teğet geçiyor (mu?). *CNN International* televizyon kanalında 12 Ocak 2012 tarihinde Mehmet Şimşek'le yapılan röportajda *Richard Quest* Türkiye'yi şöyle tanımladı: *If we look at the Turkish economy, it seems to me that we see a very fast growing economy with tremendous imbalances*¹⁵. Yani Türkiye'yi büyük dengesizliklerle birlikte hızla büyüyen ekonomi olarak tanımlıyor. Büyük dengesizlik dediği de malum, cari açık. Konu rakamlarla ifade edilecek olursa *The Economist* Dergisi'nin her hafta yayınladığı *Ekonomik ve Finansal Göstergeler* tablosundan faydalanarak değerlendirelim¹⁶. En yüksek enflasyona sahip 6 ülke içinde Arjantin'le birlikte üçüncü sırayı paylaşıyoruz¹⁷. Cari işlemler açığında sıkça kullanılan [Cari Açık/GSMH] oranında %-9,8 oranıyla ilk sıradayız, iflas etmiş Yunanistan'da bile bu oran %-8,4. Yüksek faiz oranlarında da %9,72 ile ilk 5 arasındayız¹⁸. Büyüme oranlarında ise Çin(%9,1) ve Arjantin'in (%9,3) ardından %8,2 ile üçüncü sıradayız. Sanırım *Richard Quest*'i bu şekilde bir cümle kurmaya iten faktörler bunlar olsa gerek.

¹⁵ QUEST MEANS BUSINESS,
<http://www.cnnstudentnews.cnn.com/TRANSCRIPTS/1201/12/qmb.01.html>

¹⁶ *The Economist*, January 7th-13th 2012, sf.74.

¹⁷ Venezuela %28,9 ; Pakistan %10,2 ; Arjantin/Türkiye %9,5 ; Hindistan %9,3 ; Mısır %9,1.

¹⁸ Yunanistan %36,62 ; Pakistan %14,23 ; Brezilya 11,26 ; Macaristan %10,21 ve Türkiye %9,72.

Peki, nedir bu sorunların temelinde yatan unsurlar? Bir *mantra* (akıl enstrümanı da deniliyor) uyduralım: “Ekonominiz iyidir, eğer kontrolü sizdeyse”. Yani kontrolü sizde olan şeylerde başarıyı ve sürdürülebilirliği sağlayabilirsiniz ama bazı şeyler var kontrolü sizde değil. Örneğin enerji. Türkiye net enerji ithalatçısı konumunda olan bir ülke. Enerji ihtiyacınızın büyük kısmı doğalgaza dayalı ve doğrudan ve dolaylı olarak farklı risklere maruzsunuz. Elektriğin büyük kısmını da doğalgaz çevrim santralleri yoluyla elde ediliyor. Dolayısıyla İstanbul ve yakın çevresinde 14 Ocak 2012 tarihinde yaşanan elektrik kesintisinin dikkatli bir analizi gerekiyor. Bu konuda bir stres testi yapılmasının önemi büyük. Yani en olumsuz durumlarda halimiz nice olur (örneğin elektrikler kesikken deprem olması, iletişimin çökmesi, hastanelerin durumu ya da doğal gaz elde edememe durumunda konut/sanayi ihtiyacının nasıl karşılanacağı gibi)?

Televizyon dizilerinde zaman zaman araya reklam girmesi fena da olmuyor, çayınızı tazeliyor, telefonlarınızı yanıtlıyor, birbirinizle kısa da olsa sohbet edebiliyorsunuz. Biz de bir reklâm alıp farklı bir konuya değinelim. Kontrol konusuna değinmişken bir diğer kontrol noktasının da komşularımızla ve komşularımızda olan problemler konusu olduğunu ifade edelim. Bu konu çok önemli ve bu konularda konuşurken, yorumda bulunurken, beyanat verirken çok dikkatli olunması gerekiyor. Komşularla sorun yaşamak istenilmediğinden, hatta *sıfır sorun* politikasından bahsediliyor. Bunun anlamı dolaylı olarak o komşunun her şeyini tasvip etmek oluyor. Her ne kadar çok safiyane biçimde iyi geçinmeye niyetli olsanız bile sizin dışınızda bir takım dinamikler var ve bunları asla göz ardı edemezsiniz. Örneğin NATO üyesisiniz, Birleşmiş Milletler üyesisiniz, birçok uluslararası kurum ve kuruluşun üyesisiniz. Buna rağmen kalkıp alınan bir karara itiraz ederek *onlar benim komşum, dostum, ben bu ülkeye karşı sempati duyuyorum, tarihsel bağlarım var* diyemezsiniz. Bunu hem Libya hem de Suriye olaylarında yaşadık. Neticede birbirine bağlı (*interconnected*) ve bağımlı (*interdependent*) bir küresel ortamda başınıza buyruk hareket etmenize asla müsaade edilmez. Kriz yönetiminde bu hususu dikkate alacak bir yönetim tasarımı yapmak bu nedenle önemlidir.

Yine enerji konusuna dönecek olursa bu konu çok hassas bir konu diyebiliriz. O kadar hassas ki sizin iradeniz dışında tedarikçilerden birisi kalkıp muhtelif nedenlerden dolayı ya da sözleşmeden kaynaklanan bir husus nedeniyle size artık enerji sağlamıyorum diyebilir (geçmişte bu gibi durumlarla karşılaştığını asla hatırımızdan çıkar-mamamız gerekiyor). Yani bu konuda ciddi bir potansiyel riskiniz var ve bunu çok iyi yönetmelisiniz. Önce bu riskin farkında olmalısınız, sonra etkisini ölçebilmelisiniz ki yönetebilesiniz. Bir B planınız var mı? Bu durum sadece devletler için değil işletme sahipleri için de geçerli. Bugün Türkiye’de neredeyse genel kabul görmüş bir kural var, bir sorun olduğu zaman ya avukat ya da mali müşavire danışılıyor. Yeni Türk Ticaret Kanunu ile birlikte artık yeni bir kavramın bu iş dünyasında kabul edilmesinin zamanı geldi, hatta geç bile kalındı: Risk yönetimi, yani risk farkındalığı. Siz risklerin farkında olmadığınız takdirde yönetemezsiniz, örneğin, her yıl yağmur yağdığı zaman, kar yağdığı zaman sorunlar yaşanmıyor mu, aynı sorunlar, aynı görüntüler ekrana geliyor mu? Bu işin sorumluları aynı şekilde “işte efendim bu kadar yağmur ne yapalım ne edelim” filan, başka ülkeleri örnek veriyor “işte orda öyle oldu burada böyle oldu”. Bunların hiçbirisi savunma değil, siz riski görüp önlemini almadığınız takdirde o insanların uğradığı zararların sorumluluğunu alıyorsunuz. Devlet yaraları sarar, devlet büyüklerimiz geçmiş olsuna gitti gibi yaklaşımların çözüm olmadığı bilinen bir gerçek. O kadar ilginç bir konjonktürde yaşıyoruz ki, jeopolitik konum itibarı ile de çok önemliyiz ama hala yeterince güçlü değiliz, dışarı bağımlı olan noktalarınız var ve bu noktalardaki risklerin çok iyi yönetilmesi gerekiyor.

Normal dönemlerde de kriz zamanlarında da en çok merak edilen hususlardan biri de ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin ne olacağıdır. Son yıllarda kurlarda ciddi değişiklikler oldu. Hatta krizin bazı devrelerinde hem dolar hem de avro güvenilir bir para birimi olmaktan çıktılar. Döviz kurları nasıl değişiyor? Neleri bilmemiz gerekiyor? Bu konuda pek fazla bilinen yok. Bilinmesi gereken parametre sayısı ise çok fazla ve bilinmesi de pek olası değil. Örneğin TL/USD ilişkisi. Öncelikle dolar Türkiye dışında basılan bir para, Amerika Birleşik Devletleri tarafından basılıyor. Ama bugün birçok şey dolara ya da avroya endeksli. Dolarizasyon

denilen olgudan Türkiye çok zarar gördü. Çünkü sizin ülkenizde basılmayan ancak ciddi satın alma gücü olan bir kâğıt (dolar) ülkenizde serbestçe dolaşıyor, emekle ortaya konulmuş birçok şeyi satın alabiliyor. Neticede sizin katma değer veya değer olarak ortaya koyduğunuz faktörler karşı tarafa, kâğıt (para) ise sizin elinize geçiyor. Aslında kâğıdın üstünde ne yazdığı çok da önemli değil, Amerikan doları yazar, İngiliz sterlini yazar, avro yazar, neticede fark etmiyor. Ülkemizde çok ciddi boyutta portföy yatırımı var ve bu yatırım ürkek sınıfta yer alan bir yatırım türü. Bunların hareketleri döviz kurlarında bir takım oynamalara sebep oluyor. Ama son birkaç yıldır TCMB'nin bu konuda ki gözetimi davranışı ve bu işten sorumlu kurumların kendi arasındaki koordinasyonun artması en azından bunları daha gözlemlenebilir ve kısmen de kontrol edilebilir hale getirdi. TC Merkez Bankası'nın elinde bir miktar döviz var ancak hepsi Banka'ya ait değil. Bu yüzden çok dikkatli kullanılması gerek.

Geçmişe bakarak döviz kurlarındaki geleceği çok kolay tahmin edemeyebilirsiniz. Bunun için son derece karmaşık birçok model var ama bunlara güvenerek hareket etmek oldukça riskli. Burada önemli olan husus buralardan kaynaklanabilecek risklere karşı kendinizi koruyabilmeniz. Örneğin doğal gazı ele alalım: Döviz kurlarındaki her artış, doğal gazın size olan maliyetini arttıracaktır. Doğal gaz çevirim santralleri neticesinde ürettiğiniz elektriğin de fiyatı da artacak. Dolayısıyla dövizin sizin paranıza karşı değer kazanması en hassas sektörlerinizi vurabilir, özellikle ithalat bağımlısı olduğunuz sektörleri. Dolayısıyla döviz kuru risk yönetimi ihmal edilmemesi gereken husustur.

Yakın geçmişte TC Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı 5 maddelik Türk Lirasını güçlendirme eylem planını açıklamıştı. Bu maddelere kısaca bakalım: Önce fiyat istikrarından bahsetti ve bu süreç esnasında enflasyonda bir artış olabilir sinyali verdi. İkinci olarak faiz politikası ile ilgili olarak bankaların fonlamasını sonsuz olarak karşılayacağız diyerek gerçekten önemli ve zamanlama açısından yerinde bir taahhütte bulundu. Döviz rezerv politikası ile ilgili olarak her türlü doğrudan satış ve döviz alım ihalesi yapabileceğiz dedi. Yani bunu da şu kadar aldıysak bu kadar da alabiliriz satabiliriz tarzında bir taahhütte bulundu. Arkasından yine finansal istikrar

politikası çerçevesinde bir takım tekliflerde bulundu mesela kredi genişlemesi bir miktar yavaşlamalı diyerek, faiz koridoru ile etkin likidite yönetiminin finansal istikrarın en önemli destekçilerinden biri olduğunu söyledi ve son olarak munzam karşılıklara ilişkin tedbirleri her an devreye sokabiliriz dedi.

Merkez bankacılığını iki kelime ile özetleyecek olursak bunlardan birinin *ihtiyat* diğerinin de *öngörü* olduğu kolaylıkla görülebilir. Merkez bankaları hem ihtiyatlı olmalı hem iyi bir öngörüye sahip olmalı. Dolayısı ile TC Merkez Bankası'nın bu iki hususu fazlasıyla dikkate aldığını düşünüyorum. Yani bu durumun aksi hayal bile edilmemeli. Normal sayılmayacak günler yaşanıyor, bu günlerde merkez bankalarından daha aktif rol almaları bekleniyor. Yani birbir savunma yapılmasının gerekli olduğu anlar olabiliyor. Örneğin ülkeniz saldırı altındaysa *ordu* göreve dersiniz değil mi? Parasal anlamda sıkıntıların ya da saldırıların olduğu bir noktada göreve diyeceğiniz ilk kurum merkez bankası. Dolayısıyla merkez bankası zaman zaman piyasaya bir oyuncu gibi girebilmeli. Bilindiği kadarıyla tarihin hiçbir döneminde merkez bankalarına bu kadar aktif olduğu bir rol alma görevi düşmemiştir. Diğer taraftan piyasa uzmanları "TCMB'nin ne yaptığını anlamıyoruz" diyorlar. Bugün merkez bankasının başında deneyimi azımsanmayacak bir teknik ekip var. Bu tür planlar ve uygulamalar tek kişinin değil bir ekibin işidir. Merkez bankaları artık değişen koşullara göre kimi zaman muhafazakâr kimi zaman da saldırgan bir tutum almaktadırlar ve bu stratejileri normal karşılanmalıdır.

Peki, AB'de durum nasıl? Avrupa Merkez Bankası ve EFSF (Avrupa Finansal İstikrar Fonu) bugünlerde en çok kullanılan anahtar kelimeler arasında ilk sıralarda yer alıyor. En çok merak edilen konu da avro bölgesinin (Eurozone) dağılıp dağılmayacağı. Çöken İzlanda'nın ardından İrlanda, Yunanistan, Portekiz, İtalya, İspanya derken Fransa'da S&P'den nasibini aldı. Bu arada Yunanistan ekonomisi göçtü. Bu durum Avrupa Birliği tarafından nasıl sonuçlandırılacak, sırada daha böyle ülkeler var mı?

Cevaplaması zor olan soru şu: Şimdi Avrupa birliği açısından şu an hem borç krizi hem Yunanistan'ın durumu hem de bankaların

durumu nasıl sonuçlanacak? Öncelikle banka kurtarma operasyonları kapsamında ABD’de olanları hatırlayalım. ABD’de dev yatırım bankaları, *Bear Sterns*, *AIG* gibi batmasına izin verilemeyecek kadar büyük kategorisinde yer alan finansal kurumlar kurtarıldı. Devlet bu kurumlara büyük ölçüde hissedar oldu. Ancak ne pahasına? Vergi-ödeyenlerin parasıyla, orta direk ve altı sınıfında yer alan Amerikan halkının emeklilikleri için ödedikleri primler buharlaştı, işlerinden oldular ve neticede bu kesim ciddi ölçüde fakirleşti. Durum AB’de de pek farklı olmayacak gibi görünüyor. Aşağıdaki paragrafta bir sorgulama analizi yapmaya çalışalım.

Bankayı kim kurtarıyor? Devlet. Banka niçin kurtarılmaya ihtiyaç duyuyor, banka niçin batmak üzere? Zira almış olduğu riskler realize olmuş. Mesela siz de bir yatırım yapıyorsunuz ve risk alıyorsunuz, gelişmeler istediğiniz yönde olursa kâr elde ediyorsunuz, sonuçlanmazsa riskler realize oluyor ve zarar ediyorsunuz. Zarar size. Ama bankalar için durum farklı, bu zararı kim üstleniyor? Devlet. Yani neticede risk bankadan devlete geçiyor, risk ortadan kalkmıyor. O zaman bu riski taşıyan devletin hem kredi derecelendirme kurumları gözünde hem yatırımcı gözünde risklilik seviyesi artıyor. Çünkü devletin “sen bu bankanın bu kadar riskini aldın ama bunu nasıl bertaraf edeceksin, nasıl minimize edeceksin, ne tür hamleler yapacaksın” sorusuna verecek bir yanıtı yok! Dolayısıyla şu an Avrupa Birliği yanıtını kendisinin dahi kolay kolay bulamadığı bir sıkıntı içinde. Bu duruma belki *Avrupa Birliğinin ateşle imtihanı* da diyebiliriz. AB’nin kaygan zemindeki bu tehlikeli süreci nasıl ve ne kadar sürede atlatacağını yine AB’nin kararları belirleyecek. Geçenlerde yayınlanan IMF bildirgesinde IMF aynen şu ifadeyi kullanmış: “Yunanistan’ın görünüşüne bakıldığında ekonomik anlamda düze çıkması en erken 2013 yılından sonra mümkün görünmektedir”. Mali disiplin alanında hükümet şu an son derece derin bir resesyon içinde bulunan Yunanistan’ı su yüzüne çıkarmak için ciddi bir mali harcamaları kontrol sürecini başlattı. Bu arada bir de profesyonelce yönetilen bir özelleştirme fonu oluşturuldu. Bunun üzerinde durulması gerekiyor zira profesyonel şekilde yönetilen özelleştirme fonunun yaratılması kararı ilginç ve dikkatle takip edilmesi gerekiyor. Yunanistan neyi özelleştirecek, hangi varlıklarını satışa çıkardı? Bun-

ları ne şekilde ve hangi fiyattan satarak düzlüğe çıkacak? Bu gelişmeler IMF penceresinden pozitif gelişmeler olarak görülüyor ancak, işin içerisinde neler olduğu pek net değil. Görünen o ki, Yunanistan şu an çok ciddi bir teslimiyet durumu içerisinde. Ama bunu net bir şekilde ne Avrupa birliği ifade ediyor nede Yunanistan dile getiriyor. Peki, niçin Yunanistan'a böyle bir şey yapılıyor o zaman? Bunun iki temel nedeni var. Biri Yunanistan'ın borçlu olduğu ülke ve banka sayısı çok fazla ve resmi olarak Yunanistan'ın batışı ilan edildiği takdirde bu bankalar (ki büyük kısmı Alman ve Fransız bankası) ve borç veren ülkeler (yine AB'nin büyükleri) bunu doğrudan zarar yazacaklar. Uygulanan plan ise uzun vadeli planlarla Yunanistan'ın borçlandırılarak kurtarılması ve neticede borçlarını ödeyebilecek duruma gelmesi esasına dayalı. Yani Yunanistan ağırlaştırılmış borç yükü ile yaşasın, ancak bir taraftan da çark dönsün ve alacaklılar zarar yazmasın! İşin temeli aslında bu olsa gerek.

AB'nin kurtarıcısı olarak *Avrupa Finansal İstikrar Fonu* görülüyor. Bu fon işe el koydu ve üye ülkelere garantili borç verme sürecini başlattı. Yaklaşık 1 trilyon Avro civarında olduğu ifade edilen bu fonun en büyük garantörü olan dört ülkenin payı %77 civarında (Almanya %27, Fransa %20, İtalya %18 ve İspanya %12). FITCH, Avrupa'nın kurtarma fonu olarak bilinen Avrupa Finansal İstikrar Fonu'nun (EFSF) AAA olan kredi notunu muhafaza etmesinin Fransa'nın kredi notunu AAA seviyesinde korumasına bağlı olduğunu söyledi. Ancak Fransa'nın son not indirimi bu fonu da sıkıntıya soktu. Zira EFSF'nin sağladığı fonlar da (*CDO-collateralized debt obligations*) belli bir risk seviyesine sahip. Teminatlı borç senetleri olarak bilinen *CDO*'ların arkasında Almanya ve Fransa var. Bu ülkelerin birinin notunun düşürülmesi EFSF'nin de dolaylı olarak notunun düşürülmesi anlamına gelmekte ve durumun daha da sıkıntılı bir hâl almasına neden olmaktadır.

Neticede Avrupa bankacılığının sorunu kısa vadede çözülecek türden değil. Orta vadede birleşme, devralma ve bazı bankaların kapanmasıyla normal seyrine dönme eğilimine girebilir. Ancak bu iş pek de kolay görünmüyor. Şu anki görünüm tüm riskin devlete (merkez bankaları üzerinden) geçtiği ve bu durumun ekonomiyi,

dolayısıyla finansal sistemi başka bir kanaldan olumsuz olarak etkileyeceği şeklinde.

Geçen yılın Kasım ayında Cannes'de bir araya gelen G20 liderleri, bankaların çekirdek sermaye yeterlilik oranlarını kayda değer şekilde yükseltmelerini talep eden tedbirleri onayladılar. Bankalara yeni yükümlülükler getirdiler ve daha da önemlisi "hiç bir finansal kuruluşun batmak için çok büyük kategorisinde yer almamasının sağlanmasını" istediler. Yani önceki paragraflarda da ifade edilen TBTF (*too-big-to-fail*) uygulaması artık rafa kaldırılacak(mış). Ancak yerine *G-SIFI* yani "küresel-sistemik olarak önemli finansal kuruluşlar (*Global-Systemically Important Financial Institutions*)" tanımını getirerek bunların tabi olması gereken ölçütleri *BIS* ve *FSB* üzerinden yayınladılar. *G-SIFI* kategorisinde 17 Avrupa, 8 Amerikan, 3 Japon, 1 Çin bankası olmak üzere toplam 29 banka yer alıyor. G20, bu bankaların daha ciddi denetleneceği yönünde bir kanaat oluşturmayı amaçlayarak finansal kuruluşların batmaları durumunda ortaya çıkacak maliyetin gelecekte vergi mükellefleri tarafından üstlenilmemesini de gündeme getirdiler. Ancak pek inandırıcı bulunmayan bu kararlara yönelik tepkiler gecikmedi. Derecelendirme kuruluşu FITCH, 21 bankanın (8 İspanyol, 7 İtalyan, 4 Fransız ve 2 Belçika) görünümünü negatife çevirdi, yani sırada bu bankaların not düşüşü var. FITCH, bu açıklamayla beraber birçok küresel bankanın maruz kaldığı ve kalacağı yapısal risklere dikkat çekerek bu kararında 16 Aralık'ta Euro Bölgesi'ne üye 6 ülkenin kredi not görünümünü durağan'dan negatif'e düşürülmesinin etkili olduğunu vurguladı. Bu aşamada bir noktaya daha dikkat çekmek, gözden kaçırmamak gerek. Diğer taraftan bu not düşürme işi bankalarla sınırlı kalmadı. S&P aralarında Allianz, Aviva, Axa, Generali ve Mapfre'nin de bulunduğu 15 sigorta şirketinin görünümünü negatife çevirerek olası bir not düşüşü ile karşılaşabilecekleri uyarısında bulundu¹⁹.

Ocak ayının ikinci haftasında bu ülkelerin hepsinin notu düşürüldü ama bu olaydan hemen öncesine bakmakta fayda var. Burada ilginç olan bir durum göze çarpıyor: S&P, Sarkozy ve Merkel'in

¹⁹ "Çözüm Ne?", Coşkun Küçüközmen, PSM Dergisi, Ocak-Şubat 2012, sf.76-77.

krize yönelik Alman ve Fransa çözümünü açıklayacağız şeklindeki beyanatının hemen akabinde yani birkaç saat sonra 15 Avrupa ülkesinin notunu indireceğim diye bir uyarıda bulundu. AB üyesi ülke politikacıları derhal kınama tarzında yorumlarda bulundular. Mesela, Jean Claude Juncker (Lüksemburg Başbakanı) “son derece adil olmayan bir yaklaşım ve aşırı abartı”, Christian Noyer (Fransa Merkez Bankası Başkanı) ise “bunlar kesinlikle hiç olmaması gereken bir zamanda konuşulan konular, çok yadırgadım” ve Avusturya Merkez Bankası Başkanı da “son derece politik bir girişim” diye nitelediler.

Ancak bu tepkilerden önce S&P söz konusu indirimlere ilişkin olarak kendi internet sitesi üzerinden bir açıklamada bulundu. Açıklamada başta AB politika yapımcıları olmak üzere sorunun çözümüne ve piyasa güveninin kazanılmasına ilişkin bir türlü uzlaşma sağlanamaması, üye ülkeler arasında daha ileri seviyede bir ekonomik finansal ve mali yakınsamanın nasıl sağlanacağına ilişkin net bir plânın olmaması, kamu ve hane halklarının yüksek borçluluk oranları gibi hususlara atıfta bulunularak Euro bölgesinde artan ekonomik gerileme (resesyon) riskinin 2012’de de devam edeceğini vurguladı. Açıklamada ayrıca “kesin olan bir şey varsa İspanya, Portekiz ve Yunanistan’ın notu düşecek ama diğerlerinin de notlarının düşürülmesi 40%’lık bir ihtimal dâhilinde” denilerek bu sürecin devam edeceğinin işaretlerini verdi. S&P’nin mesajı açık, “politik dinamikler çalışmıyor, yani piyasa güven sorununu çözecek nitelikte ve kararlılıkta politik adım atılmıyor” diyor. Örtülü olarak da “bunu içerde politika malzemeniz yapmayın, sorunu AB olarak birlikte çözmek zorundasınız” diyor.

Hemen bir değerlendirme yapalım. S&P gerekçelerini saydı ve notu indirdi. AB ise bu davranışı “adil olmayan, aşırı, abartılı” gibi ifadelerle tanımladı. Küresel krizin hemen öncesine bakıldığında yani 2008 yılında kredi derecelendirme kuruluşları tabiri caizse çuvalladılar değil mi? Yani her şey birden bire oldu, kriz aniden geldi, Lehman durup dururken battı. Derecelendirme sürecindeki ihmallerini, yetersizliklerini örtbas edip hatalarını telafi edebilmek için vakit geçirmeden birçok şirketin tahvil notunu düşürdüler, *sub-prime* kredi notlarını düşürdüler. Ancak iş işten geçtikten sonra. Şimdi beklenmedik bir anda “...Eurozone’a üye 15 ülke, yatırım yapılabilir statüsünden hızla

uzaklaşıyor aman dikkat” diyorlar. Bu mesajı kime veriyorlar? Bana ya da size vermiyor; yatırımcılara veriyor. Yatırımcılar kim? Çok parası olan büyük oyuncular. Hatta S&P şunu diyor, “..Almanya ve Fransa’ya belki hiç AAA notu verilmemeliydi”. Yani bunu net olarak ifade etmiyorlar ama kastettikleri husus bu olsa gerek!

Şimdi burada kritik bir nokta daha var: Kredi derecelendirme kuruluşları şirket ya da kurum bazında kimi derecelendiriyorsa parayı ondan alıyorlar. Bu iş ülkelere geldiği zaman öyle bir şey olmadığı için notunu rahatlıkla indiriyorlar. Geçenlerde CNBC-e kanalında da dile getirilen bir çalışmada şirketlerin ülkelere nazaran daha cömert derecelendirme not aldığı vurgulandı. Bu konuda Amerikan SPK’sı SEC’e gönderilen bir mektup konuya ışık tutmakta²⁰. Kredi derecelendirme kuruluşları halen bir sorun, bir muamma. Ellerinde asırlık geçmişe dayanan muazzam bir bilgi var. Bu nedenle ciddiye alınmaları gerekiyor; çünkü her olumsuz adımları yıkıcı etkiye sahip ve verdikleri kararlardan geriye döndüklerine pek rastlanmadı. AB’de muhtemelen bunun farkındadır. Neticede piyasada çok fazla haber ve yorumdan kaynaklanan bir bilgi kirliliği var. Zamansız ve mesnetsiz yorumlara piyasanın tahammülü kalmadı, ancak bu kirlilikte gerçek bilgiye ulaşmak, gerçekçi analiz yapmak giderek güçleşiyor ve maliyeti artıyor.

Bu çerçevede Yunanistan’ın krize girmeden önceki son birkaç yılının ciddi şekilde mercek altına alınıp incelenmesi gerekiyor. Aslında yapısal olarak sorunların varlığı arada bir de olsa dile getiriliyordu ancak küresel krizle birlikte hem bu sorunların durumu giderek kötüleşmesi, hem de Yunanistan’ın hızlı bir iflas sürecine girmesi soru işaretlerini artırdı. Ortaya atılan bir iddia şuydu: Yunanistan’ın devlet borçları uzun süre yine başarılı bir şekilde yine devlet tarafından gizlendi. Maastricht kriterlerine uyum sağlanması açısından borç/GSMH oranı 2007-2011 yılları arasında gerçekleştirilen muhtelif swap anlaşmaları ile az da olsa iyileştirilmişti. Bu süreçte aktif olarak yer alan Goldman Sachs kendisine yöneltilen suçlamaları reddederek her şeyin yasal çerçevede olduğunu ifade ediyordu. Alman Başbakanı Merkel ise bu durumun bir skandal oldu-

²⁰ <http://www.sec.gov/comments/4-629/4629-12.pdf>

ğunu, dünyayı küresel krize götüren bu bankaların bir de istatistiklerle oynayarak böyle bir işe kalkışmalarının kabul edilemez olduğunu doğrudan banka ismi vermeden dile getirdi. Neticede AB Yunanistan tarafından kandırılmıştı. Lynn (2011) bu durumu ilginç bir şekilde özetliyor: "New York'lu bir yatırım bankasından –ki işi karmaşık finansal işlemlerden kâr elde etmek olan bir banka- ne beklenebilir ki? Kediye ciğer emanet edilmez (bu sözün İngilizce olarak şöyle ifade etmiş: *if you leave your sausages in dog's kennel, there is not much point in shouting at the dog when you find out it has eaten them*)". Bu konudaki nihai yorumu ise daha ilginç: "Günümüzde standart hale gelen ve birçok ülkenin aldatma üzerine kurulu davranış realitesini abartmaya gerek yok"²¹.

Yine araya reklam alalım ve gözden kaçabilecek küçük(!) bir bilgiyi sizlere sunalım. Bu bilgi *Inside Job* filminin hemen başında yer alıyor. Nüfusu 320,000 ve GSMH'si 13 milyar dolar civarında olan İzlanda'nın uğradığı bankacılık zararı 100 milyar dolar. GSMH'nin yaklaşık 7,7 katı bir zarar nasıl oluşabilir. Örneğin, Türkiye'nin gayri safi milli hâsılasının 700 milyar dolar olduğunu kabul edelim ve bunu 7,7 ile çarpalım, 5,4 trilyon dolar. Nasıl bir zarar miktarıdır bu rakam, bu kadar para bu ülkeye girmiş midir, girmişse nasıl girmiştir? Bu meblağda bir para bir ülkeye girdikten sonra neyin fiyatı nasıl olacak, bu para ile ne yapılır? İzlanda'da neler olmuş? IMF veri tabanından elde edilen verilerle 2006-2011 arasında kişi başı GSMH, 54 bin dolardan 39 bin dolara düşmüş, işsizlik %1,6'dan %8'e çıkmış, kamu borcu/GSMH oranı da %7'den %67'ye çıkmış. Madalyonun görünmeyen yüzü ise *Financial Times* Gazetesi'nde yer alan *David Hale* imzalı bir makale²².

Yaşamakta olduğumuz krizin boyutları maalesef tam olarak kestirilemiyor. Bazı kaynaklar nirengi ya da kıyas noktası olarak 1929 krizini alıyorlar. Haklılar, zira bugüne kadar daha büyük bir kriz olmadı, ancak bu krizin başlangıcından 10 yıl sonra süreç 2. Dünya Savaşı ile seyir değiştirdi. Aslında bugün toplu, tüfekli bir savaşa da lüzum yok gibi görünüyor. Ticaret ya da kur savaşlarıyla

²¹ Lynn, Matthew, (2011), *BUST, Greece, The Euro, and the Sovereign Debt Crisis*, Wiley.

²² "How Guantánamo could rescue Iceland", David Hale, *Financial Times*, 31 January 2010.

da ülkeler birbirlerinin elini kolunu bağlayabiliyor. Yukarıdaki satırlarda kısaca değindiğimiz dijital yönetim kaynaklı riskler ve olası istismarlar ise en büyük tehlike.

