

MALİYE FİNANS YAZILARI

MALİYE VE FİNANS YAZILARI DERGİSİ ALTI AYDA BİR ÇIKAR

İMTİYAZ SAHİPLERİ
Maliye ve Finans Yazıları
Yayımcılık Limited Şirketi Adına

Türkiye Ekonomik ve Mali Araştırmalar Vakfı
Onursal Başkan
Ziya MÜEZZİNOĞLU

Türkiye Ekonomik ve Mali
Araştırmalar Vakfı Başkanı
Tevfik ALTINOK

BAŞ EDITÖR

Prof. Dr. Mehmet Hasan EKEN Kırklareli Üniversitesi

EDİTÖRLER KURULU

Doç. Dr. Serkan ÇANKAYA İstanbul Ticaret Üniversitesi
Doç. Dr. Süleyman KALE Kırklareli Üniversitesi
Doç. Dr. Hüseyin SELİMLER İstanbul Aydın Üniversitesi
Dr. Öğr. Üyesi. Ayben KOY İstanbul Ticaret Üniversitesi

YAYIN KURULU

- Prof. Dr. Sudi APAK Esenyurt Üniversitesi
- Prof. Dr. Hasan Fehmi BAKLACI İzmir Ekonomi Üniversitesi
- Prof. Dr. Niyazi BERK Bahçeşehir Üniversitesi
- Prof. Dr. Mehmet Hasan EKEN Kırklareli Üniversitesi
- Prof. Dr. İhsan ERSAN İstanbul Üniversitesi
- Prof. Dr. Gürbüz GÖKÇEN Marmara Üniversitesi
- Prof. Dr. Lale KARABIYIK Uludağ Üniversitesi
- Prof. Dr. Targan ÜNAL Okan Üniversitesi

YAZI İŞLERİ MÜDÜRÜ

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 – mhasan_eken@yahoo.com

Yıl: 32 Sayı: 109

Yayın Türü: Yerel Süreli Yayın

Basım Tarihi: Nisan 2018

Basım Yeri: Der Yayınevi

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

BİLİM KURULU

- Prof. Dr. Emre ALKIN Kemerburgaz Üniversitesi
- Prof. Dr. Başak ATAMAN Marmara Üniversitesi
- Prof. Dr. Sudi APAK Esenyurt Üniversitesi
- Prof. Dr. Doğan ARGUN Marmara Üniversitesi
- Prof. Dr. Hakan AYGÖREN Pamukkale Üniversitesi
- Prof. Dr. Hasan Fehmi BAKLACI İzmir Ekonomi Üniversitesi
- Prof. Dr. Niyazi BERK Bahçeşehir Üniversitesi
- Prof. Dr. Fahri BİLGİNOĞLU İstanbul Teknik Üniversitesi
- Prof. Dr. Stefano CASELLI, Bocconi University
- Prof. Dr. Ali CEYLAN İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Prof. Dr. Refik ÇULPAN Penn State University
- Prof. Dr. Nurhan DAVUTYAN Kadir Has Üniversitesi
- Prof. Dr. Salih DURER Yıldız Teknik Üniversitesi
- Prof. Dr. Mehmet Hasan EKEN Kırklareli Üniversitesi
- Prof. Dr. Nazım EKREN İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Prof. Dr. Ümit EROL Bahçeşehir Üniversitesi
- Prof. Dr. İhsan ERSAN İstanbul Üniversitesi
- Prof. Dr. Umberto FILOTTO University of Rome "Tor Vergata"
- Prof. Dr. Gürbüz GÖKÇEN Marmara Üniversitesi
- Prof. Dr. A. Osman GÜRBÜZ İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Prof. Dr. Güner GÜRSOY Okan Üniversitesi
- Prof. Dr. Haluk KABAALOĞLU Yeditepe Üniversitesi
- Prof. Dr. Lale KARABIYIK Uludağ Üniversitesi
- Prof. Dr. Ali İhsan KARACAN İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU Başkent Üniversitesi
- Prof. Dr. Othmar LEHNER University of Applied Sciences Upper Austria
- Prof. Dr. Şaduman OKUMUŞ Gedik Üniversitesi
- Prof. Dr. Mehmet ÖZKAN Marmara Üniversitesi
- Prof. Dr. Shahrokh M. SAUDAGARAN University of Washington
- Prof. Dr. Orhan ŞENER Kadir Has Üniversitesi
- Prof. Dr. Yusuf TUNA İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Prof. Dr. İltar TURAN İstanbul Bilgi Üniversitesi
- Prof. Dr. Targan ÜNAL Okan Üniversitesi
- Prof. Dr. Veysel ULUSOY Yeditepe Üniversitesi
- Doç. Dr. Elçin AYKAÇ ALP İstanbul Ticaret Üniversitesi
- Doç. Dr. Ersan ERSOY Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi
- Doç. Dr. Ferudun KAYA Abant İzzet Baysal Üniversitesi
- Doç. Dr. Hakkı Okan YELOĞLU Başkent Üniversitesi

DANIŞMA KURULU

- Selçuk DEMİRALP
- Ömer L. DİNLER
- Dr. Mine Berra DOĞANER
- Pınar ECZACIBAŞI
- Dr. Mahfi EĞİLMEZ
- Mehmet Sıddık ENSARİ
- Orhan EMİRDAĞ
- Sedat ERATALAR
- Özen GÖKSEL
- Özer GÜNEY
- Çetin HACALOĞLU
- Dr. Onder HALİSDEMİR
- Fethi HİNGİNAR
- Dr. Nebil İLSEVEN
- Muharrem KARSLI
- Hüsamettin KAVI
- Doç. Dr. Ekrem KESKİN
- Zafer KURTUL
- Mete MELEKSOY
- Prof. Dr. Muhsin MENGÜTÜRK
- Adnan NAS
- Ergun ÖZEN
- Ersin ÖZİNCE
- Tanju POLATKAN
- Bulent ŞENVER
- Neslihan TOMBUL
- Dr. Turgut TELMAN
- Berna ÜLMAN
- Tuğrul Bilen ÜNAL
- Dr. Hasan Yalçın
- Arzuhan Doğan YALÇINDAĞ
- Tezcan YARAMANCI
- Dr. Halil YOLCU

Maliye Finans Yazıları ULAKBİM, EBSCO ve ASOS endeksleri tarafından taranmaktadır.
Katkılarından dolayı Finans Kulüp'e teşekkür ederiz.

YAYIN POLİTİKASI

1. Dergi, 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**'nın 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 altı ayda bir, Nisan ve Ekim aylarında 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.
10. Yayın dili Türkçe ve İngilizce'dir.
11. Yayımlanması kabul edilen makaleler için 300 TL katkı payı alınır.

İÇİNDEKİLER / CONTENTS

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016

The Effects of Credit Rating Agencies S&P, Moody's and Fitch's Notes on Stock Indices for Turkey: Evidence from Borsa İstanbul 2012-2016

Hasan Hüseyin YILDIRIM - Ceren YILDIZ - Özgür AYDEMİR 9

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi: Lokanta ve Oteller Üzerine Bir Uygulama

Evaluation Of The Performance Of The Tourism Companies Trade On Borsa İstanbul: An Application On Restaurants And Hotels

Hakan ALTIN - Cemil SÜSLÜ 31

Bitcoin ile Seçili Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin Araştırılması: 2013-2017 Dönemi için Johansen Testi ve Granger Nedensellik Testi

In Search of the Relationship Between Bitcoin and Selected Exchange Rates: Johansen Test and Granger Causality Test for the Period 2013-2017

Cansu Şarkaya İÇELLİOĞLU - Merve Büşra Engin ÖZTÜRK 51

Yönetim Kurullarındaki Cinsiyet Çeşitliliği ile Çeşitliliğin Finansal Performans Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasa Örneği

Gender Diversity in The Board Room and Its Financial Performance Effect: Evidence from an Emerging Market

Levent ATAÜNAL - Aslı AYBARS 71

Kredi Risk Analizlerinde Diskriminant Analizi, Lojistik Regresyon ve Yapay Sinir Ağlarının Karşılaştırılması

Comparison of Discriminant Analysis, Logistic Regression and Artificial Neural Networks in Credit Risk Analysis

Mehmet YAZICI 91

Osmanlı Ekonomi ve Finans Sisteminde Banker Bir Aile: Camondolar

A Banker Family In Ottoman Economy and Finance System: Camondos
Serap BARIŞ - Uğurcan ÖZEL..... 107

Gemi İnşa Sanayi'nin Gelişiminde Eximbank Kredileri: Çin ve Türkiye'ye Yönelik Bir Karşılaştırma

Eximbank Loans in the Development of Shipbuilding Industry: A
Comparison of China and Turkey
Selim DURAMAZ 145

Democratization and Economic Growth in Emerging Market Economies

Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Demokratikleşme ve Ekonomik Büyüme
Naib ALAKBAROV - Yılmaz BAYAR 165

Türkiye'de Faaliyette Bulunan Çok Uluslu Şirketlerin Kontrolündeki Yabancı Şirketlerin Vergi Yüklerinin Analizi

The Tax Burden of Foreign Companies in the Control of MNCs Operating in Turkey
Kürşat YALÇINER - Erkan ERTÜRK 181

Bankalarda Personellere Kullanılan Kredilerin Muhasebeleştirilmesi

Accounting of Credits Used By Personnel in Banks
Mustafa Tevfik KARTAL - Neşe ÇOBAN ÇELİKDEMİR 203

IFRS 9 Finansal Araçlar Standardına Göre Satın Alındığında veya Oluşturulduğunda Kredi-Değer Düşüklüğüne Uğramış Finansal Varlık Yaklaşımına İlişkin Derleme Çalışması

The Purchased or Originated Credit-Impaired Financial Assets Approach as Collected Work under IFRS 9 Financial Instruments
Mehmet Maşuk FİDAN 233

Editörden

Değerli okuyucular,

Dergimizin editörlüğümde çıkan 31. sayısında 11 adet makale yer almaktadır. Bu makalelerde geniş bir yelpazede bankacılık, finans, muhasebe ve maliye konuları ele alınmaktadır. Bu makalelerin gerek akademik camiaya ve gerekse ilgili sektör çalışanlarına faydalı olacağını ümit ediyorum.

Maliye ve Finans Yazıları dergisi ile yolum 10 sene önce Mart 2008'de keşişti. Geçen bu 10 sene boyunca dergimiz Türkiye Ekonomik ve Araştırmalar Vakfı (TEMAR) ile Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı (Finans Kulüp) tarafından ortaklaşa yayımlanmıştır. 10 senenin sonunda Nisan 2018 sayımızla beraber Maliye Finans Yazıları artık sadece TEMAR'ın çatısı altında yayım hayatına devam edecektir. Geçen 10 sene boyunca benim de yönetim kurulu üyesi olarak görev yaptığım Finans Kulüp'e dergimize sağladığı imkanlar ve katkılar için teşekkürlerimi sunmak istiyorum.

Bilindiği gibi Dergimizin bütün sayıları Dergipark sistemi üzerine taşınmış olup, makalelerin sunum ve hakem süreci de aynı sistem üzerinden yürütülmektedir. Bu nedenle dergimize yayımlanmak üzere gönderilecek makalelerin sadece Dergipark sistemi üzerinden değerlendirmeye alınıp hakemlik sürecinin yürütüldüğünü hatırlatırken bu sayımızın çalışmaları sadece Dergipark sistemi ile gerçekleştirildiğinin de altını çizmek isterim.

Maliye, finans, finansal iktisat, finansal muhasebe ve finans hukuku alanlarının yanı sıra özellikle Sürdürülebilir Finans (Sustainable Finance) ve Sosyal Sorumluluk (Social Responsibility) ile sanal para (virtual Money) konularında yapılacak çalışmaların da değerlendirilmek üzere dergimize gönderilmesini ümit ediyorum.

Değerli okuyucularımız, geçen 10 sene boyunca yayımlanan makaleler dergimizin yayım masrafları için yazarlardan katkı payı alınmamıştır. Ancak artan yayım ve dağıtım masrafları nedeniyle bundan sonraki sayılarımızda yayımlanacak makalelerin yazarlarından makale başına 300,-TL katkı payı alınacağını duyurmak

isterim. Kar amacı gütmeyen vakfımız tarafından alınacak bu katkı payı sadece dergimizin basım ve dağıtım masraflarını karşılamak amacıyla kullanılacaktır.

Nisan ve Ekim aylarında olmak üzere yılda iki defa yayınlanan dergimize, Türkçe ve İngilizce çalışmalarını göndermek üzere tüm akademisyenlere ve sektör profesyonellerine çağrıda bulunurken, bu sayının hazırlanmasında emeği geçen çalışma arkadaşlarıma, hakemlerimize ve yazarlarımıza teşekkür eder, tüm okurlarımıza selam ve saygılarımı sunarım.

Prof. Dr. Mehmet Hasan EKEN

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016*

Hasan Hüseyin YILDIRIM¹ - Ceren YILDIZ² - Özgür AYDEMİR³

Makale Gönderim Tarihi: 05.11.2017

Makale Kabul Tarihi: 06.03.2018

ÖZ

Uluslararası yatırımcılar portföy tercihlerini ve yatırım yapacakları piyasaları seçerken derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme notlarını göz önünde bulundurmaktadır. Bu anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için yapmış oldukları not açıklamaları ülke piyasaları etkileyen bir faktördür. Bu çalışmada, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan S&P, Moody's ve Fitch'in 2012-2016 yılları arasında Türkiye için yapmış oldukları not açıklamalarının Borsa İstanbul'da yer alan altı sektör endeksi üzerindeki etkisi olay çalışması yöntemi ile analiz edilmiştir.

* Bu çalışma, 20-22 Nisan 2017 tarihlerinde düzenlenen 2. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumunda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir.

¹ Dr Öğretim Üyesi, Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü, hhyildirim@balikesir.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-5840-8418

² Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü 4. Sınıf Öğrencisi, Orcid Id: 0000-0001-7626-2873

³ Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü 4. Sınıf Öğrencisi, Orcid Id: 0000-0003-4365-0006

Analiz sonuçlarında yapılan not açıklamalarının yarı yarıya seçili endeksler üzerinde etki oluşturduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Notu, Borsa İstanbul, Endeksler

JEL Sınıflandırması: G10, G24, N20

The Effects of Credit Rating Agencies S&P, Moody's and Fitch's Notes on Stock Indices for Turkey: Evidence from Borsa İstanbul 2012-2016

ABSTRACT

International investors are taking into consideration the portfolio preferences and ratings of rating agencies when selecting the markets they will invest in. In this sense, credit rating agencies' explanations for countries are a factor affecting the country's markets. In this study, the effect of S&P, Moody 's and Fitch' s rating statements made for Turkey between 2012-2016 on the six sector indices listed in Stock Exchange İstanbul was analyzed via event study method in this study. It has been determined that the explanatory notes made in the analysis results have an effect approximately fifty percent on the selected indexes.

Keywords: Credit Agencies, Credit Rating, İstanbul Stock Exchange, Indices

JEL Classification: G10, G24, N20

1. Giriş

19 yy. finansal piyasaların gelişmesi sonucunda piyasada işlem yapan fon fazlası ve fon açığı olanların zamanla güven sorunu ortaya çıkmıştır. Bu anlamda derecelendirme kuruluşları ortaya çıkarak taraflar arasında risk düzeyine bağlı olarak vermiş oldukları notlar ile yatırımcıların daha rasyonel karar almalarını sağlamıştır. 1909 yılında, en yüksek kalitedeki borç (A), orta kalitedeki borç (B) ve düşük kalitedeki borç (C) gibi bölümlendirmeye ilk kez firma borcu Moody's tarafından yapılmıştır. ABD'de yaşanan

büyük buhrandan sonra kredi derecelendirme kuruluşları düzenleyici amaçlarla çalışmalarda bulunmuştur. Günümüzde uluslararası düzeyde derecelendirme yapan şirketlerden S&P, Moody's, Fitch (ABD kuruluşlu firmalar) ve JCR (Japonya kuruluşlu)'dir (Şirvan, 2004).

Kredi derecelendirme kuruluşlarına tarihsel gelişiminden kısaca bakıldığında; S&P, 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuş New York'ta bulunan uluslararası bir kredi değerlendirme kuruluşudur. S&P kredi derecelendirmesinde ekonomik durumlarla birlikte ülkelerin dış politika gelişmeleri, seçim sistemi ve zamanları, demokrasinin işleyişi, siyasal gündemdeki riskler, Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesi ve benzerleri gibi siyasi durumları da göz önüne almaktadır (Tutar vd., 2011). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından bir diğer saygın kuruluş Moody's dir. 1900'lü yılların başında kurulan Moody's şirketi ilk kredilendirmesini 1909 yılında yapmıştır. Moody's ile S&P arasında notların anlamı açısından çok büyük bir farklılık yoktur. Her iki derecelendirme kurumunun notlarının sembolleri farklıdır (Tutar vd., 2011). Fitch derecelendirmeleri, 1913'te John Knowles Fitch tarafından kurulan "Fitch Yayıncılık Şirketi" olarak başlamıştır. AAA'dan D'ye kadar olan notlarını bağımsız finansal güvenlik analizleri için ihtiyaç duyulan talebin karşılanmasını sağlamak üzere 1924'te tanıtmıştır. 1975'te ulusal anlamda üç saygın derecelendirme kuruluşlarından biri olmayı başarmıştır.

Tablo 1'de uluslararası derecelendirme faaliyetini yürüten üç önemli derecelendirme kuruluşunun notları gösterilmiştir. Her üç derecelendirme kuruluşunun not dereceleri bir birine benzemekle birlikte bazı özel ayrımlara sahip olduğu görülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalardaki rolü, 1980'lerde başlayan küreselleşmeyle önem kazanmıştır. Günümüzde global düzeyde faaliyet gösteren bir çok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır ve bunlardan en önemli üç derecelendirme kuruluşu S&P, Moody's ve Fitch'dir (Tutar vd., 2011). Bu kuruluşların verdiği notlara göre ülkeler ve şirketler borç alabilmekte ya da verebilmektedir. Bir yandan bu kuruluşların verdiği

notlar kredilerin riskini ölçerek ülke ve firmalar için borçlanmada kolaylık sağlarken diğer yandan yatırımcılara bilgi sağlamaktadır.

Tablo 1: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi

Standart & Poor's	Fitch	Moody's	Notun Açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1	İyi Kredi Derecesi	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	İyi Kredi Derecesi	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın Altı Seviye	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Yatırım Yapılmaz	Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	
B+	B+	B1		
B	B	B2	Önemli Derecede Spekülatif	
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa	Şiddetli Riskli	
CCC	CC	Caa3		
CC	C	C	Aşırı Spekülatif	
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü Yerine Getiremez	

Kaynak: Kronwald (2009)

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal kurumlara, firmalara, yatırımcılara, sermaye piyasalarına ve ekonomiye sağladığı faydalara bakıldığında; risk faktörü dikkate alınarak finansal kurum tercihi yapılabilen, devlet garantisine ihtiyaç duyulmadan mali sisteme güven sağlanmakta, dış kaynak kullanımında

önemli bir fayda sağlamakta, firmaların kredi sahasını genişletir, firmaların daha rahat likidite planlaması yapabilmelerine imkan sağlar, firmaların otokontrol sisteminin yönetimde kaliteyi arttırmakta, yatırımcıların risk algılarına göre yatırım tercihi rasyonel olarak yapabilmelerine imkan sağlar, sermaye piyasalarında baz değer ölçütü oluşturur, risk ölçümünde objektif kabul edilen bir standart ölçüm oluşturur, yatırımcıların piyasada işlem yapmalarını teşvik eder, ülke ekonomilerinin istikrar ve güven ortamı sağlar, ekonomilerin büyümesini ve uluslararası piyasalarla entegrasyonunu sağlar (Şirvan, 2004).

Kredi değerlendirme şirketlerinin vermiş oldukları notlar ülkelerin veya şirketlerin aralarında yapacakları borçlanmalara yön vermektedir. Ülkelerin birbirlerin verecekleri borç miktarını ve borç maliyetini belirlemek açısından kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar referans niteliği taşımaktadır (Tutar vd., 2011).

Derecelendirme kuruluşları 1997 Asya, 1998 Rusya ve en önemlisi 2008 yılında ABD’de yaşanan mortgage krizlerini ön görememiştir. Bundan dolayı küresel finans krizi sonrası kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştiriler artmıştır (Bostancı, 2012). Ülkelere ve şirketlere not verirken kurumun denetime tabi tutulmaması güvenilirlik konusunda şüphelere yol açmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kendi çıkarları için yatırımcıları mağdur ettiği yönünde düşünceler ise genel olarak kabul görmeye başlamıştır (Tutar vd., 2011). Derecelendirme faaliyetlerinin uluslararası bir hal aldığı günümüzde, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için vermiş oldukları kredi notları ve hazırladıkları raporlar, ekonomik etkileri ile birlikte siyasal etkileri ile de tartışılmaktadır (Demir ve Eminer, 2014).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmelerin genelinde ülke ekonomisinin gelir yaratma kapasitesi, dış borç birikimi, siyasi risk ve ekonomik serbestlik endeksi gibi yeni yöntemlerde de göz önünde tutularak değerlendirme yapılmaktadır (Tutar vd., 2011).

Kredi notlarının verilme sürecinin şeffaflıktan uzak olması, sonradan gelen piyasa notlarının krizi alevlendirmesi gibi neden-

lerle eleştirilen kredi derecelendirme kuruluşlarının politik ve siyasi pek çok amaca hizmet ettiğine dair çeşitli düşünceler ve kredi derecelendirme kuruluşlarının objektifliğini sorgulayan tartışmalar gittikçe artmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının tavsiye niteliği taşımaması, ortaya çıkan zararın “nedeni” olmasının kesin olarak ispatlanamaması gibi durumlardan dolayı haklarında açılan mahkemelerin hiç birinden zarar görmemişlerdir (Tekin, 2016).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye tarihçesine bakıldığında, Türkiye için Moody’s ve S&P ilk not açıklamalarını 1992 yılında yapmışlardır (Ovalı, 2014). Türkiye’ye verilen kredi notları da geçmişten günümüze sürekli tartışma konusu olmuştur.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkında ki açıkladıkları not duyuruları sonrasında BİST 100 deki sektörel endeks değişimlerini incelemek ve kredi derecelendirme kuruluşlarının not duyurumu sonrası ilgili endekslerde bir etkinin olup olmadığını incelenmiştir. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde giriş bölümü olup derecelendirme kuruluşları ve derecelendirme kuruluşlarının borsa ile ilişkisi incelenmiştir. İkinci bölümde çalışmaya zemin oluşturan benzer akademik çalışmaların derlendiği literatür kısmından oluşmaktadır. Üçüncü bölümde çalışmanın uygulama kısmına ait metodolojiye yer verilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde analiz sonuçlarında elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölüm olan beşinci bölümde ise bulgulara ait genel değerlendirmelere yer verilen sonuç bölümü yer almaktadır.