Giderek farklı boyutlar alan küresel kriz tartışmalarındaki en büyük sıkıntılardan biri de şu: Bu belirsizlik çerçevesinde ne gibi önlemler alınmalı, neler yapılmalı? Aslında bunları bir tarafa bırakıp öncelikle etrafta olup bitenleri anlamaya çalışmak gerekiyor. Yani bugün *Arap Baharı* denilen süreç nedir? Hangi bahardan bahsediliyor, bahardan ne kast ediliyor? Halkların uyanışı deniliyor, bunlar yüz yıldır nerede uyuyorlardı? Neyin uyanışı, kimin uyanışı? Bunların başına diktatörleri kim dikti, şimdi kim görevden alıyor? Bu gelişmelerin krizle bir ilgisi var mıdır? Zamanlaması manidar mıdır?

Bir dizi olay ve gelişmeleri birbiri ile bağlantılı olarak düşünmekte büyük fayda var. Takip etmek oldukça güç, çünkü birim zaman başına düşen olay sayısı ciddi boyutta artmış durumda. Gelişmelerden bir gün bile uzak durmak takip eden günlerde bilgi/haber eksikliğinden kaynaklanan bir hata yapmayı kaçınılmaz kılabilir. Yani bugün ciddi ve güvenilir kaynaklardan zamanında ve doğru haber/bilgi almanız gerekiyor. Bunun bir çok koşulu var: Öncelikle bilgi/veri elde etmenin maliyeti. Basit görünmekle birlikte mobil internet bağlantınız, hızlı bir bilgisayarınız, iyi derecede bir yabancı dil (İngilizce), her gün eklenen yeni terim ve kelimeler, gazete, dergi abonelikleri ve diğer birçok unsur. Sadece bunlar da yetmiyor, bilgi altyapınız iyi olacak, hızla yeni bilgilerle güncelleyeceksiniz, yeni gelen bilgileri süzgeçten geçireceksiniz, yorumlayacaksınız ve kararlarınıza dâhil edeceksiniz. Tabii ki tüm bunları mümkün olan en kısa zaman diliminde gerçekleştireceksiniz. Çünkü gelişmelere karşı piyasaların tepkisi saniyeler içerisinde oluyor. Eskiden ekonomik sistem içinde her türlü etkiye maruz kalan finans sistemi bugün neredeyse tüm ekonomik sistemi domine eder hale geldi. Bu değişimi göz ardı etmemek gerekiyor.

Fırsat olursa bir sonraki yazı konuları başta küresel krizdeki son gelişmeler olmak üzere Davos Zirvesi, Çin, Ortadoğu, Euro'nun geleceği, enerji ve Basel-III konuları olacak.

HİSSE SENETLERİNDE AÇIĞA SATIŞ İŞLEMİNİN ALTERNATİFİ OLARAK OPSIYON SÖZLEŞMELERİNİN KULLANIMI VE TÜRK SERMAYE PİYASASI İÇİN ÖNERİLER *

Mine AKSOY**, Engin KURUN***

Öz

Hisse senedine dayalı satım opsiyonu sözleşmesi satın alınması stratejisi ve hisse senedinin açığa satışı işlemi birbirinin yerine kullanılacak alternatif yatırım stratejileridir. Bu makalede açığa satış ve ödünç işlemleri ile opsiyon sözleşmesi ile oluşturulan stratejiler ayrı ayrı ve bir arada kullanılarak elde edilen nakit akımları karşılaştırılmalı olarak sunulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre korunmasız işlemlerde kayıplar gözlemlenmiş, korunmalı açığa satış işlemleri ile potansiyel zararların minimize edilebileceği gösterilmiştir. Sonuç olarak gerek enstrümanlar arasındaki etkileşim, gerekse de maruz kalınan riskler değerlendirildiğinde yakın bir gelecekte ülkemizde organize borsada işlem görmesi planlanan opsiyon sözleşmelerinin kullanımına ilişkin öneriler getirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Açığa satış, hisse senedi, ödünç, opsiyon

** Yrd. Doç. Dr., Yalova Üniversitesi, mine_aksoy@hotmail.com.

*** Dr., Ziraat Pörföy, ekurun@ziraatportfoy.com.tr.

Abstract

The Use Of Options As An Alternative For Short Selling and Recommendations For Turkish Capital Market

Put options and short sales are simultaneously substitutes and complements. Short sellers can instead buy put options. But a willingness to write put options can depend on the ability to hedge by shorting stock. Strategies by using short selling/stock borrowing with or without option contracts are presented in this article and their payoff structures are compared with each other. It is observed that naked positions produced large losses while the covered call/put option positions minimized the potential losses. Exchange traded options will become the popular instruments in this context. They will be start to trade in the very near future and some recommendations are presented here for the efficient options and stock lending/borrowing market.

Keywords: Short selling, stock, lending, option

GİRİŞ

Türev ürünler, riskten korunma (hedging), arbitraj ve/veya spekülasyon amaçlarıyla, finansal ürünler veya emtia cinsinden dayanak varlıktan türetilmiş finansal araçlardır. Türev ürünler dayanak varlığa yapılacak yatırımdan daha az bir fonlama ile işlem yapma olanağı (kaldıraçlı işlem imkanı) sağlarlar.

Opsiyon sözleşmesi, alıcısına belirli bir dayanak varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli bir vadede alma veya satma hakkı tanırken, sözleşmenin satıcısına, opsiyon hakkını elinde bulunduran tarafın (alıcı) bu hakkını kullanmak istemesi durumunda yükümlülük doğurmaktadır. Alıcı, satıcıya kendisine sağlanan bu haktan dolayı prim öder. Alıcının riski ödediği primle sınırlıyken, satıcı tahsil ettiği prim karşılığında fiyat dalgalanmalarından doğabilecek sınırsız bir risk üstlenmektedir.

Opsiyon sözleşmeleri, Amerikan Avrupa ve Bermuda tipi olarak üç kategoride sınıflandırılabilir. Avrupa tipi opsiyonlarda, opsi-

yon hakkı yalnızca vade sonunda kullanılabilir. Amerikan tipi opsiyonların alıcısı, vade süresince herhangi bir gün opsiyonu kullanabilir, vadeyi beklemesine gerek yoktur. Bermuda tipi opsiyon ise Avrupa ve Amerikan tipi arasında değerlendirilebilir. Bermuda tipi opsiyonlarda alıcı, vade sonuna kadar belirlenen günlerde opsiyon hakkını kullanabilir.

Opsiyon stratejileri yatırımcıya pek çok alternatif sunan yatırım stratejileridir. Aynı anda birden çok alım ve/veya satım opsiyonunun alınması ve/veya satılması ile, çeşitli fiyat ve korunma beklentilerini sağlamak üzere oluşturulan stratejiler, temel olarak piyasanın veya volatilitenin yönündeki beklentilere göre değişmektedir.

Açığa satış, sahip olunmayan herhangi bir varlığın borçlanılarak satılmasıdır. Bu sayede, piyasanın veya ilgili menkul kıymetin fiyatı düşerken de kazanç elde etmek mümkündür. Bu durumda açığa satışı, ileride fiyat düşüşü olacağı beklentisiyle ödünç alınan menkul kıymetin satılması işlemi şeklinde tanımlamak mümkündür.

Hisse senedini ödünç alarak açığa satış yapan bir yatırımcı hisse senedinin fiyatının vade sonuna kadar yükselme ihtimaline karşılık, bir alım opsiyonu sözleşmesi satın alarak riskini kontrol altına alabilir. Eğer ödünç işlemi maliyetli ise ve yatırımcı hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi içinde ise açığa satmanın alternatifi olarak satım opsiyonu sözleşmesi satın alabilir. Yatırımcının beklentisinin aksine fiyatlar düşmez ise zarar ödenen opsiyon primi ile sınırlı kalır, eğer fiyatlar düşerse opsiyon hakkı kullanılarak kar elde edilir.

Açığa satış, ödünç ve opsiyon işlem stratejileri birbirini tamamlayan ve birbirinin yerine kullanılabilen yatırım stratejileridir. Bu piyasalardaki maliyetler ve kısıtlamalar piyasalardaki işlem hacmini etkileyecektir. Bu piyasalardan herhangi birine ait veri diğer piyasalar için de bir gösterge oluşturmaktadır.

Birinci bölümde açığa satış ve ödünç işlemleri, ikinci bölümde opsiyon sözleşmeleri ile açığa satış işleminin sentetik olarak oluşturulması konuları açıklandıktan sonra üçüncü bölümde konuyla ilgili geniş bir literatür taraması sunulmuştur. Dördüncü bölümde açığa satış işlemlerinin opsiyon sözleşmesi kullanılarak nasıl oluşturulabi-

leceği örnek uygulamalar ile değerlendirilmiş, sonuçta elde edilen nakit akımlarının birbirine benzer olacağı ispatlanmıştır. Ülkemizde henüz organize borsada işlem görmeyen opsiyon sözleşmelerinin yakın bir gelecekte işlem görmesi beklendiğinden, elde edilen bulgular ışığında yapılan değerlendirmeler ve getirilen öneriler sonuç kısmında bulunmaktadır.

AÇIĞA SATIŞ VE ÖDÜNÇ İŞLEMLERİ

Açığa satış işlemi, açığa satılacak olan sermaye piyasası aracının ödünç alınması kararıyla başlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasası aracının ödünç olarak temin edilmesi olanağı yoksa açığa satış işleminin yapılması da mümkün değildir. Çünkü açığa satış yapan taraf, açığa satışı yapılacak olan sermaye piyasası aracına ya hiç sahip değildir ya da sahip olduğu halde, elinden çıkarmak istememektedir. Hisse senedi işlemlerinde her iki durumda da açığa satış işlemi yapan taraf hisse senedini ödünç almak durumundadır. Eğer açığa satış gün içi olarak yapılıyor ise sadece teminatın olması yeterlidir. Yani ödünç piyasasına hiç uğramadan da açığa satış yapılabilir.

Menkul kıymet ödünç işlemi belli bir faiz karşılığında menkul kıymetlerin sahipliğinin (özsermaye halleri kapsamındaki haklar ödünç veren tarafa aittir) geçici süreliğine ödünç verenden ödünç alana geçmesine, ödünç alanın ödünç veren tarafından talep edilmesi durumunda veya mutabık kalınmış olan sürenin sonunda menkul kıymetlerin geri iade edilmesine dayalı işlemleri ifade etmektedir. Ödünç alan ödünç verenin kredi riskine karşı korunması için işlemi nakit veya diğer menkul kıymetler ile teminatlandırmaktadır.

Nakit teminat karşılığında ödünç alan tarafın yatırdığı bu nakit teminat para piyasasında değerlendirmekte ve elde edilen faiz ödünç alana ödenmektedir. Tezgahüstü piyasa işlemlerinde hisse ödünç faizine ilave olarak nakit teminata ödenecek faiz de kote edilir.

1.1. Türkiye’de Açığa Satış ve Ödünç İşlemleri İle İlgili Düzenlemeler

Türkiye’deki menkul kıymet ödünç işlemlerinin; İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) aracılığıyla gerçekleştirilen organize piyasa ödünç işlemleri ile aracı kurumların kendi bünyelerinde gerçekleştirdikleri ödünç işlemleri olmak üzere iki grup altında sınıflandırılması gerekmektedir. Takasbank’tan sağlanan veriler çerçevesinde, Takasbank nezdinde gerçekleştirilen ödünç işlemlerinin hacmi ve uygulama esasları hakkında bilgi sahibi olmakla birlikte, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir.

SPK’nın Seri:V, No:65 Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliği ile sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme işlemleri ile bu faaliyeti yapacak olan kurumlara ilişkin ilke ve esaslar düzenlenmiştir. Temel düzenlemede yer alan hükümler çerçevesinde Takasbank bünyesinde ödünç pay senedi piyasası kurulmuş olup, 28 Kasım 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir.

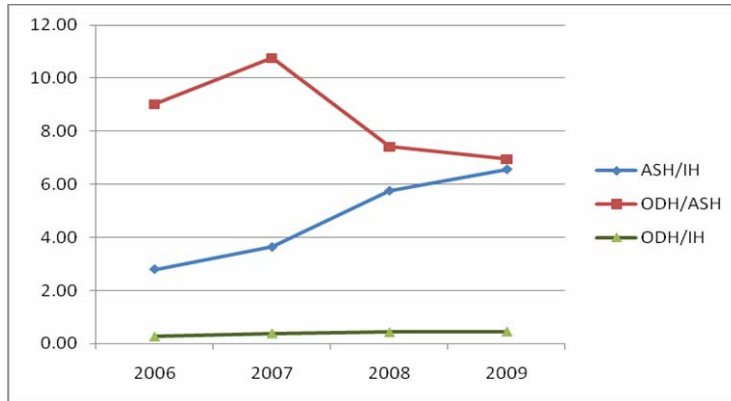
Ödünç Pay Senedi Piyasası’nın kurulmasındaki amaç, Sermaye Piyasası Kurulu’nca onaylanan tür ve miktarda teminat göstererek belirli bir dönem için Hisse Senedi ve Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi ödünç almak isteyen Aracı Kuruluşların taleplerinin, portföylerine ilave getiri ve piyasada oluşacak temerrütlerin minimuma indirilmesini sağlamak amacıyla, Hisse Senedi ve Borsa Yatırım Fonu Katılma Belgesi ödünç vermek ve vade sonunda bunları mislen geri almak isteyen Aracı Kuruluşların teklifleri ile karşılaşmasını sağlamaktır.

Takasbank, Tebliğ’in ilgili maddesinde verilen yetki ve SPK’ca onaylanan Ödünç Pay Senedi Uygulama Esasları Yönetmeliği çerçevesinde, Piyasa’da gerçekleşen işlemlere ilişkin alınan teminatların yönetimini yapan, ödünç işlemlerinin vadesinde sonlanmasını sağlayan ve Piyasa’yı işleten kurumdur.

İMKB'de açığa satış işlemleri için fiyat kuralı (uptick rule) bulunmaktadır. Bu kural 1995 yılında İMKB Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü'nün 21 nolu genelgesi ile düzenlenmiştir. Açığa satışı konu olan menkul kıymetin en son gerçekleşen fiyatının bir önceki fiyattan daha yüksek olması halinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat düzeyinden yapılabilir. Seansın açılışında, en son gerçekleşen fiyat bir önceki seansın kapanış fiyatıdır ve açığa satış emri bu fiyatın bir adım üzerinden verilebilir. Bazı fiyat serbest veya değiştirilmiş ise açığa satış emri işlem gerçekleştikten sonra verilebilir. Açığa satış emri girmek isteyen üye, normal emir girişinde kullandığı "Sat" tuşu yerine "Açığa Satış" tuşuna basarak emrini girecektir.

İMKB'de gerçekleşen açığa satış işlem hacmi ve ödünç piyasa işlem hacmi 2006-2009 yılı için Ek-1'de yer alan tabloda aylar itibari ile gösterilmiştir. Şekil 1'de yıllık ortalamalar itibariyle açığa satış işlemlerindeki artış trendi görülmektedir. 2006 yılında açığa satış hacminin toplam işlem hacmindeki oranı % 2.80 iken 2009 yıl sonu itibariyle % 6.57'ye ulaşmıştır. Aynı oran Gruenewald, Wagner ve Weber'e (2009, s. 2) göre NYSE'de % 24 ve NASDAQ'ta % 30 civarındadır.

Şekil 1: Yıllar İtibariyle Açığa Satış Ve Ödünç İşlemleri



ASH: Açığa satış işlem hacmi, ODH: Ödünç işlem hacmi, IH: İMKB işlem hacmi
Kaynak: İMKB, Takasbank.

1.2. Menkul Kıymet Borsalarında Açığa Satış ve Ödünç İşlemleri İle İlgili Düzenlemeler

Menkul kıymet borsaları menkul kıymet ödünç işlemlerinin kontrolü kapsamında çeşitli yaklaşımlar benimsemişlerdir. Bazı ülkelerde borsalar ve merkezi takas/saklama kuruluşları düzenli ve resmi bir piyasa işletmektedirler (Örneğin Türkiye, Brezilya vb.). Bazılarında ise borsa ve menkul kıymet ödünç işlemleri tamamen bağımsızdır ve tezgah üstü piyasada bu işlemler gerçekleşmektedir (Örneğin Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, İngiltere vb.) (Vodia, 2007).

Menkul kıymet borsalarının menkul kıymet ödünç piyasaları ile ilgili iki farklı girişimi bulunmaktadır. Bunlardan ilki ve potansiyel olarak en büyüğü yatırımcıların haklarının ve kurumsal yönetim ilkesi kapsamında ihraççı şirketlerin ihtiyaçlarının yönetilmesidir. Diğeri ise açığa satış verisinden ayrı olarak menkul kıymet ödünç verisinin, piyasanın denetlenmesi ve gözetilmesi kapsamında kullanılmasıdır.

Merkezi takas/saklama kurumları tarafından sunulan menkul kıymet ödünç hizmetlerinin yer aldığı ülkelerde ödünç uygulamaları ile ilgili güçlü kontroller bulunmaktadır. Bu kontrollerin iyi veya kötü olduğu tartışılmaktadır ancak genel olarak piyasanın denetlenmesi ve gözetilmesini kolaylaştırmaktadır.

Her ülke menkul kıymet ödünç işlemleri için merkezi bir takas kuruluşunun merkezi takas tarafı olup olmaması konusunda kendi şartlarını piyasa dinamikleri veya düzenleyici kurumların kararı doğrultusunda oluşturmaktadır. Hangi sistemin iyi olduğu konusunda kesin bir hüküm olmamakla birlikte merkezileştirilmiş bir menkul kıymet ödünç piyasası, piyasaların gözetim, denetim ve fiyatların izlenmesi açısından gerekli verileri sağlayacaktır.

2007 yılının ortalarında başlayan finansal krizin yaşandığı süre içerisinde açığa satış tartışılan en önemli konulardan biri olmuştur. Bu kriz ile birlikte hisse senetleri piyasalarında büyük düşüşler yaşanmış ve pek çok finansal kuruluş iflas etmiştir. Otoriteler açığa satışın bu fiyat düşüşlerini hızlandıracağını düşünerek, acil önlemler kapsamında yeni düzenleme ve kısıtlamalar getirmişlerdir. Finansal kriz etkisi altında açığa satış ile ilgili alınan acil önlemler ve izlenen

yaklaşımlar İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD) örneği için incelenmiştir.

1.3. İngiltere ve ABD'de Finansal Krizde Açığa Satış İle İlgili İzlenen Yaklaşım

Finansal krizden önce, İngiltere'de Financial Services Authority (FSA) açığa satışı yasal bir yatırım aktivitesi olarak görmekte ve piyasa etkinliğini arttırdığını düşünmekteydi. ABD'de Securities Exchange Commission (SEC) açığa satış işlemlerinin çoğunluğunun yasal olmasına rağmen kötü amaçla uygulanan açığa satış işlemlerinin yasal olmadığı görüşündeydi. Krizle birlikte her iki ülkede de birtakım kısıtlamalar ve yeni düzenleyici uygulamalar yürürlüğe konmuştur. Gruenewald, Wagner ve Weber (2010, ss. 16-18) yaptıkları çalışmada İngiltere ve ABD için en son yaşanan finansal krizden sonra yapılan düzenlemeler ile birlikte gelen son durumu özetlemiştir.

İngiltere'de sermaye piyasası düzenleyici otoritesi olan FSA Eylül 2008-Ocak 2009 tarih aralığında piyasa yapımcılar hariç, tüm yatırımcılar için finansal kurumlara ait hisse senetlerinde açığa satışı yasaklamış ve açığa satış kapsamında bildirim ve raporlamalar ile ilgili ekstra yükümlülükler getirmiştir. Ocak 2009 tarihinden itibaren finansal kurumlara ait hisse senetlerinin açığa satışı kapsamında uygulamaya koyulan bildirim ve raporlamalar ile ilgili ekstra yükümlülükler sürmektedir.

ABD'de sermaye piyasası düzenleyici otoritesi olan SEC Temmuz-Ağustos 2008 tarih aralığında piyasa yapımcılar hariç, tüm yatırımcılar için finansal kurumlara ait hisse senetlerinde çıplak açığa satışı yasaklamıştır. Eylül 2008-Temmuz 2009 tarihlerinde tüm hisse senetleri için geçici olarak T+3 takas yükümlülüğü şartlarını ağırlaştırmış, tüm hisse senetleri için opsiyon piyasa yapımcılarının istisnasını kaldırmış ve 'Naked short selling anti-fraud' kanunu yürürlüğe koymuştur. Ek olarak kurumsal yatırımcıların yöneticileri için açığa satış kapsamında bildirim ve raporlamalar ile ilgili ekstra yükümlülükler getirmiştir. SEC'e yapılacak olan bu bildirimler iki hafta gecikme ile halka açık hale gelmektedir. SEC Temmuz 2009 da T+3 takas yükümlülüğü şartlarını tüm hisse senetleri için kalıcı olarak ağırlaştırmıştır.

ABD'de yedi opsiyon borsası için toplam işlem hacminin yarısı piyasa yapıcılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Piyasa yapıcılar açığa satış yasaklamalarından dolayı kısa pozisyonları için korunma sağlayamazlarsa işlem yapmayacaklar ve bu durum piyasaların likiditesini olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle opsiyon piyasası yöneticileri SEC'in opsiyon piyasa yapıcıları için açığa satış kısıtlamaları muafiyeti uygulaması yönünde baskı uygulamaktadırlar (Ring, 2009).

Finansal kriz ile birlikte yapılan bu düzenlemelerin piyasalar üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkisi halen pek çok araştırmacı tarafından incelenmektedir.

AÇIĞA SATIŞ İŞLEMİNİN OPSİYON SÖZLEŞMESİ İLE SENTETİK OLARAK OLUŞTURULMASI

Açığa satış ile ilişkili opsiyon sözleşmelerinin kullanımı 4 türlü olabilmektedir:

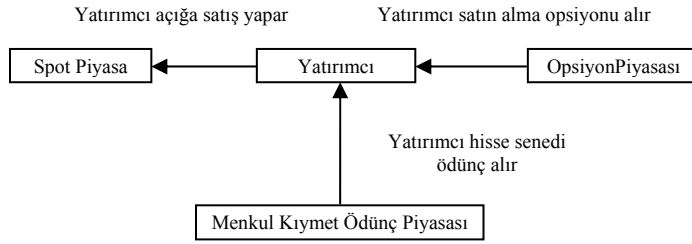
1. Açığa satış yapan yatırımcının ödünç aldığı hisse senedi fiyatının artması halinde korunma amaçlı olarak alım opsiyonu satın alması,
2. Yatırımcının ödünç hisse senetleri karşılığında spot piyasada doğrudan açığa satış yapmak yerine satım opsiyonu satın alması,
3. Yatırımcının satım opsiyonu satın almak yerine alım opsiyonu satması (satım opsiyonu satın alma işlemi ile farkı, fiyat düşüşü halinde prim kazancı elde edildiği halde, fiyatın yükselmesi halinde sınırsız risk üstlenilmesidir.),
4. Yatırımcıya satım opsiyon hakkını satan tarafın korunma amaçlı olarak spot piyasada hisse senetlerinde açığa satış yapması.

Yukarıdaki stratejilerden 1 ve 4 nolu olanlar açığa satış, ödünç hisse senedi ve opsiyon pozisyonunu aynı anda içerirken, 2 ve 3'de açığa satış işlemi olmaksızın hisse senedi fiyatlarının düşeceği beklentisi ile alınan opsiyon pozisyonları görülmektedir. Burada

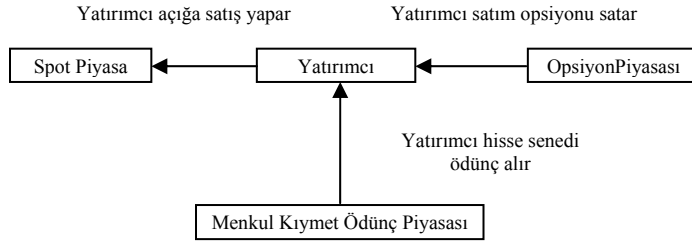
en riskli pozisyon 'naked call option'da denilen 3 nolu pozisyonudur. Normal şartlarda spot piyasada çıplak açığa satış yasak iken opsiyon piyasasında bu işlemi gerçekleştirmek mümkündür. Satım opsiyonunu satan taraf da 4 nolu pozisyon almadığı takdirde 'naked put option' denilen durumda sınırsız risk üstlenecektir.

Şekil 2 ve 3'de sırasıyla 1 ve 4 nolu stratejilerin nasıl uygulanabileceği gösterilmiştir.

Şekil 2: Açığa satış işleminin alım opsiyonu ile korunması



Şekil 3: Satım opsiyonu satım işleminin açığa satış işlemi ile korunması



Fiyatların düşüşü veya yükselmesi halinde yukarıdaki 4 stratejiye göre oluşan risk getiri durumu işlem komisyonları ve yasal yükümlülükler haricinde sırasıyla Tablo 1 ve Tablo 2'de sunulmuştur.

Bu işlemlerde spot piyasada işlem gören hisse senedine dayalı opsiyonlar örnek verilmiştir, oysa ki türev piyasalarda opsiyonun dayanak varlığı hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi de olabilmektedir. Bu tür sözleşmelere 'options on futures' denilmektedir. Dayanak varlığın vadeli işlem sözleşmesi olması halinde, açığa satışın vadeli işlem piyasasında yapılması gündeme gelmektedir. Bu

işlemler ödünç piyasayı kullanmayı gerektirmediğinden satım opsiyonu satımı halinde, alternatif olarak vadeli işlem sözleşmesinde satım yönünde pozisyon alınabilir. Ayrıca opsiyona çok benzeyen ama spot piyasada alım satımı yapılan bir ürün daha bulunmaktadır. Bu ürüne finansal varant denilmektedir.

Tablo 1: Hisse Senedi Fiyatları Düşme Durumu

Strateji No	Spot piyasa	Opsiyon Piyasası	Ödünç Piyasası	Risk	Getiri
Strateji-1	Hisseler düşük fiyatla satın alınır	Opsiyon hakkı kullanılmaz	Hisse senetleri iade edilir+ödünç faizi ödenir	Sınırlı	Ödenen opsiyon primi+ödünç faizi haricinde S_1-S_0 kadar
Strateji-2	—	Opsiyon hakkı kullanılır	—	Yok	Ödenen opsiyon primi haricinde $K-S_1$ kadar
Strateji-3	—	Karşı taraf opsiyon hakkını kullanmaz	—	Yok	Opsiyon primi
Strateji-4	Hisseler düşük fiyatla satın alınır	Karşı taraf opsiyon hakkını kullanır	Hisse senetleri iade edilir+ödünç faizi ödenir	Sınırlı	Ödünç faizi ve $K-S_1$ haricinde S_1-S_0 kadar ve elde edilen opsiyon primi

S_0 : T_0 'da spot fiyat

S_1 : T_1 'de (vade sonu) gerçekleşen spot fiyat

K : Opsiyonun kullanım fiyatı

Tablo 2: Hisse Senedi Fiyatları Yükselmesi Durumu

Strateji No	Spot piyasa	Opsiyon Piyasası	Ödünç Piyasası	Risk	Getiri
Strateji-1	Hisseler yüksek fiyatla satın alınır	Opsiyon hakkı kullanılır	Hisse senetleri iade edilir+ödünç faizi ödenir	Sınırlı	Ödenen opsiyon primi+ödünç faizi+ S_0-S_1 haricinde S_1-K kadar
Strateji-2	—	Opsiyon hakkı kullanılmaz	—	Yok	Ödenen opsiyon primi kadar
Strateji-3	—	Karşı taraf opsiyon hakkını kullanır	—	Sınırsız	Opsiyon primi haricinde $K-S_1$ kadar
Strateji-4	Hisseler yüksek fiyatla satın alınır	Karşı taraf opsiyon hakkını kullanmaz	Hisse senetleri iade edilir+ödünç faizi ödenir	Sınırlı	Ödünç faizi ve S_0-S_1 haricinde elde edilen opsiyon primi kadar

Belirli bir vadede, kullanım fiyatı ile işlem görmesi özelliği ile opsiyon sözleşmesine benzeyen varant organize borsalarda işlem görmekte ancak bu üründe yatırımcılar doğrudan kısa pozisyona sahip olamamaktadırlar. Bu durumda ilgili varantın ihraççısı piyasa yapıcı rolü üstlenerek satım opsiyon kotasyonu vermekte korunma işlemini de spot piyasada açığa satış işlemi ile sağlamaktadır. Demek ki opsiyon sözleşmeleri dışında varant için de açığa satış ve ödünç mekanizması piyasanın gelişiminde önemli bir araçtır.

2 nolu stratejide açığa satmak yerine satım opsiyonu satın alarak da fiyat düşüşünden kazanç sağlanabileceğini açıklamıştık. Şimdi gelelim açığa satış işlemi ile satım opsiyonu sözleşmesi satın almanın farklılıklarına. Bu farklılıklar belli özellikler açısından Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3: Açığa satış ve opsiyon arasındaki farklar

Farklılıklar	Spot piyasada açığa satış	Opsiyon Piyasasında satım opsiyonu alma
Teminat gereksinimi	Evet	Hayır
Maksimum zarar	Sınırsız	Opsiyon primi kadar
Yaşlanma	Hayır	Opsiyon vadesine doğru prim azalır
Vade	Hayır	Evet
Temettü ödemesi	Evet	Hayır
Başabaş noktası	Yok	Ödenen prim kadar
Fiyatlama	Hisse fiyatı	Hisse fiyatı, volatilité, vadeye kalan gün sayısı, risksiz faiz oranı, temettü verimi
Kaldıraç etkisi	Hayır	Evet
Lot büyüklüğü	1 hisse	100 hisse
Ödünç piyasaya bağıllık	Evet	Hayır

Kaynak: <http://www.financialcrisis2009.org/forum/Investing/What-39-s-the-difference-between-Short-Selling-Put-Options-253741.htm> (çevrimiçi, 25Temmuz 2010)

Görülebileceği üzere teorik olarak zararın fiyatlar yükseldikçe artması riski bulunan açığa satış işlemlerinde satın alma opsiyonunun kullanılması zararı sadece işlem maliyeti ve sözleşmeden doğan prim ve komisyon gideri ile sınırlı tutmaktadır. Beklentileri gerçekleştirmeyen yatırımcı için fiyatların yükselmesi ile katlanmak zorunda olduğu zarar, satın alma opsiyonu sözleşmesinin fiyatların yükselmesine paralel yönde gelişen karı ile bir miktar dengelenebilmekte-

dir. Bir başka deyiş ile yatırımcı fiyat yükselmesiyle maruz kaldığı zararın bir kısmını veya tümünü satın alma opsiyonu ile telafi etmektedir. Satın alma opsiyonları açığa satış işlemleri yapan yatırımcılar için bir nevi sigorta fonksiyonunu üstlenmiştir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Açığa satış ile ilgili teorik yaklaşımların büyük çoğunluğu açığa satış kısıtlamaları ve bu kısıtlamaların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi hakkındadır. Açığa satış kısıtlamaları altında hisse senedi fiyatlarının aşırı değereleceğine ilişkin ilk hipotez Miller (1977, s. 1151) tarafından ortaya atılmıştır. Konuya ilişkin bir diğer çalışma ise, Diamond ve Verrecchia'ya (1987, s. 277) aittir. Bu çalışmada oluşturulan modele göre, açığa satış kısıtlamalarının aşırı değerelelmeye neden olamayacağı ancak, herhangi bir hisse senedine ilişkin olumlu ya da olumsuz herhangi bir bilginin o hisse senedinin fiyatına yansımaları yavaşlatacağı savunulmaktadır.