2. Literatür

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmaların bir kısmı aşağıda verilmiştir.

Yazıcı (2009) kredi derecelendirme kuruluşları yüz elli yılı aşkın süredir sağladıkları faydalar dışında ekonomiyi trilyonlarca zarara uğratan krizlere katkısını tartışmış ve yoğun revizyon çalışmaları başlatıldığını açıklamıştır.

Tutar vd. (2011) yatırımcıların yüksek kredi notuna sahip olan ülkelere yatırım yaptığını yazmışlardır. Ancak yaşanan mali

kriz sonrası bu ülkelerdeki önemli şirketler batınca, güven sorunu oluştuğunu görmüşlerdir.

Akyurt (2011) ülke kredi riski notu o ülkenin uluslararası sermaye piyasalarındaki borçlanması için önemli olduğunu açıklamış ve bununla alakalı olarak bu çalışmasını yapmıştır. Çalışmada Moodys'in verilerinden yararlanmıştır.

Kabadayı (2012) yaptığı araştırmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke notlarını etkileyen faktörler Yükselen Ekonomiler ve Türkiye örneği üzerinden belirli yıl aralığında alternatif ekonometrik modeller vasıtasıyla incelemiştir. Yükselen ekonomiler için sonuç olarak ülke notlarını ülkelerin ekonomik siyasi yapılarını yansıttığı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız hareket ettikleri gözlemiştir. Türkiye örneğinde ise, S&P ülke içi gelişmeleri yansıtırken Moodys ve Fitch notları için elde edilen sonuçlar kısmen yansıtmakta olduğu sonucuna varmıştır.

Balıkçoğlu ve Yılmaz (2013) kredi derecelendirme kuruluşlarının tahmin yaparken tutarlı ve objektif olup olmadıklarını seçilen 12 tane ülkenin makro ekonomik göstergeleriyle açıklamıştır. Çalışmanın sonunda bu kuruluşların kredi notu verirken her zaman tutarlı ve objektif davranmadıkları gözlemiştir.

Toraman ve Yürük (2014) kredi derecelendirme çalışmaları görüş niteliği taşısa da yatırımcıları etkilemekte olduğunu söylemiştir. Bu kuruluşların krizleri öngörmeleri ve riskler konusunda yatırımcıları uarmaları beklense de bu konuda yetersiz kaldıklarını belirtmiştir. Amerika'nın büyük şirketlerinde Enron'a verilen yüksek not sonrası batmış olması ve bu tarz olayların sık yaşanır hale gelmesi hem eleştiri noktası haline getirmiş hem de sorgulanmaya başlamıştır.

Gülmez ve Gündoğan (2014) yaptıkları çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda objektif olup olmadığını, IMF ve Dünya Bankası üzerinden verilen örneklerle açıklamışlardır. Notlar verilirken çoğu zaman öznel olduğu sonucuna ulaşmışlar ve Türkiye de bunun başlıca örneklerindedir.

Ovalı (2014) yaptığı çalışmada S&P'nin açıkladığı kredi notları ve derecelendirme kriterlerine ilişkin başlıca göstergeler-

den yararlanmıştır. Uluslararası yatırımlara yön veren kredi kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notu ile derecelendirme kriterlerindeki performansı arasındaki ilişkiyi AB ülkeleriyle karşılaştırmalı olarak ortaya koymuştur.

Demir ve Eminer (2014) Neo-liberal politikaların hakim olduğu 1970'li yıllardan beri, hazine tahvili ile uluslararası borçlanma yönteminin giderek arttığını belirtmişlerdir. 1990'lı yıllardan itibaren kuruluşların güvenilirlikleri de sorgulandığından yeni bir dönem başlamıştır. Bu çalışma ile de neo-liberal süreçte etkiler, güvenilirlik ve tutarlılık değerlendirilmiştir.

Kargı (2014) kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinin Türkiye verileri ile uyumlu olup olmadığı incelemiştir. Öncelikle 'Kredi Derecelendirme' kavramı ele alınarak derecelendirmeyi yapan kuruluşların amaç ve nitelikleri ele almıştır. Ardından ABD'deki S&P, Fitch ve Moody's kuruluşlarının derecelendirme kriterleri ve Türkiye ekonomisindeki seçilmiş göstergelerle Türkiye'ye verilen kredi notları arasındaki bağlantıları araştırmıştır.

Gür ve Öztürk (2014) ülkelerde yaşanan finansal krizlerden sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının eleştirilere maruz kaldığını, kredi derecelendirme kuruluşlarının denetimi ve çalışmalarını daha önemli hale geldiğini belirtmişlerdir.

Geyikçi ve Karğın (2014) bu çalışmasında kredi derecesine sahip firmalara verilen notlar ile mali vb. sektörlerde çalışan kişilerle gerçekleştirilen anketlerden elde edilen sonuçları karşılaştırmıştır. Sonuç olarak derecelendirme yönteminden elde edilen notlar ile bağımsız derecelendirme kuruluşlarından alınmış notların tutarlı olduğu tespit etmiştir.

Meydan ve Yıldız (2014) yaptığı araştırmada şirketlerin almış oldukları kredi notu ile entelektüel sermayesi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yerli ve yabancı derecelendirme şirketlerinin raporlarından yararlanılarak yapılan analizden çıkan sonuçta şirketlerin entelektüel sermayeleri ile almış oldukları kredi notları arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmadığını belirtmiştir.

Kaya vd. (2015) yaptıkları çalışmada 2007-2014 yılları arasında derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'ye verilen

derecelendirme notlarının ve CDS primlerinin ülke kredi değeri üzerindeki etkinliğini ölçmüşlerdir. Analiz sonuçlarına göre derecelendirme notları ve CDS primlerinin aynı olaylara her zaman aynı tepkiyi vermediği tespit edilmiştir.

Orhan vd. (2015) bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının daha etkin bir şekilde denetlenmesinin ve KDK'lara yönelik yaptırım mekanizmasının bulunmasının gerekliliğinden bahsetmişlerdir.

Tekin (2016) kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetler, ticari şirketler, finansal kurumlar, bankalar ve ülkeler ile ilgili değerlendirmelerde bulunup kamu ile paylaşılan bilgilerin, yatırımcıların güvenilir bilgi almalarını sağladığını ve yatırım kararı alımında etkili olduğunu açıklamıştır. Ancak öngörülemez kriz ve iflaslar yatırımcıları zarara uğrattığı için bu kuruluşların sık sık tepki aldığını ifade etmiştir.

Kılıçaslan (2016) kredi derecelendirmenin 19. yüzyıldan bu yana gelişen temel amacı ise piyasa işleyişini düzeltmek olan bir sistem olduğunu söylemiştir. Bir çok derecelendirme kuruluşu olsa da piyasanın hakim şirketleri S&P, Fitch ve Moody'sdir. Şirketlerin notlarına göre borçlanma maliyetleri belli olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının çalışmalarındaki sorunlar ele alınarak güvenilirlikleri sorgulanmıştır.

Şensoy vd. (2016) yaptıkları çalışmada 2000 ve 2015 yılları arasında Fitch, Moody's ve Fitch'in 11 gelişmekte olan ülke için yapmış oldukları açıklamanın ülkelerin borsa getirileri üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre derecelendirmeye ilişkin duyuruların çoğunun çift korelasyon üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

Yüksel ve Özşarı (2017) yaptıkları çalışmada 8 adet makro ekonomik değişkenin 1992 ve 2015 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanarak uyguladıkları MARS metodu ile Türkiye'nin kredi notu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak cari işlemler açığı ile kredi notu arasında belirgin bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

3. Araştırmanın Metodolojisi

3.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için vermiş oldukları kredi notlarının Borsa İstanbul'da yer alan BIST BANKA (XBANK), BIST MALİ (XUMAL), BIST MENKUL KIYMET YAT. ORT. (XYORT), BIST TİCARET (XTCRT), BIST SINAİ (XUSIN) ve BIST KOBİ SANAYİ (XKOBI) endekslerin getirileri üzerine etkisi olup olmadığını tespit etmektir. Derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not açıklamaları finansal piyasaları etkilemektedir. Bu bağlamda not açıklamalarına duyarlılığı yüksek olacağı düşünülen sermaye piyasasında işlem gören 6 endeks ele alınmıştır.

3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Çalışmada, 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul'da 6 endeks verisi kullanılmıştır. Endeks değerleri FİNNET veri tabanından indirilmiştir. Tablo 2'de derecelendirme kuruluşlarının 2012-2016 yılları arasında Türkiye için yapmış oldukları duyuru tarihleri ve duyuru içerikleri yer almaktadır.

Tablo 2: 2012-2016 Yılları Arasında Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's, Fitch'in Türkiye Değerlendirmesi

DÖNEM	2012		2013		2014	
ŞİRKET	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ
FITCH	BBB-(NEGATİF)	05.11.2012	BBB-(DURAĞAN)	16.05.2013	BBB-(POZİTİF)	04.04.2014
MOODY'S	Ba1 (POZİTİF)	20.06.2012	Baa3 (POZİTİF)	16.05.2013	Baa3 (NEGATİF)	11.04.2014
S&P	BB+ (DURAĞAN)	01.05.2012	BB+ (POZİTİF)	27.03.2013	BB+ (NEGATİF)	07.02.2014

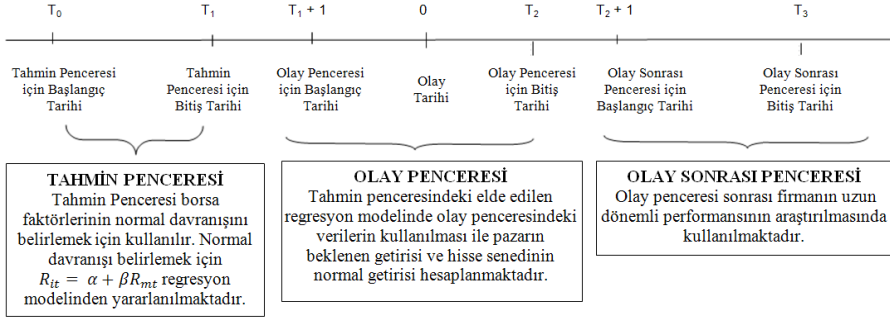
DÖNEM	2015		2016	
ŞİRKET	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ	NOT	AÇIKLANMA TARİHİ
FITCH	BBB-(DURAĞAN)	18.09.2015	BBB-(DURAĞAN)	20.07.2016
			BBB-(DURAĞAN)	23.09.2016
MOODY'S	Baa3 (NEGATİF)	07.02.2015	Ba1 (NEGATİF)	23.09.2016
S&P	BB+ (NEGATİF)	08.05.2015	BB (NEGATİF)	20.07.2016

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada, 2012-2016 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme notlarının Borsa İstanbul'da yer alan altı endeks üzerindeki etkisi olay çalışması (Event Study) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Olay çalışması finans literatüründe sayısal olarak ifade edilemeyen şirketlere özgü veya tüm piyasayı etkileyebilecek çeşitli olayların piyasalar üzerindeki etkisini görmek için tercih edilen bir yöntemdir. Olay çalışması üç ana zaman bölümünü kapsamaktadır. Tahmin Penceresi (Estimation Window); Olay söz konusu değilken, varlık getirilerinin piyasa getirisine kıyasla gerçekleşen normal davranışı belirlenmektedir. Gerçek fiyat hareketlerinin tanımlanabilmesi için tahmin penceresi 252 gün veya en az 126 olay öncesi gözlem kullanılmalıdır (Beninga, 2008, Eyüboğlu ve Bulut, 2015). Bu çalışmada ilk halka arz olan şirket hisse senetlerinin tahmin penceresinde şirketlerin geçmiş verileri olmadığından dolayı şirketin bulunduğu endeks değerleri verilerinden yararlanılmıştır. Olay Penceresi (Event Window); Olaydan sonraki aralığı ifade etmektedir. İlgili olayın olduktan sonra kaç gün daha şirket üzerinde etkisinin olduğunu gösterir. Bu çalışmada derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için vermiş oldukları not değerlerinin altı endeksin getirileri üzerinde istatistiki bir etkinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Olay penceresinde genellikle olaydan sonra 5, 10 veya en fazla 20 günlük sürece bakılmaktadır. Çalışmada bu süre derecelendirme kuruluşlarının not açıklamalarından sonraki 10 günlük süre çalışmada ele alınmıştır. Olay Sonrası Pencere (Postevent Window); Olay sonrası şirketin uzun vadeli performansını ölçmek için kullanılmaktadır. Olay sonrası penceresi, gerçekleşen olaydan sonraki dönem içerisinde bir ay veya birkaç yıl gibi daha uzun dönemi incelemektedir.

Şekil 1: Olay Çalışması Zaman Çizelgesi



Kaynak: Benninga (2008)

Olay çalışması, ilgili olayın herhangi bir anormal getiriye yol açıp açmadığını ölçmeye çalışmaktadır. Anormal getiri ise, "bir menkul kıymetin gerçekleşen getirisi ile beklenen getirisi arasındaki fark" şeklinde ifade edilmektedir. Olay çalışmasında beklenen getiriler için en çok kullanılan yöntem piyasa modelidir. Piyasa modelinde şirketin hisse senetlerinin fiyatı ile hisse senedi piyasa endeksi arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmaktadır. Bu çalışmada öncelikle basit doğrusal regresyon modeli ile ilk halka arz olan her bir hisse senedinin her bir gözlem günü için piyasa getirisine dayalı beklenen getirisi hesaplanacaktır. Piyasa getirisi dayalı beklenen getirisi hesaplamada ilk halka arz olan menkul kıymetin olay günü öncesi tarihsel verisi bulunmadığından bunun yerine temsili olarak her bir menkul kıymetin sektörüne ait tarihsel veri kullanılmıştır. Sonraki aşamada anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanarak, ilk halka arz sonrasında şirket hisse senedi arz fiyatının üzerindeki olumlu veya olumsuz etkileri t-testi ile incelenerek çalışmanın uygulama kısmında gerçekleştirilecek adımlar aşağıda gösterilmektedir (Brown ve Warner, 1985; Benninga, 2008; Kaya, 2012; Mazgit, 2013; Sakarya vd., 2017). Öncelikle tahmin penceresinde ilgili ilk halka arz olunan şirketin bulunduğu sektör ve piyasa endeksi üzerinden hesaplanan günlük getiri verileri kullanılarak en küçük kareler yöntemi (EKK) ile (sabit terim) ve katsayıları (eğim) hesaplanır. Kullanılacak piyasa modeli denklem(1)'de gösterilmiştir.

$$R_t = \alpha + \beta * R_{m,t} \quad (1)$$

Denklem (1)'de, R_t , t gününde gerçekleşen getiriyi, $R_{m,t}$, t gününde gerçekleşen piyasa getirisini, hesaplanan α değeri piyasa modelindeki regresyon doğrusunun sabit terimini (risksiz faiz oranı), β ise piyasa getirisinin zaman içerisindeki eğimini (sistemik riski) göstermektedir. Denklem bir tahmin penceresinde öncelikli olarak ilk halka arz olan şirketin bulunduğu sektör ve pazar getirileri ile elde edilmiştir. Tahmin penceresindeki süre aralığı 252 gün verisi üzerinden yapılmıştır.

Hesaplamalar yapıldıktan sonra olay penceresinde gerçekleşen getiriler ve piyasa modeli ile elde edilen katsayılar kullanılarak olay penceresindeki her bir gün için beklenen getiriler hesaplanmıştır. Beklenen getiriler denklem (2)'de gösterilmiştir.

$$E(R)_t = \alpha + \beta * R_{m,t} \quad (2)$$

Denklem (2)'deki " $E(R)_t$ " t günündeki beklenen getiriyi, " α " risksiz faiz oranını temsil eden sabit terimi, " β " beta katsayısını, " $R_{m,t}$ " t günündeki piyasa getirisini göstermektedir. Bundan sonra olaydan sonraki anormal getiriyi (AR) ölçülmektedir. Olay anı derecelendirme kuruluşunun Türkiye için kredi notu açıklama günü alındığında derecelendirme sonrası (olay sonrası) her bir gün endeksin cari getirisi ile denklem (2) yardımı ile hesaplanan beklenen getiri arasındaki fark alınır. Anormal getirinin hesaplanması denklem (3)'te gösterilmiştir.

$$AR_t = R_t - E(R)_t \quad (3)$$

Ortalama anormal getiri (AAR), belirli bir zaman aralığındaki anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ortalama anormal getiri (AAR) denklem(4)'te gösterilmiştir.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_t \quad (4)$$

Denklem (5)'te kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR) gösterilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getiri (CAAR), olay penceresindeki normal üstü getirilerin zaman aralığındaki kümülatif toplamını ifade eder.

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (5)$$

"t" istatistiği ise denklem (6)'daki gibi hesaplanmaktadır. Hesaplanan t istatistiği, "-1.96 ve +1.96" arasında yer alıyor ise bulgunun %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu değerlendirilmesinde kullanılacaktır.

$$t = \frac{AR_t}{\sigma} \quad (6)$$

Denklem (7)'de yer alan standart hata (σ), çalışmanın 252 günlük tahmin penceresindeki her bir endeksin getirisi için tahmini pazar değerinin standart hatasını vermektedir. Standart hata formülü denklem (7) gösterilmiştir.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{(n-2)} \left[\sum (y - \bar{y})^2 - \frac{[\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})]^2}{\sum (x - \bar{x})^2} \right]} \quad (7)$$

Bu çalışmada olay penceresi için derecelendirme notunun açıklanmasından sonraki 10 gün ele alınmıştır. Tahmin penceresi ilk halka arzdan önceki 252 günlük veriyi içermektedir. İstatistiklerin hesaplanması ve test edilmesi Excel üzerinde oluşturulan bir modül ile gerçekleştirilmiştir. Kullanılan pazar modeli yaklaşımda pazarı temsilen BIST100 endeksi kullanılmıştır. Analizde altı endeksin kredi derecelendirme notundan sonra getirilerinde negatif ve pozitif yönde bir değişim olup olmadığı olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Bunun için yukarıda sayılan adımlar her biri üç kredi derecelendirme şirketinin Türkiye için yaptığı not açıklamasından sonra endekslerin getirilerinde bir değişim olup olmadığını belirlemek için tek tek uygulanmıştır.

Eğer endeksler için anormal getiriler (AR_i) veya toplamda altı endeksin ortalamasını ifade eden ortalama anormal getiriler (AAR_i), istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gösteriyor ise not açıklamanın endeks getirileri üzerinde bir etkisinin olduğunu ve verilen notun endeksi veya endeksleri etkilediği ifade edilebilir. Anormal getiriler (AR_i) veya ortalama anormal getiriler (AAR_i), pozitif olur ise yapılan not açıklamasının endekslerde pozitif getiri oluşturduğu; Anormal getiriler (AR_i) veya ortalama anormal getiriler (AAR_i), negatif olur ise yapılan not açıklamasının endekslerde negatif getiri oluşturduğu söylenebilir. Eğer anormal getiriler (AR_i) veya ortalama anormal getiriler (AAR_i), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak pozitif veya negatif olarak anlamlı bir farka sa-

hip değil ise kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan not açıklamalarının endekslerin getirilerinde her hangi bir etkiye sahip olmadığını ifade etmektedir.

Böyle bir durumda ise çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

H_1 : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır.

Yani, $H_1 = (AR_t) \neq (AAR_t) \neq 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde değişiklik olmuştur. Not açıklama sonrası endeks fiyatında dikkate değer yükselme veya düşme yönlü bir hareket olmuştur.

H_2 : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır ve pozitif değerdedir.

$H_2 = (AR_t) \vee (AAR_t) > 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendi şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde pozitif bir anormal getiri sağlanabilmektedir.

H_3 : Anormal getirilerde (AR_t) veya ortalama anormal getirilerde (AAR_t), %5 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar vardır ve negatif değerdedir.

$H_3 = (AR_t) \vee (AAR_t) < 0$ şeklinde ifade edilebilir. Türkiye için yapılan kredi derecelendirme notunun açıklanmasından sonra endeks getirilerinde negatif bir anormal getiri sağlanmıştır.

4. Bulgular

2012-2016 yılları arasında 3 önemli kredi derecelendirme şirketinin Türkiye yönelik yapmış oldukları not açıklamadan sonraki 10 günlük değişimin analiz sonuçları Tablo 3'te gösterilmiştir. Tablo 3'de endekslerin duyuru sonrası 10 günlük olay penceresinde hesaplanan anormal getiri endeks bazındaki anormal getiri gösterilmiştir.

Tablo 3'teki sonuçlara bakıldığında duyuru sonrası sonrasında bütün endekslerin %5 olasılık düzeyinde olay penceresinde anormal getirilerinin olup olmadığı gösterilmiştir. Tablo 3'te bulunan endekslerden kredi derecelendirilme kurulu not açıklama sonrası durumları sırasıyla açıklanmıştır.

Tablo 3: S&P, Moody's ve Fitch in Derecelendirme Sonuçları (2012-2014)

	2012			2013			2014		
	FİTCH	MOODY'S	S&P	FİTCH	MOODY'S	S&P	FİTCH	MOODY'S	S&P
XBANK	(+7)			(+7, +8)	(+7, +8)		(-4)	(-9)	(-7)
XUSIN			(-5)	(+2, +8)	(+2, +8)	(+6)	(-7)		(-8)
XUMAL			(-5, -1)	(+7, +8, +10)	(+7, +8, +10)		(-7)		(-10, -9, -7)
XKOBI	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	VERİ YOK	(-7)		
XTCRT		(+7)							(-10, 1, 6)
XYORT				(+3, +8)	(+3, +8)		(-4)	(-9, -6, -1)	

2012 yılı için Fitch'in not açıklamasından sonra Banka endeksinde yedinci gündü anormal bir getiri olmuştur. 2012 yılında Moody's in not açıklamasından sonra ise sadece Ticaret endeksinde duyuru sonrası 7'nci günde anormal bir getiri oluşmuştur. 2012 yılında bir diğer derecelendirme kuruluşu olan S&P'nin Türkiye için yaptığı not açıklamasından 5 gün önce sınai endeksinde, 5 ve 1 gün öncede mali endeksinde anormal bir getiri oluşmuştur.

2013 yılı için Fitch'in Türkiye için yaptığı not açıklamasından sonra, Banka endeksinde duyuru sonrası 7'nci ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Sınai endeksinde duyuru sonrası 2'nci ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Mali endeksinde duyuru sonrası 7'nci, 8'inci ve 10'uncu günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Menkul yatırım ortaklığı endeksinde bakıldığında duyuru sonrası 3'üncü ve 8'inci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. 2013 yılı Moody's Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları Fitch'in yapmış olduğu not açıklamalarına benzer etki ile endekslerin getirileri üzerinde bir değişime neden olmuştur. 2013 yılı S&P'nin yapmış olduğu not açıklaması sadece sınai endeksinde duyuru sonrası 6'ncı günde anormal bir getiri oluşturmuştur.