Ödünç almanın parasal maliyeti, kısa pozisyon oluşturmanın imkansızlığı veya zorluğu, kısa pozisyonu koruyamama riski açığa satış ile ilgili kısıtlamaların önemli bir kısmını oluşturmaktadır. D'Avolio (2002, ss. 271-306), Jones ve Lamont (2002, ss. 207-239), Geczy, Musto, Reed (2002, ss. 241-269) açığa satış ve ödünç maliyetlerini birlikte incelemişlerdir. İşlemlere konu olabilecek hisse senedi miktarı, hisse senedinin herhangi bir endekse dahil olup olmadığı, hisse senedinin likiditesi, sahipliğin sınırlı sayıda şahıs veya şirketlerin elinde toplanmış olması, ilk halka arzlar, birleşmeler, devralmalar gibi özel durumlar ödünce konu hisse senedinin yerine koyma zorluğu derecesini etkilemektedir ve bu durum ödünçün maliyetini arttırmaktadır.

Literatürde açığa satış kısıtlamalarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini inceleyen pek çok çalışma bulunmasına rağmen, açığa satış ve opsiyonlar arasındaki ilişkiyi direk olarak inceleyen az sayıda çalışma bulunmaktadır.

Diamond ve Verrecchia (1987, s. 277) opsiyonların kısa pozisyon oluşturmanın maliyetini azaltacağını söylemişlerdir.

Senchack ve Starks (1993, ss. 177-194), opsiyonların piyasa etkinliği üzerindeki rolü hakkında yapmış oldukları çalışmada satım (put) opsiyonu almanın ve alım (call) opsiyonu yazmanın açığa satışa alternatif düşük maliyetli bir işlem stratejisi olduğuna, ve açığa satış miktarları açıklanmadan önce bir hisse senedi ile ilgili olumsuz bilginin opsiyon işlem hacimlerine bakarak izlenebileceğine işaret etmişlerdir.

Figlewski ve Webb (1993, ss. 761-777) opsiyon sözleşmelerin açığa satış kısıtlamaları üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarında farklı bir yaklaşım izlemişlerdir. Bu çalışmaya göre, opsiyon sözleşmeleri açığa satış işleminin maliyetini azaltmakta ve açığa satış kısıtlamalarının etkilerini etkisiz kılarak bilgisel etkinliği artırmaktadır. İşlem maliyetlerinin azalması ve bilgisel etkinliğin artması, açığa satış işlem miktarı üzerinden gelecekteki getirilerin tahmin gücünü zayıflatmaktadır. 1970'li ve 1980'li yıllar arasında Standart & Poors tarafından 500 hisse senedi için yapılan çalışmada, opsiyon piyasasının, aktif bir şekilde hisse senedi piyasasını tamamlayıcı olarak kullanıldığını göstermişlerdir.

Danielsen ve Sorescu (2001, ss. 451-484) 1981 ile 1995 yılları arasında opsiyonlar üzerinde yapmış oldukları çalışmada, opsiyonların açığa satışın maliyetini azaltarak bilgisel etkinliği arttırdığını göstermişlerdir. Bu çalışmaya göre, opsiyon primleri listelenen hisse senetlerinin fiyatları düşerken, açığa satış miktarları artmaktadır. Açığa satış miktarındaki artışın nedeni, yatırımcıların açığa satış yerine satım opsiyonu satın almaları ve buna karşılık satım opsiyonu satanların korunma amacı ile açığa satış işlemlerine dahil olmalarıdır. Satım opsiyonu satanlar piyasa profesyonelleri olduğunda ve açığa satışta maliyet avantajı söz konusu olduğunda, satım opsiyonu sözleşmeleri etkin bir açığa satış pozisyonunun maliyetini azaltacaktır. Böylece, opsiyonların piyasalarda işlem görmesi ile birlikte açığa satış kısıtlamaları gevşetilmiş olacaktır.

Ofek, Richardson ve Whitelaw (2004, ss. 305-342) açığa satış kısıtlamaları altında alım-satım paritesini incelemişlerdir. Benzer varlıkların fiyatı arbitraj imkanının olmadığı durumlarda farklılaşabilmektedir. Açığa satış kısıtlamalarının varlığı veya işlem maliyetle-

rinin çok yüksek olması bir varlığın opsiyon piyasasındaki fiyatı ile spot piyasadaki fiyatını farklılaştırabilmektedir. Bu çalışmada ödünç piyasasında ödünç işlemi karşılığında teminat olarak verilen nakit için ödenen komisyon oranı ödünç maliyeti olarak ele alınmış ve bu komisyon oranı ile put-call parite farklılaşması arasında güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Pek çok ülke açığa satış ve satım opsiyonu işlemleri ile ilgili farklı uygulamalara sahiptir. Charoenrook ve Daouk (2008, s. 10) açığa satış kısıtlamaları ve ülke uygulamaları ile ilgili bir çalışma yapmışlardır. Hindistan örneğinde açığa satış pek yaygın değildir ve yabancı yatırımcılar için yasaklanmış durumdadır. Buna rağmen 2001 yılında satım opsiyonları işlem görmeye başlamıştır. Hindistan'ın bu yaklaşımındaki gerekçe gelişmiş ülkelerin piyasalarındaki uygulamalara ayak uydurmak, yatırımcılara korunma imkanı sunmak ve spekülörleri hisse senedi piyasasından uzaklaştırmaktır. İsrail de de benzer şekilde açığa satış yasaktır fakat satım opsiyonları işlem görmektedir. Şili de ise açığa satıştan çok önce satım opsiyonları işlem görmekteydi. Açığa satış ve satım opsiyonları arasındaki korelasyonun yüksekliği her iki işlem stratejisinin de piyasalarda eş zamanlı yapılabilir olmasının piyasa etkinliğini arttırdığını göstermektedir.

Grundy, Lim ve Verwijmeren (2010, ss. 29-31) yapmış oldukları çalışmada Eylül 2008 tarihinde uygulamaya koyulan açığa satış kısıtlamalarının türev piyasalar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Satım opsiyonları ve açığa satış işlemi birbirini tamamlayan ve birbirinin yerine kullanılacak alternatif yatırım stratejileridir. Açığa satış yapılarak riskten korunabildiği ölçüde satım opsiyonu satılabilir. Açığa satış kısıtlamalarının etkili olduğu dönem boyunca özellikle yasaklamaya konu olmuş hisse senetlerine ait opsiyon işlem hacimlerindeki azalma ve opsiyon spredlerindeki artma aslında bu işlem stratejilerinin uygulamada daha çok yoğun olarak birbirini tamamlar nitelikte kullanıldığını ortaya koymuştur.

Battalio ve Schultz (2010, ss. 33-34) yapmış oldukları çalışmada Eylül 2008 tarihinde ABD'de açığa satış ile ilgili uygulamaya koyulan yeni kısıtlamaların hisse senedi opsiyon piyasası üzerindeki

etkilerini incelemişlerdir. Açığa satış kısıtlamalarının opsiyon piyasasında işlem maliyetlerini arttırmış olduğunu görmüşlerdir. Opsiyon piyasalarında piyasa yapıcılar korunma amaçlı işlem yapmaya ihtiyaç duymaktadırlar. Eğer daha kolay ve daha az maliyetle riskden korunma işlemi gerçekleştirilemezse opsiyon piyasasında işlem maliyetleri yükselecektir ve bu da yatırımcılar için opsiyon işlem stratejilerini daha az cazip hale getirecektir.

Kolasinski, Reed ve Thornock (2010, ss. 30-32) yapmış oldukları çalışmada 2008 finansal krizi ile birlikte açığa satış kapsamında getirilen uygulama ve yasakların etkilerini incelemişlerdir. Diamond ve Verrecchia'ya ait açığa satışın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini gösteren modeli test etmişlerdir. Yeni getirilen düzenlemeden etkilenen tüm hisse senetlerinde ve özellikle üzerinde opsiyon yazılmayan senetlerde açığa satış kısıtlamaları artmıştır. Hisse senedi opsiyonu işlem gören firmalar için açığa satış miktarı daha bilgilendirici hale gelmiştir. Benzer şekilde likidite, işlem hacmi, alıŖ-satıŖ fiyat farkları kapsamında piyasa kalitesi özellikle opsiyon yazılmış olan hisse senetleri için kötüleşmiştir. Son yapılan düzenlemeler açığa satış ile ilgili kısıtlamaları arttırmış, Diamond ve Verrecchia (1987, s. 277) ile tutarlı bir şekilde bu da piyasalarda olumsuz bir etki yaratmıştır.

Beber ve Pagano (2010, ss. 27-28) yapmış oldukları çalışmada 2007-2009 krizi esnasında açığa satış ile ilgili olarak alınan kararların ve getirilen kısıtlamaların piyasaların likiditesini olumsuz etkilediğini ve bu olumsuz etkinin özellikle opsiyon yazılmamış ve volatilitesi yüksek olan hisse senetleri için daha yoğun olduğunu tespit etmişlerdir.

4. AÇIĞA SATIŖ VE OPSİYON SÖZLEŖMELERİNİN KULLANIMI

Burada 3. bölümde bahsedilen 4 stratejinin sayısal olarak bir örnekle incelenmesi hedeflenmektedir.

Örnek:

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem görmekte olan ABCDE kodlu hisse senedi ile Opsiyon Piyasası'nda işlem görmekte olan

ABCDE hisse senedine dayalı Haziran 2010 vadeli Avrupa tipi opsiyon sözleşmesine ilişkin veriler aşağıdaki gibidir.

ABCDE hisse senedi spot fiyatı : 10 TL

ABCDE Haziran 2010 vadeli satım opsiyon primi : 0.34 TL

ABCDE Haziran 2010 vadeli alım opsiyon primi : 0.08 TL

Prim hesaplamalarında Ek-2'de fiyatlama formülü ve açıklamaları detaylı olarak verilen Black-Scholes yöntemi kullanılmış ve fiyatlamada aşağıdaki veriler baz alınmıştır:

Spot fiyat : 10 TL

Kullanım fiyatı : Alım ops.için 11 TL, satım ops. için 10 TL

Risksiz faiz oranı : 0.07

Volatilite : 0.32

Vadeye kalan gün : 30 gün

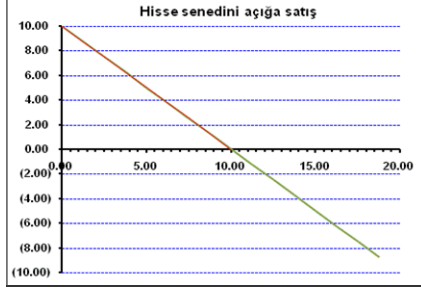
Açığa satış ve opsiyon pozisyonlarına ilişkin getiri diyagramları Şekil 4'de sunulmuştur.

Şekil 4a'da hisse senedi açığa satış işleminden doğan nakit akımı görülmektedir. Çıplak açığa satış stratejisi de denilen bu işlemde görüldüğü gibi hisse senedi fiyatı artışı halinde sınırsız bir risk söz konusudur. Bu işlemin yerine kullanılabilir olan alternatif Şekil 4b'de görülen satım opsiyonu alma işlemidir. Hisse senedi fiyatının beklendiği gibi düşmesi halinde ödenen prim hariç açığa satış işleminden elde edilen nakit akımı bu sayede sağlanırken fiyatın artışı halinde üstlenilen risk ödenen prim ile sınırlı kalacaktır.

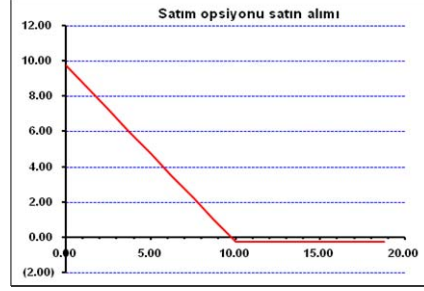
Satım opsiyonu satan tarafın ise fiyat düşüşü halinde maruz kalacağı sınırsız risk Şekil 4c'den görülebilir. Bu riskin sınırlandırılması da daha önce de belirtildiği gibi açığa satış işlemi ile mümkündür. Nitekim Şekil 4d'de satım opsiyonu satımından elde edilen zarar açığa satış işleminden elde edilen kazanç ile karşılanmış, üstelik 0.34 TL'de prim elde edilmiştir. Ancak fiyatların yükselmesi halinde, ödünç alınan hisse senetlerinin geri alımında açığa satışa ben-

zer bir zarar söz konusudur. Buradaki 0.34 TL fark ise yine opsiyon satımından elde edilen prim kadardır.

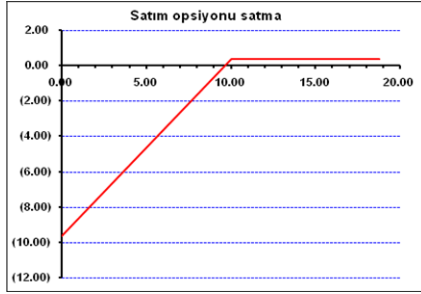
Şekil-4: Açığa Satış ve Opsiyon Pozisyonlarının Getiri Diyagramları



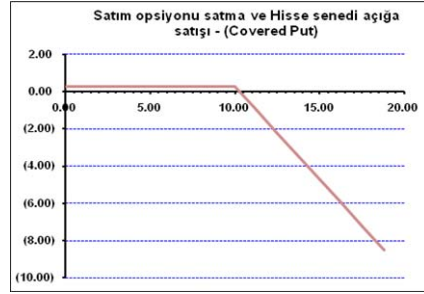
Şekil 4a



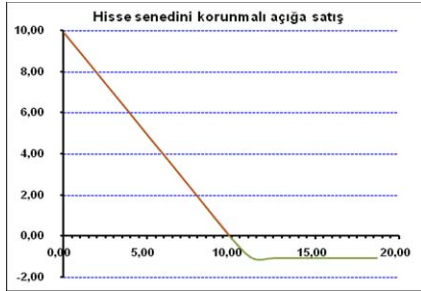
Şekil 4b



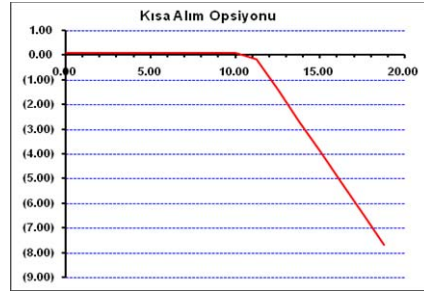
Şekil 4c



Şekil 4d



Şekil 4e



Şekil 4f

Gerek çıplak açığa satış, gerekse de korunmalı satım opsiyonu satımı işlemleri hisse senedinin fiyatının artışı halinde yeterli ko-

runma sağlamamaktadır. Çıplak açığa satışın alternatifi olarak kullanılabilir satım opsiyonu alımı için 0.34 TL prim ödenmişti. Şekil 4'deki gibi açığa satış ile birlikte, 11 TL kullanım fiyatlı bir alım opsiyonunun 0.08 TL prim ödeyerek satın alınması halinde hisse senedinin fiyatı yükselse dahi zarar 1.08 TL'de sabitlenebilmektedir.

Hisse senedi fiyatlarında düşüş olacağı beklentisi halinde satım opsiyonu almanın alternatifi alım opsiyonu satmaktır. Nitekim 11 TL kullanım fiyatlı bir alım opsiyonu satarak da prim kazancı elde edilebilir. Bu durum Şekil 4'de sunulmuştur. Görüleceği gibi alım opsiyonu satarak prim kazancı elde edildiği halde işlem korunmasız olduğundan fiyat artışı riskine maruzdur. Bu opsiyonun karşı tarafı ise fiyat düşüşünde ödediği primle sınırlı risk üstlenirken fiyatların yükselmesi halinde S1-K-ödediği prim kadar kar elde edecektir.

Yukarıda anlatılan stratejilere ilişkin farklı fiyat seviyelerinde elde edilen getiriler Ek-3'de sunulmuştur.

SONUÇ

Bu makalede menkul kıymet açığa satış ve ödünç işlemleri ile opsiyon sözleşmeleri arasındaki etkileşim ele alınmıştır. Açığa satış işleminin alternatifi olarak satım opsiyonu sözleşmesi alınabileceği veya açığa satış karşılığında alınan ödünç hisse senetlerinin fiyatındaki artış riskinden korunmak için alım opsiyonlarının kullanılabilirliği ampirik olarak gösterilmiştir.

Beşinci bölümde elde edilen sonuçlar Diamond ve Verrecchia (1987), Senchack ve Stars (1993), Danielsen ve Sorescu (2001) çalışmalarında ifade edilen açığa satış ve satım opsiyonlarının birbirinin yerine kullanılabilirliği yönündeki bulgularına paralel çıkmıştır. Bildiğimiz kadarıyla bu çalışma Türkiye'de opsiyon sözleşmeleri ile açığa satış işlemlerinin arasındaki ilişkiyi ve bunların kullanım stratejilerini inceleyen ilk çalışmadır.

Yakın bir gelecekte organize borsalarda işlem görmesi beklenen opsiyon ve işlem görmeye başlayan varant sözleşmelerinin etkin bir şekilde işleyebilmesi yönünde özellikle açığa satış ile birlikte kul-

lanımı, yurtdışındaki gelişmeler ve ilgili literatür bulguları dikkate alınarak aşağıdaki öneriler getirilmiştir:

- Merkezileştirilmiş bir ödünç piyasasının varlığı ve işlerliği ödünç maliyetlerini azaltacaktır. Bunun sağlanması için gerekli mevzuat düzenlemeleri yapılarak ödünç işlemlerini teşvik edici önlemler alınmalıdır.
- Takasbank tarafından işletilen ödünç piyasasında ödünç verisi işlem anında yatırımcılara ulaşmaktadır. Açığa satış yapanlar eğer ödünç piyasasından ödünç alarak bu işlemi yapıyorlarsa bu bilginin diğer yatırımcılar tarafından anında gözükmemesini istemeyebilirler. Ödünç piyasasına işlerlik kazandırmak için, piyasanın ve yatırımcıların ihtiyaçları doğrultusunda ödünç verisinin yayınlanma sıklığı tekrar gözden geçirilmelidir.
- Açığa satış kaynaklı toplam açık pozisyon yayınlanmakta olan bir veri değildir. Piyasanın ve yatırımcıların ihtiyaçları doğrultusunda bu bilginin yayınlanabilirliği tekrar gözden geçirilmelidir.
- Yukarıdaki kısıtlamalar nedeniyle ülkemizde hisse senedi ödünç işlemlerinin önemli bir bölümünün yurtdışında yapıldığı bilinmektedir. Yurtdışındaki işlem hacminin Takasbank nezdindeki ödünç piyasasına çekilebilmesi için işlem maliyetlerinin ve piyasa arz/talep dengesinin nasıl oluşturulabileceği yönünde işlemcilerin ihtiyaçlarını karşılayacak yönde mevcut piyasa kuralları yeniden belirlenmelidir.
- Mevcut yabancı yatırımcı payının %65 civarında olduğu dikkate alındığında ve bu kurumların ülkemizde tezgahüstü piyasada opsiyon işlemleri de gerçekleştirdiği düşünüldüğünde etkin bir opsiyon ve ödünç piyasası oluşturulması için bu kurumların ödünç verilebilir fonlarına ve ödünç alma potansiyeline ihtiyaç bulunmaktadır. Bu kurumlar özellikle kredi riskine önem verdiği için Takasbank nezdindeki ödünç piyasasında merkezi takas tarafı uygulaması devreye alınmalıdır.

- Halen tezgahüstü piyasada gerçekleşen yurtiçi ve yurtdışıdaki ödünç tutarları bilinmemektedir. Sistemik riski yakından ilgilendiren bu önemli verinin de aracı kuruluşlarca gözetim otoritelerine raporlanması sağlanmalıdır.
- Ülkemizde tasarlanacak organize opsiyon sözleşmelerinde dayanak varlık olarak belirlenecek hisse senetlerinin ödünç piyasalarda derinliği olan, ödünç alınabilir hisselerden seçilmesi gerekmektedir.
- Açığa satışı engelleyici yönde alınacak önlemleri gerektiren finansal kriz dönemlerinde özellikle opsiyon piyasasındaki piyasa yapıcılarının muaf tutulması gerekmektedir. Aksi halde spot ve türev piyasaların etkinliği ve işlem maliyetleri olumsuz etkilenecek ve her iki piyasada işlem hacimleri azalabilecektir.
- Ödünç piyasası, spot piyasası ve opsiyon piyasalarındaki etkileşimler denetim ve gözetim otoriteleri olan SPK ve Borsalar tarafından da bir arada takip edilmelidir.

Yukarıda sayılan önlemlerin alınması ve düzenlemelerin yapılması halinde ülkemizde opsiyon sözleşmelerinin işleme başlaması ile birlikte piyasa etkinliğinin artması beklenmektedir. Özellikle opsiyon piyasasında dayanak varlık bazında piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanması önerilmektedir. Bu durumda piyasa yapıcılarının işlemleri spot piyasa ve ödünç piyasasında önemli işlem hacmi potansiyeli taşımaktadır. Organize opsiyon piyasalarında işlemler başladığında yurtdışı literatür çalışmalarında yapılan analizler de ülkemizde sağlıklı bir şekilde yapılabilecektir.

KAYNAKÇA

- Battalio, Robert & Paul Schultz. (2010), "Regulatory Uncertainty And Market Liquidity: The 2008 Short Sale Ban's Impact On Equity Option Markets", 33-34, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1534932 (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Beber, Alessandro & Marco Pagano. (2010), "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis", 27-28, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1502184 (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Charoenrook Anchada & Hazem Daouk. (2008), "A Study of Market-Wide Short Selling Restrictions", 10, <http://www.rmahq.org/NR/rdonlyres/7C7F58E0-F089-4BF9-8102-4CBCBA4955F5/0/AStudyofMarketWideShortSellingRestrictionsCharoenrookDaouk.pdf> (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Danielsen, Bartley R. & Sorin M. Sorescu. (2001), "Why Do Option Introductions Depress Stock Prices? A Study of Diminishing Short Sales Constraints", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Volume 36 No:4, 451-484.
- D'avolio, Gene. (2002), "The market for borrowing stock", *Journal of Financial Economics*. Volume 66 No: 2, 271-306.
- Diamond, Douglas W. & Robert E. Verrecchia. (1987), "Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information", *Journal of Financial Economics*. Volume 18 No:2, 277.
- Fabozzi, Frank J. (2004), *Short Selling Strategies, Risks, and Rewards*. USA: John Wiley & Sons, Inc..
- Figlewski, Stephan & Gwendolyn P. Webb. (1993), "Options, Short Sales, and Market Completeness", *The Journal of Finance*. Volume 48 No:2, 761-777.
- Gruenewald, Seriana, Alexander F. Wagner and Rolf H. Weber. (2009), "Short Selling Regulation after the Financial Crises – First Principles Revisited", 46-47, <http://www.fmpm.ch/docs/13th/papers/E2b.pdf> (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Gruenewald, Seriana, Alexander F. Wagner and Rolf H. Weber. (2010), "Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crises", 16-18, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1441236 (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Grundy Bruce D. ,Bryan LIM, Patrick Verwijmeren. (2009), "Do Option Markets Undo Restrictions on Short Sales? Evidence from the 2008 Short-Sale Ban", 29-31, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1509726 (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Geczy, C. C., D. K. Musto & A. V. Reed. (2002), "Stocks are Special Too: An Analysis of the Equity Lending Market", *Journal of Financial Economics*. Volume 66 No:2,3, 241-269.
- Hull John. (2002), *Options, Futures and Other Derivatives*, 5th edition.

- Jones, Charles M. & Owen A. Lamont. (2002), "Short Sale Constraints and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*. Volume 66 No:2, 207-239.
- Kolasinski, Adam C., Adam V. Reed & Jacob R. Thornock. (2010), "Prohibitions versus Constraints. The 2008 Short Sale Regulations", 30-32,
<http://www.rmahq.org/NR/rdonlyres/D1DCFCBB-F051-44C5-88DD-6572B401A682/0/ProhibitionsvsConstraintsReed.pdf> (çevrimiçi, 11 Ağustos 2010)
- Miller, Edward M.. (1977), "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion", *The Journal of Finance*. Volume 32, No:4, 1151.
- Ofek Eli, Matthew Richardson & Robert F. Whitelaw. (2004), "Limited arbitrage and short sales restrictions: evidence from the options markets", *Journal of Financial Economics*. Volume 74, Issue 2, 305-342.
- Senchack, A. J. & Laura T. Starks. (1993), "Short-Sale Restrictions and Market Reactions to Short-Interest Announcements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Volume 28 No:2, 177-194.
- Ring, Niamh. (2009), "Collateral Damage: U.S. Options Markets Take Issue with SEC Short Sale Proposal", www.futuresindustry.com.
- Vodia Group Research Report. (2007), "Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending: A Report for the World Federation of Exchanges",
<http://www.vodiagroup.com/site/stockexchange-growth-report.php>, (Erişim: 07 Haziran 2008), s.25-26.

EK-1: 2006-2009 Yılları Aylık Açığa Satış, Ödünç Piyasası ve İMKB İşlem Hacmi Karşılaştırmalı Tabloları

2009	Açığa Satış Hacmi	ASH/IH	Ödünç Hacmi	ODH/ASH	İMKB İşlem Hacmi	ODH/IH
Ocak	1,686,144,630	7.24	117,822,132	6.99	23,304,429,134	0.51
Şubat	1,402,609,150	7.47	92,475,627	6.59	18,769,707,664	0.49
Mart	1,889,821,352	7.80	101,091,331	5.35	24,243,195,782	0.42
Nisan	2,563,760,127	6.94	235,877,974	9.20	36,934,023,926	0.64
Mayıs	3,006,425,927	6.53	292,052,743	9.71	46,028,437,420	0.63
Haziran	2,717,125,683	6.09	241,049,224	8.87	44,592,932,734	0.54
Temmuz	2,885,836,305	6.92	186,914,762	6.48	41,714,534,656	0.45
Ağustos	2,712,751,047	5.54	175,821,844	6.48	48,926,594,015	0.36
Eylül	2,347,524,363	6.19	141,004,076	6.01	37,940,942,996	0.37
Ekim	2,610,040,942	5.38	170,513,832	6.53	48,542,978,792	0.35
Kasım	2,471,888,834	6.39	130,673,872	5.29	38,662,872,950	0.34
Aralık	2,843,284,177	6.39	167,337,114	5.89	44,511,697,543	0.38
Ortalama		6.57		6.95		0.46

2008	Açığa Satış Hacmi	ASH/IH	Ödünç Hacmi	ODH/ASH	İMKB İşlem Hacmi	ODH/IH
Ocak	1,419,608,621	4.27	94,798,464	6.68	33,242,761,321	0.29
Şubat	1,842,555,795	5.89	110,346,492	5.99	31,260,134,912	0.35
Mart	1,608,194,751	5.65	109,063,001	6.78	28,475,505,795	0.38
Nisan	1,766,080,435	6.04	129,050,736	7.31	29,217,054,253	0.44
Mayıs	1,307,561,634	5.12	112,013,497	8.57	25,552,666,169	0.44
Haziran	1,264,619,534	5.78	99,890,196	7.90	21,875,411,834	0.46
Temmuz	1,898,105,284	6.26	141,761,025	7.47	30,344,535,305	0.47
Ağustos	1,243,890,637	5.45	107,781,051	8.66	22,839,789,537	0.47
Eylül	1,619,661,738	5.90	103,776,136	6.41	27,437,889,686	0.38
Ekim	1,567,878,288	5.43	119,514,941	7.62	28,898,127,456	0.41
Kasım	1,593,606,546	6.40	86,642,584	5.44	24,890,912,647	0.35
Aralık	1,165,546,106	6.98	118,752,673	10.19	16,694,320,107	0.71
Ortalama		5.76		7.42		0.43

2007	Açığa Satış Hacmi	ASH/IH	Ödünç Hacmi	ODH/ASH	İMKB İşlem Hacmi	ODH/IH
Ocak	893,357,033	3.33	158,388,099	17.73	26,815,336,535	0.59
Şubat	832,180,883	2.78	132,170,527	15.88	29,922,528,314	0.44
Mart	868,750,105	3.09	58,919,199	6.78	28,072,025,639	0.21
Nisan	862,157,691	2.82	82,731,946	9.60	30,618,435,459	0.27
Mayıs	1,032,547,374	3.41	98,920,322	9.58	30,248,503,741	0.33
Haziran	821,432,139	3.91	113,412,152	13.81	20,985,998,838	0.54
Temmuz	1,397,534,235	3.19	173,954,087	12.45	43,869,766,539	0.40
Ağustos	1,282,488,299	3.66	100,322,714	7.82	35,082,016,632	0.29
Eylül	1,420,482,904	4.33	101,029,170	7.11	32,773,785,948	0.31
Ekim	1,671,624,334	4.01	132,479,574	7.93	41,700,927,150	0.32
Kasım	1,504,030,990	4.30	136,602,207	9.08	35,009,980,395	0.39
Aralık	989,826,483	4.82	112,238,290	11.34	20,524,411,022	0.55
Ortalama		3.64		10.76		0.39

2006	Açığa Satış Hacim	ASH/IH	Ödünç Hacim	ODH/ASH	İMKB İşlem Hacmi	ODH/IH
Ocak	550,893,377	2.05	23,410,726	4.25	26,897,444,266	0.09
Şubat	601,974,394	1.87	26,707,875	4.44	32,262,326,511	0.08
Mart	899,850,384	2.49	61,331,773	6.82	36,086,514,273	0.17
Nisan	707,886,151	2.59	41,225,444	5.82	27,298,946,354	0.15
Mayıs	761,263,851	2.38	81,525,580	10.71	32,016,456,990	0.25
Haziran	788,016,850	2.57	57,845,091	7.34	30,607,395,950	0.19
Temmuz	746,155,377	3.53	41,737,427	5.59	21,141,677,547	0.20
Ağustos	664,843,492	3.18	53,828,253	8.10	20,927,133,861	0.26
Eylül	837,812,377	3.77	73,906,650	8.82	22,240,557,164	0.33
Ekim	684,692,042	2.99	87,317,234	12.75	22,878,348,663	0.38
Kasım	670,314,218	3.02	106,689,479	15.92	22,224,453,323	0.48
Aralık	643,689,336	3.17	113,436,177	17.62	20,312,823,573	0.56
Ortalama		2.80		9.01		0.26

EK-2: Black&Scholes Opsiyon Fiyatlama Modeli

Black&Scholes yöntemi, 1973 yılında Fischer Black ve Myron Scholes adındaki iki finans profesörü tarafından opsiyon sözleşmelerinin fiyatlanması konusunda geliştirilmiştir. Bu model ile birlikte 80'li ve 90'lı yıllarda finans mühendisliğinin önemi giderek artmış, türev ürün çeşitliliği de buna bağlı olarak artmıştır. Nitekim 1997 yılında Myron Scholes ve Robert Merton opsiyon fiyatlamasına yaptıkları katkılardan ötürü nobel ödülünü kazanmışlardır. Ne yazık ki Fisher Black 1995'de hayatını kaybettiğinden bu ödülü paylaşamamıştır. Avrupa tipi temettü ödemeyen opsiyonlar için Black&Scholes modeli aşağıdaki gibidir (Hull, 2002, s.234, 246):

- **Black-Scholes Modeli**

$$C = S_0 N(d1) - K e^{-rt} N(d2)$$

$$d1 = (\ln(S_0/K) + (r + \sigma^2/2)T) / \sigma\sqrt{t}$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

C = Alım hakkına dayalı opsiyon sözleşmesinin fiyatı

S_0 = Nakit piyasa fiyatı

K = Kullanım fiyatı

r = Risksiz faiz oranı

t = Vadeye kalan gün sayısı

σ = Volatilité

$\ln(.)$ = Doğal logaritma

$N(.)$ = Standart normal dağılım fonksiyonu

$$P = K e^{-rt} N(-d_2) - S_0 N(-d_1)$$

P = Satım hakkına dayalı opsiyon sözleşmesinin fiyatı

EK-3: Açığa satış ve opsiyon sözleşmelerinin nakit akımlarının karşılaştırılması

Hisse senedi Fiyatı	Açığa satış	Satım opsiyonu alımı	Satım opsiyonu satımı	Korunmalı satım opsiyonu satımı	Alım opsiyonu satımı	Alım opsiyonu alımı	Korunmalı açığa satış
0.00	10.00	9.66	(9.66)	0.34	0.08	(0.08)	9.92
2.50	7.50	7.16	(7.16)	0.34	0.08	(0.08)	7.42
3.75	6.25	5.91	(5.91)	0.34	0.08	(0.08)	6.17
5.00	5.00	4.66	(4.66)	0.34	0.08	(0.08)	4.92
6.25	3.75	3.41	(3.41)	0.34	0.08	(0.08)	3.67
7.50	2.50	2.16	(2.16)	0.34	0.08	(0.08)	2.42
8.75	1.25	0.91	(0.91)	0.34	0.08	(0.08)	1.17
10.00	0.00	(0.34)	0.34	0.34	0.08	(0.08)	(0.08)
11.25	(1.25)	(0.34)	0.34	(0.91)	(0.17)	0.17	(1.08)
12.50	(2.50)	(0.34)	0.34	(2.16)	(1.42)	1.42	(1.08)
13.75	(3.75)	(0.34)	0.34	(3.41)	(2.67)	2.67	(1.08)
15.00	(5.00)	(0.34)	0.34	(4.66)	(3.92)	3.92	(1.08)
16.25	(6.25)	(0.34)	0.34	(5.91)	(5.17)	5.17	(1.08)
17.50	(7.50)	(0.34)	0.34	(7.16)	(6.42)	6.42	(1.08)
18.75	(8.75)	(0.34)	0.34	(8.41)	(7.67)	7.67	(1.08)
Opsiyon primi	0.00	(0.34)	0.34	0.34	0.08	(0.08)	(0.08)

BANKACILIK KRİZLERİNİN YÖNETİMİ

Hicabi ERSOY*

ÖZ

Bu çalışmada finansal krizlerin nedenleri ile krizin sorunlu bir bankacılık sisteminden kaynaklanması halinde oluşmasında etken olan faktörlerin nelerden oluştuğu araştırılmıştır. Bu çerçevede yapılan araştırmalar yanlış makro ekonomik politikalar ve bankacılık sisteminin kendi yapısından kaynaklanan bazı zaafklar nedeniyle bankacılık krizlerinin topluma etkilerinin ve maliyetinin ağırlaştığını ortaya koymaktadır.