2014 yılı için Fitch'in not açıklamaları dikkate alındığında mali, kobi ve sınai endekslerinde duyuru öncesi 7'nci günde

anormal bir getiri oluşmuştur. Banka ve menkul yatırım ortaklığı endekslerinde ise duyuru öncesi 4'üncü günde anormal bir getiri oluşturmuştur. 2014 yılı Moodys'in Türkiye için yaptığı not açıklamasında banka endeksine bakıldığında endeksin duyuru öncesi 9'uncu günde anormal bir getiri oluşmuştur. Menkul yatırım ortaklığı endeksinde ise duyuru öncesi 9'uncu, 6'ncı ve 1 gün öncesinde anormal bir getiri oluşmuştur. 2014 yılı S&P'nin Türkiye için yaptığı açıklamalar dikkate alındığında banka endeksinde duyuru öncesi 7'inci günde anormal bir getiri oluşmuştur. Sınai endeksinde duyuru öncesi 8'inci günde anormal bir getiri oluşmuştur. Mali endeksinde duyuru öncesi 10'uncu, 9'uncu ve 7'nci günlerde endeksin getirilerinde normalüstü bir getiri oluşmuştur. Ticaret endeksine ise duyuru öncesi 10'uncu günde ve duyuru sonrası 1'inci ve 6'nci günlerde endeksin getirilerinde anormal bir getiri elde edilmiştir.

Tablo 4: S&P, Moody's ve Fitch'in Derecelendirme Sonuçları (2015-2016)

	2015			2016			
	FITCH	MOODY'S	S&P	FITCH 1	FITCH 2	MOODY'S	S&P
XBANK	(-4)	(-3,-2)		(-4)	(-5,2,3,5,8,9,10)	(-5,2,3,5,8,9,10)	(-4)
XUSIN				(-10, -4, -1,3)	(3,5,6,10)	(3,5,6,10)	(-10,-4,-1,3)
XUMAL	(-4)	(-3,-2)		(-4)			(-4)
XKOBI		(+6,+7)		(-2,0,1,2,3)	(+2)	(+2)	(-2,0,1,2,3)
XTCRT		(+4)		(-1, 0)			(-1,0)
XYORT	(-3)			(-2,0)	(+2)	(+2)	(-2,0)

2015 yılı Fitch'in Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları ile endeks getirilerindeki değişime bakıldığında banka ve mali endeksinde duyuru öncesi 4'üncü günde anormal getiri oluşmuşken menkul yatırım ortaklığı endeksinde duyuru öncesi 3'üncü günde anormal bir getiri oluşmuştur. 2015 yılı Moody's Türkiye için yapmış olduğu not açıklamaları ile endeks getirilerindeki değişime bakıldığında banka ve mali endeksinde duyuru öncesi 3'üncü ve 2'nci günlerde anormal bir getiri oluşmuştur. Kobi endeksinde duyuru sonrası 6'ncı ve 7'nci günlerde anormal bir getiri oluşurken ticaret endeksinde ise 4'üncü günde bir anormal getiri oluşmuştur. S&P, 2015 yılında mayıs ayı içerisinde Türkiye için not açıklamasında bulunmuştur. Yapılan not açıklaması analize dahil edilmiş

seçil 6 endeksin getirilerinde anormal bir getiri değişikliğine yol açmamıştır.

2016 yılı için Fitch Türkiye için 2 not açıklamasında bulunmuştur. Birinci not açıklamasında endekslerin tamamında duyuru öncesi ve sonrası anormal getirilerin olduğu görülürken ikinci not açıklamasında endekslerden banka, sınai, kobi ve gayri menkul yatırım ortaklığı endekslerinde duyuru öncesi ve sonrası anormal getirilerin olduğu görülmektedir. 2016 yılında Moody's in Türkiye için yapmış olduğu not açıklamasının ilgili endeksler üzerindeki etkisi Fitch'in ikinci açıklamasının oluşturduğu etki ile benzer niteliktedir. Yine 2016 yılı S&P'nin Türkiye için vermiş olduğu not endekslerin tamamında duyuru öncesi ve sonrası anormal bir getiri oluşmuştur.

Tablo 4 ve Tablo 5 birlikte ele alındığında 2012-2016 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not açıklamaları yaklaşık olarak %50 oranında endeksler üzerinde bir etki yapmıştır. 2012 yılında yapılan not açıklamaları duyuru sonrasında endeksler üzerinde bir etkiye sahipken diğer yıllarda duyuru öncesi ve sonrasında endeks getirilerinde bir etki olmuştur. Üç derecelendirme kuruluşunun Türkiye için yapmış oldukları not açıklaması seçili endeksler üzerinde duyuru öncesinde ve sonrasında endeks getirilerinde anormal getiri elde edilmesini sağladığı görülmüştür. Bu durum da kurulan 3 hipotezden H_1 hipotezi reddedilip, H_2 ve H_3 hipotezleri kabul edilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları duyurular sonrası endeks getirilerinde herhangi bir anormal getiri elde edilmediği durumlarda Tablo 4 ve Tablo 5'den görülmektedir. Her iki tablo içerisinde boş hücreler duyurunun endeks getirisi üzerinde bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bu da kurulan hipotezlerden H_1 hipotezinin kabul edilmesi gerektiğini ifade etmektedir.

5. Sonuç

Kredi derecelendirme kuruluşları objektif olarak derecelendirmelerde bulunarak uluslararası yatırımcılara güven veren kuruluşlardır. Yatırımcılar yatırım yapacakları ülkeleri ve firmaları derecelendirme notlarına bakarak rasyonel kararlar alarak yatı-

rım yapabilirler. Bu anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları not duyuruları yatırımcılar ve ülkeler için bir referans niteliği taşımaktadır. Bu açıdan bu çalışmada 2012-2016 yılları arasında dünyanın üç büyük derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için yapmış oldukları not açıklamaları analiz konusu olarak seçilmiştir. Yapılan analizde derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye vermiş oldukları notlar borsada seçili 6 endeks üzerindeki etkisi incelenmiştir. Altı endeks seçilirken para akımlarından en hızlı derece etkilenen yani duyurulara karşı kısa dönemde reaksiyon verebilen endeksler seçilmiştir. Analiz sonuçlarına bakıldığında geçmiş beş için Türkiye'ye yönelik açıklamalar seçili altı endeks üzerinde yaklaşık olarak yarı yarıya bir etkiye yol açmış. Yapılan açıklamaların ardından ilk on gün içerisinde duyurulardan etkilenmeyen endekslerde yer almaktadır. Olay çalışması yönteminde olaydan sonrası kısa dönemli değişimlerle bakılarak analiz yapılmaktadır. Yapılan çalışmada da duyuru sonrası ve öncesi on günlük etki analiz kapsamında ele alınmıştır. Genel olarak bakıldığında seçili altı endeksin yarı yarıya duyurulardan etkilendiği söylenebilir.

Çalışmanın elde edilen bulgularına göre derecelendirme kuruluşlarının yüzde yüz endeksleri etkilemediği sonucuna erişilmiştir. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için yapmış oldukları iyi ve kötü not açıklamalarının seçili endeksler üzerindeki etkisinin belli bir oranda olduğu söylenebilir. Bu sonuçta göre ulusal ve uluslararası yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı açıklamalara verdiği reaksiyonun kısmi düzeyde olduğunu göstermektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar özellikle uluslararası yatırımcılar tarafından önemle takip edilmekte ve yatırım tercihlerini etkilemektedir. Bu açıdan yapılan analiz sonuçlarına bakıldığında not açıklamalarının yüzde yüz endeksleri etkilemediği, yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının not açıklamaları ile birlikte diğer parametrelere de baktıklarını da göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Akyurt, İ. Z. 2011. Ülke Derecelendirme Sisteminin Markov Zinciri İle Analizi. İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi, 22 (69).
- Balıkçioğlu, E. 2013. Ülkelerin Finansal Açısından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler Ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi (Doctoral Dissertation, Doctoral Thesis, Ankara University Institute Of Social Sciences).
- Benninga, S. 2008. Financial Modelling, (Third Edition), London: The MIT Press.
- Bostancı, M.C. 2012. Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Brown, S. J. ve Warner, J. B. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of financial economics, 14(1), 3-31.
- Demir, M. ve Eminer, F. 2014. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler. LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 5(2).
- Geyikçi, U. B. ve Karğın, M. 2014. Reel Sektör Firmalarına Yönelik Kredi Derecelendirme Model Önerisi. Yönetim Ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 21(1), 323-343.
- Gülmez, A. ve Gündoğan, H. 2014. Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması. Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi 2(4).
- Gür, T. H. ve Öztürk, H. 2011. Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler, Sosyoekonomi, (2), 69.
- Kabadayı, B. 2012. Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler Ve Türkiye Örneği. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Erzurum.
- Kaya, B., Kaya, E. Ö. ve Yalçiner, K. 2015. Türkiye’nin Derecelendirme Notları ve Kredi Temerrüt Swap Primlerinin Ekonomik ve Sosyal Olaylara Tepkisinin Analizi, Maliye Finans Yazıları, (103), 85-112.
- Kaya, T. 2012. The short term performance of initial public offerings in Istanbul stock exchange: 2010-2011 application. Journal of Business, Economics and Finance, 1(1), 64-76.
- Kılıçaslan, H. ve Giter, M. S. 2016. Kredi Derecelendirme Ve Ortaya Çıkan Sorunlar. Maliye Araştırmaları Dergisi, 2(1).
- Kronwald, C. 2009. Credit rating and the impact on capital structure. Munich, GRIN Verlag,

- Mazgıt, İ. 2013. Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyoekonomi*, 20(20).
- Meydan, C. ve Yıldız, S. 2014. Şirketlerin Entelektüel Sermayesi Ve Kredi Derecelendirme Notu Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(23), 95-112.
- Orhan, M., Saka, H. ve Yüksel, H. 2015. Kredi Derecelendirmenin Etik Ve Sistemik Açmazları. *İs Ahlakı Dergisi*, 8(1), 67.
- Ovalı, S. 2014. Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: Ab İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, 10(23), 53-80.
- Sakarya, Ş., Yazgan K. F. ve Yıldırım, H. H. 2017. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40), 55-76.
- Şensoy, A., Eraslan, V. ve Erturk, M. 2016. Do sovereign rating announcements have an impact on regional stock market co-movements? The case of Central and Eastern Europe. *Economic Systems*, 40(4), 552-567.
- Şirvan, N. 2004. Kredi Derecelendirme Ve Türkiye Ekonomisi. *Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları*, (file:///C:/Users/hasan/Desktop/krediderecelendirme.pdf)
- Tekin, İ. Ç. 2016. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Kriz Ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 19, 181-205.
- Toraman, C., Yürük, M. F. 2015. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri, *Bitlis Eren Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1).
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. 2011. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:25, Kırgızistan
- Yazıcı, M. 2009. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye Finans Yazıları*, 1(82).
- Yüksel, S. ve Özsarı, M. 2017. Türkiye'nin Kredi Notunu Etkileyen Faktörlerin MARS Yöntemi İle Belirlenmesi, *Politik Ekonomik Kuram*, 1 (2), 16-31.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Performanslarının Değerlendirilmesi: Lokanta ve Oteller Üzerine Bir Uygulama

Hakan ALTIN¹ - Cemil SÜSLÜ²

Makale Gönderim Tarihi: 05.10.2017

Makale Kabul Tarihi: 11.12.2017

ÖZ

Turizm sektörü hızlı büyüyen ve önemi artan sektörlerden biridir. Turizm sektörü çok sayıda alt sektörden oluşmuştur. Turizm sektörünün ekonomik kalkınmaya, gelir adaletsizliğinin giderilmesinde ve istihdam üzerinde katkıları bulunmaktadır. Bu çerçevede Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının araştırılması hem yatırımcılar hem de yöneticiler için önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının değerlendirilmesidir. Çalışmada yapılmış olan analizlerden elde edilen bulgulara modelin çözümü bölümünde yer verilmiştir. Sonuç bölümünde, elde edilen bulgular Finans teorisi ile ilişkilendirilmiştir. Ayrıca, bu bölümde turizm sektörüne ilişkin genel değerlendirilmelerde bulunularak sektörde faaliyet gösteren işletmeler için çözüm önerileri sunulmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, Turizm Şirketleri, Finansal Performans, FMOLS.

¹ Doç. Dr., Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, hakanaltinasu@hotmail.com, orcid: 0000-0002-0012-0016

² Dr. Öğretim Üyesi, İskenderun Teknik Üniversitesi Turizm İşletmeciliği Ve Otelcilik Yüksekokulu Seyahat İşletmeciliği Bölümü, cemil.suslu@iste.edu.tr, Orcid: 0000-0003-4164-1552

Not: Bu çalışmada kullanılan veriler başkaları tarafından kullanılabilir.

Evaluation Of The Performance Of The Tourism Companies Trade On Borsa Istanbul: An Application On Restaurants And Hotels

ABSTRACT

The tourism sector is one of the fastest growing sectors. The tourism sector is composed of many sub-sectors. The tourism sector has positive contributions to economic development, elimination of income injustice and employment. In this frame, investigating the financial performance of tourism companies traded on the Borsa Istanbul is important for both investors and managers. The purpose of this study is to evaluate the performances of publicly traded tourism companies traded in Istanbul Stock Exchange. The findings obtained from the analyzes were included in the analysis of the model section. Findings obtained in the conclusion section are related to finance theory. In addition, in this section general evaluations were made about tourism sector and some solutions were proposed for businesses operating in the sector.

Keywords: Borsa Istanbul, Tourism Companies Traded on Borsa Istanbul, Financial Performance, FMOLS

Jel Codes: G10 G11 G14

I. GİRİŞ

Turizm, insanların boş zamanlarını ve birikimlerini nasıl yönlendirecekleri ile ilgili kararlar başlayan ve ardından yatırım, tüketim, istihdam, ihracat ve gelir gibi ekonomik yönleri olan bir sosyo-ekonomik eylemdir (Kozak ve diğerleri, 2013). Turizmin insanların evlerinin ve işyerlerinin dışındaki yerlere seyahat etmesi, seyahat ederken gerçekleşen faaliyetler ve insanların bu konuyla ilgili ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için gerekli tesislerin oluşturulmasını kapsayan eylemlerin bütünü olarak da tanımlanabilir (Çağcı ve Güler, 2016).

Dolayısıyla turizm sektörü yukarıda belirtilmiş olan eylemleri yerine getirebilmek için diğer sektörlerden de yararlanmaktadır. Turizm sektörü, birçok aktiviteyi ve alt sektörü bünyesinde barındıran sektörler kesitidir. Diğer sektörlerden almış olduğu girdiyi çıktı

olarak ortaya koymaktadır (Ünlüöner ve diğerleri, 2011). Turizm sektörünün işbirliği içinde olduğu sektörler konaklama, seyahat, yiyecek-içecek ve destek sektörleridir.

Turizm sektörünün bir ekonomi içindeki farklı sektörler ile olan bu işbirliği, sektörün ülke ekonomileri ve uluslararası ekonomiler için ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Turizm sektörü emek yoğun bir sektördür. Dünya Turizm Örgütüne (DTÖ) göre, turizm sektöründeki her bir yatırım o yatırımın 10 misli kadar istihdam sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ve gelişmiş ülkelerin başlıca makroekonomik sorunlarından biri olan işsizliğe katkı sağlamaktadır.

Turizm sektörü ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır. Bu durum sektörün ülke ekonomilerinin bir diğer makroekonomik sorunu olan cari işlemler açığının kapanmasına katkı yapmaktadır.

Turizm sektörünün girdileri, serbest mallar olan deniz, kum, güneş, tarihi ören yerleri ve kültürel güzelliklerdir. Turizm bu doğal güzellikleri ve tarihi eserleri girdi olarak kullanmak suretiyle bunları ekonomiye kazandırmakta ve bölgesel gelir adaletsizliğinin giderilmesine katkı sağlamakta ve ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır (Ünlüöner ve diğerleri, 2011). Ayrıca, turizm sektörü girdilerinin ülke güzellikleri olması dolayısıyla da ithalata bağımlılığı diğer sektörler göre daha azdır. Turizm sektörünün bu özellikleri sayesinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından, yeniden keşfedilen bir sektör gibi önem verilmektedir.

Son on yıllık zaman dilimine bakıldığında, turizm sektörü dünyanın en hızlı büyüyen ve gelişen sektörlerinden biri olduğu görülmüştür. Özellikle de modern turizm yeni destinasyon sayısındaki gelişmeye bağlı olarak büyümektedir. DTÖ'e göre, küresel turizm sektörünün dünya gayrisafi milli hasılası (GSMH) içindeki payı %10'nu bulmuştur. Bu durum hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin dikkatini turizm sektörünün üzerine çekmiştir. Turizm sektörünün dünya GSMH'i içindeki payının giderek büyüme göstermesi gelişmiş ülkelerdeki ekonomik yönden az gelişmiş bölgelerinin gelişmesine ve kalkınmasına destek olabileceği düşüncesi gelişmiş ülkelerin turizm konusunda daha fazla yatırım yapmaya neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin ise büyüebilmek için

ihtiyaç duydukları döviz elde edebilmek, kırsal kalkınmayı sağlamak ve işsizlik sorununu aşabilmek amacıyla turizme önem vermeye başlamışlardır. Örneğin, Türkiye’de 1980 yılında yatak sayısı 82.332 iken 2015 yılında bu rakam 1.164.283 adet olmuştur. Bununla birlikte, Türkiye’de turizm gelirlerinin GSMH içindeki payı 1980 yılında % 0,6 iken bu rakam 2015 yılında % 6,2’ye ulaşmıştır. Turizm gelirlerinin ihracata oranına bakıldığında 1980 yılında bu rakam %11,2 iken 2015 yılında bu rakam %21,9’a ulaşmıştır³. Turizm sektörü önemi gittikçe artan ve teknoloji üretmeyen ülkelerin makroekonomik sorunlarının giderilmesi noktasında çözüm kaynağıdır.

Bu çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören turizm şirketlerinin finansal performanslarının incelenmesi amaçlanmıştır. Elde edilen sonuçlar finans teorisi ile ilişkilendirilmiştir. Böylece de çalışmanın hem turizm literatürüne hem de finansal yönetim literatürüne katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmada ilk olarak konuyla ilgili yapılmış çalışmaların yer aldığı literatür taramasına yer verilmiştir. İkinci olarak çalışmanın amacı ve kapsamına, üçüncü olarak, çalışmada kullanılan modele ve dördüncü olarak modelin çözümüne yer verilmiştir. Son olarak da sonuç ve değerlendirme bölümüne çalışmada yer verilmiştir.

II. Literatür

Literatür incelendiğinde sadece turizm sektörünün performansını inceleyen çalışmaların son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Bu kısıttan dolayı diğer sektör performansını inceleyen çalışmalara da atıfta bulunulmuştur. Konuyla ilgili literatürdeki çalışmalar kronolojik sıra ile verilmiştir.

Karkacier ve Yazgan (2017) yapmış oldukları çalışmada, BİST’e kote olmuş on adet turizm işletmesinin 2015 yılı finansal performanslarının Gri İlişkisel Analiz yöntemiyle incelenmesi amaçlanmıştır. Bu çalışma sonucunda, turizm firmalarının finansal performanslarını ölçmede kullanılan en önemli finansal oranın kaldıraç oranı olduğu tespit etmiştir.

³ www.tursab.org.tr/ Erişim Tarihi: 18.08.2017

Karadeniz ve diğçerleri (2017) yapmış oldukları çalışmada, BİST'te işlem gören turizm şirketlerinin dikey analiz yöntemini kullanarak finansal performanslarını değerlendirmek ve sektör ile karşılaştırmak amaçlanmıştır. Bu amaçla, 2014 yılı finansal tabloları kullanılmıştır. Yapılmış olan dikey analizden elde edilen sonuçlara göre, BİST'e kote olan turizm işletmelerinin sektörün geneline göre daha yüksek oranda maddi duran varlığa sahip olduğu ve BİST'e kote olan turizm işletmelerinin maddi duran varlıklarını öz kaynaklarla finanse ettiği belirlenmiştir.

Çelik (2016) yapmış olduğu çalışmada, BİST turizm endeksinde yer alan konaklama işletmelerinin etkinlik seviyelerini Veri Zarflama Analizi yöntemiyle incelenmesi amaçlanmıştır. Veri zarflama analizine göre 4 işletmenin etkin olduğu görülmüştür.

Özçelik ve Kandemir (2015)'in yapmış oldukları çalışmada, BİST'de işlem gören yedi turizm işletmesinin 2010-2014 dönemine ilişkin finansal performansı TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, iyi performans gösteren şirketler tespit edilmiştir.

Ecer ve Günay (2014)'de yapmış oldukları çalışmada, BİST'de işlem gören dokuz turizm işletmesinin 2008 ve 2012 dönemine ait finansal performansları, on yedi adet finansal orana göre değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, çalışma dönemi içinde turizm işletmelerinin performanslarının ölçülmesinde benzer şekilde kaldırıcın önemli göstergelerden biri olduğu görülmüştür.

Ünlü ve Saygın (2014)'de yapmış oldukları çalışmada, Türkiye için arındırılmış ekonomik katma değer yöntemini kullanmak suretiyle 2012 yılında BİST'te işlem gören turizm sektörü işletmelerinin finansal performansları değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, BİST'te işlem gören turizm işletmelerinin 2012 yılında hissedar değeri yaratamadıkları ve değer yaratmak yerine sermayeyi tükettikleri saptanmıştır.

Karadeniz ve Kahiloğulları (2013)'ün yapmış oldukları çalışmada, Akdeniz Bölgesi'nde faaliyet gösteren turizm belgeli beş yıldızlı otel işletmelerinde kullanılan finansal oranları ve önem se-

viyeleri anketle 191 adet otelden veri toplanması suretiyle araştırılmış ve sonuçlar ortaya konulmuştur.

Kim ve Ayoun (2005)'in yapmış oldukları çalışmada, 1997-2001 dönemi için taşıma, restoran, konaklama, havayolu ve eğlence sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin finansal trendleri finansal oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda, eğlence sektöründeki işletmelerin cari ve asit test oranlarında başarısız oldukları, diğer sektörlerdeki işletmelerin ise başarılı oldukları görülmüştür.

Singh ve Schmidgall (2002)'nin yapmış olduğu çalışmada, konaklama endüstrisinde genel olarak en çok kullanılan finansal oranları tespit etmeyi ve bu oranların konaklama endüstrisinde çalışan üst düzey finansman yöneticileri için önem seviyelerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda, faaliyet ve karlılıkla ilgili finansal oranlarının konaklama endüstrisi yöneticileri çok önemli oldukları tespit edilmiştir.