Bu nedenle bankacılık kaynaklı krizlerin etkin bir şekilde yönetilebilmesi için her ülkenin kendine has koşulları dikkate alınmak suretiyle, acil tedbirlerle birlikte, mali durumu tamamen bozulmuş olan finansal kuruluşların vakit geçirilmeden sistem dışına çıkarılması, sorunlu bankalar ve varlıklarının etkin bir şekilde yeniden yapılandırılması ve ülkeden yurt dışına sermaye çıkışları önlenmesi, bu şekilde finansal sistemin süratle istikrara kavuşturulması halinde zararlarının en aza indirilebilmesinin mümkün olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: Bankacılık, Finans, Kriz, Kriz Yönetimi

ABSTRACT

In this paper, the reasons of financial crises and the factors caused by a troubled banking system are researched. Researches in this concept show that the wrong macroeconomic policies and

* Dr., Mali Müşavir, Birleşik Fon Bankası Müdür, E-mail: hicabiersoy@gmail.com

some structural weaknesses of the banking sector make the impacts and costs of banking crises increased for the public.

For this reason, taking into account of each country's specific circumstances, to manage the banking crises effectively, if the insolvable financial institutions are closed, capital outflows are prevented, troubled financial institutions and their problem assets are liquidated, and urgent measures are taken immediately, minimizing the losses of the crisis and stabilizing the financial system can be possible.

Key words: Banking, Finance, Crisis, Crisis Management

1. Giriş

Özellikle piyasa verilerinin şeffaf olmadığı ülkelerde finansal liberalizasyonu takip eden dönemlerde kriz olasılığı önemli ölçüde artmaktadır. Finansal liberalizasyon ile piyasalar serbestleştiğinde, bankaların kredi müşterilerini ve projelerini iyi tanımadan, küçük ve büyük miktarlarda birçok firmayı kredilendirdikleri, bu suretle iyi ve kötü projelerle, iyi ve kötü şirketlerin aynı kategoride değerlendirildiği görülebilmektedir. Oysa piyasa disiplininin hakim olduğu şeffaf ekonomilerde zaman içinde şirketlerin ve projelerin iyisi ve kötüsü ayırt edilebilmekte, iyi projelere kredi verilirken, kötü projeler kredilendirilmemektedir. Yani mali ve ekonomik politikalarda şeffaflık, ahlaki riziko, yanlış seçim ve asimetric enformasyon* gibi olumsuzlukları ve dolayısıyla finansal kriz olasılığını azaltmaktadır. Eğer ekonomi yeterince şeffaf değilse, yani piyasa disiplini yok veya zayıf ise kredilendirmede istihbarat sürecinin verimsiz olduğu, iyi ile kötünün ayırt edilemediği, kredilerin iyi projelere yönlendirilemediği, sadece Türkiye'de değil, tüm dünyada yaşanmış ve görülmüştür. Özellikle son yaşanan global kriz sürecinde bankacılık sistemi kanıyla yanlış kredilendirmelerden kaynaklanan sorunların uluslararası düzeyde etkili olduğu ve gelişmiş ve gelişmekte olan tüm piyasaları derinden etkilediği görülmektedir.

* Asimetric enformasyon, ahlaki riziko (moral hazard) ve yanlış seçim (advers selection) için Bkz. Bölüm 4.1, s. 12-13.

2. Finansal Liberalizasyon, Globalleşme ve Finansal Krizler

Finansal liberalizasyon süreçleri birçok gelişmekte olan ekonomide 1970'lerde, Türkiye'de ise 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, önce ithalat ve ihracatın, sonra döviz hadlerinin serbestleşmesi ile başlamış, daha sonra sabit ya da kontrollü faiz hadleri serbest bırakılmış, devamında ise hisse senedi borsası, altın borsası, vadeli işlemler borsası gibi yeni piyasalar, İMKB, SPK, yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumlar, hisse senedi, varlığa dayalı menkul kıymet gibi yeni yatırım araçları türemiştir.

Bu süreçte, şirketler kesimine açılan fonların miktarı önemli ölçüde artmış, sadece İMKB gibi şirketlerin öz kaynak teminine yönelik kurumlar değil, bankalar da kabuk değiştirmişler ve şirketler kesimine verilebilecek, hem TL hem döviz bazlı kredilerin miktarında ve türünde önemli ölçüde artışlar yaşanmıştır. Böylece hem şirketler kesimi hızla büyümüş hem de Türkiye bu dönemlerden itibaren yıllık % 7'ler ve bunu aşan oranlarda büyüme hızlarını yakalayabilmiştir.

Globalleşme esas olarak portföy yatırımları aracılığıyla olmaktadır. Doğrudan yatırımlar (Toyota-Sabancı Ortaklığı gibi), karşılıklı her iki şirketi ve her iki ülkeyi de bağlayan uzun vadeli taahhütlerdir. Bu tür yatırımların ülkeye hem girmesi hem de ülkeden geri çıkması zordur. Portföy yatırımları ise genel olarak, İMKB'deki yabancı yatırımcılar gibi, mali araçlara yatırım yapan uluslararası fonlar tarafından temin edilmektedir. Bunların gelişi bir bilgisayar tuşuna basma hızında olduğu gibi, ülkeden çıkışı da aynı hızda gerçekleşebilmektedir. Finansal liberalizasyon süreci ile baş etmeyi güçleştiren de fonların giriş-çıkışındaki bu hızdır. Sistem kırılmaşıp krizlere açıldıkça, kendini daha iyi koruyan şirketler olduğu gibi sistemle birlikte daha fazla kırılmaşıp ve krizle birlikte ortadan kaybolan şirketler de vardır.

Burada finansal krizlere karşı mücadeledeki ilk adım bankacılık sisteminin etkin denetim ve gözetim altında tutulmasıdır. Bilindiği gibi ülkemizde yaşanan 1994 krizinde, krizden çıkışın bir unsuru olarak kullanılan sistemdeki tüm mevduata getirilen sigorta sistemi, 2001 krizinin sebeplerinden ve krizi ağırlaştıran unsurlardan biri olmuştur. Döviz % 4 faiz veren banka da %12 faiz veren banka da

aynı şemsiye altında korunmuş, sistem zayıf bankayı kuvvetli banka aleyhine korur olmuş, bu da "ahlaki rizikoya" (moral hazard) yol açmıştır. Zayıf bankanın kuvvetli banka aleyhine fon toplamasına mani olmanın tek yolu, tasarrufçunun taşıdığı riski bilmesi ve bankaya para yatırırken, bankalardan hangisinin güvenilir hangisinin güvenilir olmadığını hesabını yapmasıdır. Yani mevduata %100 tasarruf sigortası güvencesinin sınırsız süreli olmamasıdır.

Sistemin başarılı bankaları ve şirketleri koruyabilmesi için bankaların kullandıkları kredilerin, özellikle bünyelerine dahil oldukları holdinglerin şirketlerine açabilecekleri kredilerin (grup bağlantılı krediler) sıkı gözetim altında tutulması gerekmektedir. Aksi halde iyi ile kötü ayırt edilemeyecek ve sistem kötü bankayı destekleyerek "yanlış seçim" (advers selection) yapılmasına sebep olacaktır.

Merhez ve Kaufman Dünya Bankası için hazırladıkları "Şeffaflık, Liberalizasyon ve Finansal Krizler" isimli makalelerinde, 1987-1997 yılları arasında 56 ülke üzerine yaptıkları çalışmada, dünya çapında birçok ülkede şeffaflık olmadığına banka kredilerinin firma değerlerine nazaran optimal seviyeleri aştığını, bunun fark edildiğinde bankaların ortaya çıkan büyük zararları kabullenmek yerine, rotatif kredilerle sorunlu kredilerin yüzdürülerek zararları bir süre finanse etmeye çalıştıklarını ortaya koymuşlardır. Ancak bu durum krizi geciktirmekte ama aynı zamanda geldiğinde etkilerini ve derinliğini de o ölçüde arttırmaktadır. (Merhez ve Kaufman, 2001)

Finansal krizle ilgili çeşitli tanımlar yapılmıştır. Goldstein ve Turner krizi "kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması" olarak (Goldstein ve Turner, 1999), Kindleberger ise finansal krizleri "konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün temel bir unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonucu" olarak tanımlamaktadır. (Kindleberger, 2002) Mishkin, 1997 Kore krizi için: "Ülkenin İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yaşadığı en ciddi durgunluk! Reel G.S.M.H artışını % 5 - % 10 aralığında iken -% 6'ya düşüren bir kriz! İşsizliği dört misli artıran bir kriz!" ifadelerini kullanmaktadır. (Mishkin, 2001)

Finansal liberalizasyon süreci kapalı bir ekonomiyi dünyaya açan, zaten açık olan büyük ekonomilere de yeni ticaret ortakları getiren bir süreçtir. Bununla birlikte şeffaflığın olmaması kriz olasılığını önemli ölçüde arttırmaktadır. Ancak finansal liberalizasyon olmasa da kriz olabilir. (Muradoğlu, 2002)

Ekonomik konjonktürdeki yön değiştirme; yani genişleme döneminden, uzun ya da kısa bir bunalım (daralma) evresine geçiş bir krizi tanımlamaktadır. İşsizliğin artması, üretimin düşmesi gibi bir dizi sosyal, ekonomik ve mali etkilerin yanı sıra toplumda sisteme olan güvensizlik ve suç oranlarının artması ile baş gösteren bu olumsuz sürecin çok önemli bir ikili sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi ülke içinde kriz öncesi ve sonrası servet dağılımının önemli ölçüde değişmesi, ikincisi ise ülkeler arasındaki servet dağılımının değişmesidir. Bir başka deyişle krize düşen ülkenin ulusal serveti kriz önleme politikalarının bir parçası olarak uluslararası finansal sistem ve bunun işleyiş biçimi kanalıyla başka ülkelere aktarılmaktadır. (Goldstein ve Turner, 1999, 11)

2.1. Finansal Krizlerin Nedenleri

Finansal krizlerin nedenleri genel olarak aşağıdaki gibi dört grupta toplanabilir;

- Sermayenin reel üretimde değerlendirilen bölümünün azalması,
- Uluslararası sermaye hareketleri,
- Yanlış ekonomi politikaları ve bunun sonucu olarak yapısal bozulma,
- Bankacılık sisteminin sorunlu olması.

Sermayenin reel üretimde değerlendirilen bölümünün azalması: Gelişmiş ülkelerde reel üretim sürecinde değerlendirilemeyen sermayenin dünya ölçeğindeki rant arayışı, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin gelişimin temel belirleyicisi olarak görünmektedir. Üretimde giderek daha az karlılıkla yatırılabilen sermayenin artan bölümü, reel üretim alanından uzaklaşmıştır. Banka ve kredi sistemine ödünç verilen sermaye hızla artarken, reel üretime yönelen

sermaye azalmış ve GSMH'da reel yatırımların payı düşüş göstermiştir. Böylece finansal yenilikler artmış, finans sektörü genişlemiştir. Ödünçlerdeki artışla birlikte kamu ve özel kesim borçları da hızla yükselmiştir. Bir yandan reel yatırımların azalan verimliliği, diğer yandan faiz getiren sermayenin daha elverişli koşullarda değerlendirilme olanakları toplam sermaye varlığının reel üretimde değerlendirilen bölümünün giderek azalmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde reel üretimde değerlendirilemeyen sermayenin ulusal sınırlar ötesinde serbestçe dolaşımı ihtiyacı, sermaye hareketlerine ilişkin sınırlama ve kontrollerin aşamalı olarak kaldırılması gereğini ortaya çıkarmış, iktisat politikaları da bu olanağı sağlayacak şekilde düzenlenmiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri: İktisat politikalarının uluslararası sermaye hareketlerine olanak sağlayacak şekilde düzenlenmesinin yanı sıra iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişimin sağladığı olanakların da kullanılmasıyla finans piyasaları teknik olarak da birbirine bağlanmış ve böylece piyasalar globalleşmiştir. Bu gelişimin etkisiyle, dünya ölçeğinde rant arayışı süreci spekülatif sermaye hareketlerinin olağanüstü artışını getirmiş, böylece büyük bir mali sermaye varlığı oluşmuştur. Bu nedenle global ağlarla birbirine bağlanmış olan finans piyasaları Dünya'daki beklentilerdeki en küçük değişimlere hızla reaksiyon vermekte, döviz kuru ve faiz değişimi beklentilerinden kar etmek üzere sermaye, ülkeler arasında hızla hareket etmektedir.

Yanlış ekonomi politikaları ve yapısal bozulma: Bir ekonomide kamu açıklarının, cari işlemler açığının ve tasarruf açığının artması ekonomideki yapısal bozulmanın esas nedenleridir. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi ya da reel faiz oranlarının aşırı yükselmesi bu açıkların bir sonucudur. Açıkların sürdürülemez boyutlara ulaşması ekonomide devalüasyon beklentisini arttırmaktadır. Bu beklentilerin artması döviz talebini ve fiyatını yüksek oranda arttırarak finansal krizin tetiklenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, yanlış ekonomi politikaları ve bunun sonucu ortaya çıkan yapısal bozukluklar da krizlerin önemli nedenlerinden birisidir. (Mishkin, 1992, 92)

Bankacılık sisteminden kaynaklanan sorunlar: Bankacılık sisteminin sorunlu olması ekonomik krizlerin bir başka önemli nedeni olarak ortaya çıkmaktadır. Yüksek faiz oranları ve aşırı açık döviz pozisyonları bankaların aldığı riskleri arttırmakta, piyasa disiplinin olmaması ve bankacılık sisteminin düzenleme ve denetlenmesindeki boşluklar ile bankaların yanlış mülkiyet yapıları ve hatalı yönetim politikalarının da etkisiyle bu durum spekülatif bir saldırı anında dahi bazı bankaları iflas durumuna getirmektedir.

2.2. Finansal Kriz Türleri

Günümüzde ülkeler arasında hızla yer değiştiren sermaye, ulusal ekonomiler için istikrarsızlık kaynağı oluşturmakta, ülkeden sermaye çıkışı ve ülke parasının değerindeki kuvvetli dalgalanmalar reel ekonomiye yansıyan önemli sorunlar yaratabilmektedir. Sermaye hareketlerinde yaşanan hızlı artışın ulusal ekonomiler açısından ortaya çıkardığı sorunlar, genel olarak finansal krizler bağlamında ele alınmaktadır. 1980'li ve 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan finansal krizler, ortaya çıkışında etkili olan faktörlere göre:

- Para krizleri,
- Döviz krizleri,
- Sistematik krizler ve
- Bankacılık krizleri

olmak üzere başlıca dört grupta sınıflandırılmıştır. (Davis, 1998, 116)

Para krizleri: Bir paraya yönelik spekülatif atakların kısa süre içinde o paranın değerini düşürmesi ya da bir ülkenin parasının değerini döviz rezervlerinde büyük kayıplar veya faiz oranlarında hızlı bir yükselişle savunmak zorunda kalması durumunda para krizinden söz edilir. Para krizinin en önemli göstergeleri döviz kurundaki ani hareketler ve sermaye hareketlerindeki ani ve keskin yön değiştirmelerdir.

Döviz krizleri: Bir ülkenin kamu veya özel kesimine ait dış borçlarını ödeyememesi nedeniyle ortaya çıkan krizlerdir.

Sistemik krizler: Sistemik krizler finansal sistemde ortaya çıkan ve sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlanabilir. Sistemik krizler para krizi içerebilirken, para krizleri her zaman sistemik finansal krizlere yol açmayabilir.

Bankacılık krizleri: Bankaların iflasları veya banka başarısızlıkları nedeniyle yükümlülüklerini yerine getirememeleri ya da bankacılık kesiminde meydana gelen krizin devlet müdahaleleriyle önlenmek zorunda kalınması durumunda bankacılık krizleri söz konusu olmaktadır. Bankacılıkta yaşanan kriz ekonominin geneline olan etkisi sebebiyle, diğer sektörlerde yaşanan krizlerden çok daha önemli görülür. Bunun nedeni, bankaların ekonomide kaynak dağılımını belirleyen kurumlar olmalarıdır. Ülkemizde olduğu gibi bankacılık sisteminin finansal aracılığa hükmettiği gelişmekte olan ülkelerde, "Bankacılık Krizi" ve "Finansal Kriz" aynı anlamı da taşıyabilir. (Akdiş, 2000, 4-5)

2.3. Finansal Krizlerin Temel Unsurları

Finansal krizler genel olarak dengesiz makro ekonomik çevreden ve finans ve bankacılık sisteminin yeterli derecede kontrol edilememesinden kaynaklanmakta, batan finansal kuruluşların kurtarılması amacıyla aktarılan fonlar mali dengeyi olumsuz etkilemekte ve bütçe açıklarına sebep olmaktadır. Bu nedenle finans sistemlerinde meydana gelen krizlerin ekonominin diğer kesimlerine olan etkileri oldukça fazla olmaktadır. Finansal krizler aşağıda sıralanan unsurların varlığı halinde ortaya çıkmakta veya etkileri artmakta ve daha uzun sürmekte, ancak otoritelerin zamanında ve etkin müdahalesi ile kriz süreçlerinin daha başlangıçta önlenmesi ya da ekonomiye olan olumsuz etkilerinin sınırlandırılabilmesi mümkün bulunmaktadır. (Kaufman, 2000, 87)

- Ekonomik ortamdaki değişme olasılığının beklentileri büyük oranda değiştirmesi,
- Bazı finansal kurumların likidite sorunu ile karşı karşıya kalma korkusu,

- Varlıkları nakde döndürülememesi nedeniyle kaynak ihtiyacının artması ve ekonomik faaliyetlerin daralması,
- Faizlerin ve maliyetlerin yükselmesi, karlarda düşüş ve bunu iflasların izlemesi,
- Zorunlu varlık satışlarının sonucunda sağlam finansal kurumların da portföylerinin değerlerinin düşmesi nedeniyle solvebilitelerinin tehlikeye girmesi.

3. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olan faktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır. (Karacan, 2000, 56)

- Bankaların temel özellikleri,
- Bankacılık sektörünün yapısı,
- Bankaların yurt dışı kaynaklara bağımlılığı,
- Banka pasiflerinin büyümesi,
- Makro ekonomik faktörler ve finansal liberalizasyon,
- Hükümet müdahaleleri.

Bankaların temel özellikleri: Bankalar tasarruflarla yatırımlar arasında aracı olarak, fonları fazla oldukları yerlerden ihtiyaç duyulan yerlere doğru kanalize ederler. Ancak, bu finansal kurumları diğerlerinden ayıran ve ekonomide katlanılabilir en az maliyetle çalışmalarına izin veren özelliklerden bazıları onları sistematik problemlere karşı da savunmasız yapmaktadır. Bankaların başlıca temel özellikleri aşağıda anlatılmıştır.

i. Likidite yetersizliği: Bankalar ağırlıklı olarak vadesiz veya kısa vadeli fon toplayarak kredileri daha uzun vadeli veya standart bir vade olmayan sözleşmelerle kullanırlar. Vade uyumsuzluğu olarak tanımlanan bu sorun bankaların kısa vadeli fonları uzun vadeli yatırımlara dönüştürmesini sağlarken piyasa algılamasındaki değişimlere bağlı olarak likidite riskini ortaya çıkarır. Fonlama maliyetleri sürdürülemez kadar yüksek seviyelere geldiğinde varlıklar ger-

çek değerleri üzerinden satılamazlar ya da banka artık piyasanın kendisi hakkındaki algılamalarından dolayı kaliteli iş ortaya koyamaz. Bunlara bağlı olarak da likidite problemi daha önce öngörülemeden derecede ödeme güçlüğü sorununa dönüşebilir.

ii. Bilgi asimetrisi/Ahlaki sorun: Finansal aracılık bankaları derinden etkileyen iki tip sorun içerir. Öncelikle, bankalar kredi değerlendirme ve proje finansmanı konularıyla bağlantılı olarak ortaya çıkan düzgün ve mükemmel olmayan bilgilerden kaynaklanan belirsizliklerle uğraşmak zorundadırlar. Bankalar bu yüzden yetersiz bilgi yani bilgi asimetrisi nedeniyle sonradan sorunlu hale gelebilecek bir kredi kararı verme riskine maruzdurlar. Bankalar ayrıca ahlaki riziko sorunu ile de karşı karşıya kalmaktadırlar, çünkü kredi müşterileri yüksek getiri imkanı sağlayan riskli işlere girme eğiliminde olduklarından, riskin çoğu bankalar yani kreditor tarafından taşınır.

iii. Yüksek finansal kaldıraç: Bankalar finansal kaldıraçın çok yüksek olduğu işletmelerdir. Bankaların pasif yapısı ağırlıklı olarak borç özellikli kısa vadeli fonlar ile hissedarların küçük ve sınırlı öz kaynaklarından oluşmaktadır. Bu yapı bankaların aşırı risk almaktan yarar sağlayacak ama zarar durumunda kaybı sınırlı olacak banka sahiplerini aşırı risk almaya teşvik etmektedir.

iv. Sistem desteği ve mudi güvencesi: Bankacılık sisteminin düzenleyici otoriteleri ödeme sisteminin sağlığını ve dengesini kurmakla sorumludur. Bu amaca yönelik olarak hükümetler tarafından genellikle mudilere mevduat sigortası sistemi aracılığıyla resmi ya da gayri resmi garantiler verilmekte, böylece bireyler mevduatlarının güvence altında olduğunu hissetmekte ve paralarını çekmeye daha az eğilimli olmaktadır. Ama gerçekte, finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik bu düzenlemelerle hükümetler, bankaların alacaklılarını ve hissedarlarını mevduat sigortası ve sair yollarla muhtemel zararlardan korumak suretiyle bazı finansal kurumların ortak ve yöneticilerini ister istemez ahlaki rizikoya yol açacak şekilde aşırı risk almaya teşvik etmekte, diğer taraftan gerek likidite sorunu nedeniyle gerekse maliyet kaygısı taşımadan piyasa faizlerinin üzerinde kaynak toplayarak aşırı riskli alanlara veya kendi gruplarına

fon aktaran bankalar piyasa disiplinin ve rekabetin bozulmasına da yol açabilmektedirler.

v. Zararın kabullenilmemesi: Asimetrik bilginin önemli bir sonucu da bankaların aktif kalitelerine ilişkin problemleri gizleyebilmeleri ve mali tablolarında zararların ortaya çıkmasını geciktirebilmeleridir. Örneğin bankalar sorunlu hale gelmesi muhtemel kredilerin vadelerini uzatıp bunları döndürerek ve piyasa fiyatından yüksek faizlerle mevduat toplayıp bunların faiz giderlerini bilançolarına gerçekte olduğu gibi yansıtmayarak ya da gecikmeli olarak yansıtmak suretiyle zararın ortaya çıkmasını gizleyebilmektedirler. Bu nedenle bankalar likit olduğu müddetçe, teknik olarak ödeme güçlüğüne düşmüş olsalar dahi faaliyetlerini sürdürebilmektedirler. Zararın fark edilmesini gizlemek veya geciktirmek için likiditeyi sürdürebilmek amacıyla yüksek faiz oranlarıyla piyasadan toplanan mevduat ve sorunlu hale gelebilecek kredilerin döndürülmesi, ilave öz kaynak bulunamaması halinde ileriki dönemlerde ortaya çıkacak zararın saklanamaz hale gelerek boyutunu arttırmaktan başka bir işe yaramamaktadır.

Bankacılık sektörünün yapısı: Bankacılık sektörünün yapısı ve organizasyonu bankacılık sektöründe krizlerin ortaya çıkmasında son derece önemli bir faktördür. Bankacılık sektörünün yapısı tek şubeli veya çok şubeli olabileceği gibi, üniversal bankacılık şeklinde de olabilir. Bu üç farklı yapı bankacılık krizlerine ilişkin farklı özellikler göstermektedir. Özellikle ABD örneğinde olduğu gibi coğrafi sınırlamaların bulunduğu tek şubeli bankacılık modelinin yaygın olduğu ve risklerini yeterince çeşitlendirememiş çok sayıda küçük ölçekli bankanın yer aldığı ülkelerin bankacılık sistemleri daha sık ve daha ciddi bankacılık krizleri ile karşılaşmaktadır.

Bankaların yurt dışı kaynaklara bağımlılığı: Bankaların yurt dışı kaynaklara olan bağımlılığı da bankacılık krizlerine yol açan önemli bir başka etkidir. Çünkü yabancı para mevduatın önemli bir bölümünü oluşturan ve sıcak para olarak adlandırılan yabancı kaynaklar, olumsuz finansal gelişmelere yerli mevduattan daha duyarlıdır ve böyle durumlarda yabancı kaynak çok hızlı bir şekilde bankacılık sektörünün dışına çıkmaktadır. Nihayetinde yabancı para mevduat

sahiplerinin bankalara tahaccümü sadece bankacılık sistemine zarar vermeyip, sektördeki rezervlerin yitirilmesine de neden olmaktadır. Nitekim ülkemizde Nisan 1994'te bankacılık krizinin ağırlaşmasının ve etkilerinin büyümesinin temelinde de bu olgu yatmaktadır. (Eğilmez ve Kumcu, 2001, 5-18)

Banka pasiflerinde artış: Ekonomiler geliştikçe ve olgunlaştıkça finansal derinliğin bir göstergesi olarak banka bilançoları ve dolayısıyla banka pasifleri de büyümektedir. Böylesi artışlar her zaman olumlu değildir. Banka pasiflerinin büyümesi ekonominin büyüklüğüne ve uluslararası rezervlerin stokuna göre çok hızlı ise, banka varlıkları likidite, vade ve döviz cinsine göre banka pasiflerinden önemli ölçüde farklıysa, bankanın sermayesi yetersizse ve ekonomi büyük güven şoklarına maruzsa o zaman bankacılık sektörü krizle karşı karşıya kalacak demektir.

Makro ekonomik faktörler ve finansal serbestleşme: Bankacılık krizleri sadece bankalar ya da bankacılık sektörünün kendi sorunlardan kaynaklanmamakta, makro ekonomik faktörlerde meydana gelen değişimler de buna neden olabilmektedir. Eğer bu faktörlerden biri veya birkaçında meydana gelen değişim bankanın varlıkları ile yükümlülüklerinin değerleri arasındaki ilişkiyi ani bir biçimde değiştirirse, bankalar bu durumdan olumsuz biçimde etkilenebilmektedir. Bankacılık sektörünün krizle karşı karşıya kalmasına yol açan bu makro ekonomik faktörler ülke dışı ve ülke içi olmak üzere iki grupta incelenebilir.

Ülke içi makro ekonomik faktörler ekonomik büyüme ve enflasyon oranlarıdır. Ticaret hadlerindeki değişimler ile uluslararası faiz oranları ve kambiyo kurlarındaki değişimler ise krize neden olan dışa bağımlı makro ekonomik faktörleri oluşturmaktadır. Ticaret hadlerinde meydana gelen büyük dalgalanmaların bankaların müşterilerini de olumsuz etkilemesi durumunda, bunların bankalara karşı olan yükümlülüklerini (kredi anapara taksit ödemeleri ve kredi faiz ödemeleri) yerine getirememesine yol açabilmektedir.