Diğer sektör ve performanslarına ilişkin yapılmış çalışmalardan elde edilen sonuçlar şunlardır:

Meydan ve diğerleri (2016)'nın yapmış oldukları çalışmada, 2012 yılı için BİST'te işlem gören on gıda sektörü şirketinin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, likidite oranları, faaliyet oranları, mali yapı oranları ve karlılık oranları kullanılmak suretiyle söz konusu işletmelerin finansal performanslarını incelemiştir.

Köse ve Çekici (2016)'nın yapmış oldukları çalışmada, Veri Zarflama Analizini kullanılarak işletmelerin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, 2011-2015 dönemi için BİST 100 endeksinde bulunan otuz BİST SINAİ Endeksi şirketinin finansal performansları veri zarflama yöntemiyle değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, yıllar itibarıyla etkin ve etkin olmayan şirketler tespit edilmiştir.

Akgün ve Soytemür (2016)'nın yapmış oldukları çalışmada, BİST ulaştırma endeksine kayıtlı havayolu işletmelerinin 2010-2015 dönemi finansal performansları TOPSIS yöntemiyle değerlendirilmiştir. Yazarlar etkin şirketleri tespit etmeye çalışmışlardır.

Tayyar ve diğ erleri (2014)'ün yapmış oldukları çalışmada, BİST'e kote olmuş bilişim ve teknoloji sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal performansları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, söz konusu işletmelerin 2005-2011 dönemine ait finansal tabloları kullanılarak oran analizi kullanılmıştır.

Bektaş ve Tuna (2013)'ün yapmış oldukları çalışmada, BİST Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören 11 işletmenin finansal performansları ölçülmüştür. Bu amaçla, işletmelerin 2011 yılı bilanço ve gelir tabloları kullanılarak altı adet oran tespit edilmiştir.

Altın (2010)'nun yapmış olduğu çalışmada, İMKB Sınai Endeksine kayıtlı 142 şirket için finansal performans veri zarflama analizi yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Bu amaçla 31 Aralık 2008 küresel kriz dönemi bilançoları araştırmanın dönemini oluşturmuştur. Sonuç olarak, veri zarflama yöntemine göre Sınai Endeks içinde yer alan şirketlerden hangisinin etkin olduğu tespit edilmiştir.

Kung ve Weng (2007) yapmış oldukları çalışmada, Tayvan'daki yirmi adet girişim sermayesi şirketinin finansal performansları 2001-2003 yılları arasında Gri İlişkisel Analiz yöntemini kullanarak saptanmaya çalışılmıştır. Analiz sonuçları; yirmi finansal orandan beş tanesinin (Faaliyet karı/Aktif toplamı, Vergi öncesi kar/Aktif toplamı, Faaliyet gelirleri/Aktif toplamı, Faaliyet gelirleri/Net defter değeri, Faaliyet gelirleri/Uzun vadeli yatırım oranı) ele alınan şirketlerin finansal performansları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

Yapılmış olan literatür taramasında genel olarak finansal performansın gri ilişkisel analiz, veri zarflama yöntemi ve finansal oran analizi kullanıldığı görülmüştür. Bu çalışmada ise, finansal performansın ölçülmesinde finansal oran analizinin dışında, tanımlayıcı istatistikî analizler ve ekonometrik yöntemler kullanılmıştır.

III. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının değerlendirilmesidir. Günlük verilerin kullanıldığı çalışmada incelenmek üzere iki dönem belir-

lenmiştir. Birinci dönem 01.01.2014 – 31.12.2016 yılları arasıdır. Bu bölümde tanımlayıcı istatistiksel analizler ile Tam Düzeltilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (FMOLS) kullanılmıştır. İkinci dönem 01.01.2017 – 11.08.2017 arası olan yaklaşık 8 aylık dönemdir. Bu döneme ilişkin oran analizleri yapılarak turizm şirketlerinin şuan itibarıyla finansal durumları ortaya konulmuştur.

Uygulamadan elde edilen bulgulara modelin çözümü bölümünde yer verilmiştir. Sonuç bölümünde ise, elde edilen bulgular Finans Teorisiyle ilişkilendirilmiştir. Ayrıca, bu bölümde turizm sektörüne ilişkin genel değerlendirmelerde bulunularak sektörde faaliyet gösteren şirketlere gerçek hayatta uygulayabilecekleri bilimsel temelli çözüm önerileri sunulmuştur.

IV. Modelin Uygulanması

Uygulamanın ilk aşamasında piyasayı temsil eden BIST100 endeksi ile Borsa İstanbul'da işlem gören turizm sektöründe işlem gören şirketlerin hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra, her bir şirketin hisse senedi getirisinden piyasa getirisi (BIST100) çıkarılmıştır. Eğer hisse senedi getirisi BIST100 endeks getirisinin üzerinde ise normalüstü getiri vardır şeklinde yorumlanmıştır. Bir sonraki aşamada, normalüstü getiri sonuçlarının istatistiksel anlamlılık testleri yapılmıştır. Bunun için Kolmogorov-Smirnov (K-S) Testi ve Levene Testleri uygulanmıştır⁴. Daha sonraki aşamada, hisse senedi getirileri ile piyasa getirisi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bunun için getirileri hesaplanmış serilere Fully Modified Least Squares - FMOLS (Düzeltilmiş En Küçük Kareler) yöntemi uygulanarak modelin parametreleri tahmin edilmiştir⁵. Son aşamada ise turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlere ilişkin oran analizi yapılmıştır. Çalışmada oran analizine sistematik sıralamaya uygun olarak tanımlayıcı özet istatistiklerden hemen sonra yer verilmiştir.

⁴ Test sonuçları ekler bölümünde verilmiştir.

⁵ Okuyucular ihtiyaç duyabileceklerinde uygulama bölümüne konu olabilecek matematiksel, istatistiksel ve ekonometrik gösterimler için (Altın ve Yazan (2016); Altın ve Caba (2016); Altın (2016)) çalışmalarımıza bakabilirler.

V. Modelin Çözümü

A. Tanımlayıcı İstatistikler

Borsa İstanbul'da turizm sektörü bazında işlem gören şirket sayısı 9 olarak tespit edilirken Lokanta ve Oteller endeksinde işlem gören şirket sayısının 13 olduğu bulunmuştur. Çalışmada uygun veri setine ulaşılabilen 8 şirket incelemeye tabi tutulmuştur. Bunlara ilişkin şirket isim ve kodlarına Tablo 1'de yer verilmiştir. Tablonun en alt satırında her bir şirketin performansının karşılaştırıldığı ve piyasayı ifade eden Borsa İstanbul 100 Endeksine (XU100) yer verilmiştir.

Tablo 1. Şirket İsim ve Kodları

Şirket İsim ve Kodları	
Altın Yunus Çeşme	AYCES
Marmaris Altın Yunus	MAALT
Martı Otel	MARTI
Merit Turizm	MERIT
Metemtur Otelcilik	METUR
Net Turizm	NTTUR
Petrokent Turizm	PKENT
Tek-Art Turizm	TEKTU
Piyasa İsmi ve Kodu	
Borsa İstanbul 100 Endeksi	XU100

Tablo 2, özet istatistikleri göstermektedir. Özet istatistikler tablosu 7 bileşenden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla ortalama, standart sapma, minimum, maksimum, normalüstü getiri, istatistiksel anlamlılık ve gözlem sayısı bileşenleridir. Tablodaki sonuçlar her bir hisse senedinin incelenen dönem itibarıyla hesaplanmış olan getiri değerlerinden elde edilmiş sonuçlardır.

Tablo 2'e göre ortalama değere bakıldığında incelemeye konu olan 8 şirketten 6'sının ortalama getirisinin pozitif olduğu

görülmektedir. Bunun anlamı 6 şirketin yatırımcısına sağladığı getirisinin piyasa getirisinin üstünde olduğudur. Bu şirketlerin hisse senedi getirileri yatırımcısına normalüstü kazanç sağlamıştır. Başka bir ifadeyle piyasayı yenmişlerdir. Buna karşın 2 şirketin ortalama getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Bunun anlamı 2 şirketin yatırımcısına sağladığı getirisinin piyasa getirisinin altında kazanç sağladığıdır. Başka bir ifadeyle 2 şirket normalüstü getiri sağlamamıştır. Tablo 2’de yer alan bir diğer önemli sonuç ise ister normalüstü getiri sonuçları isterse de piyasanın altında kalan getiri sonuçlarının istatistiksel anlamlılık sonuçlarıdır. Buna göre tüm normalüstü getiri sonuçları istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu istatistiksel anlamlılık Türkiye piyasalarında yaşanan bu fiyat anomalisinin bir durumdan öte bir olgu olabileceğinin bir göstergesidir.

Tablo 2. Özet İstatistikler

Özet İstatistikler	AYCES	MAALT	MARTI	MERIT	METUR	NTTUR	PKENT	TEKTU
Ortalama	-0,0001	0,0004	-0,0005	0,0003	0,0009	0,0006	0,0000	0,0003
Std. Sapma	0,0211	0,0233	0,0242	0,0490	0,0332	0,0250	0,0356	0,0286
Minimum	-0,1396	-0,0970	-0,1203	-0,2130	-0,1249	-0,1148	-0,1702	-0,1900
Maksimum	0,1223	0,2039	0,2030	0,2137	0,2250	0,2309	0,2263	0,2004
Normalüstü Getiri	Yok	Var	Yok	Var	Var	Var	Var	Var
İstatistiksel Olarak	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı	Anlamlı
Gözlem Sayısı: 656								

Elde edilen normalüstü getiri bulguları finansal piyasalar için geçerli olduğu varsayılan etkin piyasa hipotezinin sorgulanmasına yol açmaktadır⁶.

Özet istatistiklerde kullanılan bir diğer önemli ölçütte standart sapmadır. Standart sapma her bir hisse senedinin getirisinin değişim yüzdesini göstermektedir. Tablo incelendiğinde hisse senetlerinde yaşanan fiyat hareketliğinin birbirine yakın olmasıyla

⁶ Etkin Piyasa Hipotezine ilişkin elde ettiğimiz bulgular ve etkin piyasa hipotezinin karşısında olan diğer bulduklarımız için yukarıda atıfta bulunduğumuz çalışmalarımıza bakılabilir.

birlikte en fazla getiri oynaklığının hisse bazında %4,9 ile MERIT Turizmde yaşandığı görülmektedir.

Tabloda yer alan diğer ölçütlerse minimum ve maksimum değerleridir. Bu değerler her bir hisse senedinin yatırımcısına vaat ettiği kazancın günlük yüzdesel olarak en yüksek kazanç ve en yüksek kayıp tutarlarını ifade göstermektedir.

B. Oran Analizi

Tablo 3, turizm şirketlerine ilişkin özet oran analiz sonuçlarını göstermektedir. Oran analizinde 7 performans ölçütü kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla Piyasa Değeri/Defter değeri (PD/DD), Defter Değeri (DD), Hisse Başına 12 Aylık Kazanç (HBK12 Aylık), En Son Dönem Net Kâr (En SD Net Kâr), Net Kâr Zarar (Net K/Z), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri⁷.

Muhasebe bilgi sisteminin ürettiği finansal tablolara bakarak şirketlerin yönetsel performansı değerlendirmek çok da geçerli bir metot değildir. Bu boşluğu doldurmak için finansal analistler farklı ölçütler geliştirmişlerdir. Çalışmada bu ölçütlerden ikisi olan Piyasa Katma Değeri (Market Value Added) ve Fiyat / Kazanç (Price/Earnings) oranları özellikle kullanılmıştır.

Piyasa Katma Değeri (MVA) özsermayenin piyasa değeri ile bilançoda gösterilen defter değeri arasındaki farktır. Eğer sonuç piyasa değerinin lehine pozitif ise şirketin finansal değer yarattığı ve yöneticilerin performanslarının iyi olduğu söylenir. Çalışmada Piyasa Katma Değeri ile ilgili PD/DD oranı kullanılmıştır.

Fiyat / Kazanç (F/K) oranı da şirketin piyasa değerini gösteren bir başka ölçüttür. Bir birim kâr payı (kazanç) için ödenmesi gereken hisse fiyatını (fiyat) göstermektedir. Aynı zamanda F/K oranı sektör ortalamasının çok üzerinde ise yatırımcıya yüksek fiyattan değerlendirilmiş bir hisse senedinin varlığını gösterir.

⁷ Bu oranlara ve değerlere ilişkin hesaplamalar 10.08.2017 tarihinde ücretli olarak kullanıma sunulan Real Trade Net/Foreks FXPlus şirketinden sağlanarak yapılmıştır.

Tablo 3. Finansal Oranların Özeti (2017)

Oran Analizi	AYCES	MAALT	MARTI	MERIT
PD/DD	0,71	1,71	2,91	1,43
DD	8,11	10,14	0,20	5,20
HBK12 Aylık	-0,50	0,40	-1,13	1,10
En SD Net Kâr (TL)	-6.316.690	674.703	1.469.499	625.171
Net K/Z (TL)	-8.471.770	2.254.208	-98.723.642	2.804.435
F/K	0	42,25	0	6,78
Piyasa Değeri (TL)	97.021.293	95.694.550	52.272.000	19.023.000
Oran Analizi	METUR	NTTUR	PKENT	TEKTU
PD/DD	1,89	0,58	-	0,89
DD	0,83	3,80	7,17	1,15
HBK12 Aylık	0,36	-0,02	-4,954	-0,06
En SD Net Kâr (TL)	-327.642	-26.507.338	-2.806.302	1.387.783
Net K/Z (TL)	6.471.437	-9.593.020	-5.135.811	-9.874.087
F/K	4,42	0	0	0
Piyasa Değeri (TL)	28.620.000	770.000.000	-	150.191.633

Tablo 3'e göre çalışmaya konu olan 8 turizm şirketinin PD/DD oranlarının düşük olduğu görülmektedir. Bu durum turizm şirketlerinin finansal değer yaratmaları konusunda zayıf kaldıklarını göstermektedir. F/K oranları incelendiğinde 5 şirketin F/K oranının sıfır olduğu görülmektedir. Bunun temel nedeni turizm şirketlerinin maruz kaldıkları jeopolitik risklere bağlı olarak oluşan faaliyet zararlarıdır. Diğer yandan bir kıyaslama yapıldığında ise F/K açısından en başarılı şirketin MAALT turizm şirketi olduğu görülmektedir.

C. Ekonometrik Uygulama

Çalışmanın bu bölümünde, turizm şirketleri ile piyasa arasındaki ilişki incelenmiştir⁸.

Tablo 4, çalışmaya konu olan şirketler ile piyasa arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu sonuçlara göre AYCES, MAALT, MARTI, METUR, NTTUR ve TEKTU turizm şirketleri ile XU100 piyasa

⁸ Bu tür uygulamalı bir çalışmada ortaya çıkabilecek ekonometrik problemler ve çözümlerine ilişkin yaklaşımlar için yukarıda atıfta bulunduğumuz çalışmalara bakılabilir.

endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Tablodan prob. değerleri incelendiğinde bu ilişkinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak da anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer yandan, MERIT turizm ise piyasa endeksi ile negatif yönlü bir ayrışma göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle piyasa kaybederken MERIT turizm yatırımcısı kazanmakta, MERIT turizm yatırımcısı kaybederken piyasa endeksine yatırım yapmış bir yatırımcı kazanmaktadır. Buna karşın PKENT turizm ile piyasa arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 4. Turizm Şirketleri ile Piyasa Arasındaki İlişki

Bağımlı Değişken: XU100

Metot: Tam Düzeltilmiş En Küçük Kareler (FMOLS)

Örnekleme (düzeltilmiş): 2 657

Dâhil Edilen Gözlem Sayısı: 656 düzeltilmiş

Eş Bütünleşme Denklem Sabit Katsayısı: C

Uzun Dönem Kovaryans Tahmini (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 7.0000)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık
AYCES	0.118125	0.020782	5.683980	0.0000
MAALT	0.116816	0.021531	5.425556	0.0000
MARTI	0.123396	0.017389	7.096123	0.0000
MERIT	-0.017396	0.008813	-1.973855	0.0488
METUR	0.057145	0.012089	4.727012	0.0000
NTTUR	0.092225	0.016200	5.692873	0.0000
PKENT	0.005438	0.012183	0.446383	0.6555
TEKTU	0.085192	0.015196	5.606086	0.0000
C	0.000210	0.000403	0.519983	0.6033
R-kare	0.330520			
Düzeltilmiş R-kare	0.322242			
Durbin-Watson istat.	2.109023			

VI. Sonuç ve Değerlendirmeler

Çalışmada elde edilen ilk sonuç, BİST turizm endeksinde işlem gören ve çalışmaya dahil edilmiş olan AYCES, MAALT, MARTI, MERIT, METUR, NTTUR, PKENT ve TEKLU şirketlerinden AYCES ve MARTI şirketleri hariç diğerlerinin araştırma döneminde yatırımcılarına piyasa getirisinden daha fazla getiri sağladıkları görülmüştür. Bu durum hem turizm sektöründe yer alan şirketlere yatırım yapmayı düşünen hem de BİST'e yatırım yapmayı düşünen yatırımcılara yol göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Çünkü piyasadan daha fazla bir getirinin elde edilmesi etkin piyasalar hipotezine karşıt bir durumun varlığını ifade etmektedir.

İkinci olarak, çalışmada yapılan oran analizine göre, çalışmaya dahil edilen sekiz turizm şirketinin yatırımcılarına finansal katma değer yaratma noktasında zayıf oldukları görülmüştür. Konuyla ilgili literatür incelendiğinde bu durumun literatür ile uyumlu olduğu görülmüştür. Bunlara ek olarak, çalışmanın inceleme döneminde söz konusu şirketlerin F/K oranlarına bakıldığında, METUR ve MAALT hariç diğer şirketlerin F/K oranlarının sıfır olduğu görülmüştür. Bu durum, yatırımcıların söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaya istekli olmadıkları hakkında işaret vermektedir.

Son olarak da, çalışmaya dâhil edilmiş olan şirketlerin hisse senedi getirileri ile XU 100 endeksi getirileri arasındaki ilişki FMOLS yöntemiyle tahmin edilmiştir. MERIT hariç çalışmaya dâhil edilmiş olan diğer şirketlerin hisse senetleri ile XU 100 piyasa endeksi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Bu durum piyasanın kazandığı (kaybettiği) dönemde MERIT hariç diğer şirketlerinde kazandığını (kaybettiğini) göstermektedir. Çeşitlendirme yapmak isteyen yatırımcılar için MERIT iyi bir fırsat teşkil etmektedir. Çünkü piyasanın kaybettiği (kazandığı) dönemde MERIT kazanmaktadır (kaybetmektedir).

Diğer yandan, çalışmanın literatüre iki önemli katkısının olduğu düşünülmektedir. Birincisi, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık turizm şirketlerinin performanslarının incelenmiş olmasıdır. Çünkü piyasa performans sonuçları yatırımcılara bilgi vermektedir. İkincisi ise elde edilen bulguların Finans Teorisinin açıklamalarıyla

la ilişkilendirilmiş olmasıdır. Buna ilişkin yapılan değerlendirmeler ise şu şekildedir:

İlk değerlendirmemiz, halka açık şirketlerde yaşanan yöneticiler ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıklardır. Buna göre taraflar arasında temel amaç konusunda bir çatışma vardır. Şirket sahipleri yani hissedarlar yani ortaklar için temel amaç için şirketin piyasa değerini en çoklamak olurken yöneticiler daha çok kendilerine ödenen maaşlar, ikramiyeler, bonuslar ile kendileri için yaptıkları lüks harcamalarla ilgilenmektedirler. Dolayısıyla tarafların temel güdüleri farklıdır. Yöneticiler kendi paralarını değil şirket ortaklarının yani şirket sahiplerinin paralarını harcamaktadırlar. Kendilerine ödenen maaşlar da şirketin operasyonel faaliyetlerinden elde edilen kârdan ödenmektedir. Taraflar arasındaki bu çatışmanın azaltılması gereklidir. Bunun için şirketin esas sahipleri ile yöneticiler arasında yapılacak bir opsiyon sözleşmesi önerilmektedir. Bu kolaylıkla uygulanabileceği gibi tarafların temel amaçları da aynı yöne çevrilmiş olacaktır. Yapılan ikinci değerlendirme, kâr payları ile faiz giderleri arasındaki faiz lehine olan vergisel avantajdır. Dönem sonunda hisse senedi sahipleri yani ortaklar için ödenen kâr payları vergi matrahından indirilemez ancak borçlanma yoluyla edilen fon kaynağı (sermaye) için ödenen faiz giderleri vergi matrahından düşülebilmektedir. Her ne kadar yeni yapılan bir düzenlemeye göre öz sermaye ile sağlanan fon kaynağına (yani hisse senedi ihraç ederek) vergisel avantaj getirilse de hala borçlanma yoluyla sağlanan sermayenin maliyeti öz sermaye ile sağlanan fonun maliyetinden daha düşüktür. Ayrıca, borçlanma yoluyla sağlanan fon yöneticinin gereksiz lüks harcamalarını engelleyecektir. Diğer yandan kaldırıcın (borç/öz sermaye) kullanımının faydaları bu şekilde sıralanabilmesine rağmen ister uzun vadeli bir borçlanma ister orta vadeli bir borçlanma olsun günü geldiğinde tüm bu borçlar kısa vadeli bir borca dönüşmüş olacaktır. Dolayısıyla turizm şirketleri de hedef bir kaldırıcı (borç/özsermaye) oranı belirleyerek faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürmeye devam edebileceklerdir. Üçüncü değerlendirme, turizm şirketlerinin jeopolitik riskten en çok etkilenen sektör olmasıdır. Bunun içinde getirilen öneri turizm şirketlerinin sadece yabancı müşteri odaklı olmaktan ziyade yerli müşteri temelli de politikalar üretmeleridir.

Yapılan dördüncü değerlendirme ise, döviz kurlarında yaşanan oynaklığın turizm şirketlerin nakit akışını etkilemesidir. Bunun içinde döviz üzerine yazılmış futures kontrat veya opsiyon sözleşmesi satın alarak olası kayıplarını en aza indirmeleri önerilmektedir. Son değerlendirmemiz ise diğer tüm şirketler için geçerli olduğu gibi bir risk izleme birimi kurmaları eğer bunu yapabilecek yetenek yok ise bunun içinde olası risklere karşı danışmanlık hizmeti satın alabilecekleridir.

KAYNAKÇA

Doğrudan Yararlanılan Eserler

Çakıcı, C. ve O. Güler (2016). Dünyanın En Büyük Endüstrisi Olan Turizm Giriş. R. Cook, C. Hsu, J. Marqua, ve M. Tuna (Dü.) içinde, Turizm Konaklama ve Seyahat İşletmeciliği, 3-32. Nobel yayınevi.