Uluslararası faiz oranlarındaki değişim ve bunun özel sermaye hareketleri üzerinde neden olduğu etki de önemli bir dışsal faktör

olup, gerek borçlanma maliyetini gerekse yatırımın göreceli çekiciliğini değiştirmektedir.

Bankacılık sistemi açısından finansal serbestleşme genel olarak hükümetler tarafından sistem üzerindeki resmi denetimlerin azaltılması ya da gevşetilmesi (deregulation) ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılması sürecini tanımlamaktadır. Gerekli makro ekonomik koşulları sağlamaksızın, kurumsallaşmamış yapı ve finansal sektör yeterince güçlenmeden, aceleyle gerçekleştirilen serbestleşme hareketleri bankacılık sektöründe krizlere yol açmaktadır. Bir bankacılık sistemi ne kadar liberalleştirilmiş ise o ölçüde hassas ve duyarlı bir yapıya sahip demektir. Bu sebeple bir bankada ya da finansal sektörde önemli yer tutan bir kurumda ortaya çıkacak bir kriz kolaylıkla yayılma etkisi gösterecektir. Finansal serbestleşmeyle birlikte bankacılık krizi tehlikesinin artmasına yol açan unsurların aşağıdaki gibi sıralanabilmesi mümkündür. Finansal serbestleşme ile ortaya çıkan tüm bu faktörler bankacılık krizlerinin oluşmasını kolaylaştırmakta ve çabuklaştırmaktadır. (Kazgan, 1997, 171-172)

- Finansal serbestleşmeyle birlikte etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının oluşturulamaması, ahlaki riziko ile ters seçim gibi sorunlara yol açabilmektedir.
- Finansal serbestleşme, bazı finansal kurumların hızlı büyümesini kolaylaştırmakta ve niteliksiz müşterilerin ve banka yöneticilerinin sektöre girmesine yol açmaktadır.
- Gerek denetleyiciler gerekse bankaların kredi yöneticileri geçmişe göre daha serbest çalışan bir mali sistemi yönetmek için gereken uzmanlığa sahip olmayabilmektedirler.
- Firmaların sağlam olmayan mali yapılarına rağmen, iyimser beklentiler nedeniyle kredi talebinde bir artış varsa; faiz oranlarında aşırı yükselmelere yol açabilmektedir.
- Finansal serbestleşme ile faiz oranlarının serbest bırakılması, kısa vadeli kaynaklarla uzun vadeli fonlama yapan bankaları olumsuz etkileyebilmektedir.

Hükümet müdahaleleri: Özelleştirme uygulamalarının giderek artmasına rağmen birçok ülkede olduğu gibi ülkemizde de devlet

bankaları bankacılık sistemi içerisinde önemli ölçüde paylarını korumaktadır.

Devlet bankaları, açık veya örtülü olarak özel mülkiyetteki bankalardan daha çok hükümet müdahaleleri ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Ancak bankacılık sektöründeki hükümet müdahaleleri, zaman zaman devlet mülkiyetindeki bankaların faaliyetlerinin de ötesine uzanabilmektedir. Şöyle ki; bankalar özel mülkiyette olsalar bile, hükümetler kredilerin belirli sektörlere tahsisini etkileyebilir, belirli borçlulara ayrıcalık sağlayabilir, bankaların piyasa faiz oranlarının altında devlet tahvili bulundurmalarını zorunlu tutabilir, bankalar için yüksek karşılık yükümlülükleri veya vergiler koyabilir. Dolayısıyla, birkaç büyük imtiyazlı borçlunun iflası veya ekonominin genelindeki (belli bir sektöründeki) çökme bir veya birden fazla bankanın sermayesini eritebilir ve bu durum bankacılık krizinin ortaya çıkmasına yol açabilir. (Kindleberger, 1978, 28-63)

4. Bankacılık Kriz Teorileri ve Bankacılık Krizlerinin Etkileri

Son yıllarda dünyanın pek çok bölgesinde ortaya çıkan finansal krizler ve bunların en önemli sebeplerinden olan bankacılık krizleri, gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkeleri etkilemektedir.

Bankacılık sisteminde meydana gelen krizlerin ekonomiye etkilerinin diğer sektörlerde meydana gelen krizlerin etkilerinden oldukça fazla olması nedeniyle çeşitli araştırmalar yapılmış ve bu konuda bazı teoriler ortaya atılmış olup, bunlara ilişkin bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

4.1. Bankacılık Kriz Teorileri

Bankacılıkta kriz teorileri genel olarak dört yaklaşımla ele alınmaktadır. Bunlar;

- Asimetrik Bilgi Yaklaşımı,
- Monetarist Yaklaşım,
- Tesadüfi Çekme Yaklaşımı ve
- Fischer-Minsky-Kindleberger Yaklaşımı'dır.

Asimetrik bilgi teorisi: Asimetrik bilgi, piyasalarda karar alma aşamasında diğer taraf hakkındaki yatırıma ilişkin gerekli bilginin, taraflardan birisi tarafından bilinirken diğerleri tarafından bilinmemesi veya yetersiz bilgiye sahip olunmasıdır. Bankacılık kesiminde ise asimetrik bilgi; bankalara fon sağlayanların, bu fonun kullanımı hakkında bankalara göre aynı bilgiye sahip olmamaları veya bankanın verdiği kredilerin müşterilerce ne tür bir yatırımda kullanıldığı konusunda bankanın müşteriye oranla daha az bilgiye sahip olması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bankaların kullandıkları krediyle ilgili bilgilerin bankaya fon sağlayanlarca tam olarak bilinmemesi kendileri açısından belirsizliği ve riski arttırdığından, bu durum bankalara sağlanan fonların azalmasına ve hatta mevcut fonların geri istenmesine sebep olmaktadır. (Akerlof, 1970)

“Asimetrik Bilgi” olarak nitelendirilen, taraflardan birinin diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olması, mali piyasalarda iki tür sorun yaratmaktadır. (Akerlof, 1970)

- Ters Seçim (Adverse Selection): İşlem(sözleşme) yapılmadan önce ortaya çıkmakta ve yeterli bilgiye sahip olunması durumunda yapılmayacak bir işin yapılmasına neden olmaktadır.
- Ahlaki Riziko (Moral Hazard): Ticari veya finansal işlem veya ilişkide istenmeyen durum veya olumsuzluk sözleşmenin yapılmasından sonra ortaya çıkmaktadır.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal piyasalarda borçluların kredi verenlere oranla bilgi avantajı bulunmaktadır. Çünkü borçlular üstlenecekleri yatırım projeleri hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler. Ters seçim sorunu faizlerin yani borçlanma maliyetinin artması nedeniyle, mali durumu iyi borçluların kredi kullanmaması, mali durumu daha kötü olan müşterilerin kredilendirilmesi şeklinde ortaya çıkmakta, bu durum ise genellikle kreditor tarafından ilave teminat alınarak ya da sözleşmeye koyacağı ödeme takvimiyle ilgili maddelerle aşılmaya çalışılmakta, borçlu borcunu ödemediğinde teminat nakde çevrilerek zarar karşılanmaya çalışılmaktadır. Teminat yeterince kaliteli ise kreditorün zararı kapatılacağından, kredi verenle kredi alan arasında asimetrik bilgi önemli bir faktör olmak-

tan çıkmaktadır. Borçlu firmaların varlıklarının değerinde ani ve büyük düşüşler olması halinde teminatın değeri de düşmekte ve bu ters seçim sorununu kredi verenler açısından daha önemli hale getirmekte, bu da sorununun azaltılmasında teminatın önemini ortaya koymaktadır.

Kredi verenlerle alanlar arasındaki asimetrik bilgi ahlaki riziko ile de sonuçlanabilir. Özellikle kredi kullananlar, bu kredileri daha riskli ama yüksek getirili projelere yatırabilirler. Bu yatırımların başarısız olması halinde, riskin büyük kısmı krediyi verene ait olurken; yatırım başarılı olursa kazanç krediyi kullananlara ait olmaktadır.

Monetarist yaklaşım: Monetarist yaklaşıma göre, bankacılık panikleri para arzında daralma nedeniyle genel ekonomik faaliyetlerde de daralmaya yol açmaktadır. Bu yaklaşıma göre bankacılık panikleri piyasadaki para arzına ve dolayısıyla ekonomik faaliyetlere etkileri sebebiyle önemlidir. (Karacan, 2000, 19-23) Bankacılık paniği halkın veya kurumların, bankaların ödeme güçlerine olan güvenlerini kaybetmeleri sonucunda banka tahaccümü şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu durumda söz konusu kişi ve kurumlar paralarını bankalardan hızla çekmek istemekte, sistemin yapısı gereği mali tablolarında vade uyumsuzluğu olan bankaların nakit ödemeyi sağlayamaması durumunda ise iflasları gündeme gelmektedir.

Tesadüfi çekme yaklaşımı: Bütün alacaklılar aynı anda paralarını çekmek için bankalara hücum ettikleri zaman hiç bir banka bunların hepsini bir anda ödeyemez. Bir bankanın pasiflerine kıyasla varlıkları daha uzun vadeli ve daha az likit olduğu için, sorunun maliyeti oldukça yüksektir. Bir kısım mevduat sahipleri diğer mevduat sahiplerinin paralarını çekmeye başladıkları kanısındaysa, geç kalan ya da kuyruğun sonuna düşenler bundan zarar görecekler, zarara uğramak istemeyen bütün mevduat sahipleri aniden bütün paralarını çekmeye karar verdiklerinde ise söz konusu bankalar için böylesine bir likidite talebinin karşılanması olanaksız hale gelecektir. (Jorion,1997, 183-185)

Fischer-Minsky-Kindleberger yaklaşımı: Bu yaklaşıma göre finansal kriz daha önce yaşanan aşırı genişlemenin zorunlu bir sonucudur. Fisher'e göre konjunktürde daha önce ortaya çıkan yukarı

doğru çıkışa, ekonominin kilit sektörlerinde karlı yatırım fırsatlarına yol açan dışsal olaylar neden olur. Bu dışsal olay ya da olaylar, üretim ve fiyat artışlarına yol açarak, sektörlerde yeni yatırımları teşvik eder. Artan karlarla birlikte yükselen fiyatlar daha fazla yatırımı teşvik ettiği gibi, spekülasyonu da teşvik eder. Banka kredisi ile karşılanan ve bütünüyle borçla finanse edilen bazı yatırımlar mevduatı ve para arzını arttırarak fiyatları yükseltir, daha fazla borçlanmayı teşvik eder. Bu süreç, genel bir aşırı-borçluluk durumuna yol açabilir. Böylesi bir durumda beklentilerdeki bir değişme krizi ateşleyebilmektedir.

Minsky'ye göre ekonomi konjonktür ile yukarı giderken, finansal yapı daha kırılğan ve daha hassas hale gelmektedir. Mekanizma Minsky'ye göre şöyle işlemektedir: Konjonktür yukarı doğru giderken yeni yatırımların gerçekleşmesi için aşırı bir finansman talebine yol açılır. Yeni yatırımların bir kısmı doğrudan kısa vadeli banka kredileriyle, bir kısmı öz kaynaklarla, bir kısmı da uzun vadeli kredilerle karşılanır. Ekonomi genişledikçe yarattığı aşırı finansman talebi faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Faiz oranı arttıkça da üç faktör daha kırılğan bir finansal yapı yaratacak yönde işlev görür. Bu faktörler; borçla finansmanda artış, uzun vadeli borçtan kısa vadeli borca kayış, finansal kurumlara olan güvende azalıştır.

Kindleberger, yukarı doğru giden bir ekonomik trendde, bankaların yeterli oranda risk karşılığı ayırmamasına ve varlık piyasalarında yatırımcılar arasında yüksek derecede spekülatif faaliyete yol açan "canlılığın" önemine değinmektedir. Kindleberger, hisse senedi piyasalarının birbirleriyle olan bağlantılarına değinerek, krizin uluslararası yayılımını açıklamıştır. Kindleberger, esnek bir kambiyo rejimini, krizin bir engeli olmak yerine uluslararası yayılmasını kolaylaştırıcı bir etken olarak görmüştür.

4.2. Bankacılık Kaynaklı Krizlerin Etkileri

Bankacılıkta krizden etkilenmenin iki aşaması vardır. İlk aşamada bir veya bir kaç banka, ardından da tüm bankacılık sistemi etkilenebilir. İkinci aşamada kriz yayılmakta ve artan faiz oranları, kredi maliyetleri ve kredi taleplerinin karşılanabilmesindeki yetersizlikler vb. nedenlerle ekonominin çeşitli kesimleri çok yönlü etkilen-

mektedir. (İlyas, 1998, 23) Bankacılık sisteminde ortaya çıkan bir krizin yaratacağı bu etkiler sektörel etkiler ve makro-ekonomik etkiler olarak iki grupta toplanabilir.

4.1.1. Sektörel Etkiler

Artan faiz oranları ve kredi maliyetleri, bankalar tarafından şirketlerin kredi taleplerinin karşılanamaması vb. nedenlerle kriz, yukarıda açıklandığı gibi ekonominin çeşitli kesimlerini çok yönlü etkilemektedir. Bankacılık krizlerinin bankacılık sektörü üzerindeki etkileri aşağıda incelenecektir.

Banka tahaccümü: Banka tahaccümü, mevduat sahiplerinin bankacılık sisteminin rezervlerinin mevduat taleplerini karşılamaya-acağı düşüncesiyle mevduatlarını çekmek için aynı anda bir veya bir kaç bankaya başvurmasıdır. Bir bankaya olan güvensizlik nedeniyle meydana gelen bu çekilişler nedeniyle ortada kalan tasarruflar güvenilir olduğu düşünülen başka bankalara ya da piyasalara kayacaktır. (Karacan, 2000, 47) Eğer tasarruflar güvence altında ise yani güvenilen bir mevduat sigortası mevcut ise sadece sigorta kapsamı dışında kalan mevduat diğer banka ya da yatırımlara yönelecektir. Banka tahaccümü tek bir bankaya yönelik olabileceği gibi birden fazla bankaya da olabilir. Ancak tek bir bankaya olan tahaccüm, bankanın büyüklüğü önem arz etmekle birlikte, sistemin kendi içinde çözülebilir. Banka tahaccümünün bir sonucu da bankalardan çekilen mevduatın yastık altında tutularak, sistem dışına çıkarılmasıdır. (Karacan, 2000, 47) Bankalara olan güven kaybının yayılmasıyla nakit çekilişlerinin yoğunlaşması, para arzında daralmalara, harcamaların azalmasına ve bütün ekonominin bundan olumsuz etkilenmesine neden olacaktır. Banka tahaccümü sonucunda ortaya çıkabilecek bir başka gelişme de mevduat sahipleri tarafından daha güvenli olduğu kabul edilen menkul kıymetlerin, örneğin kamu menkul kıymetlerinin satın alınmasıdır.

Diğer bankalara mevduat kaçıışı, nakde ve menkul kıymete yöneliş: Mevduat sahipleri bir veya birkaç bankaya tahaccüm ederek paralarını çektikleri zaman çeşitli alternatiflerle karşılaşmaktadırlar. Bu alternatiflerden birisi mevduat sahibi tarafından paranın güvenli olduğu kabul edilen diğer bankalara yeniden mevduat şeklin-

de yatırılmasıdır. Mevduat sahipleri tarafından bütün bankalara karşı güven yitirilmemişse çekilen mevduat bir başka bankaya transfer edilecektir. Bu durumda sektördeki toplam mevduat bankalar arasında yeniden dağılır; bankacılık sektöründe toplam mevduat değişmez ya da çok az azalır. Sistemdeki kuşku duyulan bankaların sayısı arttıkça mevduat sahipleri daha kuşkulu hale gelmekte ve çekilen mevduatla devlet tahvili ya da hazine bonosu gibi daha güvenli olduğu düşünülen menkul kıymetler de satın alınmaktadır.

Zararına varlık satışları: Bankalar aynı anda ve birlikte gelen mevduat çekiliş taleplerini karşılayabilmek için bazı varlıklarını aceleyle satmak zorunda kalacaktır. "Zararına satış "(fire sales) olarak adlandırılan bu satış, bankanın hiç bir ciddi araştırma yapmaksızın elde edebileceği satıştır. Zararına satışlar sonucunda banka likidite sorunuyla karşılaşabilecektir. Likidite sorununun ciddiyeti "zararına satış fiyatı" ile "piyasa denge fiyatı" arasındaki farkın büyüklüğüne bağlıdır.

Bunların dışında bankacılık krizleri; bankacılık sistemi üzerinde bankaların karlılıkları ile şube ve personel sayılarında azalma, banka birleşmeleri ve kapanmalar nedeniyle bankaların kendi sayılarında azalma, bankaların kriz ortamı ve sonrasında kredi verme konusunda aşırı temkinli ve isteksiz davranmaları nedeniyle kullanılan kredilerin miktarında azalış, krizin oluşturduğu güvensizlik ortamı nedeniyle mevduatın bir kısmının sistem dışına kaçması, bu nedenle fon taleplerinin yeterince karşılanamaması ve bunun sonucunda mevduat fazilerinde yükselme, tüm bunların sonucunda kredi faizlerinde yükselme şeklinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedir.

4.1.2. Makro Ekonomik Etkiler

Bankacılık krizi para talebi ve arzında değişim, kredi hacminde daralma, faiz oranlarında yükselme, harcama ve talepte düşme, diğer sektörlerde üretim ve istihdamın düşmesi, tasarruf ve yatırımların azalması gibi makro ekonomik etkilere neden olmaktadır. (İlyas, 1998, 23) Bunların bir kısmı krizin önceden habercisi olarak ortaya çıkarken, bir kısmı eş zamanda veya krizden sonra ortaya çıkabilmektedir. (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999)

Kredi hacminde daralma: Banka bilançosunun pasifini ilgilendiren mevduat, bankacılık krizleri sırasında daha güvenli olan menkul kıymetlere yönelirken aktifte de kredilerde azalma görülür. Problemlili kredilerin ise gerek krizlerin başlangıcında gerekse kriz esnasında aşırı bir biçimde yükseldiği görülmektedir. Bankaların kredi kullandırmada isteksiz davranma eğilimleri sonucu kredilendirme faaliyetlerinin zayıflaması ve kredi daralmasının ortaya çıkması, hem toplam talebi hem de toplam arzı etkileyerek ekonomik faaliyetler olumsuz etkilenmektedir. Bunun sonucu makroekonomik daralmadır. (Eğilmez ve Kumcu, 2001, 5-18)

Faiz oranlarında yükselme: Bankacılık krizi faiz oranlarının yükselmesine sebep olmakta, yükselen faiz oranları karların düşmesiyle firmalar üzerinde, ücretlerin düşmesi ve işsizlik nedeniyle de hane halkları ve tüketiciler üzerinde ağır bir yük oluşturmaktadır. Bu nedenle faiz maliyeti krizin etkilerini ve maliyetini ağırlaştırmaktadır.

Para talebinde değişim: Krizler belirsizliklere ve nakit ihtiyacı nedeniyle varlıkların tasfiyesine yol açtığından para talebi artabilir veya tasarruflar hazine bonosu, döviz ve parasal olmayan araçlara kaydığı için azalabilir. Sonuç olarak, kriz dönemlerinde para talebinde ani yükselişler veya düşüşlerle karşı karşıya kalınabilmektedir.

İşsizlik oranlarında artış: Krizlerin işsizlik üzerindeki etkisi iki boyutta olmaktadır. İlk olarak, krize giren bankacılık ve finans sektöründe işten çıkarmalar ile işsizlik oranı doğrudan artarken, diğer taraftan kriz ekonominin geneline yayılarak ile tüketim, üretim ve yatırımların düşmesi ile işsizliğe neden olmaktadır.

Menkul kıymet borsalarında düşüş: Bankacılık krizleri zararları artırdığından şirketlerin ve dolayısıyla hisse senetlerinin değerinde büyük değişimlere yol açmakta yani menkul kıymet borsaları bankacılık krizlerine güçlü bir biçimde olumsuz tepki vermektedir.

5. Bankacılık Krizlerinin Yönetimi

Bankacılık krizlerinin etkilerinin ve maliyetinin büyüklüğü, gelir dağılımına etkisi ve makro ekonomik boyutları krizin nasıl yönetildiği ve ne şekilde çözümlenmeye çalışıldığı ile yakından ilgilidir. Bu ne-

denle bankacılık krizleri ile başa çıkılabilmesi, krizlerin çözümlenebilmesi ve kontrol altında tutulabilmesi için her ülke kendi çıkarları için gerekli çabaları göstermelidir.¹

Bir ülkede yoğun şekilde kredi genişlemesi yaşanıyor, varlık fiyatları süratle aşırı değerleniyor ve tüm sektörlerde aşırı kapasite kullanımları yaşanırken, sermaye yetersizliğine rağmen bankalar kredi değerliliği bulunmayan müşterilere kredi kullanımına yoğun bir şekilde devam ediyorlarsa sektörün krize girmesi şaşırtıcı olmamalıdır.

Esasen bu koşullarda kullanılan grup kredileri, yönlendirme ile kullanılan krediler veya çeşitli şekillerde banka hakim ortaklarının banka kaynaklarını kullanmaları şeklindeki olumsuz bankacılık uygulamaları ve düzenleme ve denetleme sistemlerindeki zafiyetler piyasa katılımcıları ve karar alıcılar tarafından da bilinmekte ancak hem özel hem resmi kurumların yayın ve raporlarında tüm bu olumsuz faktörler zaman zaman görmezden gelinerek kamuoyuna mevcut durumun ekonominin uzun vadeli başarılı gidişatı ile ilgili olduğu görüntüsü verilmeye çalışılmaktadır. Bu nedenle sorunlu bir bankacılık sisteminin başlıca zaaflarından;

- Piyasa disiplinin zayıflığı,
- Düzenleme ve denetleme sistemlerinin yetersizliği,
- Kurumsal yönetimin ya da yönetimde etkinliğin bulunmaması,
- Ülkede kredi kültürünün gelişmemiş olması,
- Alınan kararlar ile uygulamalardaki bilgi akış süreçlerinin şeffaf olmaması ve
- Yargılama, iflas ve tasfiye yasalarının yetersizliği

¹ Yazarın "Finansal Krizlerin Çözümleme Süreçleri ve Yöntemleri(Türkiye Kore ve Meksika Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi" konulu doktora tezinde ülkemizde 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan bankacılık krizlerinin çözümleme süreçleri ve yöntemleri ile başarı düzeyi uluslararası tecrübeler ile karşılaştırılmış olup, "Türk Bankacılık Sisteminde Krizler ve TMSF Uygulamaları" adlı kitapta da söz konusu krizlerin ülkeye maliyetleri ile çözümleme gelirleri hakkında detaylı bilgiler yer almaktadır.

gibi hususların mevcudiyeti krizlerin etkin bir şekilde yönetilip yönetilememesinde de etkili olan faktörler arasında dikkate alınmalıdır.

Bu çerçevede problemlili bankaların kapatılması veya yeniden yapılandırılması konusunda süratli ve kararlı olunması, finansal sisteme olan güvenin tekrar tesis edilmesi, kredilerin yeniden yapılandırılması için gerekli ve yeterli mekanizmaların oluşturulması, sorunlu varlıkların hızla çözömlenmesi ve bankacılık sisteminin uzun vadede karlı bir yapıya kavuşturulması için kapsamlı tedbirler alınması zorunluluk arz etmektedir. Öncelikler ilk olarak;

- Mali durumu tamamen bozulmuş olan bankalara merkez bankası tarafından başlangıçta sağlanan kredi kullandırımının durdurulması,
- Ülkeden yurt dışına sermaye çıkışlarının önlenmesi,
- Finansal sistemin istikrara kavuşturulması

konularına verilmelidir.

Daha sonra sorunsuz ve daha az sorunlu bankaların daha fazla zarar görmesinin önüne geçilebilmesi için ülke hükümetleri tarafından;

- Mevduat sahipleri ve kreditorler için devlet güvenceleri sağlanması,
- Mali durumları düzelemeyecek derecede bozulmuş kuruluşların kapatılması,
- Kapsamlı makro ekonomik istikrar programları ve bankacılık sistemi için yeniden yapılandırma planları hazırlanması gerekmektedir.

Kapatılması gereken, mali durumu en kötü ve tekrar düzelemeyecek derecede bozulmuş durumdaki kuruluşların belirlenmesi esnasında, ortaya çıkan zararın bankanın mevcut ortakları, yurt içi kreditorler ve kamu tarafından ne oranda paylaşılacağı oldukça önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bankaların kapatılmasıyla;

- Bunlara sağlanan destek nedeniyle katlanılan maliyetlerden ortadan kalkacak,
- Kreditorler ve banka eski ortaklarının zararı paylaşması sağlanacak,
- Kaynaklar mali durumları daha iyi durumda olan kuruluşlara tahsis edilebilecektir.

Bankaların likidite yetersizliği ve mali durumlarının bozulmuş olması gerekçelerine dayandırılarak kapatılması kararının alınmasının akabinde banka bilançolarında taşınan ve değersiz hale gelen alacaklara karşılık ayrılması; belki de zararın başlangıçta düşünülenenden çok daha fazla olduğu gerçeğini de ortaya çıkarabilecektir. Bu nedenle kapatılma kararı verilen her banka için kamuoyu gerekçeli olarak ve kapsamlı bir şekilde bilgilendirilmeli, kapatmanın neden zorunluluk arz ettiği hakkında tatminkar açıklamalar yapılarak politikaların uygulanabilirliğinin sağlanması için kamuoyu desteği sağlanmalıdır.

Ülkede kurumsallaşma kapasitesinin yetersiz oluşu, krizin ortaya çıkarmış olduğu zararların vakit geçirmeksizin kabul edilerek tedbir alınması için otoritelerin alması gerekli kararları olumsuz yönde etkilemektedir. Daha kötüsü krizlerin çözülmesi aşamalarında uygun olmayan politikaların seçilmesi ya da gerekli politikaların geciktirilmesi veya uygulamaya konulmaması arzu edilmeyen sonuçlara da yol açabilmektedir.

Reel sektördeki kriz öncesi dönemlerde yaşanan aşırı kapasite kullanımının ardından kriz esnasında ve süresince kredi talebinin keskin bir şekilde düşmesi ve ekonomik durumun kısa vadede olumlu sinyaller vermemesi nedenleriyle ve ayrıca borçlarının büyük bir bölümü döviz kredilerinden oluşan kredi borçlularının bir taraftan da kredi değerliliklerini süratle kaybetmeye başlamaları karşısında bankacıların kredi kullandırmalarında daha dikkatli, aşırı titiz ve isteksiz davranmalarının sonucunda, özel sektöre kullandırılan kredilerin reel büyüme oranları yavaşlamaktadır.

Bununla birlikte kredi kullandırım koşullarını belirleyen her türlü politikanın bankaların mevcut durumlarını daha da kötüleştirme-

mesi için (örneğin kredi faiz oranlarının düşürülerek bankaların kar marjlarının azaltılması kredi kullandırmalarını olumsuz yönde etkileyecek, buna bağlı olarak bankaların mevcut karlılık düzeyini olumsuz yönde etkilemek suretiyle yeni sermaye gereksinimine ihtiyaç doğuracaktır.) son derece dikkatli uygulanması gerekmektedir. Diğer taraftan bankaların sermaye yapısı iyileştirilmeden ve kar elde edebilecek hale getirilmeden ve aynı zamanda reel sektöre borçlarını ödeme kabiliyeti ve gücü kazandırılmadan kredi hacminde reel büyüme beklenmemelidir.

Finansal krizden dolayı mali bünyeleri ciddi şekilde tahrip olmuş kuruluşların varlıklarının gerçekçi bir şekilde değerlemesinin yapılması, bunların net değerlerinin tespit edilebilmesi oldukça önemli bir başka sorun teşkil etmektedir. Sürekli değişen ekonomik koşullar ile piyasa değerlerinin tespit edilebilmesindeki zorluklar nedeniyle bankaların tahsili gecikmiş alacakları (sorunlu krediler) büyük ölçüde değer kayıplarına maruz kalmaktadır. Sorunlu kredi alacaklarının değerlendirme çalışmalarının başarılı olabilmesi ve mevcut durumu gerçeğe yakın bir şekilde yansıtabilmesini teminen;

- Kredilerin sınıflandırılması,
- Kredi zarar karşılıklarının usullere uygun şekilde ayrılması,
- Kredi faiz gelir ve gider reeskont ve tahakkuklarının gerçeğe uygun yapılması,
- Teminatların gerçekçi olarak değerlendirilmesi

konularının sıkı kurallara bağlanarak, bankaların ve bankaları yöneten ve denetleyen kişi ve kuruluşların gerekli dikkati göstermeleri için ülkelerin düzenleyici otoriteleri tarafından tedbir alınmasının sağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda tüm ülkelerin sermaye yeterliliği konusundaki düzenlemeleri uluslararası standartlara uygun bir şekilde tamamlamaları gerekmektedir. Tecrübeler kredi zarar karşılıklarının gerçeğe uygun şekilde ayrılması halinde bankaların sermaye gereksinimi içinde olduklarının anlaşılabilirliğini göstermektedir. Bu süreçte bankalara ciddi şekilde zayıflamış bulunan mali bünye ve sermayelerini yavaş yavaş güçlendirebilmeleri için gerekli süre tanınmalıdır.

Tahsili gecikmiş alacakların ve diğer değer düşüşüne maruz banka varlıklarının yönetimi ve bunların tahsil ve tasfiye çalışmaları bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması süreçlerinin en karmaşık ve en zor aşamalarından birisidir. Tüm koşullar altında ve her zaman başarılı sonuçlar veren tek bir strateji bulunmamakla birlikte;

- Sorunlu varlıkların kendine has özellikleri,
- Bu varlıkların büyüklüğü ve dağılımı,
- Ülkede mevcut yasal ve idari koşullar

dikkate alınmak suretiyle ve her banka için ayrı bir strateji uygulanması ve uygulanan stratejinin zamanlamasının iyi ayarlanması halinde başarı sağlanması mümkün olabilecektir. Uygulanan bu stratejilerin varlıkların tasfiye işlemlerinin tahmini süresi, varlıkların mülkiyet hakkının devir alınıp alınmayacağı ve tasfiye işlemleri için merkezi bir yapının kurulup kurulmayacağı hususlarını dikkate alması gerekmektedir.