Kozak, N., M. Kozak ve M. Kozak (2013). *Genel Turizm İlkeler- kavramlar*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ünlüöner, K., A. Tayfun ve A. Kılıçlar (2011). *Turizm Ekonomisi*. Ankara: Nobel yayıncılık.

Dolaylı Yararlanılan Eserler

Akgün, M. ve A. Soy Temür (2016). BIST Ulaştırma Endeksine Kayıtlı Şirketlerin Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi İle Değerlendirilmesi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi(ICAFR 16 Özel Sayısı), 173-187.

Altın, H. (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8(3), 67-73.

Altın, H., ve N. Caba (2016). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Katılım Endekslerinin Performanslarının Değerlendirilmesi. Marmara Üniversitesi Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(15), 229-248.

Altın, H., ve Ö. Yazan (2016). The Effects of Trading at Sustainability Index on Stocks'Abnormal Returns: Evidence from BIST Sustainability Index in Turkey. Journal of Business ve Economic Policy, 3(4), 72-78.

Altın, H. (2010). Küresel Kriz Ortamında İMKB Sınai Şirketlerine Yönelik Finansal Etkinlik Sınaması : Veri Zarflama Analizi Uygulaması. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), 15-30.

Bektaş, H. ve K. Tuna (2013). Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası'nda İşlem Gören Firmaların Gri İlişkisel Analiz ile Performans Ölçümü. Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3(2), 185-198.

Çelik, M. (2016). Turizm Sektöründeki İşletmelerinin Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Ölçülmesi. International Journal of Economic and Administrative Studies, 17, 65-88.

Ecer, F. ve F. Günay (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Turizm Şirketlerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Ölçülmesi. Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi, 25(1), 35-48.

Karadeniz, E. ve S. Kahiloğulları (2013). Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Oranların Kullanımı: Akdeniz Bölgesi'nde Bir Araştırma. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, 10(3), 84-106.

- Karadeniz, E., M. Beyazgöl, S. Dalak ve F. Günay (2017). Türk Turizm Sektörünün Finansal Performansının Dikey Analiz Yöntemiyle İncelenmesi: BİST Turizm Şirketleri ve TCMB Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma. *Sosyoekonomi*, 25(32), 105-119.
- Karkacier, O. ve A. E. Yazgan (2017). Turizm Sektöründe Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Finansal Performans Değerlemesi. *Selçuk Ün. Sos. Bil. Ens. Der.*(37), 154-162.
- Kim, W. ve B. Ayoun (2005). Ratio Analysis For The Hospitality Industry: A Cross Sector Comparison of Financial Trends in The Lodging, Restaurant, Airline and Amusement Sectors. *Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1).
- Köse, A. ve D. Çekici (2016). BİST Sınai Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performans Analizi. *KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2), 146-181.
- Kung, C.-Y. ve K.-L., Wen (2007). Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance—A case study of venture capital enterpr. *Decision Support System*, 4, 842-852.
- Meydan, C., B. Yıldırım ve Ö. Senger (2016, Ocak). BİST'te İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 147-167.
- Özçelik, H. ve B. Kandemir (2015, June). BİST'de İşlem Gören Turizm İşletmelerinin TOPSIS Yöntemi İle Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *Balıkesir University The Journal of Social Sciences Institute*, 18(33), 97-115.
- Singh, A. ve R. Schmidgall (2002). Analysis Of Financial Ratios Commonly Used By US Lodging Financial Executives. *Journal of Leisure Property*, 2(3), 201-2013.
- Tayyar, N., F. Akcanlı, E. Genç ve I. Erem (2014, Ocak). BİST'e Kayıtlı Bilişim ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Analitik Hiyerarşi Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(61), 19-40.
- Ünlü, U. ve O. Saygın (2014, Temmuz). Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA) Yöntemiyle Performans Ölçümü: Turizm Sektörü Uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.

Ek 1. Çift Örneklem Kolmogorov Smirnov Testi

Frekans		
	Grup	N
XU100AYCE	1	656
	2	656
	Toplam	1312

Test Statistics ^a		
		XU100AYCE
En Uç Farklılıklar	Mutlak	,122
	Positif	,061
	Negatif	-,122
Kolmogorov-Smirnov Z		2,369
Anlamlılık Düzeyi (Çift Kuyruklu)		,000
a. Gruplandırılmış Değişkenler: Grup		

Ek 2. Levene Testi

Grup İstatistikleri					
	Grup	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
XU100AYCE	1	656	,000293	,0133302	,0004855
	2	656	,000195	,0204965	,0007464

		Varyansların Eşitliği için Levene Testi	
		F	P
XU100AYCE	Varyanslar Eşit Kabul Edildiğinde	21,732	,000
	Varyanslar Eşit Kabul Edilmediğinde		

Bitcoin ile Seçili Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin Araştırılması: 2013-2017 Dönemi için Johansen Testi ve Granger Nedensellik Testi

Cansu Şarkaya İÇELLİOĞLU¹ - Merve Büşra Engin ÖZTÜRK²

Makale Gönderim Tarihi: 13.10.2017

Makale Kabul Tarihi: 14.12.2017

Özet

Kriptoloji bilimini kullanan, dijital ve sanal bir para birimi anlamına gelen kripto para, son yıllarda en çok tartışılan ekonomik kavramlardan biri olmuştur. Bu çalışmada Bitcoin'in özellikleri ve işleyişi ele alınarak, Bitcoin ile seçili döviz kurları arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Çalışmanın sonucunda Bitcoin ile Dolar, Euro, Pound, Yen ve Yuan arasında uzun ve kısa dönemli bir ilişkinin varlığına rastlanamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Kripto Para, Dijital Para, Bitcoin, Blockchain

In Search of the Relationship Between Bitcoin and Selected Exchange Rates: Johansen Test and Granger Causality Test for the Period 2013-2017

Abstract

Cryptocurrency is a digital and virtual currency that uses the science of cryptography and has become one of the most controversial economic concepts in recent years. In this study, the fe-

¹ Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Üniversitesi, cansusa@istanbul.edu.tr, Orcid Id: 0000-0001-6332-6815

² Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Üniversitesi, mbusra@istanbul.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-4373-0113

atures and function of Bitcoin is discussed and the relationship between Bitcoin and selected exchange rates is investigated. As a result of the study, the existence of a long and short-run relationship between Bitcoin and Dollar, Euro, Pound, Yen and Yuan was not found.

Key Words: Cryptocurrency, Digital Currency, Bitcoin, Blockchain,

1. GİRİŞ

Teknolojinin gelişmesiyle birlikte çağın ihtiyaçlarına cevap verebilmek için her alanda olduğu gibi finansal sektörde de inovasyonlar yapılmaktadır. İnsanlar içinde yaşadıkları döneme uyum sağlamak ve yıllar geçtikçe bazı alışkanlıkların yerini yenileri almaktadır. Örneğin günümüzde harcama yapabilmek için sadece cüzdanlarda nakit ya da bankalarda çek hesapları olması gerekmemektedir. Nakit paraya alternatif olarak kredi kartları, para kartları, alışveriş kartları, yemek kartları kullanılabilen, akıllı telefonlar üzerinden birkaç dakika içinde para transferleri yapılabilmektedir. Finansal inovasyonlar sayesinde banka hesapları internet üzerinden kolaylıkla yönetebilir hale gelmiştir. Bu noktada elektronik cüzdanlarda bulunan kripto paralar ile de kolaylıkla işlem yapılabilmektedir.

En bilinen kripto paralardan biri olan Bitcoin çeşitli ülkelerde işlem amaçlı ve yatırım amaçlı olarak kullanılmakta ve her geçen gün daha çok talep edilen bir para birimi haline gelmektedir. Böylesine yaygınlaşan ve değer kazanan bir kripto paranın ekonomik etkileri önemli bir araştırma konusu olup, çalışmamızda Bitcoin ile seçilmiş döviz kurları arasındaki ilişki amprik olarak incelenmektedir. Bu kapsamda ilk olarak Bitcoin'in yapısı ve işleyişi hakkında bilgi verilecek, gerçek bir para biriminden farklılıkları ortaya konulacaktır. Uygulama bölümünde ise Bitcoin'in uluslararası döviz kurları ile ilişkili olup olmadığı birim kök testleri, Engel-Granger Eşbütünleşme Testi, Johansen Testi ve Granger Nedensellik Testi ile sınanarak tespit edilecektir.

2. Bir Kripto Para Olarak Bitcoin

Sadece elektronik bir formda bulunan kripto para, paranın evrim sürecinde bir sonraki evre olarak görülmektedir (Vlasov, 2017, s.215). Kripto paralar içerisinde en popüler ve başarılı olan Bitcoin, dünya çapında giderek kabul görmektedir (Chiu ve Koepl, 2017, s.1). Bitcoin, bilgisayar kriptolojisi ve merkezi olmayan ağ üzerine kurulu yeni nesil bir dijital para çeşididir (Li ve Wang, 2017, s.50).

Bitcoin, Satoshi Nakamoto tarafından 2009 yılında oluşturulan, kullanıcıların bir aracıya gerek duymaksızın doğrudan işlem gerçekleştirdikleri açık kaynaklı bir yazılımdır ve merkezi olmayan ilk dijital paradır (Nakamoto, 2008). Bitcoin, Dolar ve Euro gibi yasal bir para tarafından temsil edilmemektedir ve herhangi bir kıymetli madene de endekslenmemiştir (Tschorsch ve Scheuermann, 2016, s.2086). Bitcoin özel sektör tarafından çıkartılan özel bir para birimidir. Geleneksel paranın aksine bir Merkez Bankası'na tabi değildir ve işlem gerçekleştirilmesi ve para arzının artırılması için merkezi olmayan bilgisayar ağına bağlıdır (Scalliet vd., 2017, s.2). Para arzı bir ağ üzerinden gerçekleştiği için Merkez Bankası'na bağlı geleneksel para arzından oldukça farklılık göstermektedir. 2017 yılı Aralık ayı itibariyle piyasaya arz edilmiş bitcoin miktarı yaklaşık 16.7 milyondur (Coindesk, 30.12.2017). Bitcoin'in ulaşabileceği arz miktarı 21 milyon ile sınırlı olup yaklaşık 2140'lara kadar tüm arz miktarının keşfedilmiş olacağı beklenmektedir (Malovic, 2014, s.34). Bitcoin madenciliği (mining) adı verilen yöntemle kişiler bir makine üzerinde kodlama yoluyla Bitcoin üretimini yapmaktır (Plassaras, 2013, s.386). Tüm işlemler Blockchain adı verilen Bitcoin'in üretildiği ve yapılan işlemlerin kaydedildiği bir zincir üzerinde yapılmaktadır (Dwyer, 2015, s.83). Bir kişi diğerine Bitcoin aktardığında işlemin gerçekleşmesi için üçüncü bir kişinin onayına ihtiyaç vardır, bu nedenle de sistem içerisindeki herkes bir banka gibidir (Tschorsch ve Scheuermann, 2016, s.2086).

Grafik 1: Bitcoin'in Fiyatı (BTC/USD)

Kaynak: Veriler <https://coinmarketcap.com/> web sayfasından toplanmıştır (27.12.2017).

Grafik 1'de Bitcoin'in 2013 yılı Nisan ayı ve 2017 yılı Aralık ayı tarihleri arasındaki Amerikan doları cinsinden fiyatları görülmektedir. Bitcoin'in 26.12.2017 tarihi itibariyle yaklaşık olarak fiyatı 16.000 dolara, toplam piyasa değeri 235 milyar dolara ve günlük işlem hacmi 13,5 milyar dolara ulaşmıştır. Grafik detaylı incelendiğinde, 29.03.2013 tarihinde 1 BTC=134 USD iken, yaklaşık 8 ay sonra 05.12.2013 tarihinde 1 BTC=1152 USD olduğu görülmektedir. Bitcoin değerindeki bu aşırı artış daha fazla devam etmemiş, MtGox'n çöküşünün de etkisiyle 2014 yılı boyunca Bitcoin değerlerinde düşüş yaşanmıştır. 2015 yılı başında 1 BTC=176 USD'e kadar gerilemiştir. 2015 yılı ve 2016 yılı boyunca Bitcoin değerleri tekrar yükselişe geçmiştir. Fakat esas büyük yükseliş 2017 yılında gerçekleşmiştir. Son 1 yılda Bitcoin yaklaşık 700 dolardan 19.000 dolara kadar yükselmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde Bitcoin fiyatındaki oynaklığın çok büyük olduğu ve yüksek derecede karlılığın elde edildiği görülmektedir. Kripto para piyasasındaki önemli bir gelişme Bitcoin'in (BTC) Ağustos 2017'de bölünmesi ve yeni oluşan Bitcoin Cash'in (BCH) piyasaya girmesi olmuştur. İşlem hızı oldukça yüksek olan Bitcoin Cash çeşitli yeniliklere sahiptir ve bazı yazılımsal-güvenlik sorunlarına

karşı daha iyi çözümler ileri sürmektedir. Bu nedenlerden dolayı da gelecekte Bitcoin'in önemli bir rakibi olacağı düşünülmektedir.

3. Paranın Fonksiyonları ve Bitcoin

Modern ekonomilerde para, değişim aracı, değer saklama aracı ve hesap birimi olma olmak üzere üç temel fonksiyona sahiptir (Krugman ve Wells, 2013, s.383). Paranın ortaya çıkışındaki en önemli neden alım satım işlemlerinde bir değişim aracına ihtiyaç duyulması olmuştur. Tarihsel olarak baktığımızda insanlar değişim aracı olarak dönemin ihtiyaç duyulan çeşitli mallarını kullanmışlardır. Bu mallara deniz kabukları, inci, hayvan derisi, tuz, buğday ve II. Dünya Savaşı döneminde kullanılan sigara örnek olarak verilebilir. Çabuk bozulan ve değeri zaman içerisinde kaybolan malların değişim aracı olarak kullanılması paranın bir fonksiyona daha sahip olması gerektiğini ortaya çıkarmıştır. Paranın değer saklama aracı olması gereği, altın ve gümüş gibi satın alma gücünü zaman içerisinde koruyabilen değerli varlıkların mal para olarak kullanılmasını yaygınlaştırmıştır. Sonraki yıllarda kullanılan ilk kağıt para da, bankalarca çıkartılan ve talep edildiğinde altın ve gümüş para ile değiştirileceği taahhüt edilen senetlerden ibarettir. Diğer yandan insanların işlem fiyatını belirlerken genel kabul gören bir ölçüyü kullanmaları işlem yapmayı ve ticarettten kazanç sağlamayı kolaylaştırmıştır. Bu nedenle paranın sahip olması gereken üçüncü fonksiyon da paranın hesap birimi olarak kullanılabilmesidir. (Krugman ve Wells, 2013, s.383)

Günümüzde kullanılan ve merkez bankaları tarafından basılan para, mal para ya da mala dayalı para olma özelliğine sahip değildir. Söz konusu paranın değerini, para biriminin bağlı olduğu devletin sağladığı itibar ve insanların ne ölçüde o para birimini ödeme aracı olarak kabul ettiği belirlemektedir (Krugman ve Wells, 2013, s.385). Örneğin ABD doları üzerinde yazılı olan "Bu banknot kamu ve özel borçların ödenmesinde yasal paradır" ibaresi ile Federal Reserve insanlara bir güvence vermektedir.

Bitcoinin gerçek bir para birimi olup olmadığı, paranın üç fonksiyonu olan değişim aracı olmak, hesap birim aracı olmak ve servet aracı olmanın yerine getirilip getirilmediğine bakılarak

anlaşılabilir. Bitcoin ve diğer kripto para birimlerinin değeri, herhangi bir ülkenin itibarı ile ilişkili değildir. Kripto paraların değeri insanların o para birimini ne ölçüde talep ettiği ile ilişkilidir. Bitcoin kısa bir süre içerisinde farklı ülkelerde tanınmış, insanlar tarafından kabul edilmeye ve çeşitli alım satım işlemlerinde kullanılmaya başlamıştır. Bu özelliği ile bir değişim (mübadele) aracı olma özelliğine sahiptir. Fakat diğer yandan Bitcoin ekonominin genelinde yaygın bir şekilde kullanılmamaktadır. Bu nedenle diğer resmi para birimleri ile karşılaştırıldığında değişim aracı fonksiyonunu zayıf bir şekilde yerine getirdiği söylenebilir. İlaveten günümüzde piyasada çok sayıda mal ve hizmetin olduğu düşünüldüğünde, Bitcoin arzının sınırlı olması ekonomide işlemlerin yapılmasında büyük bir yetersizliğe neden olacaktır.

Bitcoin'in insanlar tarafından talep etmesinin altındaki en önemli neden, Bitcoin'in değerinin zaman içerisinde artarak satın alma güçlerini olumlu etkileceği düşüncesidir. Bu nedenle Bitcoin'de paranın değer saklama aracı ya da servet aracı olma özelliği daha ön plandadır. Bitcoin'in maksimum üretilbileceği bir arz miktarı vardır. Bu arz kısıtı nedeniyle zamanla değerinin de artacağı beklenmektedir (Plassaras, 2013, s.389). Diğer yandan yatırımcısına kazanç sağlayıp sağlamayacağı ve istikrarlı bir yatırım olup olmadığı uzun dönemde anlaşılacaktır. Bitcoin'in bir para biriminden çok spekülative bir yatırım gibi hareket ettiği görülmektedir (Yermack, 2013, s.1).

Bitcoin fiyatının çok sayıda sıfırın olduğu ondalık basamaklara sahip olması perakende piyasası için zorluk yaratabilir (Yermack, 2013, s.1). Bitcoin paranın hesap birimi fonksiyonu açısından değerlendirdiğimizde değerinde yaşanan ani ve büyük iniş çıkışların onu istikrarlı olmaktan uzaklaştırdığı görülmektedir. Bitcoin'in getirilerinin aylık ortalama volatilitesi, altın ya da yabancı para birimlerinden daha yüksektir (Dwyer, 2015, s.81). Bitcoin'in oldukça dalgalı bir seyir izlemesi onu bir para birimi olmaktan uzaklaştırmaktadır (Baur ve Dimpfl, 2017, s.1).

Sonuç olarak baktığımızda iyi bir paranın sahip olduğu takas, değer saklama ve hesap birimi kriterlerine Bitcoin büyük ölçüde uymadığı görülmektedir (Yermack, 2013, s.1). Kullanıcılar

Bitcoin'i temel olarak alternatif işlem sistemi olarak değil, alternatif bir yatırım aracı olarak kabul etmektedir (Glaser vd., 2014, s.1).

4. Bitcoin'in Ortaya Çıkardığı Sorunlar

Paranın klasik miktar teorisinde, bir ekonomide para miktarı arttırıldığında ya fiyatların ya da üretim miktarının artacağı ifade edilmiştir. Teoride paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayılmıştır. Oysa halkın elinde tutmayı istediği para miktarı değiştiğinde, paranın dolaşım hızı da ters yönde değişim göstermektedir (Mankiw, 2010, s.94). Finansal sektördeki inovasyonlar para talebi üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin otomatik para çekme makineleri (ATM) insanların ortalama olarak tuttıkları para miktarını azaltmış ve paranın dolaşım hızını arttırmıştır (Mankiw, 2010, s.95). Tüm bu yenilikler halkın iktisadi davranışlarının değişmesine neden olmaktadır. İnsanların gelişen teknoloji ve internet ile birlikte ödeme işlemlerini birkaç dakika içerisinde yapabilmeleri, cüzdanlarında taşıdıkları nakit miktarını azaltmalarına neden olurken, klasik teorilerin de yeniden yorumlanması ihtiyacını ortaya çıkartmıştır.

Bitcoin ödemesi Dolar cinsinden ve internet üzerinden yapıldığı için geleneksel ödeme sistemlerine göre daha az işlem maliyeti gerektirmektedir. Bitcoin ve diğer kripto para birimlerinin halkın para talebi üzerinde etkileri olacaktır. Plassaras (2013, s.380-381), arzın sabit olması nedeniyle Bitcoin'in giderek değerlendirilmesinin bir sonucu olarak IMF gibi uluslararası ekonomik bir kuruluşun Bitcoin'in arzını kontrol etmeye başlayacağını ve böylelikle Bitcoin'in bağımsız bir para birimi olma sorununun ortadan kalkacağını ifade etmiştir. Aksi takdirde kontrolsüz şekilde değerinin artması döviz piyasasının istikrarı için bir tehdit unsuru olmaya devam etmektedir.

Para arz ve talebini kontrol ederek, ekonomiye yön veren ve çeşitli makro ekonomik hedeflere ulaşmaya çalışan parasal otoriteler, kendilerinin kontrolü dışındaki bir para biriminin piyasada hakim olmasını istememektedirler. Nitekim bazı Merkez Bankaları Örneğin Çin Merkez Bankası kripto para kullanımını kendi ülkesinde yasaklamıştır. JP Morgan'ın CEO'su Jamie Dimon, kendi ça-

lışanları Bitcoin almaları halinde kovacağıını açıklamıştır. Bununla birlikte Japonya, Amerika ve Almanya'da insanlar Bitcoin'in yaygınlaşması, kabul görmesi ve böylelikle vergi kazancı elde etmek için çalışmalar yapmaktadır. Bazı ülkelerde Bitcoin para birimi kabul edilmiş ve çeşitli yasal düzenlemelere başlanmıştır. Örneğin Almanya'da Bitcoin, bankacılık düzenlemelerine tabi finansal bir enstrüman olarak değerlendirilmektedir (Rogojanu ve Bagea, 2014, s.108). Japonya'da Nisan 2017' den itibaren dijital para birimlerinin yanı sıra şifreli para birimlerinin de ticarete, alışverişlerde kullanılması kararlaştırılmıştır. Bazı ülkelerde ise kontrolü ele almak isteyen parasal otoriteler kendi dijital para birimlerini oluşturmak üzere çalışmalar yapmaktadır. Bu konuda ilk adımı atan, Estcoin isimli ilk resmi dijital para birimini geliştiren Estonya olmuştur. Japonya da benzer şekilde J Coin isimli bir dijital para birimi üzerinde çalışmalarına devam etmektedir.

Bitcoin kullanımının ortaya çıkardığı sorunlar dört ana başlık etrafında ele alınabilir (Polasik, 2015). Bunlardan birincisi güvenlik sorunudur. Bitcoin sistemi hacklenme ve hırsızlarla karşılaşma riskine sahiptir. İkincisi yasal problemlerdir ve esas olarak vergilendirme problemini içermektedir. Kripto para herhangi bir devlete bağlı olmadığından yasal bir zemin üzerinde de yer almamaktadır. Üçüncü sorun politik, sosyal ve etik konularla ilgilidir. Bitcoin kara para aklama ve vergi kaçırma gibi tehlikeleri açık hale getirmektedir. Dördüncü sorun ise ekonomiktir. Bitcoin'in merkez bankası kontrolünde olmayışı para politikasından dolayısıyla ekonomi politikalarından bağımsızlığını ifade etmektedir.