Finansal sistemde yaşanan sorunlar aynı zamanda reel sektördeki sorunları da yansıtmaktadır. Bu nedenle bankaların sorunlarının çözümlenmesinde sadece banka sermayelerinin yeniden yapılandırılması yeterli olmayıp aynı zamanda reel sektörün bankalara olan borçlarının da yeniden yapılandırmaya tabi tutulması gerekmektedir.* Ayrıca finans sektörünün yeniden yapılandırılması politikaları kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine ve yerleşmesine ve

* Zira ülkemizde 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizlerin ardından 4743 sayılı kanun ile finansal krizler sonucu ödeme gücünü yitirmiş reel sektör şirketlerinin faaliyetlerini sürdürmeye devam ederek yeniden üretim ve ödeme gücü kazanmalarına olanak sağlamak amacıyla mali sektöre olan borçlarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir. Bu kapsamda Nisan 2005 itibarıyla "İstanbul Yaklaşımı" çerçevesinde 318 firmaya ait 5.960 milyon USD tutarındaki borç yeniden yapılandırılmıştır. (Ayrıntılı bilgi için Bkz. Bir Yeniden Yapılandırma Deneyimi, TSKB, Ağustos 2005.) Ayrıca "Anadolu Yaklaşımı" adı verilen ve KOBİ'lerin mali sektöre borçlarının yeniden yapılandırılmasını öngören 5569 sayılı kanun kabul edilmiş, bu kapsamda bankalar ve diğer mali kurumlar ile kredi ilişkisi içinde olup, 31 Ekim 2006 tarihine kadar açılmış ve banka ya da diğer mali kurumlar nezdinde donuk veya şüpheli alacaklar hesabına intikal eden kredileri bulunan, finansal darboğaz içindeki KOBİ'lerin, finansal yeniden yapılandırma çerçevesinde belirlenecek süre ve koşullarla, geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmelerine olanak sağlanmıştır. (Ayrıntılı bilgi için Bkz. Av. Şakir Balcı, "22 Soruda Anadolu Yaklaşımı", Güncel Hukuk Yayınları, İstanbul, Mart 2007.)

reel sektörün aşırı riskler almasının önlenmesine de katkıda bulunmalıdır.

Sonuç olarak çeşitli etmenlerle ortaya çıkan bankacılık krizlerinin topluma ve ulusal ekonomilere etkileri çok ağır olmakta, tamamen önlenmesi ve gelecekte oluşmayacağını garanti edilmesi mümkün bulunmamakta, erken uyarı sistemleri de dahil olmak üzere krizlerin önceden tespit edilebilmesi için yapılan çalışmalarda henüz her zaman doğru bulgulara ulaşılamamakta ancak tüm bunlarla birlikte her ülkenin kendine has koşulları dikkate alınmak suretiyle maruz kalınan zararların en aza indirilebilmesi mümkün bulunmaktadır. Bu kapsamda bankacılık krizlerinin çözümlenmesi süreçlerinde şu noktaların altının özellikle çizilmesinde yarar bulunmaktadır olup, bir bankacılık krizinin çözümlenmesi önemli oranda yönetsel bir sorun olmaktadır.

Buna göre krizin çözümlenebilmesi hükümetlerin hızlı ve sürekli bir şekilde gerekli tedbirleri almasına ve alınan bu tedbirlerin kararlılıkla uygulanmasına, yasal ve idari zorlukların ortadan kaldırılabilmesine, konu ile ilgili kurumlar arasında yeterli koordinasyonun bulunmasına, uygulanan strateji hususunda bir fikir birliği sağlanabilmesine, popülist politikalardan kaçınılmasına, uygulamalardan olumsuz etkilenen gruplardan gelebilecek baskılara karşı dirençli davranılabilmesine bağlı bulunmaktadır, aksi durumda alınacak sonuçlar yetersiz olmakta ve zaman zaman istenmeyen sonuçlar da oluşabilmektedir.

Krizlerin çözümlenebilmesinde çok önemli faktörlerden birisi de krizin başlangıç dönemlerinde bankaların uğradıkları zararın gerçekçi bir şekilde kabullenilmesidir. Aksi halde gerekli önlemler yeterli ve etkin bir şekilde alınamamakta, belki kısa süreli ve geçici bir rahatlama sağlanmakta, ancak bu tür çözümler daha ağır krizlerin önemli nedenlerinden biri haline gelmektedir.

6. Sonuç

Finansal krizlerin başlıca nedenleri arasında; bankacılık sisteminin sorunları, yanlış ekonomi politikaları ile bunun sonucunda

gelen yapısal bozulma, sermayenin reel üretimde değerlendirilen bölümünün azalması ve uluslararası sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri bulunmaktadır.

Bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olan başlıca faktörler; bankaların temel özellikleri, bankacılık sektörünün yapısı, bankaların yurt dışı kaynaklara bağımlılığı, makro ekonomik faktörler, banka pasiflerinin büyümesi, finansal liberalizasyon ve hükümet müdahalelerinden kaynaklanmaktadır.

Bankacılık krizlerinin etkilerinin artmasında etken olan zaafardan başlıcaları ise; piyasa disiplinin zayıflığı, düzenleme ve denetleme sistemleri ile iflas ve tasfiye yasalarının yetersizliği, yargılama sistemlerinin etkin olmaması, otoritelerce alınan kararlar ile uygulamalardaki bilgi akış süreçlerinin şeffaf olmaması, ülkede kurumsal yönetişimin olmayışı veya yönetimde etkinliğin bulunmaması ve kredi kültürünün yeterince gelişmemiş olmasıdır.

Bankacılık krizlerinin etkilerinin ve kamuya olan maliyetinin büyüklüğü, gelir dağılımı üzerindeki etkileri ve makro ekonomik boyutları krizin nasıl yönetildiği ve çözümlenmeye çalışıldığı ile yakından ilgilidir.

Krizlerin çözümünde öncelikler ilk olarak; finansal kuruluşlara merkez bankaları ve maliye tarafından başlangıçta zaruri olarak yapılan kaynak aktarımlarının durdurulması ve ülkeden yurt dışına sermaye çıkışlarının önlenmesi konularına verilmelidir.

Sorumlu bankaların sistemden çıkarılması veya yeniden yapılandırılması için gerekli ve yeterli mekanizmaların oluşturulması, bunlara ait varlıkların hızla çözümlenmesi, finansal sisteme olan güvenin yeniden tesis edilmesi, bankacılık sisteminin istikrara ve uzun vadede karlı bir yapıya kavuşturulması için kapsamlı tedbirler alındığı takdirde krizlerin etkilerinin ve topluma olan maliyetinin azaltılması mümkün bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

- Akdiş, Muhammet.** "Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye." İstanbul: Beta Yayınları, 2000.
- Akerlof, George.** "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics* 84.3, 1970.
- BALCI, Şakir.** "22 Soruda Anadolu Yaklaşımı", Güncel Hukuk Yayınları, İstanbul, Mart 2007.
- Davis, E. Philip.** "Debt, Financial Fragility and Systemic Risk." Oxford: Clarendon Press, 1998.
- Dorukkaya, Şakir ve Yılmaz, Hakan.** "Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler." *Yaklaşım Dergisi* 7.75, 1999.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan.** "Krizleri Nasıl Çıkardık?" Creative Yayıncılık. İstanbul, 2001.
- Ersoy, Hicabi.** "Finansal Krizlerin Çözümleme Süreçleri ve Yöntemleri (Türkiye Kore ve Meksika Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi)" T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Ana Bilim Dalı Doktora Programı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Mart 2007.
- Ersoy, Hicabi.** "Türk Bankacılık Sisteminde Krizler ve TMSF Uygulamaları", Karacan Yayınları, Ankara, Aralık 2008.
- Goldstein, Morris ve Turner, Philip.** "Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri." Çeviren Ali İhsan Karacan'ın Sunuşu", İstanbul: Dünya Yayınları, 1999.
- İlyas, Atilla.** "Asya Krizi Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri." İstanbul: İ.T.O. Yayınları, 1998.
- Jorion, Philip.** "Value at Risk: New Benchmark for Controlling Market Risk." McGraw Hill, N.Y. 1997.
- Karacan, Ali İhsan.** "Bankacılık ve Kriz." İstanbul: Creative Yayıncılık, 2000.
- Kaufman, George G.** "Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation", *The Cato Journal* 16.1, 2000.
- Kaufman, Daniel and Mehrez, Gil.** "Transparency, Liberalization and Banking Crises", *The World Bank*, Aug. 1999.
- Kazgan, Gülten.** "Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen." İstanbul: Altın Kitaplar, 1997.
- Kindleberger, Charles.** "Manias, Panics and Crashes." New York: Basic Books, 1978.
- Mishkin, Frederic S.** "Financial Policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" January 2001.
- Mishkin, Frederic S.** "The Economics of Money, Banking and Financial Markets." New York: Harper Collins, 1992.
- Muradoğlu, Gülnur.** "Globalizasyon, Dünya ile Bütünleşme ve Kriz: Finansal Liberalizasyonla Nasıl Başa Çıkılır?" *Active Bankacılık ve Finans Dergisi* 23, 2002.

KOİNTEGRASYON VE DETERMİNİSTİK YAYILMA BAZLI HİSSE SENEDİ ÇİFTLERİ AL SAT STRATEJİSİ

Doç. Dr. Mehmet HORASANLI¹ - Alper ÖZDAMAR²

Öz

Bu çalışmada hisse senetleri al sat stratejisi olarak bilinen yöntemin karlılığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi'nden seçilen hisse senetlerine uygulanmaktadır. Likidite koşulları ve ortalamaya dönüşü temel nedenlerle temin edebilmek amacıyla hisse senetleri bankacılık, sigorta vs. gibi gruplara ayrılmıştır. İşlem kuralları hisse senetleri arasındaki kısa ve uzun vadeli yayılma göz önüne alınarak belirlenirken, ADF istatistiğine bağlı filtreleme ile işlemlerin karlılığı arttırılmaktadır. Elde edilen sonuçlar stratejinin endeks üstü getiri sağladığına işaret etmekle birlikte, ADF istatistiği bazlı filtrelemenin hisse senedi çifti seçimini daha güvenilir hale getirdiğini kanıtlamaktadır.

Anahtar kelimeler: Hisse senedi çiftleri al sat stratejisi, kointegrasyon, istatistiksel arbitraj, ortalamaya dönüş

Abstract

This study investigates the profitability of an investment strategy known as "pairs trading" on selected stocks from Istanbul Stock Exchange National 100 index. The stock universe is narrowed due

¹ İş Portföy Yönetimi A.Ş., Alternatif Yatırım Ürünleri ve Risk Yönetimi, mhorasanli@isportfoy.com.tr

² Allianz, Finansal Risk Yönetimi, alper.ozdamar@allianz.com.tr

to liquidity issues and divided into groups such as banking, insurance etc. to ensure the existence of fundamental reasons for mean reversion. Trading rules are based on the long and short term spread between the selected stocks and a final filtering with respect to ADF statistic is conducted. Results indicate that our pairs trading strategy provides a superior performance to the index itself and ADF filtering makes the pair selection procedure more reliable.

Keywords: Pairs-trade, cointegration, statistical arbitrage, mean-reversion

Giriş

Korelasyon hisse senetlerinin birlikte hareketlerinin ölçülebilmesi noktasında önemli bir metriktir. Zaman içerisinde önemli ölçüde değişiklik gösterebilmesine rağmen, piyasa değerlerine göre büyük iki Türk bankası hisse senetleri GARAN ve ISCTR arasındaki Pearson korelasyon katsayısının uzun dönemli hesaplamalarda %80'nin üzerinde kaldığı görülebilir. Bu nedenle GARAN ve ISCTR senetlerinin fiyat değişimlerinin birbirleri üzerinde yüksek ölçüde açıklama gücüne sahip olduklarını söylemek yanlış olmayacaktır. Başka bir ifadeyle, hisse senetlerinden bir tanesi kullanılarak diğerinin fiyatının tahmin edilmesi mümkündür. 04/01/2010 tarihinde, GARAN ve ISCTR senetlerinin kapanış fiyatları sırasıyla 6.40 ve 6.30 olarak gözlemlenmiştir. Bir ay sonra yani 01/02/2010 tarihinde, GARAN hisse senedinin kapanış fiyatı 6.45 olmakla birlikte İMKB30 endeksinin ilgili dönem getirisinin 2.97% olduğu hesaplanmıştır. Ayrıca ilgili dönemde GARAN ve ISCTR senetlerinin beta katsayılarının sırasıyla 1.31 ve 1.17 oldukları hesaplanmıştır. Piyasa değerlerine göre büyük iki Türk bankası hakkındaki beklentilerde önemli bir değişiklik olmadığı varsayımı altında, ISCTR senedinin 01/02/2010 tarihindeki kapanış fiyatının ne olması beklenmelidir? ISCTR'nin ilgili tarihteki kapanış fiyatı 6.80 olduğuna göre, ilgili dönemdeki fiyat hareketlerine bakarak ISCTR hisse senedinin GARAN'a göre aşırı değerlenmiş olduğunu söylemek çok mu iddialı olacaktır? Bir çok portföy yöneticisinin kendilerine bu soruyu sorduk-

larına inanmaktayız ve hisse senedi çiftleri al sat stratejileri bu sorulara cevap olarak ortaya çıkmaktadır.

Hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinin gelişimi hakkında detaylı bilgi Gatev ve diğerleri (1999) ve Vidyamurthy (2004) tarafından açıklanmaktadır. Her iki çalışma da hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinin ilk uygulamalarının 1980'lerin ortalarında Wall Street'te Nunzio Tartaglia ile birlikte çalışan, matematikçi ve fizikçilerden oluşan bir ekip tarafından ortaya konduğunu belirtmektedir. Bu ekip 1989 yılına kadar yüksek teknoloji programlar geliştirmek suretiyle hisse senetleri çiftleri üzerinde işlemler yapmışlar, daha sonra ekibin dağılması ve ekip üyelerinin başka kuruluşlara transfer olması ile birlikte hisse senetleri çiftleri al sat stratejileri hızlı bir biçimde yayılmıştır.

Bilgimiz dahilinde hisse senedi çiftleri al sat stratejileri hakkında yapılan ilk akademik çalışma Gatev ve diğerleri (1999) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu ampirik çalışmada sadece geçmiş dönem fiyat hareketleri dikkate alınarak hisse senedi çiftlerinin belirlenmesi ve bu senetlerde uzun ve kısa pozisyon alınması suretiyle elde edilen getiriler, tamamen rassal olarak seçilen çiftlerden elde edilen getiriler ile karşılaştırılmaktadır. Jegadeesh ve Titman (1993) 3-12 aydan oluşan dönemlerde iyi (kötü) performans gösteren hisse senetlerinin takip eden 3-12 aydan oluşan dönemlerde de iyi (kötü) performans göstermeye devam ettiklerini göstermiştir. Buna ek olarak, Grinblatt ve Titman (1989) ve Jegadeesh ve diğerlerinin (2000) yatırım fonlarının geçmiş dönemde üstün performans gösteren hisse senetlerini portföyelerine alma ve geçmiş dönemde kötü performans göstermiş hisse senetlerini satma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Her iki çalışma da etkin pazar hipotezinin yokluğunu ve geçmiş dönem getirilerinin gelecekteki performansı belirlemede kullanılabileceğini vurgulamaktadır.

Elliot ve diğerleri (2005) Kalman filtresi kullanarak senetler arası yayılmayı parametrik bir model ile tahmin etmişlerdir. Kalibre edilmiş model ile gerçekleştirilen tahminler daha sonraki gözlemler ile karşılaştırılarak uygun yatırım kararları belirlenmeye çalışılmıştır. Perlin (2007,2009) hisse senedi çiftleri al sat stratejilerini Brezilya

finansal piyasalarına uygulamış ve seçilen çiftlerin performans ve risk ölçütlerini elde etmiştir. Bolgun ve diğerleri (2009) benzer bir yöntemi Türkiye piyasasına uygulayarak hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinin piyasada volatilitenin yüksek ve belirgin bir trendin olmadığı dönemlerde iyi sonuçlar verdiğini göstermişlerdir. Thomaidis ve Kondakis (2006) yüksek frekanslı veri üzerinde yapay sinir ağı modeli uygulayarak istatistiksel arbitraj imkanının varlığını araştırmışlardır.

Bu çalışmada hisse senetleri al sat stratejisi olarak bilinen yöntemin karlılığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi'nden seçilen hisse senetlerine uygulanmaktadır. Daha önce yapılan çalışmaların tersine, hisse senedi çiftleri al sat stratejileri kuralları hisse senedi çiftleri arasındaki deterministik yayılma ve ADF filtrelemesinin bir bileşkesi olarak elde edilmiştir.

1. İstatistiksel arbitrajın belirlenmesi

Arbitraj, herhangi bir işlem veya stratejiden risksiz bir getiri elde etmek olarak tanımlanabilir. Bir menkul kıymet alım satım stratejisi maliyetsiz olma, pozitif getiri elde etme olasılığı pozitif olma ve negatif getiri elde etme olasılığı sıfır olma koşullarının sağlanması halinde arbitraj olarak nitelendirilebilir. Böyle bir durumda arz ve talep koşulları göz önüne alınarak aradaki fiyat anomalisi düzeline kadar sınırsız getiri elde etmek mümkündür. Ucuz olan hisse senedinin alınması ve pahalı olan hisse senedinin açığa satışı talep artışı nedeniyle fiyatı düşük olan hisse senedinde fiyat artışına ve doğal olarak tersine fiyatı pahalı olan hisse senedinde fiyat düşüşüne yol açacak ve böylelikle yanlış fiyatlama ortadan kalkacaktır.

İstatistiksel arbitraj piyasadaki fiyat anomalilerinden yararlanarak kar elde etme stratejisi olarak özetlenebilir. Saf arbitraj stratejisinin tersine, bu stratejide negatif getiri ile karşılaşma olasılığı sıfırdan farklıdır. Özetle, arbitraj stratejisinin beklenen getirisi pozitif olmasına rağmen, strateji negatif bir getiri ile sonuçlanabilir. Böyle bir strateji ancak ve ancak sınırsız zaman ve azalan varyans koşulları altında pozitif getiri ile sonuçlanabilmektedir. Bu kısıtlamalar göz önüne alındığında hisse senedi çiftleri al sat stratejisini saf arbitraj stratejisi

yerine istatistiksel arbitraj olarak adlandırmak daha doğru olacaktır. Çünkü herhangi bir pozisyonu çok uzun sürelerle açık tutmak maliyetlerden dolayı mümkün olmayabilecektir.

Vidyamurthy (2004:74) hisse senedi çiftleri al sat stratejisini, gelecekte fiyat anomalisinin düzeleceği beklentisi ile ucuz hisse senedinin alınması ve pahalı hisse senedinin açığa satılması olarak tanımlamaktadır. Tanımdan da görüldüğü üzere, hisse senedi çiftleri al sat stratejisinde ilk adım işleme uygun hisse senedi çiftlerinin belirlenmesidir. Çünkü düzeltme hareketi tüm çiftler için kısa vadede gerçekleşmeyebilmektedir. Senet seçim metodolojisinin uygulanabilmesi için farklı ölçülerdeki fiyatların aynı birime taşınması gerekmektedir.

Perlin (2009) hisse senedi fiyatlarını aynı birime taşıma da normalize edilmiş fiyat serisini kullanmaktadır. Bolgun ve diğerleri (2009) benzer bir yöntem kullanmakta, ancak normalize edilmiş fiyat serileri arasındaki farkın kareleri toplamını kullanarak çiftleri belirlemektedir. Her iki çalışmada da normalizasyon işlemi girdi olarak hisse senedi düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılmaktadır. Bu çalışmada tersine, hisse senetleri kapanış fiyatlarını aynı birime taşımada endekslenmiş getiriler kullanılmaktadır. Daha sonra endekslenmiş getiriler arasındaki normalize edilmiş farklar hesaplanarak hisse senedi çiftleri belirlenmektedir. Böylelikle her bir hisse senedinde ne kadar pozisyon alınması gerektiğinin hesaplanmasına gerek olmamakta, bütçe kısa ve uzun pozisyon alınacak senetlere eşit olarak paylaştırılmaktadır.

Senet seçiminin anlamlılığını test edebilmek için Gatev ve diğerleri (1999) rassal olarak seçilmiş çiftlerden oluşan bir portföy oluşturmuş ve geçmiş dönem verilerinden yola çıkarak elde ettikleri çiftlerden oluşan getirinin bu rassal portföyün getirisinden daha üstün olduğunu göstermişlerdir. Bu ampirik çalışma uzun vadede böyle bir stratejinin katma değer yaratabileceğini kanıtlamaktadır. Benzer bir biçimde Perlin (2009), uyguladığı stratejinin karlılığını rassal işlemler ile kıyaslamakta ve üstünlüğünü göstermektedir. Bu çalışmada uygulanan strateji sonucunda elde edilen getiriler ilgili dö-

nemdeki endeks getirileri ile kıyaslanarak stratejinin karlılığı ispatlanmaya çalışılmaktadır.

Konu ile ilgili çok fazla akademik çalışma olmamasına rağmen, yapılan çalışmalar özetlendiğinde kullanılan stratejilerin korelasyon, kointegrasyon ve yayılma modellemesine dayandığı söylenebilir. Bolgun ve diğerleri (2009:22) senetler arasındaki uzaklığı bir matris biçiminde ifade ederek önceden belirlenmiş bir standart sapma seviyesinde işleme girmeyi uygun görmüşlerdir. Perlin (2009) pozisyona giriş sinyalini iki senet arasındaki fark belirli bir eşik değerin üzerine çıktığı noktada vermektedir. Bu çalışmada kullanılan yöntemde hibrit bir strateji kullanılmakta ve ilk olarak endekslenmiş getirilerden yola çıkarak hesaplanan uzun ve kısa dönemli farklar hesaplanmaktadır. Uzun dönemli farklar ucuz kalmış hisse senedinin tespitinde kullanılırken kısa dönemli farklar pozisyona giriş sinyalinin tespitinde kullanılmaktadır. Son olarak elde edilen pozisyon açılış sinyalleri ADF istatistiği baz alınarak filtrelemeye tabi tutulmakta ve işlemlerin risk ve getiri karakteristiklerinde iyileştirme yapılmaya çalışılmaktadır. Yöntemin detayları dördüncü bölümde açıklanmaktadır.

2. Zaman serileri arasındaki ilişkinin kuvvetinin belirlenmesi

Finansal zaman serileri genellikle durağan değildir. Ancak kointegrasyon analizinin uygulanabilmesi için farklı değişkenlerin tümünün aynı seviyede farklar alınarak durağan hale dönüştürülmelidir. Durağan olmayan bir zaman serisi d defa fark alınarak durağan hale getirebiliyorsa, d . dereceden bütünleşiktir denir ve $I(d)$ şeklinde gösterilir. Bu bağlamda aynı derecede bütünleşik olan seriler eş-bütünleşik (kointegre) olarak adlandırılır.

Zaman serilerinin durağanlığının tespitinde Augmented Dickey Fuller (ADF) (1981) testi kullanılmaktadır. Aynı ayrı incelendiklerinde durağan olmayan ($\neq I(0)$) zaman serilerinin lineer kombinasyonlarının durağan olması halinde $I(0)$ kointegrasyonun varlığından söz edilebilir. Hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinde kointegrasyonun uygulanabilmesi için (1) ile tanımlanan denkleminin en küçük kare-

ler yöntemi ile regresyona tabi tutularak, hata terimlerinin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir.

$$\log(S_{A,t}) = \log(S_{B,t}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada $S_{A,t}$ t anında A hisse senedinin fiyatı, $S_{B,t}$ t anında B hisse senedinin fiyatı ve ε_t ise regresyon denkleminin hata terimi veya takip hatası olarak adlandırılabilir. Hata terimi veya takip hatasının durağan olması halinde iki değişken eş-bütünleşik olacak ve kısa vadede ayrışmalar yaşansa da uzun vadede birlikte hareket edecektir. Bu noktada değişkenlerden birinin diğerinden çıkartılması suretiyle kointegrasyon denkleminin elde edilmesi mümkün olacaktır.

Engle-Granger metodu iki eş-bütünleşik değişken ve bir kointegrasyon denklemi çıkartılması halinde faydalıdır. Eş-bütünleşik değişken sayısının ikiden fazla olması halinde ise Johansen (1988) yönteminin kullanılması daha uygundur. Johansen testi stokastik matrisin özdeğerlerinden hareket ederek asal bileşenler analizinde olduğu gibi kanonik korelasyon problemini ortadan kaldırmaktadır. Böylelikle durağanlığın en fazla sağlandığı lineer kombinasyonun elde edilmesi esasına dayanmaktadır. Engle-Granger metodu ise minimum varyansı veren lineer kombinasyonu aramaktadır. Bir çok finansal uygulamada, özellikle de risk yönetimi uygulamalarında Engle-Granger metodunun seçimi daha anlamlıdır. Ayrıca yöntemin regresyon denkleminde bağımlı değişken seçimine olanak tanınması uygulamada da kolaylık sağlamaktadır (Alexander, 1999:2043).

Kointegrasyon eşitliklerinde fiyatların logaritması alınmadan kullanılabildiği açıktır. Ancak fiyatların logaritması alınarak kullanıldığında hata teriminin getiri, katsayıların da optimal yatırım miktarı olarak adlandırılabilmesi nedeniyle bir çok araştırmacı yöntemi fiyatların logaritmasına uygulamaktadır. Bununla birlikte regresyon denklemi katsayıları, toplamı bir olacak biçimde normalizasyona tutulması halinde kointegrasyon denklemi katsayıları minimum varyanslı optimal yatırım stratejisine dönüşmektedir. Mevcut modelin kointegrasyon analizine uyarlanabilmesi için tek koşul, her bir değişkenin bir adet birim kökü var iken (durağan değil iken) hata teriminin durağan olmasıdır.

Kointegrasyon analizinin ikinci adımı ise hata düzeltme olarak adlandırılmaktadır. Kointegrasyon analizi iki değişkenin uzun vadede birlikte hareket ettiklerini varsaymaktadır. Bu nedenle, iki değişken arasındaki kısa vadeli farklılaşmaların bir mekanizma ile düzeltilmesi gerekmektedir. Kointegrasyon analizinde iki değişken arasındaki kısa vadeli farklılaşmalar hata düzeltme modeli ile giderilmektedir. Eş-bütünleşik iki log fiyat serisinin $S_{A,t}$ ve $S_{B,t}$ olması halinde hata düzeltme modeli (2) ve (3) ile verilen denklem takımı ile tanımlanmaktadır.

$$\Delta S_{A,t} = \alpha_1 (S_{B,t-1} - S_{A,t-1}) + \varepsilon_{A,t} \quad (2)$$

$$\Delta S_{B,t} = \alpha_2 (S_{A,t-1} - S_{B,t-1}) + \varepsilon_{B,t} \quad (3)$$

(2) ve (3) numaralı denklem takımı ile tanımlanan sistemde Δ , fark alma operatörünü sembolize ederken; α_1 ve α_2 iki log fiyat serisi $S_{A,t}$ ve $S_{B,t}$ 'nin uzun dönemli ilişkisini belirtmektedir. α_1 katsayısı pozitif olduğunda, A hisse senedi getirisi B hisse senedi getirisinden fazla olmakta ve geçmiş dönemde geride kaldığı B hisse senedini getiri anlamında yakalamaktadır. Benzer biçimde α_2 katsayısı pozitif olduğunda ise, B hisse senedi A'dan daha fazla getiri sağlayarak aradaki farkı kapatmaktadır. (3) denkleminin (2) denkleminde çıkarılması halinde durağanlığın sağlanabilmesi için önemli bir koşul elde edilmiş olur.

$$S_{A,t} - S_{B,t} = (1 - \alpha_1 - \alpha_2)(S_{A,t-1} - S_{B,t-1}) + \varepsilon_{A,t} - \varepsilon_{B,t} \quad (4)$$

Özetlemek gerekirse, $S_{A,t}$ ve $S_{B,t}$ 'nin eş-bütünleşik log fiyatlar olması halinde hata düzeltme modeli dinamik korelasyonları yakalayarak serileri uzun vadede birlikte hareket etmeye zorlayacaktır. Hata düzeltme mekanizmasının çalışabilmesi için (5) numaralı eşitsizlik ile verilen koşulun sağlanması gerekmektedir.

$$|1 - \alpha_1 - \alpha_2| < 1 \quad (5)$$

Bu çalışmanın bir diğer amacı da kointegrasyon bazlı filtrelemenin hisse senedi çiftlerinin seçiminde yarattığı pozitif etkinin gösterilmesidir. ADF istatistikleri bazlı filtreleme bu noktaya vurgu yap-

mak amacıyla modele eklenmiştir. Modelin detayları üçüncü bölümde açıklanmaktadır.

3. Dinamik hisse senedi çiftleri al sat stratejisinin tanımlanması

Varlık fiyatlarında ortalamaya dönüş gözlemi, hisse senedi çiftleri al sat stratejileri için önemli bir çıkış noktasıdır. Fakat, fiyatlarda ortalamaya dönüşün varlığı, bu tarz bir stratejinin karlı olacağını garantiemeye yetmez. Hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinin uygulamada karşı karşıya kaldığı en önemli risk, ortalamaya dönüşün çok uzun süre gerçekleşmeme ihtimalidir. Böyle bir durumda yapılan işlemin fırsat maliyeti yüksek olacaktır. Klasik arbitrajın aksine, istatistiksel arbitraj yapılan her işlemin pozitif getiriyle sonuçlanacağını garanti etmez. Bunun sebebi, modelin varsayımlarının uygulamada ihlal edilebilme ihtimalinin bulunmasıdır. Hisse senedi çiftleri al sat stratejilerinde, gelecekte elde edilecek getirilere dair belirsizlik, kısa vadeli işlemleri daha tercih edilir kılmaktadır. Bu noktadan yola çıkarak, ortalama işlem vadesi yaklaşık 10 işgünü ile sınırlandırılmıştır.

Strateji öncelikle hisse senetleri arasındaki yayılmanın iki farklı yöntemle ölçülmesi ve hisse senedi çiftine bir ADF istatistiği filtresi uygulanarak al sat kararları verilmesine dayanmaktadır. Stratejinin içerdiği ilk yayılma hesaplama yöntemi, uzun vadeli bir bakışa sahiptir ve hisse çiftindeki göreceli ucuz hisse senedini bulmak için kullanılmaktadır. İkinci yayılma hesaplama yöntemi ise dinamik bir yapıya ve çok daha kısa vadeli bir bakışa sahiptir. Bu yöntem işleme giriş ve çıkış noktalarını belirlemek için kullanılmaktadır. Son olarak, sadece kuvvetli derecede eş-bütünleşik olan çiftlerin kullanılmasını garantilemek amacıyla tüm çiftler ADF testine tabi tutulmuştur.

Uzun vadeli yayılma hesaplaması her hisse senedi için bir getiri endeksi oluşturulmasıyla başlar. Buna göre, A hissesinin t zamanındaki getiri endeksi değeri $Ind_{A,t}$ değişkeni ile ifade edilmektedir. Tüm getiri endekslerinin ilk değeri 100 olarak sabitlenmiştir; sonraki değerler ise endeks değerinin önceki değerinin bugünkü hisse senedi getirisiyle ($r_{A,t}$) büyütülmesi yoluyla elde edilir.

$$Ind_{A,t} = Ind_{A,t-1} * (1 + r_{A,t}) ; Ind_{A,0} = 100 \quad (6)$$

Hisse senetleri A ve B arasında t zamanındaki uzun vadeli ham yayılma, $LSpr_{A,B,t}$, A ve B'nin getiri endeksleri arasındaki farktan ibarettir.

$$LSpr_{A,B,t} = Ind_{A,t} - Ind_{B,t} \quad (7)$$

Hisse senetleri A ve B arasındaki ham yayılma değeri daha sonra 250 günlük ortalama değerin çıkarılması ve son 250 günde oluşan günlük standart sapmaya bölünmesiyle normalize edilmektedir. Normalize edilmiş yayılmanın t zamanındaki değeri $NLSpr_{A,B,t}$ değişkeni ile tanımlanmıştır ve uzun vadeli yayılma hesaplama yönteminin nihai sonucudur.

Stratejide kullanılan kısa vadeli ve dinamik yayılma hesaplama yöntemi Thomaidis ve Kondakis (2006) çalışmasına dayanmaktadır. Bu hesaplama yöntemi, uzun vadeli yöntemin aksine, getiriler yerine fiyatları kullanmaktadır. Hisse senetleri A ve B için öncelikle dinamik katsayılar α_t ve β_t aşağıdaki formüllere göre hesaplanmaktadır.

$$\beta_t = \left(\frac{\bar{S}_{B,j}}{\bar{S}_{A,j}} \right) \quad , j = t - 20 + 1, \dots, t - 1, t \quad (8)$$

$$\alpha_t = \bar{S}_{B,j} - \beta_t * \bar{S}_{A,j} \quad , j = t - 20 + 1, \dots, t - 1, t \quad (9)$$

Katsayıların hesaplanmasında yalnızca 20 günlük tarihsel fiyat verisi kullanılmaktadır. Temel olarak, β_t katsayısı hisse A ve B fiyatlarının yakın dönemli oranıdır. Benzer şekilde, α_t katsayısı B'nin düzeltilmiş fiyatı olarak düşünülebilir. Hisse senetleri A ve B arasında t zamanındaki kısa vadeli ham yayılma, $SSpr_{A,B,t}$, değişkeni ile ifade edilir ve her zaman adımında dinamik katsayılar kullanılarak hesaplanır.

$$SSpr_{A,B,t} = S_{B,t} - \alpha_{t-1} - (\beta_{t-1} * S_{A,t}) \quad (10)$$

Daha öncekine benzer bir normalizasyon prosedürü $SSpr_{A,B,t}$ değişkenine uygulanır; aradaki tek fark 250 gün yerine 20 günlük ortalama ve standart sapma değerlerinin kullanılmasıdır. A ve B arasında t zamanındaki normalize edilmiş kısa vadeli yayılma $NSSpr_{A,B,t}$ değişkeni ile ifade edilir.

A hisse senedinde uzun, B hisse senedinde kısa pozisyon açmak için, dinamik hisse senedi çiftleri al sat stratejisi aşağıda belirtilen ön koşullara gereksinim duymaktadır:

- i) $NLSpr_{A,B,t} < 0$
- ii) $NSSpr_{A,B,t} < -2.5$
- iii) $NSSpr_{A,B,t-1} \geq -2.5$

Birinci koşul, uzun vadeli yayılmaya göre A'nın B'ye göre ucuz olmasını sağlar. İkinci ve üçüncü koşullar, kısa vadeli hesaplama göre yayılmanın t zamanında -2.5 standart sapmalık seviyenin dışına çıktığını gösterir. Ayrıca, strateji hisse senedi çiftlerinin kuvvetli derecede eş-bütünleşik olmasını gerektirmektedir. Bunu sağlamak için, hisse senedi çiftlerinin 5% güven aralığında anlamlı ADF istatistiğini sağlayıp sağlamadığı kontrol edilir. Bir sonraki bölümde, ADF istatistiği için 1%'lik güven aralığı kullanmanın sonuçlarda iyileşme sağladığı raporlanmaktadır.

Stratejide herhangi bir zarar kesme kuralı uygulanmamakta, pozisyonlar kısa vadeli yayılma -0.5 standart sapmalık seviyenin içerisinde girene kadar muhafaza edilmektedir.

$$\text{iv) } NSSpr_{A,B,t} \geq -0.5$$

A hisse senedinde uzun, B hisse senedinde kısa pozisyonun yüzdesel getirisi aşağıdaki formüle göre hesaplanmaktadır:

$$\text{Return} = \frac{(S_{A,sold} - S_{A,bought})}{S_{A,bought}} + \frac{(S_{B,sold} - S_{B,bought})}{S_{B,sold}} \quad (11)$$

(11) numaralı eşitlik net bir şekilde işlemin uzun ve kısa bakacaklarına eşit sermaye ayrıldığını göstermektedir. Buna göre, dinamik hisse senedi çiftleri stratejisi piyasaya beta nötr değil nominal olarak nötr pozisyonlar açmaktadır. Çalışmamızda tüm yayılma ve getiri hesaplamalarında hisse senetlerinin düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılmıştır. Strateji bir pozisyona giriş sinyali ürettiğinde, aynı günün kapanış fiyatlarından pozisyona girilmektedir. Benzer şekilde, strateji pozisyondan çıkış sinyali ürettiğinde, aynı günün kapanış

fiyatlarından pozisyondan çıkılmaktadır. ADF istatistiği hesaplamaları mevcut tüm veri seti üzerinden gerçekleştirilmektedir.

4. Application to selected stocks from ISE National 100 Index

Dinamik hisse senedi çiftleri al sat stratejisi likidite koşullarını da göz önünde bulundurarak İMKB Ulusal-100 Endeksi'nden seçilmiş hisse senetlerine uygulanmaktadır. Analiz için göreceli olarak likit olan ve belli başlı sektörler/holdinglere mensup şirketler seçilmiştir. Analizden önce, hisse senetleri aşağıda belirtilen gruplara ayrılmıştır. Stratejiye göre sadece aynı grupta olan hisse senedi çiftleri arasında işlemler yapılabilmektedir. Bu sayede ortalamaya dönüşün temel nedenlere dayanması sağlanmaya çalışılmıştır. İMKB Ulusal-100 Endeksi'nden seçilen hisse senetleri Bankacılık, Sigorta, Holdingler, Çimento, Otomotiv, Sabancı Grubu, Koç Grubu, İş Grubu, Doğan Grubu ve Diğer (Demir-çelik ve Telekom) gruplarına ayrılmıştır. Bu gruplara mensup tüm hisse senetleri, İMKB Ulusal-30 Endeksi'ne üye hisse senetleriyle beraber, spot Ulusal-30 Endeksi'ne karşı da değerlendirilmeye alınmıştır.

Tablo 1: Stratejinin uygulandığı grup ve hisse senedi listesi

BANKA	HOLDİNG	SİGORTA	ÇİMENTO	OTOMOTİV	KOÇ	SABANCI	DOĞAN	İŞ	DİĞER	DİĞER İMKB 30 ŞİRKETLERİ
AKBNK	DOHOL	AKGRT	ADANA	FROTO	ARCLK	AKBNK	DGZTE	ANHYT	EREGL	AEFES
ASYAB	DYHOL	ANHYT	AKCNS	KARSN	KCHOL	AKGRT	DOHOL	ANSGR	KRDMD	BIMAS
GARAN	KCHOL	ANSGR	CİMSA	OTKAR	TUPRS	SAHOL	DYHOL	ISCTR	TCELL	ENKAI
HALKB	SAHOL	GUSGR		TOASO	YKBNK		HURGZ	SISE	TTKOM	KOZAA
ISCTR		YKSGR						TSKB		PETKM
SKBNK										TAVHL
TEBNK										THYAO
TSKB										TKFEN
VAKBN										
YKBNK										

Çalışmada kullanılan veri seti 04.01.2007 ve 31.03.2010 arasındaki dönemi kapsamakta ve toplam 818 günlük fiyat verisini içermektedir. Her bir hisse senedi için, ilk 250 günlük veri uzun vadeli yayılma hesabında normalizasyon amacıyla kullanıldığı için ayrılmıştır. Komisyonlar, işlemleri kapanış fiyatından gerçekleştirilmekten doğacak maliyetler ve açığa satış maliyetleri getiri hesaplamasına dahil edilmemiştir. Kurumsal yatırımcılar için tek yönlü

hisse senedi işlem maliyetleri 0.1% civarındadır. Buradan yola çıkarak bir hisse çiftinde alınacak uzun ve kısa pozisyonun toplam işlem maliyetinin yaklaşık 0.4% olduğu varsayılabilir. Buna ek olarak, kurumsal yatırımcılar likit hisse senetlerini gecelik repo faizine yakın maliyetle ödünç alabilmektedir.

Simülasyon sonuçlarını paylaşmadan önce, tipik şekilde ortalama değere dönüş eğiliminde olan bir hisse senedi çiftinin grafiğini göstermek faydalı olacaktır. KCHOL ve SAHOL hisse senetleri arasındaki ilişkinin kuvvetli eş-bütünleşme özelliği taşıdığı, çiftin ADF istatistiğinin 1% güven aralığında anlamlı olan -4.29 değerine sahip olmasından anlaşılabilir. Şekil 1, KCHOL ve SAHOL hisse senetlerinin günlük fiyat hareketlerini göstermektedir. Sağlıklı karşılaştırma yapılabilmesi için, iki şirketin fiyatları daha önceki bölümlerde açıklanan şekilde getiri endekslerine dönüştürülmüştür. Grafiğin kapsadığı süre zarfında, başlangıç fiyatlarına göre, Koç Holding'in Sabancı Holding'den açık şekilde daha iyi performans gösterme eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. İki hisse senedinin arasındaki fark bazı dönemlerde çok açılabilir, SAHOL'ün zaman zaman KCHOL'ü yakaladığı görülmektedir. Şirketlerin doğrudan fiyat verileri incelendiğinde, hisse çiftinin karlı işlem fırsatları sunmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

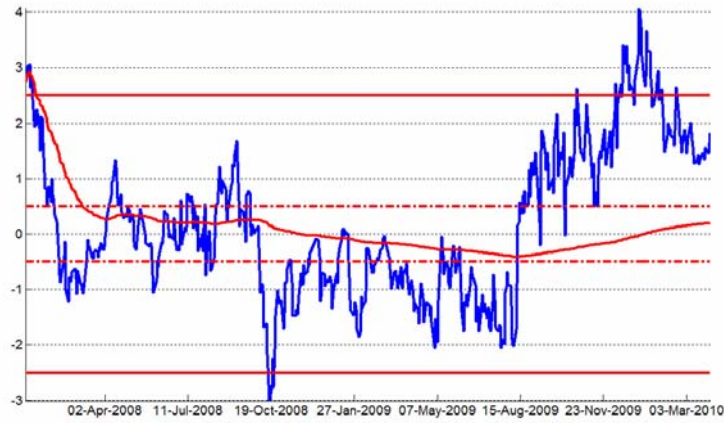
Şekil 1: KCHOL ve SAHOL çiftlerinin endekslenmiş getirileri



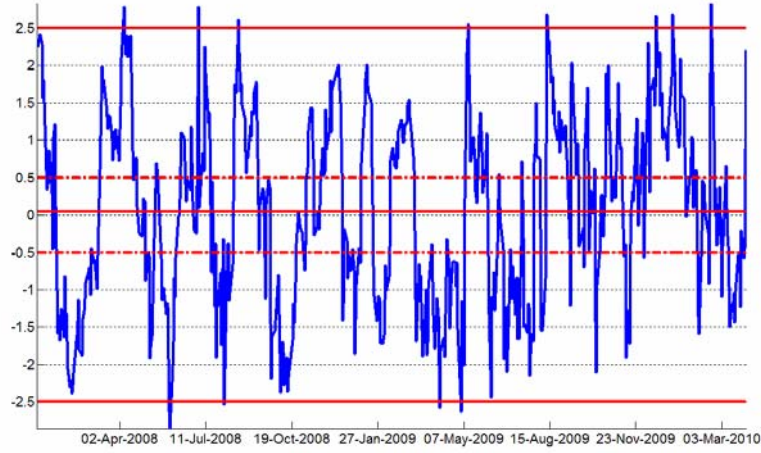
Şekil 2 bir önceki bölümde açıklanan formüller üzerinden günlük getiriler ile hesaplanan normalize edilmiş uzun dönemli yayılmayı göstermektedir. Şekil 2 'de düz çizgiler ± 2.5 standart sapma seviyelerine karşılık gelirken, kesikli çizgi ± 0.5 standart sapmayı belirtmektedir. Grafikte görülen diğer düz çizgi ise yayılmanın ortalama değerine işaret etmektedir. Hesaplama ilgili zaman noktasına kadarki mevcut tüm veri seti kullanılmaktadır.

Uzun dönemli ortalamanın görsel olarak belirlenmesi, iki senet arasındaki uzun dönemli dengenin görülmesi açısından önemlidir. Genellikle gözlem sayısı arttığında ortalamanın sıfır civarına yakınsadığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle, uzun dönemli yayılmanın kuvvetli bir ortalama dönüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte grafikte iki önemli yapısal kırılma noktası bulunmaktadır. Böyle bir yapısal kırılma gerçekleştiğinde, iki senet arasındaki uzun dönemli ortalama sapılarak bu kısa dönemli ortalama etrafında yayılmalar gözlemlenmektedir. Bu tip yapısal kırılmaların otomatik işlem kuralları belirlemeyi zorlaştıracığı açıktır. Bu nedenle dinamik hisse senedi çiftleri al sat stratejisi uzun dönemli normalize edilmiş yayılmayı sadece ucuz hisse senedinin tespitinde kullanmakta, işleme giriş-çıkış noktalarının tespiti için kısa dönemli normalize edilmiş yayılma göstergesine başvurulmaktadır.

Şekil 2: KCHOL ve SAHOL hisse senetleri için normalize uzun dönemli yayılma



Şekil 3: KCHOL ve SAHOL hisse senetleri için normalize kısa dönemli yayılma



İşlemlere ilişkin giriş çıkış zamanlamasının belirlendiği normalize kısa dönemli yayılmaya ilişkin grafik Şekil 3'te verilmektedir. Yine, düz çizgiler ± 2.5 standart sapma seviyelerine karşılık gelirken, kesikli çizgi ± 0.5 standart sapmayı belirtmektedir. Bununla birlikte grafikte görülen diğer düz çizginin ise kısa dönemli yayılmanın ortalama değerine işaret etmektedir, ve sıfıra çok yakın seyretmektedir. Kısa vadeli bakışta, uzun vadeli seyrinde gözlemlenen yapısal kırılmalar görülmektedir. İşlem sonuçlarına ilişkin detaylı bilgi Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2: ADF istatistiğine göre %5 seviyesinde anlamlı işlemlerin özeti

HISSE A	HISSE B	ADF TEST İSTATİSTİĞİ	KARLI İŞLEM SAYISI	TOPLAM İŞLEM SAYISI	KARLI İŞLEM ORANI	ORTALAMA İŞLEM SÜRESİ (GÜN)	MAKSİMUM GETİRİ	MINIMUM GETİRİ	ORTALAMA GETİRİ	STANDART SAPMA	ORTALAMA GETİRİ / STANDART SAPMA
BANKA											
ISCTR	VAKBN	-4.23	8	11	72.73%	7.64	6.96%	-6.24%	2.64%	4.56%	0.58
AKBNK	GARAN	-4.07	6	10	60.00%	16.40	12.69%	-5.34%	2.36%	5.45%	0.43
ISCTR	HALKB	-4.05	9	10	90.00%	8.80	10.30%	-4.18%	4.48%	4.31%	1.04
ISCTR	YKBNK	-4.04	3	6	50.00%	9.17	7.18%	-6.40%	1.54%	4.92%	0.31
AKBNK	ISCTR	-3.90	8	9	88.89%	9.78	13.97%	-4.14%	4.89%	5.00%	0.98
GARAN	HALKB	-3.78	3	3	100.00%	11.67	12.37%	11.55%	11.93%	0.41%	29.10
GARAN	YKBNK	-3.73	4	4	100.00%	7.25	7.65%	0.15%	3.38%	3.35%	1.01
GARAN	ISCTR	-3.63	5	5	100.00%	16.80	10.37%	2.44%	5.18%	3.03%	1.71
AKBNK	YKBNK	-3.49	11	13	84.62%	9.54	27.54%	-14.42%	4.46%	10.29%	0.43
AKBNK	VAKBN	-3.34	6	6	100.00%	6.17	15.21%	4.03%	6.67%	4.36%	1.53
YKBNK	HALKB	-3.21	7	9	77.78%	6.56	10.50%	-4.54%	4.08%	4.77%	0.86
ISCTR	TEBnk	-3.18	4	6	66.67%	10.00	10.22%	-9.01%	3.24%	7.42%	0.44
AKBNK	HALKB	-3.08	7	7	100.00%	10.14	12.42%	2.29%	7.26%	3.69%	1.97
HALKB	ASYAB	-3.04	5	6	83.33%	8.17	11.45%	-11.15%	5.55%	8.49%	0.65
ISCTR	TSKB	-3.02	7	9	77.78%	8.33	6.97%	-5.11%	2.70%	4.41%	0.61
VAKBN	HALKB	-2.95	8	9	88.89%	6.33	10.35%	-9.13%	4.56%	5.54%	0.82
ORTALAMA		-3.55	6.31	7.69	83.79%	9.55	11.63%	-3.70%	4.68%	5.00%	2.65
HOLDİNG											
KCHOL	SAHOL	-4.29	10	10	100.00%	9.00	8.33%	0.55%	3.71%	2.72%	1.36
DOHOL	SAHOL	-3.68	7	8	87.50%	5.13	23.24%	-0.43%	10.60%	7.18%	1.48
ORTALAMA		-3.99	8.50	9.00	93.75%	7.07	15.79%	0.06%	7.16%	4.95%	1.42
ÇİMENTO											
AKCNS	CIMSA	-4.86	9	9	100.00%	6.22	7.58%	0.16%	4.81%	2.63%	1.83
ADANA	CIMSA	-3.37	7	7	100.00%	8.71	8.02%	0.24%	3.82%	2.88%	1.33
ORTALAMA		-4.12	8.00	8.00	100.00%	7.47	7.80%	0.20%	4.32%	2.76%	1.58
OTOMOTİV											
FROTO	TOASO	-4.08	7	9	77.78%	8.89	14.61%	-14.05%	3.21%	8.59%	0.37
TOASO	OTKAR	-3.87	6	7	85.71%	6.14	8.53%	-0.93%	3.83%	3.53%	1.08
FROTO	OTKAR	-3.47	10	12	83.33%	9.17	16.87%	-10.05%	4.15%	6.64%	0.63
ORTALAMA		-3.81	7.67	9.33	82.28%	8.07	13.34%	-8.34%	3.73%	6.25%	0.69
SABANCI											
AKGRT	SAHOL	-3.55	8	11	72.73%	9.09	11.35%	-19.95%	1.93%	9.08%	0.21
AKBNK	SAHOL	-3.27	8	9	88.89%	8.22	10.65%	-0.01%	4.82%	2.93%	1.65
ORTALAMA		-3.41	8.00	10.00	80.81%	8.66	11.00%	-9.98%	3.38%	6.01%	0.93
KOÇ											
KCHOL	YKBNK	-3.84	7	7	100.00%	7.71	8.50%	0.46%	4.41%	2.54%	1.74
ORTALAMA		-3.84	7.00	7.00	100.00%	7.71	8.50%	0.46%	4.41%	2.54%	1.74
İŞ											
ANHYT	ISCTR	-3.90	3	4	75.00%	8.00	21.14%	-2.20%	7.72%	9.75%	0.79
ISCTR	TSKB	-3.02	7	9	77.78%	8.33	6.97%	-5.11%	2.70%	4.41%	0.61
ORTALAMA		-3.46	5.00	6.50	76.39%	8.17	14.06%	-3.66%	5.21%	7.08%	0.70
DOĞAN											
DOHOL	DGZTE	-3.01	1	5	20.00%	22.20	12.39%	-77.26%	-18.24%	34.49%	-0.53
ORTALAMA		-3.01	1.00	5.00	20.00%	22.20	12.39%	-77.26%	-18.24%	34.49%	-0.53
DİĞER											
TCELL	TTKOM	-3.08	6	6	100.00%	7.17	9.82%	0.86%	5.08%	3.39%	1.50
ORTALAMA		-3.08	6.00	6.00	100.00%	7.17	9.82%	0.86%	5.08%	3.39%	1.50
KONSOLİDE ORTALAMA											
ORTALAMA		-3.60	6.57	7.87	83.65%	9.22	11.81%	-6.23%	3.92%	6.03%	1.88

Tablo 2 ADF istatistiğine göre %5 seviyesinde anlamlı işlemlere ilişkin sonuçları özetlemektedir. Her bir hisse senedi çifti için ADF istatistiği, karlı işlemlerin sayısı, açılan toplam pozisyon sayısı, işlem

karlılık yüzdesi, işlemlerin ortalama durasyonu, maksimum ve minimum getiriler, ortalama getiri ve standart sapmaya ilişkin veriler Tablo 2’de özetlenmektedir. Buna ek olarak, hisse senedi çiftleri al sat stratejisinin risk-getiri anlamında sağladığı katkıyı gösterebilmek amacıyla işlemlerin ortalama getirisinin, getirilerin standart sapmasına oranı da Tablo 2’ye eklenmiştir. Standart sapma sütununda hisse senedi kapanış fiyatları yerine işlemlerden elde edilen toplam getiri kullanılmaktadır.

Tablo 2’de verilen özet bilgiler incelendiğinde karlı işlemlerin %80 gibi yüksek bir seviyenin üzerinde seyrettiği görülebilir. Gerçekten de 236 sinyalin 197’si karlı bir işleme karşılık gelmektedir. Açılan toplam pozisyonlar içerisinde 123 adet işlem bankacılık sektöründeki fiyat anomalilerinden kaynaklanmaktadır. Bu işlemler ortalama %4.68 getiriye ve 9.55 gün durasyona sahiptir. Bankacılık sektörü hisse senetleri likidite açısından uygun olduğundan, ayrıca açığa satış işlemleri açısından ödünç işlemler piyasasında temini daha kolay olduğundan bu bilgi önemlidir. Bununla birlikte, bahsi geçen %4.68’lik ortalama getiri oranını elde etmek için katlanılması gereken risk düzeyi %5 olarak hesaplanmıştır.

Tüm grupların için aynı istatistikler hesaplandığında %3.92 ortalama getiri, 9.22 gün ortalama durasyon ve %6.03’lük standart sapmaya işaret etmektedir. İşlemlere ilişkin en yüksek getiri %11.81 iken, en yüksek kayıp %6.23 olarak gerçekleşmiştir.

ADF istatistiği kriteri sağlanamadığından dolayı, sigorta sektöründe hiç bir pozisyon açılmamıştır. Sigortacılık sektörüne ilişkin birleşme haberleri yakın dönemde medyada sıklıkla yer almaktadır. Bu ise senetlerin birlikte hareket etme dinamiğini bozmaktadır. Ayrıca tüm pozisyonlar incelendiğinde en kötü performans gösteren çiftin Doğan grubunda yer alan DOHOL/DGZTE çifti olduğu görülmektedir. Bu da grubun halihazırda süren vergi cezası davası ile ilgili haber akışına bağlanabilir.

Tablo 3’te hisse senedi çiftleri için ADF filtrelemesinin %1 seviyesine indirildiğinde oluşan işlemlere ilişkin istatistikler özetlenmektedir. Kısıtlamanın arttırılması işlemlerin kalitesini arttırmakta, ortalama getirilerde artışa ve işlemler sonucu elde edilen getirilerin standart

sapmasında düşüşe yol açmaktadır. %1 anlamlılık düzeyinde açılan toplam pozisyon sayısı 112'ye düşerken, kar ile sonuçlanan işlemlerin sayısı 95 olarak gerçekleşmektedir. Bu durumda işlemlerin ortalama getirisinde yaklaşık %1'lik bir artış yaşanmakta ve %4.98 olarak gerçekleşmektedir. Ayrıca işlemler sonucu elde edilen getirilerin standart sapması da %4.53'e gerilemektedir. En yüksek getiriye sahip işlemin getirisi %11.56 ile yaklaşık aynı değerde kalırken, en yüksek kayıp daha uygun bir değer olan -1.91%'e iyileşmektedir.

ADF istatistiğine göre aralarında en yüksek ilişkiye sahip hisse senedi çiftinin AKCNS/CIMSA olduğu görülmüştür. Bu kuvvetli ilişki ise temel nedenlere dayanmaktadır. Bu nedenle iki senet arasında açılan pozisyonların tümü karlı olarak sonlanmış ve yüksek ortalama getiri elde edilmiştir.

Tablo 3: ADF istatistiğine göre %1 seviyesinde anlamlı işlemlerin özeti

HISSE A	HISSE B	ADF TEST İSTATİSTİĞİ	KARLI İŞLEM SAYISI	TOPLAM İŞLEM SAYISI	KARLI İŞLEM ORANI	ORTALAMA İŞLEM SÜRESİ (GÜN)	MAKSİMUM GETİRİ	MINIMUM GETİRİ	ORTALAMA GETİRİ	STANDART SAPMA	ORTALAMA GETİRİ / STANDART SAPMA
BANKA											
ISCTR	VAKBN	-4.23	8	11	72.73%	7.64	6.96%	-6.24%	2.64%	4.56%	0.58
AKBNK	GARAN	-4.07	6	10	60.00%	16.40	12.69%	-5.34%	2.36%	5.45%	0.43
ISCTR	HALKB	-4.05	9	10	90.00%	8.80	10.30%	-4.18%	4.48%	4.31%	1.04
ISCTR	YKBNK	-4.04	3	6	50.00%	9.17	7.18%	-6.40%	1.54%	4.92%	0.31
AKBNK	ISCTR	-3.90	8	9	88.89%	9.78	13.97%	-4.14%	4.89%	5.00%	0.98
GARAN	HALKB	-3.78	3	3	100.00%	11.67	12.37%	11.55%	11.93%	0.41%	29.10
GARAN	YKBNK	-3.73	4	4	100.00%	7.25	7.65%	0.15%	3.38%	3.35%	1.01
GARAN	ISCTR	-3.63	5	5	100.00%	16.80	10.37%	2.44%	5.18%	3.03%	1.71
ORTALAMA		-3.93	5.75	7.25	82.70%	10.94	10.19%	-1.52%	4.55%	3.88%	4.39
HOLDING											
KCHOL	SAHOL	-4.29	10	10	100.00%	9.00	8.33%	0.55%	3.71%	2.72%	1.36
DOHOL	SAHOL	-3.68	7	8	87.50%	5.13	23.24%	-0.43%	10.60%	7.18%	1.48
ORTALAMA		-3.99	8.50	9.00	93.75%	7.07	15.79%	0.06%	7.16%	4.95%	1.42
ÇİMENTO											
AKCNS	CIMSA	-4.86	9	9	100.00%	6.22	7.58%	0.16%	4.81%	2.63%	1.83
ORTALAMA		-4.86	9.00	9.00	100.00%	6.22	7.58%	0.16%	4.81%	2.63%	1.83
OTOMOTIV											
FROTO	TOASO	-4.08	7	9	77.78%	8.89	14.61%	-14.05%	3.21%	8.59%	0.37
TOASO	OTKAR	-3.87	6	7	85.71%	6.14	8.53%	-0.93%	3.83%	3.53%	1.08
ORTALAMA		-3.98	6.50	8.00	81.75%	7.52	11.57%	-7.49%	3.52%	6.06%	0.73
KOÇ											
KCHOL	YKBNK	-3.84	7	7	100.00%	7.71	8.50%	0.46%	4.41%	2.54%	1.74
ORTALAMA		-3.84	7.00	7.00	100.00%	7.71	8.50%	0.46%	4.41%	2.54%	1.74
İŞ											
ANHYT	ISCTR	-3.90	3	4	75.00%	8.00	21.14%	-2.20%	7.72%	9.75%	0.79
ORTALAMA		-3.90	3.00	4.00	75.00%	8.00	21.14%	-2.20%	7.72%	9.75%	0.79
KONSOLİDE ORTALAMA											
ORTALAMA		-4.00	6.33	7.47	85.84%	9.24	11.56%	-1.91%	4.98%	4.53%	2.92

Tablo 4'te hisse senetlerine karşı İMKB Ulusal-30 eşleştirmesine ilişkin %5 anlamlılık düzeyinde elde edilen sonuçlar özetlenmektedir. Bu noktada hisse senetlerinin kendi aralarındaki ilişki yerine endeks ile uzun dönemli ilişkisi önem kazanmaktadır. Bankaların endeks içerisindeki ağırlığı diğer senetlere göre daha yüksek olduğundan bant dışına hareket çok gerçekleşmemektedir.

Endekse karşı açılan 95 pozisyonun 76'sı karlı bir biçimde sonlandırılmıştır. Hisse senetleri ile endeks arasında yapılan eşleştirmelerde karlı işlemlerin oranı %80'in altına gerilememektedir. Buna paralel olarak ortalama getiri ve risk parametrelerinde de bozulma gözlemlenmektedir. Endekse karşı açılan pozisyonlar ortalama %2.69 getiri ile sonuçlanırken, işlemlerden elde edilen getirilerin standart sapması %3.89 olarak gerçekleşmektedir. Ortalama işlem süresi ise kabul edilebilir bir süre olan 9.31 gün olarak gerçekleşmiştir. Anlamlılık düzeyi %1 olarak belirlendiğinde endekse karşı pozisyon sadece CIMSA ve KCHOL senetlerinde açılabilir.