Bitcoin altına ve döviz kurlarına göre daha yüksek bir volatiliteye sahiptir. Bitcoin risk yönetiminde fayda sağlamamakta ve hedge yapmayı fazlasıyla zorlaştırmaktadır (Yermack, 2013, s.1). Cheah ve Fry' a göre (2015, s.35) Bitcoin spekülasyon balonlarına karşı diğer piyasalarla ortak bir kırılma eğilimine sahiptir. Herhangi bir kıymetli madene endekslenmediği için de bir garantisi yoktur (Tschorsch ve Scheuermann, 2016, s.2086).

5. Literatür Taraması

Bitcoin ile döviz kurları arasında kısa ve uzun dönemde bir ilişki olup olmadığını araştıran çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Örneğin Cheah ve Fry' a göre (2015, s.32) Bitcoin'in temel fiyatı sıfırdır ve fiyatının spekülatif bir şekilde büyüyerek balon oluşturmaya yatkın bir yapısı vardır. Bitcoin'in günlük fiyatı diğer para birimleri ve altın ile neredeyse sıfır korelasyon göstermektedir (Yermack, 2013, s.1). 2015 yılında yapılan bir çalışmada döviz kurları ile Bitcoin arasındaki ilişki Granger nedensellik analizi ile değerlendirilmiş ve Bitcoin ile sadece Japon yeni arasında bir ilişki tespit edilmiştir. Bu ilişkinin de Japon yeninden Bitcoin'e doğru tek taraflı ve gecikmeli olduğu ortaya konmuştur (Atik vd., 2015, s.259).

Li ve Wang (2017, s.49), çalışmalarında ARDL modelini kullanmışlar, MtGox'un kapanmasından önceki ve sonraki dönemi ayrı ayrı incelemişlerdir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre kısa dönemde Bitcoin kuru ekonomik temellere ve piyasa koşullarına uyum sağlamaktadır. MtGox kapandıktan sonra Bitcoin kuru uzun dönemde ekonomik temellere daha duyarlı ve teknolojik faktörlere daha az duyarlı hale gelmiştir.

Bhattacahjee de çalışmasında (2016, s.9), Bitcoin dalgalanmalarının diğer para birimlerine kıyasla çok daha fazla olduğunu, hesap birimi ve servet birimi olan diğer para birimleriyle Bitcoin'in hiçbir ilişkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

Nakamoto (2008), Plassaras (2013), Beer, Beet ve Weber (2014), Casey, Vigra (2015), Hockstein (2015), Burnett (2015) ve Tsuterman (2015) Bitcoin'in dolar üzerindeki etkisini analiz etmiş ve söz konusu değişkenler arası bir ilişkinin varlığını tespit edememişlerdir (Seetharaman vd., 2017, s.232-234).

Szetela, Mentel ve Gedek (2016), ARMA ve GARCH modellerini kullanarak Bitcoin, Dolar, Euro, İngiliz Pound'u, Yuan ve Polonya Zlotisinin getiri oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarının sonucunda GARCH modeline göre Bitcoin ile Dolar, Euro ve Yuan arasında koşullu varyans açıklamasında bir bağımlılık tespit edilmesine rağmen, ARMA analizinde Bitcoin ile

diğer değişkenler arasında bir ilişkinin varlığına rastlanılmamıştır (Szetela, Mentel ve Gedek, 2016, s.133).

Baur, Dimplfl ve Kuck (2017), GARCH volatilité analizini uyguladıkları çalışmalarında, Bitcoin ile Dolar arasında bir ilişki olmadığını ortaya koymuş, Bitcoin getirilerinin diğer varlık getirilerinden bağımsız olduğunu, ancak US/İngiliz Poundu kurunun haftalık dalgalanmasıyla ufak da olsa negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir (Baur, Dimplfl ve Kuck, 2017, s.13).

Carrick (2016, s.2328), Bitcoin'in Çin Yuanı hariç diğer para birimleriyle istatistiki olarak negatif ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Bir başka çalışma, dolaşımdaki Bitcoin miktarının artmasının Amerikan Dolarının değerini düşürdüğünü ortaya koymuştur. Buna göre dolaşımdaki bitcoinin sayısı 1 milyon adet daha fazla olduğunda, Euro/USD kuru %6,1 daha fazla artmaktadır (Khvan, 2016, s.11). Dyhrberg ise (2015, s.6), Bitcoin'in değerinin Pound/Dolar paritesine karşı, Euro/Dolar paritesine göre daha duyarlı olduğu da ortaya konmuştur.

6. Ampirik Uygulama

6.1. Veri Seti

Çalışmada Bitcoin (BTC) ile Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği, Japonya, İngiltere ve Çin'in resmi para birimleri olan Amerikan Dolar'ı (USD), Euro (EU), Yen (JPY), İngiliz Pound'u (GBP) ve Yuan (CNY) arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi test edilmektedir. Analizlerde değişkenlerin doğal logaritmik değerleri kullanılmıştır. Döviz kurlarına ait veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasından elde edilmiştir. Bitcoin'e ait veriler ise Cryptocurrency Market Capitalizations web sayfasından (www.coinmarketcap.info) toplanmıştır. Veriler 2013 yılının 29 Nisan tarihinden 2017 yılının 22 Eylül tarihine kadar geçen süredeki işgünlerini kapsamaktadır. Çalışmada işgünü bazında elde edilen 1105 adet gözlem mevcuttur. Verilerin analizinde Eviews 8 programı kullanılmıştır. Dönem tarihlerinin belirlenmesinde, Bitcoin verilerine ait ulaşılabilir en eski tarih olan 29.04.2013 tarihi dikkate alınmıştır.

6.2. Yöntem

Bir zaman serisinin ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı kalıyorsa, bu zaman serisi durağan bir yapıya sahip olmaktadır (Gujarati, 1999, s. 713). Durağan olmayan seriler, birim köklü seriler olarak ifade edilir.

Standart regresyon modelinde durağan dışı değişkenlerin karşısında sahte regresyonlar ortaya çıkabilmektedir. Aynı trende sahip olmalarından dolayı değişkenler arası yüksek bir ilişkinin olduğu sonucu elde edilebilmektedir. Sahte regresyon durumunda yüksek bir R^2 ve anlamlı t istatistikleri olmasına rağmen, parametre tahminleri anlamsızdır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010, s.311). Bu durumda R^2 değeri ve t istatistikleri yanıltıcı olabilmektedir. Sahte regresyon durumunu tespit etmek için değişkenlerin uzun dönemli ilişkisinin incelenmesi gerekir.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Z_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Z_t + \Delta \varepsilon_t \quad (2)$$

Birim köke sahip değişkenler ilk farkları alındığı zaman durağan hale geliyorsa, bu değişkenlerin durağan olmayan halleri bir araya getirildiğinde kalıntılarıyla ilgili durağan bir yapı ortaya çıkabilir. Denklem 2, Denklem 1'in ilk farkı alınmış halidir. Bir zaman serisi birinci farkı alındığında durağanlaşıyorsa, birinci dereceden entegre edilmiş dizi olarak adlandırılır ve $I(1)$ olarak gösterilir. Eğer değişkenlere ait diziler durağan dışı ve aynı dereceden entegre ise, regresyon denkleminin kalıntı dizisi incelenerek sahte regresyonun varlığı araştırılabilir. Regresyon denkleminin kalıntı dizisi durağan ise, Y_t ve Z_t dizilerinin koentegre yani eşbütünleşen olduğu söylenir. Zaman serileri arasında bir eşbütünleşme varsa, gerçek bir ilişkinin varlığından söz edilebilir. Kalıntılar dizisinin (ε_t) durağan olmaması halinde ise Denklem 1 de anlamsız olacaktır. (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010, s.310-312).

Çalışma kapsamında ilk olarak değişkenlere ait zaman serisi özellikleri belirlenecektir. Birim kök testlerinden Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri uygulanarak se-

rilerin durağan olup olmadıkları araştırılacaktır. Serilerin düzeyde durağan olmadığına dair bir sonuç elde edilirse birinci farkları alınarak durağanlaştırılma yoluna gidilecektir. Serilerin aynı dereceden durağan olması halinde uzun dönemli ilişkinin varlığını tespit etmek için Engel- Granger Eşbütünleşme Testi ve Johansen Testi uygulanacaktır. Eş bütünleşme testi, kalıntıların durağan mı yoksa birim köklü mü olduğunun test edilmesidir. Eğer kalıntıların durağan olduğu sonucu elde ediliyorsa değişkenler arası uzun dönemli ilişki vardır, sahte regresyon durumu yoktur. Son aşamada ise kısa dönemli ilişkileri test etmek için Granger-Nedensellik Testi yapılacaktır. Nedensellik analizinin amacı değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını test etmek ve ilişkinin yönünü belirlemektir.

6.3. Amprik Bulgular

6.3.1. Birim Kök Testleri

Çalışmada yer alan zaman serilerinin grafikleri incelendiğinde, serilerin belirli bir sabite ve trende sahip olduğu görülmektedir. İlk olarak birim kök testleri uygulanarak serilerin durağanlıkları incelenmiştir. Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi ile değişkenlerin durağan olduğu alternatifine karşı birim köklü olduğu temel hipotezi test edilmiştir. Test Akaike ve Schwarz bilgi kriterine göre tekrarlanmıştır. Bitcoin (BTC), Dolar (USD), Euro (EU), Pound (GBP), Yen (JPY) ve Yuan (CNY) serilerine uygulanan test sonuçları Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 1: Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

H ₀ : Birim Kök Vardır. H ₁ : Birim Kök Yoktur.						
Değişkenler	Gecikme Uzunluğu	Kritik Değer*	ADF Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Bilgi Kriteri	Temel Hipotezin Reddi
BTC	0	-3.4138	-0.917318	0.9524	SIC	H ₀ Reddedilemez
USD	0	-3.4138	-2.257558	0.4565	SIC	H ₀ Reddedilemez
EU	1	-3.4138	-2.418642	0.3695	SIC	H ₀ Reddedilemez
GBP	1	-3.4138	-2.612554	0.2747	SIC	H ₀ Reddedilemez
JPY	0	-3.4138	-2.241710	0.4653	SIC	H ₀ Reddedilemez
CNY	0	-3.4138	-2.529187	0.3138	SIC	H ₀ Reddedilemez
D(BTC)	0	-2.8639	-33.38005	0.0000	SIC	H ₀ Red
D(USD)	0	-2.8639	-31.21411	0.0000	SIC	H ₀ Red
D(EU)	0	-2.8639	-30.70058	0.0000	SIC	H ₀ Red
D(GBP)	0	-2.8639	-28.75925	0.0000	SIC	H ₀ Red
D(JPY)	0	-2.8639	-32.64351	0.0000	SIC	H ₀ Red
D(CNY)	0	-2.8639	-31.42901	0.0000	SIC	H ₀ Red

(*) %5 önem derecesine ait değerlerdir.

Tablo 1'deki ADF test istatistiği sonuçları ile Mac Kinnon Kritik Değerleri karşılaştırılmıştır. Sonuçlara göre %5 anlamlılık düzeyinde tüm değişkenler için H₀ temel hipotezi reddedilememektedir. Diğer bir ifadeyle tüm değişkenler düzeyde durağan olmayan birim köklü değişkenlerdir. Serilerin birinci farkları alındıktan sonra ADF testi yeniden uygulanmış ve değişkenlerin durağan hale geldiği görülmüştür. Birim Kök sınaması ADF testinin yanı sıra PP Testi ile de tekrarlanmış ve her iki test sonucunda benzer şekilde tüm serilerin 0,05 anlamlılık düzeyinde birim köklü olduğuna, birinci farkları alındığında durağanlaştıklarına dair bulgu elde edilmiştir.

Tablo 2: Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

H ₀ : Birim Kök Vardır. H ₁ : Birim Kök Yoktur.					
Değişkenler	Bandwidth Band Genişliği	Kritik Değer*	PP Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Temel Hipotezin Reddi
BTC	12	-3.4138	-1.185301	0.9121	H ₀ Reddedilemez
USD	10	-3.4138	-2.469746	0.3433	H ₀ Reddedilemez
EU	12	-3.4138	-2.506506	0.3249	H ₀ Reddedilemez
GBP	12	-3.4138	-2.618459	0.2721	H ₀ Reddedilemez
JPY	9	-3.4138	-2.331373	0.4160	H ₀ Reddedilemez
CNY	9	-3.4138	-2.668661	0.2500	H ₀ Reddedilemez
D(BTC)	12	-2.8639	-33.68266	0.0000	H ₀ Red
D(USD)	8	-2.8639	-31.22883	0.0000	H ₀ Red
D(EU)	11	-2.8639	-30.76206	0.0000	H ₀ Red
D(GBP)	10	-2.8639	-28.76012	0.0000	H ₀ Red
D(JPY)	8	-2.8639	-32.64907	0.0000	H ₀ Red
D(CNY)	7	-2.8639	-31.41627	0.0000	H ₀ Red

(*) %5 önem derecesine ait değerlerdir.

6.3.2. Eşbütünleşme Analizi

Çalışmada düzeyde durağan olmayan tüm serilerin birinci dereceden farkları alındığında durağan hale geldikleri için bütünleşme dereceleri de aynıdır. Serilerin aynı dereceden durağan olması, yani I(1) olmaları, yaygın olarak kullanılan Engle&Granger ve Johansen eşbütünleşme testlerinin uygulanabilmesine olanak tanımaktadır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi incelemek için Engel-Granger ve Johansen tarafından geliştirilmiş eş bütünleşme testleri uygulanmıştır.

Tablo 3: Engle&Granger Eşbütünleşme Testi Sonuçları

H ₀ : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arası uzun dönemli ilişki yoktur.			
H ₁ : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arası uzun dönemli ilişki vardır.			
ADF Test İstatistiği	Kritik Değer		Temel Hipotezin Reddi
-3.418276	1% seviyesi	-3.966374	H ₀ Red
	5% seviyesi	-3.413884	H ₀ Red
	10% seviyesi	-3.129024	H ₀ Reddedilemez

Engle&Granger Eşbütünleşme Testi sonuçlarına göre %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde H₀ reddedilmektedir, % 10 anlamlılık düzeyinde ise H₀ reddedilememektedir. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığına karar verebilmek için Johansen tekniği de uygulanmıştır. İki den fazla değişken olması halinde Johansen testi daha sağlıklı sonuçlar verebilmektedir (Gonzalo, 1994, s.203). Johansen tekniğinde, iki olabilirlik oranı (LR) kullanılmaktadır. Bunlar; iz istatistiği ve maksimum öz değer istatistiğidir. İlk olarak optimal gecikme uzunluğunun tespiti yapılmıştır. Bilgi kriterlerini minimum yapan gecikme sayısı optimal gecikme sayısı olarak belirlenmektedir. Gecikme uzunluğunun seçimi için Schwarz (SC) ve Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterleri kullanılmıştır. Gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo 4: Gecikme Uzunluğunun Tespiti

Gecikme Sayısı	AIC	SC	HQ
0	-15.75850	-15.73117	-15.74816
1	-43.64879	-43.45749*	-43.57641*
2	-43.65670*	-43.30142	-43.52228
3	-43.62518	-43.10593	-43.42873
4	-43.60394	-42.92071	-43.34545
5	-43.58201	-42.73481	-43.26148
6	-43.54703	-42.53585	-43.16446
7	-43.53613	-42.36098	-43.09152
8	-43.50093	-42.16179	-42.99428

*Bilgi kriterini minimum yapan optimal gecikme sayısı

Johansen testi sonuçları incelendiğinde, hem iz istatistiği hem de maksimum özdeğer istatistiği değerlerine göre H_0 hipotezinin reddedilemediği görülmektedir. Sonuç olarak bağımlı ve bağımsız değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin olmadığı bulgusu elde edilmiştir.

Tablo 5: Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Hipotez	Özdeğer	İz İstatistiği	Kritik Değer (0.05)	Olasılık Değeri	Maksimum Özdeğer İstatistiği	Kritik Değer (0.05)	Olasılık Değeri
0	0.027250	83.93307	103.8473	0.4815	30.50176	40.95680	0.4473
1	0.016194	53.43131	76.97277	0.7424	18.02469	34.80587	0.9144
2	0.012321	35.40662	54.07904	0.7034	13.68730	28.58808	0.8960
3	0.010618	21.71933	35.19275	0.6144	11.78500	22.29962	0.6758
4	0.006205	9.934329	20.26184	0.6463	6.871550	15.89210	0.6851
5	0.002770	3.062778	9.164546	0.5690	3.062778	9.164546	0.5690

H_0 : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arası uzun dönemli ilişki yoktur.

H_1 : Bağımlı ve bağımsız değişkenler arası uzun dönemli ilişki vardır.

6.3.3. Nedensellik Analizi

Nedensellik analizi, değişkenler arası kısa dönemli ilişkinin varlığı ve yönü hakkında bilgi vermektedir. Vektör otoregresif modelde (VAR), Granger nedensellik testi uygulayarak her bir döviz kurunun Bitcoin'in nedeni olup olmadığı sınanmıştır. Test sonuçları aşağıdaki Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	Ki-kare değeri	p-değeri	Temel Hipotezin Reddi
USD BTC	0.129286	0.7192	H_0 Reddedilemez
EU BTC	1.784867	0.1816	H_0 Reddedilemez
JPY BTC	0.611538	0.4342	H_0 Reddedilemez
GBP BTC	0.118775	0.7304	H_0 Reddedilemez
CNY BTC	0.037525	0.8464	H_0 Reddedilemez
Tümü	9.152623	0.1031	H_0 Reddedilemez

H_0 : Döviz kurları (USD, EU, JPY, GBP,CNY) Bitcoin'in (BTC) nedeni değildir.

H_1 : Döviz kurları (USD, EU, JPY, GBP,CNY) Bitcoin'in (BTC) nedenidir.

Test sonuçlarına göre, USD, EU, JPY, GBP ve CNY'nin BTC'nin granger nedeni olmadığını ileri süren H_0 hipotezi reddedilememektedir. Granger nedensellik testi çift yönlü olarak yapılmış ve BTC'nin söz konusu döviz kurlarının nedeni olup olmadığı da incelenmiştir. Test sonuçlarına göre hem döviz kurlarından Bitcoin'e doğru hem de Bitcoin'den döviz kurlarına doğru Granger nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilememiştir.

Sonuç

Çalışmada Bitcoin ile Dolar, Euro, Yen, Pound ve Yuan arasındaki ilişkinin varlığı ekonometrik olarak incelenmiş ve Bitcoin'in kısa ve uzun dönemde döviz kurlarından bağımsız hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bitcoin ve diğer kripto para birimlerinin değeri, herhangi bir ülkenin itibarı ile ilişkili değildir. Kripto paraların değeri insanların o para birimini ne ölçüde talep ettiği ile ilişkilidir. İnsanların değişen ekonomik tercihlerine paralel olarak, Bitcoin'in değerinin artmaya devam etmesi ya da sıfıra kadar düşmesi olasılıklarının ikisi de mümkündür. Diğer yandan bir ülkenin resmi parası ancak o ülke iflas ederse değerini tamamen kaybeder ki, bu da pek mümkün bir olasılık değildir. Büyük ekonomilere sahip ülkelerin resmi paralarının değeri piyasada dalgalanmalar yaşasa da, arkasında o devletin güvencesini taşıdığından dalgalanmaların boyutu belirli bir sınırlar içerisinde kalmaktadır. Kısa dönemde resmi para birimlerindeki artış Bitcoin'deki artış kadar yüksek olmasa da, uzun dönemde Bitcoin'in düşme olasılığı resmi para birimlerinin düşme olasılığından çok daha yüksektir. En az getirisi kadar riski de yüksek olan bu yatırım aracının dünya ekonomisinde giderek artan ölçüde talep görmesi endişelere neden olmaktadır.

Bitcoin bir para birimi olarak kullanılsa da gerçek para birimlerinden farklıdır ve bu nedenle bir döviz kuru olarak kabul edilemez. Bugünkü şartlarda Bitcoin'in işlem amaçlı talep edilen bir para birimden çok, yatırım aracı olarak kabul edilen bir varlık olduğu söylenebilir. Spekülatif olarak değeri büyük yükselişler veya büyük düşüşler yaşayabilen bir hisse senedine benzetilebilir. Yatırımcılar yüksek kar elde etme amacıyla çeşitli araçlara

yönelebilmektedir. Yakın zamandaki kısa geçmişine bakıldığında, piyasa değerindeki artış yatırımcısına büyük kazanç sağlamıştır. Fakat bir yatırım aracının iyi ya da kötü olduğu ancak uzun dönemde belli olmaktadır.

Bitcoin'in fiyatındaki yükselişin ardında piyasa temelleri değil spekülasyon faktörleri yer almaktadır. Arzının sınırlı olması ve talebin giderek artmasından dolayı fiyatı son bir yıl içinde 2,5 kattan daha fazla artmıştır. Bu kadar hızlı ve büyük çapta bir artış, balon fiyat oluştuğu izlenimini vermektedir. Yükselişin nedenleri piyasa temelleri tarafından nasıl açıklanmıyorsa, düşüşünün ne zaman ve ne kadar olacağı da öngörülememektedir. Geçmiş deneyimlerden görüldüğü gibi, varlık balonlarının patlaması ekonomide derin izler bırakabilmektedir. Blockchain teknolojisinin bir parçası olan Bitcoin, hiçbir aracıya ihtiyaç duyulmadan işlem yapılabilen şifreli bir para birimi olduğundan merkezi otoriteler tarafından kontrol edilememektedir. Uyuşturucu kaçakçıları, terör suçluları gibi kişi ve kurumların para transferlerinin kontrol edilememesi de kara para ile mücadeleyi olumsuz etkilemektedir.

Diğer yandan sanal bir para birimine talebin bu kadar yoğun olması, gelecekte fiziki paranın yerini elektronik paraların alacağına işaret etmektedir. Toplumun tercihleri elektronik para yönünde değişim göstermektedir. Merkezi otoritelerin bu eğilimi dikkate almaları ve talebin değişen yapısını göz önünde bulundurarak hareket etmeleri gerekmektedir. Geleceğin parası, gerçek bir para biriminin tüm fonksiyonlarına sahip ve aynı zamanda elektronik formda olan para birimi olacaktır. Merkez bankalarının finansal inovasyonlarla günümüzdeki talebe cevap verebilecek bir para sistemi oluşturmaları gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Atik, B., Köse, Y., Yılmaz, B., Sağlam, F. (2015), Kriptopara: Bitcoin ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri, *Bartın Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(11), 247-261.
- Baur, D.G., Dimpfl, T. (2017), Realized Bitcoin Volatility, Çevrimiçi <https://papers.ssrn.com/>, 23.06.2017.
- Baur, D.G., Kuck, T., Kuck, K. (2017), Bitcoin, Gold and the Dollar A Replication and Extension, Çevrimiçi <https://papers.ssrn.com/>, 23.06.2017.
- Bhattacharjee, S. (2016), A Statistical Analysis of Bitcoin Transactions During 2012 to 2013 in terms of Premier Currencies : Dollar, Euro and Rubles, *Vidwat: The Indian Journal of Management*, 1-5.
- Carrick, J. (2016), Bitcoin as a Complement to Emerging Market Currencies. *Emerging Market Finance and Trade*, 52, 2321-2334.
- Cheah, E.T., Fry, J. (2015), Speculative Bubbles in Bitcoin Markets? An Empirical Investigation into the Fundamental Value of Bitcoin, *Economics Letters*, 130, 32-36.
- Chiu, J., Thorsten, K. (2017), The Economics of Cryptocurrencies Bitcoin and Beyond. Çevrimiçi <https://www.chapman.edu/>, 23.06.2017.
- Cryptocurrency Market Capitalizations (2017), Bitcoin Historical Data, Çevrimiçi <https://coinmarketcap.com/>, 22.09.2017.
- Coindesk (2017), Data & Research, Çevrimiçi <https://www.coindesk.com/>, 30.12.2017.
- Dyhrberg, A.H. (2015), Bitcoin, gold and the dollar: A GARCH volatility analysis, *Working Paper Series, UCD Centre for Economic Research*, No: 15/20.
- Dwyer, G.P. (2015), The Economics of Bitcoin and Similar Private Digital Currencies, *Journal of Financial Stability*, 17 (2015), 81-91.
- Glaser, F., Zimmermann, K., Haferkorn, M., Weber, M.C., Siering, M. (2014), Bitcoin- Asset or Currency? Revealing Users'Hidden Intentions, *Twenty Second European Conference on Information Systems*.
- Gonzalo, J. (1994), Five Alternative Methods Of Estimating Long-Run Equilibrium Relationship, *Journal of Econometrics*, 60, 203-233.
- Gujarati, D. N. (1999), *Temel Ekonometri*, Çev.Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Khvan, A. (2016), A Regression Analysis of Cryptocurrency Influence on the US Dollar, *Russian Review*, 1(14), 8-12.

- Krugman, P., Wells, R. (2013), Makro İktisat, İkinci Baskıdan Çeviri, Çev.Fuat Oğuz, M.Murat Arslan, K.Ali Akkemik, Koray Göksal, Ankara: Palme Yayıncılık.
- Li, X., Wang, C.A. (2017), The technology and economic determinants of cryptocurrency exchange rates: The case of Bitcoin. *Decision Support Systems*, 95, 49-60.
- Mankiw, N.G. (2010), Makro Ekonomi, Çev.Ed.Ömer Faruk Çolak, Ankara: Efil Yayınevi, No:38.
- Malovic, M. (2014), Demystifying Bitcoin: Sleight of Hand or Major Global Currency Alternative. *Economic Analysis*, 47(1-2), 32-41.
- Nakamoto, S. (2008), Bitcoin: A Peer to Peer Electronic Cash System, Çevrimiçi <http://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, 23.06.2017.
- Polasik, M., Piotrowska, A.I., Wisniewski, T.P., Kotkowski, R., Lightfoot, G. (2015), Price Fluctuations and the Use of Bitcoin: An Empirical Inquiry, *International Journal of Electronic Commerce*, 20(1), 9-49.
- Plassaras, N.A. (2013), Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF, *Chicago Journal of International Law*, 14(1), 376-407.
- Rogojanu, A., Bagea, L. (2014), The Issue of Competing Currencies Case Study – Bitcoin. *Theoretical and Applied Economics*, Volume XXI (2014), 1(590), 103-114.
- Scaillet, O., Treccani, A., Trevisan, C. (2017), High Frequency Jump Analysis of the Bitcoin Market, *Swiss Finance Institute Research*, Paper No. 17-19.
- Seetharaman, A., A.S. Saravanan, Patwa, N., Mehta, J. (2017), Impact of Bitcoin As A World Currency, *Accounting and Financial Research*, 6(2), 230-246.
- Sevüktekin, M., Nargeleçekenler, M. (2010), Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, Geliştirilmiş 3.Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Szetela, B., Mentel, G., Gedek, S. (2016), Dependency Analysis Between Bitcoin and Selected Global Currencies. *Dynamic Econometric Models*, 16, 133-144.
- Tschorsch, F., Scheuermann, B. (2016), Bitcoin and Beyond: A Technical Survey on Decentralized Digital Currencies. *IEEE Communications Surveys&Tutorials*, 18(3), 2084-2120.
- Vlasov, A.V. (2017), The Evolution of E-Money, *European Research Studies*, Vol. XX, Issue 1, 215-224.
- Yermack, D. (2013), Is Bitcoin a Real Currency? An Economics Appraisal. *NBER Working Paper Series*, No.19747.

Yönetim Kurullarındaki Cinsiyet Çeşitliliği ile Çeşitliliğin Finansal Performans Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasa Örneği

Levent ATAÜNAL¹ - Aslı AYBARS²

Makale Geliş Tarihi: 15.10.2017

Makale Kabul Tarihi: 13.03.2018

Öz

Cinsiyet eşitliği farkındalığı son yıllarda artmıştır. Ancak yönetim kurullarında kadınların temsili hâlen düşük seviyelerdedir. Öte yandan, yönetim kurullarında farklı cinslerin eşit oranda temsil edilmesinin daha iyi finansal sonuçlara neden olup olmadığı sorusu da henüz tam olarak cevaplanamamıştır. Bu çalışma BİST'te finans sektörü dışında faaliyet gösteren 151 şirketin 2008 – 2015 yılları arasındaki verilerini inceleyerek bu konu üzerinde yeni kanıt sunmayı amaçlamıştır. Yönetim kurullarında kadınların varlığı şirketin performansını artırır hipotezi, performans ölçüsü olarak ROA ve ROE kullanıldığı durumlarda reddedilmiştir. Kadın yönetim kurulu üyesi ve Tobin Q oranı arasında, sistem GMM yöntemi kullanılarak içsellik (endogeneity) göz önünde bulundurulduğu durumda dahi ters ilişki bulunmuştur.

Anahtar kelimeler: Cinsiyet çeşitliliği, yönetim kurullarında kadın temsili, firma performansı, kadın yönetim kurulu üyeleri

¹ Dr., lataunal@gmail.com, Orcid Id: 0000-0002-9263-075X

² Doç. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü, asli.aybars@marmara.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-7899-2367

Gender Diversity in The Board Room and Its Financial Performance Effect: Evidence from an Emerging Market

Abstract

Awareness on gender equality has recently increased, however, representation of women on boards is still low and it is still an unanswered question that leveling gender diversity leads to better financial results. This study, based on a data of 151 non-financial firms of BIST between 2008 to 2015, aimed to provide evidence on this relationship. The hypothesis that presence of woman directors improves firm's performance was rejected, when firm performance was measured by ROE and ROA. A negative relation between presence of woman directors and Tobin's Q is revealed when endogeneity of gender diversity was addressed, using system GMM estimation.

Key Words: Gender diversity, board diversity, firm performance, woman directors

JEL Codes: G30, G34, J16

1. Introduction

Main function of board of directors is to scrutinize managers and prevent them from jeopardizing shareholders' wealth. Decisions related to company's policies, strategies, the appointment, dismissal and compensation of executives are among the decisions approved by the board. There is a permanent debate on the composition and skills of board of directors. A lot of research has focused on the roles and contributions of different types of board members. But it is still an unanswered question that presence of woman directors or leveling gender diversity in the board leads to better financial performance.

Gender diversity is expected to enhance relations with competitors and customers, and to expand industry knowledge, and facilitate financing. Men are generally more inclined towards competition, hierarchy, rational problem-solving, low emotionality, whereas women are opted for facilitating cooperation, supporting

and maintaining relationships, team-based accomplishment, intuitive problem-solving, sharing information, and emotionality (Luis-Carnicer et al., 2008). When certain qualities are not evenly distributed among men and women, the company without women on the board may be missing some of these qualities (Lückerath-Rovers, 2013). It is generally preferred that a board of a public company contains a well-balanced set of directors. A homogeneous group of directors is posited to be a symptom of weak corporate governance.

Women directors carry some observable benefits to the firm which may have some performance effect. For instance, female directors have fewer attendance problems, which are possible to contribute to board effectiveness (Francouer et al. 2008; Isidro and Sobral, 2015). Woman directors are generally better prepared for the meetings compared to men. The lack of advance preparations often weakens the directors' independence and leads into domination of the management over the board. Because, preparations before the meetings allow women directors become less dependent of reports and presentations made by the management (Huse and Solberg, 2005).

Economic arguments favoring gender diversity generally stand on three main pillars. First, it is argued that greater diversity improves a firm's image and has positive impact on customers (Campbell and Minguez-Vera, 2008; Smith et al. 2006). Second, it is argued that diversity augments creativity and innovation. Third, diversity improves problem-solving as more perspectives emerges from a more diverse board (Campbell and Minguez-Vera, 2008; Brammer et al. 2007). Additionally, it is also exhibited that stock market reacts more positively to the appointment of women directors than men directors (Adams et al. 2010).

Accordingly, several countries enacted laws forcing gender quotas in the board room to increase the proportion of woman directors (Reguera-Alvarado et al. 2017). Countries such as Norway, France, Spain, Italy, the Netherlands legally required that 40% of the directors to be woman (Adams and Ferreira, 2009; Rose, 2007). But, it is still not for certain that gender diversity yields

better financial results. Appointment of women to company boards may improve firm's performance only if appointed women bring an additional perspective and expertise to the decision-making process. On the other hand, women on board may have negative effect on the performance of the firm if the decision to appoint a female only stems from a societal or legal pressure for greater sexual equality (Campbell and Minguez-Vera, 2008).

Consequently, the link between gender diversity and firm performance appears to be rather complex. This study aims to provide additional evidence on this unsettled relationship. Firm performance is computed both by accounting and market measures. Possible endogeneity between performance and gender diversity is also addresses in the study.

The rest of the paper is organized as follows. Section two reviews the prior studies on corporate gender diversity at board level and its performance effect, section three presents the methodology together with the data and the sample used in the study, section four presents the findings, and section five concludes.

2. Literature Review

One of the board's duties is to resolve agency problems between managers and shareholders by establishing the right compensation scheme and replacing managers who are not performing. From the perspective of agency costs theory, it is suggested that gender diversity increases the heterogeneity in the board and heterogeneous boards act more independently and reduces the costs of agency problems (Reguera-Alvarado et al. 2017). Another prominent theory, resource dependency theory (Pfeffer and Salancik, 1978; Hillman and Dalziel, 2003) proposes that the board's independence and diversity augments board's ability to establish external connections (Siciliano, 1996). By selecting a director with required skills and connections, the firm can reduce its external dependency and gain valuable resources (Hillman et al. 2007). It is also argued that cognitive diversity stemming from gender diversity leads to more active boards, which effectively monitor firms' operation (Ararat et al.

2010). Contrarily, Luis-Carnicer et al. (2008) suggested that increasing gender diversity may enrich perspectives, but it may not necessarily result in better monitoring, which is the key function of the board. From the agency theory standpoint, it is not possible to explicitly tell, whether greater woman proportion on the board will improve or worsen corporate governance and corporate financial performance (Francoeur et al. 2008). The board's effective functioning mostly depends on the qualifications and skills of the directors, rather than the gender of the directors.

Since better decisions result in better financial performance, the question to be answered is whether leveling gender imbalances improves board's decision making process. In today's business setting, heterogeneous groups may be more advantageous to more uniform groups in knowledge, perspective, creativity, and judgment (Francouer et al. 2008). Gender-balance may be advancing board's monitoring by bringing a more diverse set of perspectives and competencies to the board, or on the contrary it may also be introducing unnecessary degree of complexity (Luis-Carnicer et al. 2008). Generally, heterogeneous groups are more likely to face communication and coordination difficulties, more conflicts and higher turnover (Martin-Ugedo and Miguez-Vera, 2014). Too much conflict means less effective and longer board meetings. In a market where fast reaction is especially important, this may hinder the firm's performance (Campbell and Miguez-Vera, 2008). It is possible that heterogeneity augments financial performance in complex firms but not in less complex firms. Thus, greater heterogeneity may not necessarily improve firm performance in all circumstances (Anderson et al. 2011).

Similar to the theoretical framework, empirical evidence is also not consistent. Some of the prior studies found negative relation between gender diversity and the firm performance (Adams and Ferreira, 2009; Andres et al., 2005; Carter et al. 2010; Pelled et al. 1999; Shrader et al. 1997; Darmadi, 2011), whereas some other researchers exhibited a positive relation (Reguera-Alvarado et al. 2017; Campbell and Miguez-Vera 2008; Carter et al. 2003; Erhardt et al. 2003; Bonn et al. 2004; Gordini and

Rancati, 2017; Kılıç and Kuzey, 2016). Few researchers found no relation at all (Rose, 2007; Zahra and Stanton 1988; Chapple and Humphrey, 2014).

Nevertheless, the representation of woman in the board has been significantly increased in Europe in the last decade. Still, it only reached to 17%. Low proportion of woman at board level may be attributed to "the glass ceiling effect" which basically refers to indirect barriers to career opportunities and professional development of women. These barriers which are deeply rooted in culture and society, constrain the progression of women to senior management positions (Lazzeretti et al. 2013). Existing female directors generally help breaking the glass ceiling since they imply career possibilities to prospective recruits and extend their career goals (Lükerath-rovers, 2013; Hillman et al. 2007).

Norway has the highest woman representation on the board (39%), where, it is mandatory by law to have 40% female representation in the board (Ararat, 2015). In France, women had to hold 20 % of board seats by 2014, and 40 % by 2017. In Finland, companies had been compelled to have at least one woman director since July 2010 (Chapple and Humphrey, 2014). In Italian listed companies, women should comprise at least one third of board seats since 2015 (Gordini and Rancati, 2017). In Germany gender diversity is attempted to be achieved via voluntary arrangements based on "comply or explain" principle. But the female representation in the boardroom is still rather low, at around 10%.

Achieving higher fraction of women appointed to company boards requires that they have the similar opportunities until the appointment stage. Unless discriminations are eliminated at lower levels of corporate ladder, women may not achieve necessary skills and qualifications to match their male colleagues. Hence, to achieve gender diversity at the board level, preferential treatment of women should start at lower career roles long before board level. On the other hand, as number women directors are more limited in number, women may be intentionally preferring better performing firms. Consequently, the relation between gender

diversity and firm performance may be endogenous (Campbell and Minguez-Vera, 2008; Farrell and Hersch, 2005). Martin-Ugedo and Minguez-Vera (2014) showed that the probability of women's presence on the board of Spanish SMEs increased with firm performance confirming a likely endogenous relation.

Regarding the studies with Turkish companies, most of them exhibited positive relation between women directors and financial performance of the firm (Ararat et al., 2010; Ararat et al. 2015; Kılıç and Kuzey, 2016; Solakoğlu and Demir, 2016).

There are conjectures against gender diversity as well as in favor of it. As expected the empirical evidence is also inconclusive. Inconsistent results of different studies may be attributed to the methodology, timing and length of the data collected. The inconsistency of findings on gender diversity and firm performance undoubtedly suggests that further studies on the subject are needed. Accordingly, this study aims to extend the literature with the longest timewise data in Turkey and taking into account the possibility of endogeneity between performance and diversity in estimations.

3. Methodology

3.1. Women Representation on Board in Turkey

In Turkey, the awareness on gender equality has remarkably increased in recent years. Yet, women representation at board level is quite low. Table 1 gives details of female representation on the boards of major non-financial listed companies of Turkey from 2008 to 2015.

Table 1: Women Representation at Board Level

	AVERAGE BOARD SIZE	NO. OF WOMAN DIRECTORS	%
2008	6.92	0.62	9%
2009	6.83	0.68	10%
2010	6.82	0.71	10%
2011	6.78	0.79	12%
2012	7.62	0.76	10%
2013	7.74	0.77	10%
2014	7.78	0.81	10%
2015	7.81	0.86	11%

Percentage of board seats held by women only increased from 9% in 2008 to 11% in 2015. The numbers are still very far from fair representation of both genders though a significant improvement is observed in the assignment of woman directors. Table 2, gives the evolution of number of companies with at least one woman director. In 2008, only 43% of the sample had at least one woman director whereas in 2015 over 60% of the companies had at least one woman director at their board.

Table 2: Percentage of Companies with at least One Woman Director on Board

	Number of Companies with at least One Woman Director	Percentage
2008	50	43%
2009	68	47%
2010	71	49%
2011	80	55%
2012	83	57%
2013	84	58%
2014	84	58%
2015	88	61%

3.2. Data and the Sample

The sample of the study consisted of 151 non-financial Turkish companies listed on Borsa Istanbul (Istanbul Stock Exchange) during

the 2008-2015 period. Board composition data was collected from companies' individual annual reports. Financial firms are deliberately excluded because they have fundamentally different operating activities; using similar performance measures in financial and non-financial firms might have distorted the findings. Secondly, there are studies specifically addressing financial firms (i.e. Kılıç, 2015).

3.3. Method

As the data has both cross-section and time dimensions panel data approach is adopted in the study. The gender diversity of the board is measured in three different ways. First, it is measured by a dummy variable which takes the value of 1 in case of presence of at least one woman on the board, and 0 otherwise. Second, it is measured by the proportion of women on the board, that is, the number of women directors divided by total number of directors. Then, the Blau Index is used to measure the diversity on the board similar to some of the prior studies (Ararat et al. 2010, Kılıç and Kuzey, 2016; Martin-Ugedo and Minguez-Vera, 2014). Blau (1977) suggested how a group's diversity might be estimated by the variety of individual attributes. Blau index for gender diversity is estimated with below equation (1):

$$blauindex = 1 - \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad (1)$$

where,

Pi = the proportion of the board members in the i'th category of a given attribute

n = number of categories in a given attribute which is 2

The maximum and the minimum values of Blau index are 0.5 (when there is equal number of women and men on the board) and 0 (when there are only men or only women on the board), respectively.

To measure the firm performance, three different measures, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Tobin's Q are used. Leverage, firm size and ownership structure are used

as control variables. Thus, the hypothesis that gender diversity on board level has positive effect on the performance of the firm is tested with below equation (2).

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 GenderDiversity + \beta_3 Size + \beta_4 Leverage + \beta_5 Ownership + \epsilon \quad (2)$$

All variables employed in the study are given in Table 3. As the chosen gender diversity measures are highly correlated, to avoid a possible multicollinearity problem, only one measure is included in each regression estimation.

Table 3: Variables

	DESCRIPTION
Dependent Variables	
ROA	$Return\ on\ Assets = \frac{Earnings\ before\ Interest\ and\ Tax}{Total\ Assets}$
ROE	$Return\ on\ Equity = \frac{Net\ Profit}{Total\ Shareholders'\ Equity}$
Tobins_Q	$= \frac{Total\ Assets + Market\ Value\ of\ Equity - Book\ Value\ of\ Equity}{Total\ Assets}$
Independent Variables	
DWOMANDIR	Dummy Variable, 1 if there is at least one woman director, 0 otherwise
PWOMANDIR	$= \frac{(Number\ of\ Woman\ Directors)}{(Total\ Number\ of\ Directors)}$
BLAU_GENDER	$Blau\ index = 1 - \sum_{i=1}^n p_i^2$, p_i is the proportion of each gender
Log(assets)	Proxy for firm size = Natural logarithm of Total Assets
Leverage	Proxy for Financial Risk = $\frac{Total\ liabilities}{Total\ Assets}$
Ownership	Proxy for shareholder structure = $\frac{Number\ of\ public\ shares}{Total\ number\ of\ shares}$

4. Results

Table 4 presents the results of panel regressions in which ROA is the dependent variable. The OLS (ordinary least squares) estimation assumes that there is no correlation between explanatory variables and the error term. The Breusch-Pagan Lagrange multiplier test (Breusch and Pagan, 1980) discloses the presence of heteroscedasticity. In other words, variance of error terms seems to be dependent on the values of the independent variables. Thus, firm-specific effects are important and the OLS results are not efficient. The random effects estimation provides efficient estimates under the assumption that the firm-specific effects are uncorrelated with the regressors. When firm-specific effects are correlated with the regressors, the results of the OLS and random effects are biased and inconsistent (Baltagi, 2005). Then, fixed effects estimator is the

Table 4: Dependent Variable - ROA

Variable	OLS		Random Firm Effects		OLS		Random Firm Effects					
C	-0.144169	***	-0.212361	***	-0.157873	***	-0.204852	***	-0.160265	***	-0.204601	***
DWOMANDIR	-0.004262		-0.005525									
PWOMANDIR					-0.015178		0.002490					
BLAU-GENDER									-0.008331		0.001735	
LOG(ASSETS)	0.014147	***	0.017641	***	0.014810	***	0.016918	***	0.014915	***	0.016904	***
LEVERAGE	-0.044834	***	-0.049564	***	-0.049285	***	-0.041960	**	-0.049363	***	-0.041936	**
OWNERSHIP	-0.000258	*	-0.000211		-0.0002016		-0.000242		-0.000204		-0.000242	
Adj R ²	0.046924		0.023075		0.056539		0.023515		0.056384		0.023508	
F-statistic	15.75793		8.080036		18.45378		8.013619		18.40313		8.011504	
Prob(F-statistic)	(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)	
Breusch-Pagan LM Test	700.0631				800.6429				809.4646			
Prob.	(0.0000)				(0.0000)				(0.0000)			
Hausman X ²			3.930696				1.629377				1.511519	
Prob.			0.4155				0.8035				0.8246	

Significance: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

consistent estimator. However, the Hausman chi-square test (Hausman, 1978), comparing fixed effects and random effects estimators does not reject the assumption that random effects are not correlated with the regressors ($p > 0$). Therefore, random effects GLS (generalized least squares) estimation emerges as the efficient estimator for the equation in which ROA is the dependent variable.

In all panel regressions where ROA is the dependent variable, gender diversity measures are insignificant suggesting that gender diversity at the board level does not have any impact on operational performance measured by ROA. Table 5, presents the results of panel regressions in which ROE (return on equity) is the dependent variable and Table 6 provides the results in which Tobin's Q is the dependent variable.