Tablo 4: ADF istatistiğine göre %5 seviyesinde anlamlı endekse karşı işlemlerin özeti

HISSE A	HISSE B	ADF TEST İSTATİSTİĞİ	KARLI İŞLEM SAYISI	TOPLAM İŞLEM SAYISI	KARLI İŞLEM ORANI	ORTALAMA İŞLEM SÜRESİ (GÜN)	MAKSİMUM GETİRİ	MINIMUM GETİRİ	ORTALAMA GETİRİ	STANDART SAPMA	ORTALAMA GETİRİ / STANDART SAPMA
CIMSA	İMKB 30	-3.86	8	9	88.89%	9.78	11.29%	-3.77%	4.08%	4.52%	0.90
KCHOL	İMKB 30	-3.63	9	10	90.00%	9.50	5.55%	-0.51%	2.57%	1.87%	1.37
SAHOL	İMKB 30	-3.54	7	8	87.50%	7.75	6.34%	-7.15%	2.29%	4.02%	0.57
FROTO	İMKB 30	-3.52	4	6	66.67%	8.83	17.27%	-2.06%	6.49%	8.42%	0.77
ISCTR	İMKB 30	-3.50	8	10	80.00%	11.20	5.35%	-2.98%	1.84%	2.75%	0.67
VAKBN	İMKB 30	-3.47	7	8	87.50%	8.00	5.22%	-4.01%	1.45%	2.64%	0.55
AKNS	İMKB 30	-3.44	5	6	83.33%	10.33	7.35%	-4.02%	2.65%	3.79%	0.70
HALKB	İMKB 30	-3.23	8	9	88.89%	5.56	7.47%	-1.16%	4.37%	2.71%	1.61
AKGRT	İMKB 30	-3.10	3	7	42.86%	13.00	6.14%	-6.70%	-0.54%	4.60%	-0.12
TEBnk	İMKB 30	-3.09	4	7	57.14%	13.86	7.32%	-9.20%	-0.04%	5.85%	-0.01
ADANA	İMKB 30	-3.01	5	5	100.00%	5.40	5.10%	0.94%	3.32%	1.93%	1.72
OTKAR	İMKB 30	-3.00	8	10	80.00%	8.50	10.31%	-1.36%	3.83%	3.54%	1.08
ORTALAMA		-3.37	6.33	7.92	79.40%	9.31	7.89%	-3.50%	2.69%	3.89%	0.82

Satın al ve tut stratejisi ile kıyaslandığında hisse senedi çiftleri al sat stratejisi daha üstün bir performans göstermektedir. Satın al ve tut stratejisi ile karşılaştırmalı sonuçlar Tablo 5'te verilmektedir. Hatırlanacağı üzere ilk 250 gün normalize uzun dönemli yayılımı hesaplabilmek amacıyla analiz dışında bırakılmıştır. Homojenliği sağlama bakımından endekse ilişkin istatistiklerin hesaplanmasında da bu ilk 250 gün analiz dışında bırakılmıştır. Bu nedenle karşılaşt-

tırma istatistikleri 31.12.2007-31.03.2010 dönemini kapsamaktadır. Bu dönemde endekste büyük ölçüde düşüş ve hızlı toparlanma mevcuttur. Tesadüfi olarak endeksin ilgili tarih aralığındaki getirisi yatay bir biçimde %0.71 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5'te görüldüğü üzere, hisse senedi çiftleri al sat stratejisi satın al ve tut stratejisine göre daha iyi sonuçlar vermektedir. %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde hisse senedi çiftleri ile hisse senedi endeks çiftlerine ilişkin 10 günlük standart sapmalar sırasıyla 6.28%, 4.71%, ve 4.03% olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönemde endeksin standart sapması %7.67 olarak hesaplanmıştır. Sonuçlar piyasa-nötr portföylerin sadece uzun pozisyon alan portföylere göre çok daha düşük volatilitelere sahip olduğu fikri ile örtüşmektedir. Bunun yanında getirilerde yaratılan fark çok daha çarpıcıdır. Hisse senedi çiftleri al sat stratejisi 10 günlük getirileri %2.89 ile %5.39 aralığında değişirken, endeksin 10 günlük getirisi %0.30 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla endeksin kendisi ile kıyaslandığında hisse senedi çiftleri al sat stratejisinin üstün performans sergilediği görülmektedir. Yüksek işlem varsayımları altında dahi stratejinin endeks üstü getiri elde edeceği açıktır.

Tablo 5: Dinamik hisse senedi çiftleri al sat stratejisi ile endeks performansı karşılaştırması

	İMKB 30 SATIN AL VE TUT STRATEJİSİ	HİSSE SENEDİ ÇİFTLERİ 5% ADF FİLTRESİ	HİSSE SENEDİ ÇİFTLERİ 1% ADF FİLTRESİ	HİSSE SENEDİ/İMKB 30 ÇİFTLERİ 5% ADF FİLTRESİ
Ortalama Günlük Getiri	0.03%	0.43%	0.54%	0.29%
Günlük Standart Sapma	2.43%	1.99%	1.49%	1.27%
10 Günlük Ortalama Getiri	0.30%	4.25%	5.39%	2.89%
10 Günlük Standart Sapma	7.67%	6.28%	4.71%	4.03%

5. Sonuçlar

Bu çalışmada hisse senetleri al sat stratejisi olarak bilinen yöntemin karlılığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi'nden seçilen hisse senetlerine uygulanmaktadır. Likidite koşulları ve ortalamaya dönüşü temel nedenlerle temin edebilmek amacıyla hisse senetleri bankacılık, sigorta vs. gibi gruplara ayrılmıştır. İşlem kuralları senetler arası kısa ve uzun dönemli yayılmanın tespiti ve

ucuz kalmış hisse senedinde uzun, pahalı hisse senedinde kısa pozisyon alacak şekilde geliştirilmiştir. Uzun dönemli yayılma ucuz kalmış hisse senedinin tespitinde kullanılırken, kısa dönemli yayılma işleme giriş-çıkış noktalarını belirlemektedir. Son olarak ADF istatistiği bazlı filtreleme ile hisse senedi çiftleri seçiminin ortalamaya dönüşü kuvvetlendirecek biçimde gerçekleştirilmesi sağlanmış ve işlemlerin risk-getiri anlamında kalitesi arttırılmıştır.

Sonuçlar hisse senedi çiftleri al sat stratejisinin endekse karşı üstün performans gösterdiğine işaret etmekle birlikte, ADF istatistiği bazlı filtreleme senet seçim metodolojisini daha güvenilir kılmaktadır. Ayrıca bu çalışmada satın al ve tut stratejisi ile kıyaslandığında hisse senedi çiftleri al sat stratejisinin daha üstün bir performans gösterdiği ispatlanmıştır.

KAYNAKLAR

- Alexander C., (1999), "Optimal Hedging Using Co-integration", **Philosophical Transactions of the Royal Society**, Series A, Vol:357, pp.2039-2058
- Bolgun E., Guven S. and Kurun E., (2009), "Dynamic Pairs Trading Strategy for the Companies Listed in the Istanbul Stock Exchange", MPRA Paper No. 19887, Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/19887/>
- Chen H.L., Jegadeesh N. and Wermers R., (2000), "The value of active mutual fund management: An examination of the stockholdings and trades of fund managers", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol:35, pp. 343-368
- Dickey D.A. and Fuller W.A., (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", **Econometrica**, Vol:49, pp.1057-1071
- Elliot R.J., Hoek J.V.D., Malcolm W., (2005), "Pairs Trading", **Quantitative Finance**, Vol:5(3), pp. 271-276
- Jegadeesh N., Titman S. (1993), "Returns to buying winners and selling losers: Implications to stock market efficiency", **Journal of Finance**, Vol:48, pp.65-91
- Johansen S., (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol:12, pp.231-254
- Grinblatt M., Titman S., (1989), "Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings", **Journal of Business**, Vol:62, pp.394-415
- Perlin M.S., (2009), "Evaluation of Pairs Trading Strategy at the Brazilian Financial Market", **Journal of Derivatives & Hedge Funds**, Vol:15, pp. 122-136, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=952242>

- Perlin M.S., (2007), "M of a kind: A Multivariate Approach at Pairs Trading", Unpublished Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=952782>
- Thomaidis N.S., Kondakis N., (2006), "An intelligent statistical arbitrage trading system", **'Advances in artificial intelligence', Lecture Notes in Artificial Intelligence**, Grigoris Antoniou et. Al., ed., pp.3955, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=890234>
- Vidyamurty G., (2004), **Pairs Trading Quantitative Methods and Analysis**, John Wiley& Sons, Inc., New York

TCMB BORÇ VERME ORANLARI												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2007	22.50	22.50	22.50	22.50	22.50	22.50	22.50	22.50	22.25	21.50	20.75	20.00
2008	19.50	19.25	19.25	19.25	19.75	20.25	20.25	20.25	20.25	19.75	18.75	17.50
2009	15.50	14.00	13.00	12.25	11.75	11.25	10.75	10.25	9.75	9.25	9.00	9.00
2010	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	8.75	8.75	8.75	9.00
2011	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	12.50	12.50	12.50
2012	12.50	11.50										

Kaynak: TCMB
Gecelik borç verme faiz oranları 21.10.2011'de 9,00'dan 12,50'ye yükseltilmiştir.
Gecelik borç verme faiz oranları 21.02.2012'de 12,50'den 11,50'ye indirilmiştir.

SANAYİ ÜRETİMİ												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2007	18.8	9.1	6.3	5.9	7.3	4.2	6.2	7.9	4.0	10.4	8.5	-1.9
2008	11.6	8.4	2.6	7.0	3.2	2.4	3.8	-3.6	-4.3	-6.8	-13.3	-17.8
2009	-21.5	-24.0	-21.5	-18.8	-17.1	-9.9	-8.9	-6.5	-9.6	6.2	-3.0	23.9
2010	12.8	17.6	21.4	16.9	14.9	10.0	8.8	10.8	10.4	9.9	9.4	16.7
2011	19.0	13.9	10.2	8.8	8.0	6.8	6.9	3.7	12.0	7.3	8.4	3.7

KAPASİTE KULLANIM ORANLARI												
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2008	75.4	76.2	76.3	77.5	77.2	78.8	78.0	78.1	75.6	74.3	70.6	64.1
2009	61.6	60.9	58.7	59.7	64.0	67.5	67.9	68.9	68.0	68.2	69.8	67.7
2010	68.6	67.8	67.3	72.7	73.3	73.3	74.4	73.0	73.5	75.3	75.9	75.6
2011	74.6	73.0	73.2	74.9	75.2	76.7	75.4	76.1	76.2	77.0	76.9	75.5
2012	74.7											

TÜRKİYE NET DIŞ BORÇ STOKU (Milyon \$)													
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3
I- Dış Borç Stoku, Bankacılık Sektörü Hariç (A-a-b)	76,538	97,204	106,119	118,600	123,506	147,929	183,806	208,274	200,247	195,759	203,237	206,968	205,858
A. Toplam Dış Borç Stoku	113,592	129,559	144,080	160,989	169,878	207,704	249,478	280,357	268,457	289,513	298,818	309,636	309,594
a. TCMB (-)	24,351	22,003	24,373	21,410	15,425	15,678	15,801	14,066	13,305	11,827	12,268	12,147	10,679
b. Bankalar (-)	12,703	10,352	13,588	20,979	30,947	44,097	49,870	58,017	54,905	81,927	83,313	90,520	93,057
II- Bankacılık/Parasal Sektör Net Dış Varlıkları (**)	-1,971	8,755	9,918	15,628	24,508	39,411	50,014	57,241	54,723	26,712	32,302	28,174	23,544
A. Parasal Yetkili ve Mevduat Bankaları (*)	-1,235	9,565	11,078	17,097	25,906	41,063	53,106	60,933	57,609	32,284	39,131	35,914	31,885
B. Katılım Bankaları ve Yatırım Kalkınma Bankaları	-736	-811	-1,161	-1,469	-1,398	-1,652	-3,092	-3,692	-2,887	-5,573	-6,829	-7,740	-8,341
III- NET DIŞ BORÇ STOKU (I-II)	78,509	88,449	96,201	102,973	98,998	108,518	133,792	151,033	145,525	169,048	170,935	178,795	182,314
Net Dış Borç Stoku / GSYİH (%)	%39.9	%38.4	%31.6	%26.4	%20.6	%20.6	%20.6	%20.4	%23.6	%23.0			
Bilgi için:													
GSYİH (USD)	196,736	230,494	304,901	390,387	481,497	526,429	648,754	742,094	616,703	735,828			
Dönem Sonu ABD Doları Alış Kuru	1.4396	1.6345	1.3958	1.3421	1.3418	1.4056	1.1647	1.5123	1.5057	1.5460			

Tüm Değerler MN USD'dir.

Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı

CARİ İŞLEMLER HESABI													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	-1,447	-2,192	-2,251	-2,404	-2,186	-2,067	-996	-1,089	-208	-868	-2,659	-3,831	-22,198
2006	-2,400	-3,214	-3,043	-3,833	-4,139	-2,808	-1,802	-1,548	-1,482	-2,195	-2,915	-2,814	-32,193
2007	-3,217	-3,168	-3,080	-3,315	-3,636	-3,153	-2,879	-1,706	-2,326	-3,256	-3,356	-5,219	-38,311
2008	-4,171	-3,887	-4,303	-5,207	-4,830	-5,545	-4,038	-3,037	-963	-2,440	-447	-3,078	-41,946
2009	-473	-298	-1,173	-1,585	-1,630	-2,237	-509	-613	-1,027	332	-1,825	-3,259	-14,297
2010	-3,062	-2,708	-4,292	-4,386	-3,026	-3,463	-3,613	-3,077	-3,903	-3,441	-6,057	-7,529	-48,557
2011	-6,105	-6,101	-9,727	-7,588	-7,753	-7,633	-5,535	-4,007	-6,376	-4,151	-5,426	-6,573	-77,089

DIŞ TİCARET DENGESİ													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	-1,620	-1,862	-2,580	-2,516	-2,966	-3,020	-3,132	-3,860	-2,566	-2,440	-2,933	-3,585	-33,080
2006	-2,510	-2,919	-3,204	-4,118	-4,692	-3,659	-3,674	-4,202	-3,280	-3,145	-2,776	-2,878	-41,057
2007	-3,175	-2,670	-3,082	-3,389	-4,208	-3,891	-4,902	-4,576	-4,024	-4,274	-3,777	-4,827	-46,795
2008	-4,596	-3,432	-4,109	-5,053	-5,388	-6,306	-6,374	-6,364	-3,443	-4,044	-1,275	-2,637	-53,021
2009	-381	344	-1,229	-1,469	-2,443	-2,911	-2,773	-3,876	-2,770	-1,312	-2,604	-3,470	-24,894
2010	-2,809	-2,366	-3,670	-4,096	-3,640	-4,403	-5,328	-5,660	-5,641	-5,010	-6,496	-7,201	-56,320
2011	-6,145	-6,193	-8,355	-7,743	-8,659	-9,096	-8,119	-6,931	-8,422	-6,461	-6,255	-6,708	-89,418

İHRACAT - FOB													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	5,279	5,985	6,968	6,540	6,389	6,407	6,007	5,908	7,209	7,183	6,359	7,613	77,847
2006	5,433	6,421	7,912	6,967	7,561	8,245	7,570	7,639	8,412	7,545	9,458	9,374	92,537
2007	7,001	8,123	9,531	8,943	9,890	9,630	9,451	9,342	9,418	10,472	11,817	10,247	113,865
2008	10,222	10,950	11,780	11,861	13,073	12,279	13,178	11,832	13,499	10,157	9,723	7,760	136,314
2009	7,400	7,329	7,857	7,974	7,897	8,941	9,552	8,419	8,931	10,671	9,433	10,212	104,616
2010	7,831	8,263	9,887	9,396	9,795	9,536	9,571	8,520	8,907	10,965	9,387	11,872	113,930
2011	9,902	10,455	12,210	12,337	11,427	11,753	12,178	12,061	11,751	12,528	11,266	12,809	140,580

İTHALAT - FOB													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	-6,524	-7,420	-9,139	-8,730	-9,025	-9,107	-8,662	-9,369	-9,503	-9,473	-9,119	-10,982	-107,053
2006	-7,753	-9,160	-10,899	-10,795	-11,530	-11,833	-11,134	-11,374	-11,157	-10,487	-11,947	-12,017	-130,086
2007	-9,845	-10,702	-12,359	-12,074	-13,579	-12,861	-13,358	-13,318	-13,276	-14,454	-15,401	-14,915	-156,142
2008	-15,240	-14,729	-16,215	-16,917	-17,908	-17,938	-19,231	-16,749	-16,179	-14,398	-11,384	-10,832	-187,720
2009	-8,695	-8,584	-9,943	-9,508	-10,390	-11,768	-11,850	-11,825	-11,671	-11,796	-12,016	-14,093	-132,139
2010	-11,103	-11,112	-14,154	-13,911	-13,939	-14,387	-14,545	-14,325	-14,788	-16,029	-16,145	-19,436	-173,874
2011	-15,514	-16,414	-20,513	-19,894	-20,006	-20,481	-19,645	-17,878	-18,858	-18,453	17,795	19,549	-225,213

HİZMETLER DENGESİ													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	517	213	632	651	1,187	1,296	2,355	3,221	2,602	1,777	691	125	15,267
2006	385	252	498	633	1,031	1,273	2,137	2,978	2,283	1,197	496	449	13,612
2007	291	242	512	595	814	1,167	2,080	3,156	2,421	1,424	587	55	13,344
2008	473	107	680	400	1,265	1,625	2,597	3,788	2,813	2,071	961	341	17,121
2009	171	387	508	626	1,193	1,413	2,648	3,657	2,415	2,019	924	471	16,432
2010	271	198	361	217	1,019	1,447	2,253	2,781	2,289	2,241	812	319	14,208
2011	385	382	423	707	1,302	1,854	3,092	3,186	2,651	2,708	1,088	337	18,322

GELİR DENGESİ													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	-432	-612	-390	-615	-613	-434	-386	-601	-376	-342	-513	-525	-5,839
2006	-393	-649	-461	-441	-650	-544	-402	-599	-683	-422	-836	-576	-6,656
2007	-438	-868	-653	-630	-410	-599	-430	-508	-909	-570	-345	-743	-7,103
2008	-202	-714	-1,057	-664	-868	-1,011	-499	-639	-692	-624	-274	-915	-8,159
2009	-498	-1,123	-579	-841	-540	-945	-521	-558	-855	-503	-469	-702	-8,134
2010	-617	-626	-1,076	-585	-494	-620	-635	-332	-690	-836	-468	-837	-7,816
2011	-578	-373	-1,882	-619	-518	-490	-606	-490	-740	-477	-358	-599	-7,722

SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	2,094	1,556	1,192	2,276	1,359	407	1,157	469	1,371	760	929	5,890	19,460
2006	2,200	3,427	1,771	2,763	3,640	2,292	1,288	3,744	1,889	3,432	1,513	4,105	32,064
2007	3,009	2,683	2,639	1,346	1,678	4,049	4,586	927	4,943	4,287	793	5,752	36,692
2008	5,768	3,485	1,765	3,578	6,251	8,680	4,830	2,426	693	-1,296	-644	769	36,305
2009	-253	-1,961	-725	2,300	929	1,036	976	888	1,072	914	2,084	2,489	9,749
2010	1,279	2,467	4,754	6,808	813	4,063	2,591	1,231	4,502	4,438	3,680	7,603	44,229
2011	4,418	4,460	8,957	7,779	3,235	5,656	4,028	4,507	4,273	3,205	4,506	6,587	64,628

PORTFÖY YATIRIMLARI													
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık	Toplam
2005	3,068	1,479	-751	-125	978	2,209	1,025	-619	1,656	-244	2,471	2,290	13,437
2006	2,069	1,211	298	-585	-3,107	-836	1,716	1,616	746	4,024	1,093	-872	7,373
2007	3,124	3,280	-1,902	2,504	8	-1,021	2,537	-4,208	-240	-277	-3,695	607	717
2008	242	368	-1,926	-2,135	2,355	2,746	885	-1,218	-853	-4,781	-896	167	-5,046
2009	-841	-1,899	-402	875	2,735	-872	1,277	725	-821	-50	124	-655	196
2010	1,915	-2,205	2,846	4,639	323	-682	3,981	2,937	-245	1,972	1,054	-276	16,259
2011	2,239	2,003	5,193	5,433	-32	2,059	2,033	-1,519	-3,248	1,152	2,692	2,887	22,079

Tüm değerler MN USD'dir.
* TCMB EVDS Ödemeler Dengesi Ayrıntılı Sunum'dan derlenen verilerdir.
Kaynak: TCMB

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Sonuçları				
	Cari fiyatlarla GSYH	Gelişme hızı	Sabit fiyatlarla GSYH	Gelişme hızı
	(Milyon YTL)	%	(Milyon YTL)	%
1998	70,203	-	70,203	-
1999	104,596	49.0	67,841	-3.4
2000	166,658	59.3	72,436	6.8
2001	240,224	44.1	68,309	-5.7
2002	350,476	45.9	75,520	6.2
2003	454,781	29.8	76,338	5.3
2004	559,033	22.9	83,486	9.4
2005	648,932	16.1	90,500	8.4
2006	758,391	16.9	96,738	6.9
2007	843,178	11.2	101,255	4.7
2008 1Ç	215,562	14.7	24,446	7
2008 2Ç	239,436	17.8	25,226	2.6
2008 3Ç	262,384	13.0	28,010	0.9
2008 4Ç	233,173	6.1	24,240	-7.0
2008	950,534	12.7	101,922	0.7
2009 1Ç	207,926	-3.6	20,843	-14.7
2009 2Ç	228,572	-4.5	23,267	-7.8
2009 3Ç	261,710	-0.3	27,233	-2.8
2009 4Ç	254,350	9.1	25,660	5.9
2009	952,559	0.2	97,003	-4.8
2010 1Ç	241,578	16.2	23,335	12
2010 2Ç	267,528	17.0	25,669	10.3
2010 3Ç	297,701	13.8	28,661	5.2
2010 4Ç	298,294	17.3	28,015	9.2
2010	1,105,101	16.0	105,680	8.9
2011 1Ç	284,868	17.9	25,896	11
2011 2Ç	318,344	19.2	27,904	8.8
2011 3Ç	348,802	17.4	31,028	8.2

TUİK

KARŞILAMA ORANI

1985	70.2
1986	67.1
1987	72.0
1988	81.4
1989	73.6
1990	58.1
1991	64.6
1992	64.3
1993	52.1
1994	77.8
1995	60.6
1996	53.2
1997	54.1
1998	58.7
1999	65.4
2000	51.0
2001	75.7
2002	69.9
2003	68.1
2004	64.8
2005	62.9
2006	61.3
2007	63.1
2008	65.4
2009	72.5
2010	61.4
2011/01	56.6
2011/02	57.7
2011/03	54.6
2011/04	56.7
2011/05	52.1
2011/06	57.3
2011/07	61.9
2011/08	67.4
2011/09	62.3
2011/10	67.8
2011/11	59.5
2011/12	60.6
2011	56.0

HAZİNE TOPLAM BORÇLAR (MİLYAR DOLAR)													
2011 yılı AYLAR	OCAK	ŞUBAT	MART	NISAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	2012 OCAK**
TOPLAM BORÇLAR (MİLYON DOLAR)	302,064	303,673	313,896	321,632	308,813	304,421	299,634	291,853	278,814	291,817	277,477	274,404	-
İÇ BORÇLAR (MİLYON DOLAR)	223,132	224,742	232,448	239,055	227,527	222,505	217,464	210,058	198,719	210,067	197,769	195,234	0
TL CİNSİ	219,579	221,188	228,894	235,501	224,540	219,518	214,979	207,573	196,234	207,582	195,796	193,252	0
İskontolu (Sabit)	111,542	110,473	115,162	117,739	111,081	108,585	106,904	103,002	101,619	107,906	100,628	99,903	
Fm (Değişken)	72,440	74,041	76,059	78,100	74,761	73,096	71,214	68,489	60,485	63,721	60,462	93,349	
DÖVİZ CİNSİ	3,554	3,554	3,554	3,554	2,987	2,987	2,485	2,485	2,485	2,485	1,973	1,982	0
İskontolu (Sabit)	3,505	3,505	3,505	3,505	2,938	2,938	2,436	2,436	2,436	2,436	1,924	1,933	
Fm (Değişken)	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	
DÖVİZE ENDEKSLİ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İskontolu (Sabit)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fm (Değişken)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DIŞ BORÇLAR (MİLYON DOLAR)	78,932	78,931	81,447	82,577	81,285	81,916	82,170	81,795	80,095	81,750	79,708	79,170	80,051
Kredi*	34.4	34.3	34.5	35.0	34.1	35.4	35.6	35.1	34.0	34.4	32.9	32.6	32.8
Uluslararası Kuruluşlar*	21.3	21.2	21.3	21.5	20.8	21.6	21.5	20.9	20.0	20.2	19.1	18.8	19.064
(İMP'den Sağlanan Krediler)*	(5.7)	(5.3)	(5.2)	(5.1)	(4.9)	(4.7)	(4.8)	(3.9)	(3.7)	(3.7)	(3.1)	(4.4)	(4.4)
(SDR Tahsilatı)*	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)		
Hükümet Kuruluşları*	6.3	6.4	6.3	6.5	6.4	6.4	6.6	6.6	6.5	6.6	6.4	6.512	6.572
Diğer*	6.8	6.8	6.9	7.0	6.8	7.4	7.5	7.6	7.5	7.6	7.4	7.326	7.221
Tahvil*	44.5	44.6	47.0	47.6	47.2	46.5	46.5	46.7	46.1	47.4	46.8	46.527	47.195
* milyar dolar													

Kaynak: Hazine.gov.tr kamu finansmanı merkezi yönetim borç stoku istatistikleri merkezi yönetim borç stoku
döviz-faiz yapısı dış borç stoku-merkezi yönetim dış borç stoku

** İç Borçlar Ocak ayında yayınlanan son rapordan derlendiği için en son veri Aralık 2011'e aittir.

YAYIN KURALLARI

BIÇİMSEL YAPI

1. Gönderilecek yazılar metin, tablo, şekil (grafik, fotoğraf, vb.) kısımları ile birlikte A4 formunda beyaz kağıda, 20 sayfayı geçmeyecek şekilde yazılmalıdır.
2. Metin sayfanın tek yüzüne, Microsoft Office Word programında Futura Lt BT yazı karakterinde, 12 punto kullanılarak, 1.5 satır aralıklarla yazılmalıdır. Metin her iki yana yaslanarak yazılmalıdır.
3. Kenarlarda (alt, üst, sağ ve sol) 2.5 cm boşluk bırakılmalıdır.
4. Başlıkların sadece başharfleri büyük diğerleri küçük olmalıdır.
5. Makalenin kapak kısmında, makalenin adı, yazar / yazarların adı-soyadı, ünvanı, görev yeri, e-posta adresi ve sayfa sonu notu olarak; makalede kullandığı verilerin başkaları tarafından kullanılmasına izin verip vermediği bilgileri yer almalıdır. Eğer birden fazla yazarlı bir makale ise, yukarıda yer alan bilgiler yazarları temsil eden temsilci yazar için verilmelidir. Kapak bilgisi yapılmadan gönderilen makaleler değerlendirmeye alınmayacaktır.
6. Makalenin bir kopyası CD olarak ve 2 adet yazıcı çıktısı ile birlikte Maliye-Finans Yazıları Dergisi, Nispetiye Cad. Levent İşhanı, No:6/1, 1. Levent, İstanbul adresine, ya da elektronik posta yoluyla maliyefinans@finanskulup.org.tr adresine gönderilmelidir.
7. Bilimsel makalenin yazımında, yazının düzenlenmesi aşağıdaki sıraya göre yapılmalıdır
 - a) **BAŞLIK:** Yazının konusu hakkında bilgi veren, kısa, sayfanın sol üst kenarından başlayarak 6 cm boşluk kalacak şekilde yazılmalıdır. Yazarın adı başlığın altına konulur. Yazarlar birden fazla ise yan yana yazılmalıdır. Yazarın akademik ünvan

ve adresi, adın sonuna konulan dipnot ile birinci sayfanın altında not halinde belirtilir.

- b) **ÖZ:** Yazar/Yazarlar adlarından sonra Türkçe özet bölümü yazılır. Bunu İngilizce özet izler. Türkçe ve Yabancı dilde özetler çalışmanın amacını, uygulanan metot/metotları, bulguları ve sonucu açıklamalıdır. Özet Türkçe için 75, İngilizce için 75 kelime olmak üzere 150 kelimeyi geçemez.
- c) **ANAHTAR KELİME:** Türkçe ve İngilizce özetlerin sonuna yazının içeriğini en iyi anlatan dört adet anahtar kelime (key words) verilmelidir. Anahtar kelimeler Türkçe için ayrı, İngilizce için ayrı ayrı verilir.
- d) **GİRİŞ:** Çalışmanın önemi ve amacı belirtilmeli ve yapılan çalışmaların bir özetleri verilmelidir. Makalenin yazım kısmında Giriş, I.GİRİŞ olarak gösterilir.
- e) **TEŞEKKÜR:** Gerek görüyorsa çalışmaya maddi ve manevi katkı sağlayan kişi ve kuruluşlara teşekkür edilir.
- f) **NUMARALANDIRMA:** Tüm sayfalar, şekiller ve kaynakçada yer alan referanslar numaralandırılmalıdır.
- g) **ŞEKİLLER ve TABLOLAR:** Metin içerisinde kullanılacak tüm şekil ve tabloların metin içerisinde ilgili yere yerleştirilmeli ve ayrıca numaralandırılmalıdır. Tablo başlıkları üst tarafta, şekil altları ise alt tarafta yer almalıdır. Orijinal olmayan tablo ve şekillerin alındığı kaynak belirtilmelidir.
- h) **KAYNAK GÖSTERME:**
1. **METİN İÇİNDE:**
1. Metin içinde kaynak gösterilirken, Yazarın Soyadı ve parantez içerisinde tarih yazılır. Örnek: Sharpe (2005); iki yazar olması durumunda: Altınok ve Eken (2005); ikiden fazla yazar olması durumunda: Altınok ve diğerleri (2005) şeklinde yazılmalıdır.
2. Sayfa belirtilmek istenmesi durumunda, dipnot verilerek yazılmalıdır. Örnek; bakınız Ensari (2007) s. 126.

3. Atıf yapılan yazarın aynı yıl yayınlanmış eserleri olması durumunda, bu eserleri ayırmak için a, b, c harfleri kullanılır. Örnek İlseven (2005 a) ya da İlseven (2005 a); Kaptan (2004 b)
4. Kurumlara ilişkin çalışmalara atıfta bulunulmak istendiğinde kısaltmalar kullanılabilir. Bazı durumlarda eserin kısa ismi açıklayıcı bilgi olarak kullanılmalıdır. Örnek (SPK xxx No'lu Tebliğ 2004)
5. Kanunlara, Tebliğ, Yönetmeliklere vbg atıfta bulunulması durumunda, kanun sayı ve/veya numarası ile madde numarası açıkça yazılmalıdır. Örnek (3167 s. Çek K. m. 16)

2. KAYNAKÇA OLARAK METİN SONUNDA

1. Bilimsel Makaleler makale sonunda bir kaynakça barındırmalıdır.
2. Kaynakça'da yer alan eserler, doğrudan yararlanılan ve dolaylı yararlanılan eserler olarak bölümlendirilmelidir.
3. Doğrudan yararlanılan eserler, makale içinde atıfta bulunan tüm kaynakları kapsamalıdır.
4. Makalelerde kaynak gösterme Chicago Manual (Chicago Stili)e göre yapılmalıdır. Kaynak göstermeye ilişkin örnekler aşağıdaki gibidir:

American Accounting Association, Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports. 1977. *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*. Sarasota, FL: AAA.

Demski, J.S., and D.E.M. Sappington. 1989. Hierarchical structure and responsibility accounting. *Journal of Accounting Research* 27 (Spring): 40-58

Dye, R., B. Balachandran, and R. Magee. 1989. Contingent fees for audit firms. Working paper, Northwestern University, Evanston, IL.

Fabozzi, E, and I. Pollack, eds. 1987. *The Handbook of Fixed Income Securities*. 2nd edition. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.

Kahneman, D., R Slovic, and A. Tyersky, eds. 1982. *Judgmen Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Shaw, W.H. 1985. *Empirical evidence on the market impact of the safe harbor leasing law*. Ph.D. dissertation, The University of Texas at Austin.

Sherman, T.M., ed. 1984. *Conceptual Framework for Financial Accounting*. Cambridge, MA: Harvard Business School.