Table 5: Dependent Variable - ROE

Variable	OLS	Random Firm Effects	OLS	Random Firm Effects	OLS	Random Firm Effects
C	-0.721694 **	-0.746622 *	-0.732794 **	-0.820673 *	-0.713660 **	-0.799797 **
DWOMANDIR	0.015497	0.033870				
PWOMANDIR			0.174032	0.255385		
BLAU-GENDER					0.115175	0.188638
LOG(ASSETS)	0.044153 **	0.044743 **	0.043328 **	0.047254 **	0.042327 **	0.045944 **
LEVERAGE	-0.299585 ***	-0.285060 **	-0.270018 **	-0.266286 **	-0.267722 **	-0.261966 **
OWNERSHIP	-0.000817	0.000715	0.001012	-0.000943	-0.001008	0.000953
Adj R ²	0.006731	0.003495	0.005311	0.003372	0.005170	0.003319
F-statistic	3.031402	2.051338	2.555067	1.985433	2.513597	1.969972
Prob(F-statistic)	(0.01681)	(0.08506)	(0.037435)	(0.094496)	(0.040097)	(0.096842)
Breusch-Pagan LM Test	32.15157		22.04138		22.10399	
Prob.	(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)	
Hausman X ²		1.613337		1.707766		2.276001
Prob.		0.8064		0.7893		0.6851

Significance: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Similar to the regressions in which dependent variable is ROA, gender diversity also does not seem to have any effect on return on equity (ROE) (Table 5). The coefficients of all three measures of gender diversity are insignificant. Again, random firm effects model emerges as the efficient estimator in the regressions

(Hausman test $p > 0.05$). The regressions in which Tobin's Q is the dependent variable, OLS estimations delivers significant but negative coefficients for gender diversity measures. However, Breusch-pagan LM test suggest that variance of error terms seems to be correlated with values of the independent variables ($p < 0.05$). Thus because of presence of heteroscedasticity, OLS is not efficient. Additionally, Hausman χ^2 test reveals that random effects are correlated with the regressors ($p < 0.05$), therefore random effects are biased and inconsistent. Therefore, fixed effects estimator is the consistent estimator. Presence of at least one woman director seems to have positive impact on Tobin's Q, whereas ratio of woman directors and Blau index appears to be insignificant. The positive impact of woman presence on board may be attributed to positive perception of the investors rather than direct impact of woman director on operational performance. Tobin's Q specifically measures market performance rather than operational performance or profitability. Change in the sign of the coefficient of DWOMANDIR, when estimation model changes from OLS to fixed effects GLS, probably stems from the very weak influence on the dependent variable. Firm specific effects appear to be much more influential in the model compared to the chosen explanatory variables.

As previously discussed, number of female directors is limited; women may deliberately prefer better performing firms. Accordingly, the relation between gender diversity and firm performance may be endogenous as suggested by some of the prior researchers (Campbell and Minguez-Vera, 2008; Farrell and Hersch, 2005; Martin-Ugedo and Minguez-Vera, 2014).

System GMM (generalized method of moments) estimation solves possible endogeneity problem when gender diversity and firm performance are determined simultaneously. The fixed or random effects estimators take into account firm specific heterogeneity but not the endogeneity.

Table 6: Dependent Variable - Tobin's Q

Variable	OLS		Fixed Firm Effects		OLS		Fixed Firm Effects	
C	3.993139 ***	0.050109	4.453040 ***	0.453542 *	4.406430 ***	0.481302 *		
DWOMANDIR	-0.257127 ***	0.092317 ***						
PWOMANDIR			-1.155669 ***	0.056929				
BLAU-GENDER					-0.955261 ***	0.024335		
LOG(ASSETS)	-0.089916 ***	0.068019 ***	-0.113605 ***	0.048173 ***	-0.108937 ***	0.046995 ***		
LEVERAGE	-0.444670 ***	-0.024207	-0.410536 ***	0.099342	-0.439403 ***	0.095721		
OWNERSHIP	-0.011619 ***	0.000365	-0.011712 ***	-0.000200	-0.011814 ***	-0.000208		
Adj R ²	0.063798	0.656215	0.066243	0.710070	0.068788	0.708039		
F-statistic	21.42679	15.95844	21.66182	19.64848	22.51450	19.46575		
Prob(F-statistic)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)		
Breusch-Pagan LM Test	1697.581		1659.768		1651.274			
Prob.	(0.0000)		(0.0000)		(0.0000)			
Hausman χ^2		16.690722		11.792580		12.844319		
Prob.		0.0022		0.0190		0.0121		

Significance: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

Two stage least squares (2SLS) estimate considers the endogeneity but it is not efficient in samples of short panels with large cross-sections (Arenello and Bond, 1991; Martin Ugedo, 2014). As only regressions in which Tobin's Q is the dependent variable suggested a possible relationship between gender diversity and performance, system GMM estimations are only run with Tobin's Q. Thus, the system equations solved simultaneously are as follows:

$$Tobins_q = \beta_0 + \beta_1 Dwomandir + \beta_2 \log(assets) + \beta_3 leverage + \beta_4 ownership \quad (3)$$

$$Dwomandir = \beta_5 + \beta_6 Tobins_q + \beta_7 Pwomandir + \beta_8 Bsize \quad (4)$$

In equation (3) BSIZE (board size), BLAU_GENDER, and lag values of LEVERAGE, OWNERSHIP and LOG(ASSETS) are used as instruments. In equation (4) ROE and lag values of TOBINS_Q, LOG(ASSETS), BSIZE and PWOMANDIR are used as the instruments. The results of system GMM regressions are given in Table 7.

Table 7: Results of system GMM regressions

	Coefficient	
β_0	4.603980	***
DWOMANDIR	-0.374841	***
LOG(ASSETS)	-0.111008	***
LEVERAGE	-0.367313	**
OWNERSHIP	-0.014238	***
β_5	-0.081311	**
TOBINS_Q	-0.008636	
PWOMAN	3.280809	***
BSIZE	0.037956	***
Equation 1, Adj. R ²	0.075814	
Equation 2, Adj. R ²	0.677496	
J-statistic	0.014183	

Significance: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

System equation estimations revealed that the relationship between Tobin's Q and presence of woman director is not endogenous. System GMM (generalized method of moments) confirms one way negative relationship between presence of woman directors on the board and Tobin's Q. Coefficient of DWOMANDIR is highly significant while the coefficient of TOBINS_Q is insignificant. Estimated J-statistic is between 5% and 10% of critical value of χ^2 distribution. Thus, we can conclude that the instruments are exogenous.

5. Conclusion

Performance effect of gender diversity at the board level is a long-time debated issue. Empirical evidence offered by numerous academic researches is not consistent. Based on a panel data of 151 non-financial firms listed on BIST between 2008 to 2015, this study could not verify a robust relation between woman directors and firm performance. The hypothesis that presence of woman directors on the board improves firm's performance was strongly

rejected, when firm performance was measured by ROE and ROA. A significant negative relation between presence of woman directors and Tobin's Q is revealed even when endogeneity of gender diversity was addressed using system GMM estimation. However, when gender diversity was measured by proportion of woman directors and Blau index, it did not exhibit significant relation with firm performance. Lower performance of boards with woman directors are generally explained by over-monitoring of these boards (Adams and Ferreira, 2009). These boards posited to be over-cautious in evaluating investment projects which limits future growth prospects of the firm and results in lower Tobin's Q. It is also suggested that gender diversity results in a diverse set of viewpoints and competencies, but simultaneously introduce a degree of complexity which complicates the board's decision process (Luis-Carnicer et al. 2008).

Given the exclusive findings of this study, these would be strong arguments. Solely with the negative relation disclosed between presence of woman director and Tobin's Q, it is not possible to deduce that board gender diversity affects firm performance adversely; Women directors accounted nearly 10% of total directors in the sample of this study. Almost half of the firms in the sample did not have any woman director on their board. The low percentage of woman among board directors weakens the validity of the findings. The study simply suggests that the relationship between board gender diversity and company performance is either insubstantial or non-exists.

The idea of favoring woman in board appointments to male dominant boards stem from anticipated "cognitive diversity". However, both male and female directors are generally screened by the same selection process of the firm, resulting in similar values, experience and knowledge presented at the board. Thus, appointed female board members might not engender the anticipated cognitive variety. Besides, female board members at low numbers are likely to be marginalized and not taken seriously (Rosener, 1995). Even if the women appointed to corporate boards are different from the men on these boards, they may not have sufficient

influence on board's decisions. When individuals are in minority, they often restrain themselves from expressing opposing ideas against the beliefs and judgments of the majority.

Concisely, the findings of this study do not present any strong argument for or against appointing female directors to corporate boards. Gender diversity and performance relation is probably more complicated than currently considered. Quota based gender policies at board level cannot be justified merely from the performance perspective.

REFERENCES

- Adams, R. and Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 2 (94): 291-309.
- Adams, R.B., Hermalin, B. and Weisbach, M. (2010). The role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1): 58-107.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A. and Zhao W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 40 (1): 5-38.
- Andres, P., Azofra, V. and López, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13: 197-210.
- Ararat, M., Aksu, M., H. and Tansel, C., A. (2010). The Impact of Board Diversity on Boards' Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1572283> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572283>
- Ararat, M., Aksu, M., and Tansel C, A. (2015). How Board Diversity Affects Firm Performance in Emerging Markets: Evidence on Channels in Controlled Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2): 83-103.
- Arellano, M., and Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2): 277-297.
- Baltagi, B., H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley and Sons Ltd.
- Blau, P.M. (1977). *Inequality and Heterogeneity*. New York: Free Press.
- Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. H. (2004). Effects of board structure on firm performance: A Comparison between Japan and Australia. *Asian Business and Management*, 3: 105–125.
- Brammer, S., Millington, A. and Pavelin, S. (2007). Gender and Ethnic Diversity among UK Corporate Boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2) : 393-403.
- Breusch, T. S. and Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1): 239-253.f
- Campbell K. and Antonio Mínguez-Vera A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3): 435-451.

- Carter, D. A., Simkins, B. J. and Simpson, W.G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *The Financial Review*, 38: 33-53.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 396-414.
- Chapple, L. and Humphrey, J.E. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4): 709-723.
- Darmadi, S. (2011). Board Diversity and Firm Performance: The Indonesian Evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8: 450-467.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., and Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11: 102-111.
- Farrell, K.A. and Hersch, P. (2005). Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender". *Journal of Corporate Finance*, 11(1/2): 85-106.
- Francoeur, C., Labelle, R. and Sinclair-Desgagne, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81:83-95.
- Gordini, N., and Rancati, E. (2017). Gender Diversity in the Italian Boardroom and Firm Financial Performance. *Management Research Review*, 40(1) : 75-94.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hillman, A. J. and Dalziel, T. (2003). Board of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3) : 383-396.
- Hillman, A., J., Shropshire C., and Cannella Jr. A. A. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards. *The Academy of Management Journal*, 50(4): 941-952.
- Huse, M. and Solberg, A. G. (2006). Gender-related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards. *Women in Management Review*, 21(2): 113-130.
- Isidro, H. and Sobral, M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132: 1-19.
- Kılıç, M. and Kuzey, C. (2016). The Effect of Board Gender Diversity on Firm Performance: Evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*, 31(7): 434-455.

- Lazzaretti, K., Godoi, C. K., Camilo S. P. O. and Marcon, R. (2013). Gender Diversity in the Boards of Directors of Brazilian Businesses. *Gender in Management: An International Journal*, 28(2) : 94-110.
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on Boards and Firm Performance. *Journal of Management and Governance*, 17: 491–509.
- Luis-Carnicer P., Martínez-Sánchez, A., Pérez-Pérez, M. and Vela-Jiménez, M. J. (2008). Gender Diversity in Management: Curvilinear Relationships to Reconcile Findings. *Gender in Management: An International Journal*, 23(8): 583-597.
- Martin-Ugedo, J. F. and Minguez-Vera, A. (2014). Firm Performance and Women on the Board: Evidence from Spanish Small and Medium-Sized Enterprise. *Feminist Economics*, 20(3) : 136-162.
- Pelled, L., Eisenhardt, K. and Xin, K. (1999). Exploring the Black Box: An Analysis of Work Group Diversity, Conflict, and Performance. *Administrative Science Quarterly*, 44: 1–28.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper and Row: New York.
- Reguera-Alvarado N., Fuentes P. de, and Laffarga J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141:337–350.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Financial Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2) : 404-413.
- Rosener, J.B. (1995). *America's Competitive Secret: Utilizing Women as a Management Strategy*. Oxford University Press: New York, NY.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B. and Iles, P. (1997). Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study. *Journal of Managerial Issues*, 355-372.
- Siciliano, J. I. (1996). The Relationship of Board Member Diversity to Organizational Performance. *Journal of Business Ethics*, 15(12), 1313–1320.
- Smith, N., Smith, V. and Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A panel Study of 2,500 Danish Firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7): 569-593.
- Solakoğlu, M., N. and Demir, N. (2016). The Role of Firm Characteristics on the Relationship between Gender Diversity and Firm Performance. *Management Decision*, 54 (6): 1407-1419.
- Zahra, S. and Stanton, W. (1988). The Implications of Board of Directors: Composition for Corporate Strategy and Performance. *International Journal of Management*, 5(2): 261–272.

Kredi Risk Analizlerinde Diskriminant Analizi, Lojistik Regresyon ve Yapay Sinir Ağlarının Karşılaştırılması

Mehmet YAZICI¹

Makale Gönderim Tarihi: 11.02.2018

Makale Kabul Tarihi: 29.03.2018

ÖZ

Bu çalışmanın amacı risk değerlendirmesinin zor olduğu KO-Bİ'lerde mali başarısızlığın tahmini ile ilgili olarak alternatif bir yöntem ortaya koymaktır. Bankalarımızın son yıllardaki odak noktasını oluşturan ve KO-Bİ'lerle ilgili başarısızlık tahminlerinde mali veriler tek başına yeterli değildir. Bu çalışmada, diskriminant analizi, lojistik regresyon ve yapay sinir ağı yöntemleri bir uygulama yapılarak karşılaştırılmıştır. İyi ve kötü kredi ayırımının yapay sinir ağı metodu ile daha başarılı şekilde yapıldığı gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Diskriminant Analizi; Lojistik Regresyon; Yapay Sinir Ağı; Mali Başarısızlık.

JEL Sınıflandırması: G01, G17, G33

Comparison of Discriminant Analysis, Logistic Regression and Artificial Neural Networks in Credit Risk Analysis

ABSTRACT

The aim of this study is to provide an alternative method for estimating the financial failure of SMEs where the risk assessment is difficult. Financial data are insufficient to predict the failure of

¹ Doç. Dr., Esenyurt Üniversitesi İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, mehmetyazici@esenyurt.edu.tr, Orcid Id: 0000-0003-2924-9865

SMEs, which is the focal point of our banks in recent years. In this study, the results of an application in discriminant analysis, logistic regression and artificial neural network methods were compared. It is observed that the distinction between good and bad credit has been best achieved by artificial neural networks method.

Keywords: Discriminant Analysis; Logistic Regression; Artificial Neural Network; Financial Failure.

Jel Codes: G01, G17, G33.

I. GİRİŞ

Son yıllarda ekonomi ve bankacılık alanında yaşamış olduğumuz dalgalanmalar, riskini doğru yönetemeyen, kaynaklarını verimli kullanamayan ve buna karşılık taşıdığı riski karşılayacak yeterli düzeyde sermaye bulundurmayan bankaların, nasıl kolayca krize sürüklenebileceğinin bir ispatı niteliğindedir. Son yıllarda Basel süreci ile birlikte bankaların karşı karşıya kaldığı riskler nedeni ile yükümlülüklerini yerine getiremeyecek duruma düşmesini önlemek, standart uygulamalar geliştirmek amacıyla global ve yerel düzeyde düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemeler ile bankaların ve ekonomik sistemin sağlıklı işlemesine yönelik olarak, karşılaşılabilecek muhtemel risklerin izlenmesi ve kontrolünü sağlamak üzere oluşturacakları iç denetim ve risk yönetim sistemlerine ilişkin esas ve usullerin belirlenmesi, taşınan risklere karşılık yeterli sermayenin bulundurulması amaçlanmaktadır. Riskin doğru yönetilmesi potansiyel risklerin önceden tahmin edilerek gerekli aksiyonların bugünden alınmasına bağlıdır. Mali başarısızlığın tahmin edilmesiyle ilgili bugüne kadar pek çok çalışma yapılmıştır (Aktaş, R.ve diğerleri, 2003; Arslan, Ö., 2003; Aktaş, R., 1997; Yıldız, B., 1999; Aziz, A. ve diğerleri 1998; Aktaş, R.,1993). Bu çalışmaların bir kısmı da yöntem karşılaştırmalarına yöneliktir (Paket, H., 2014; Burmaoğlu, S., 2009; Ocakoğlu, G., 2006; Sığırlı, D., 2006; Güneri, N., 2001; Altman, E. ve diğerleri, 1994, Altman, E. ve diğerleri, 1968). Ancak yapılmış olan bu çalışmada, ekonomimizin temel dayanak noktası olan KOBİ'lerle ilgili başarısızlık tahminlerinde mali verilerin tek başına yeterli olmadığından hareketle, sonuç üzerinde etkili olduğu düşünülen nitel değişkenlerin

etkin olarak kullanıldığı sistemler tartışılmış ve sosyal bilimler alanında son 10 yıldır başarılı olarak kullanılmakta olan yapay sinir ağları (McNelis, P., 2005; Elmas, Ç., 2003; Öztemel, E., 2003; Haykin, S., 1999; Bishop, C., 1997; Schalkof, R., 1997; Trippi, R. ve Efrain, T., 1996; Wilkson, R. L. ve Sharda, R., 1994; Cichocki, A. ve Unbehaven, R., 1993; Coast, K. ve Fant, F., 1993, Vemuri, V., 1992) lojistik regresyon ve diskriminant analizi (Gümüş, D., 2015; Kalaycı, Ş., 2005; Tatlıdil, H., 2002; Eisenbeis, R., 1977) yöntemleri karşılaştırılmış ve risk ölçümünün büyük ölçekli kurumsal firmalara oranla daha zor olduğu KOBİ'lerde mali başarısızlığın tahmininde alternatif bir yöntem olarak yapay sinir ağlarının karar destek sistemi olarak öne çıktığı görülmüştür.

II. Modelde Yer Alan Veri Setinin Özellikleri

Veri seti oluşturulurken KOBİ'lere yönelik mali başarısızlık tahmin sisteminin geliştirilmesi için bir ticari bankanın kayıt sistemi üzerinden 40 mio TL'ne kadar yıllık net satışı 250 kişiden az çalışanı olan firmalar tesadüfi olarak seçilmiş, 42 adet başarısız ve 58 adet başarılı işletme incelemeye alınmıştır. KOBİ'ler için 4 Kasım 2012 tarihli resmi gazetede yayınlanan tanım kullanılmıştır. 2006-2016 yıllarını içine alan inceleme dönemine ait firma verileri incelenmiştir. Modelde diğer çalışmalardan farklı olarak KOBİ'lerde özellikle mali verilerin sağlıklı olmaması, kayıt dışılığın fazlalığı, profesyonel finans yönetiminin bulunmaması gibi nedenler ile finansal faktörler yanında (25 adet), subjektif faktörlere de yer verilmiştir (9 adet). Yine aynı dönemlerde belli makro ekonomik kriterlerin karar mekanizması ile ilişkisinin test edilmesine yönelik olarak kriterler eklenmiştir (20 adet). Toplamda 54 adet değişkenin karar sistemi ile ilişkisi test edilmiştir. Modelde kullanılan başarısızlık tanımına göre kredi taksit veya anapara borçlarına 90 gün boyunca ödeme yapmamış işletmeler başarısız, ödemelerini düzenli yapmış olan işletmeler başarılı olarak nitelendirilmiştir.

III. Modelde Kullanılan Bağımsız Değişkenler

Modelde kullanılan 54 bağımsız değişken nicel ve nitel olmak üzere iki grupta incelenmektedir.

Tablo 1. Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişken	Değişken Açıklaması	Birim
X1	Net İşletme Sermayesi	TL
X2	Cari Oran	%
X3	Likidite Oranı	%
X4	Nakit Oran	%
X5	Ticari Alacaklar/Satışlar (%)	%
X6	Ticari Alacak Devir Hızı (Adet)	Adet
X7	Ticari Alacak Tahsil Süresi (Gün)	Gün
X8	Stok Devir Hızı (Adet)	Adet
X9	Stok Devir Süresi (Gün)	Gün
X10	Kısa Vadeli Borçlar/Özkaynak (%)	%
X11	Yabancı Kaynaklar/Özkaynak (%)	%
X12	Yabancı Kaynaklar/Aktifler (%)	%
X13	Özkaynak Devir Hızı (Adet)	Adet
X14	Maddi Duran Varlıklar/Özkaynak (%)	%
X15	Olağan Kar/Özkaynak (%)	%
X16	Olağan Kar/Aktifler (%)	%
X17	Olağan Kar/Net Satışlar (%)	%
X18	Net Kar/Özkaynak (%)	%
X19	Net Kar/Aktifler (%)	%
X20	Firmanın Faaliyet Süresi	Yıl
X21	Ortakların Tecrübesi	Yıl
X22	Ortak Sayısı	Adet
X23	Çalışılan Banka Sayısı	Adet
X24	Dönem Kar/Zarar	TL
X25	Net Satışlar	TL
X26	Grup Şirketlerinin Varlığı	Var ise 1, yok ise 0 yazılmıştır.
X27	Protestolu Çek/Senet Kaydı	Protestolu Çek/Senet kaydı var ise 0, yok ise 1 yazılmıştır. (On yıl içinde oluşan kayıtlar dikkate alınmıştır.)
X28	İşyerinin Firmaya Ait Olup Olmadığı	İşyeri firmaya ait ise 1, değil ise 0 yazılmıştır. (İşyerinin ortaklardan herhangi birine ait olması durumunda da 1 yazılmıştır.)
X29	Factoring Yapıp Yapmadığı	Firma, belirli finans gruplarının dışında kalan bir firmada factoring yapıyor ise 0, yapmıyor ise 1 yazılmıştır.
X30	Ana Ortağın Öğrenim Durumu	Lise ve üzeri ise 1, değil ise 0 yazılmıştır.

X31	Devam Eden Yatırımın Varlığı	Devam eden yatırım var ise 0, yok ise 1 yazılmıştır.
X32	Satışların Mevsimselliği	Satışlar mevsimsel ise 0, değil ise 1 yazılmıştır.
X33	Profesyonel Finans Yönetiminin Varlığı	Profesyonel finans yönetimi varsa 1, yoksa 0 yazılmıştır.
X34	Firma ve/veya ortaklar adına icra kaydı	İcra kaydı var ise 0 ile işaretlenirken, icra kaydı yok ise 1 ile işaretlenmiştir.
X35	GSMH	USD
X36	GSMH (Kişi Başına)	USD
X37	Büyüme	%
X38	Tüfe (Yıl Sonu)	%
X39	\$ (Yıl Ortalaması)	TL
X40	İşsizlik Oranı	%
X41	Kamu Brüt İç Borç Stoku	TL
X42	Kamu Brüt Dış Borç Stoku	USD
X43	İhracat (FOB)	USD
X44	İthalat (FOB)	USD
X45	Dış Ticaret Dengesi	USD
X46	Cari İşlemler Dengesi	USD
X47	Emisyon	TL
X48	M1	TL
X49	M2	TL
X50	M2Y	TL
X51	TL Mevduat	TL
X52	YP Mevduat	TL
X53	Kredi Stoku	TL
X54	MB UA Döviz Rezervleri	USD
Y	Bağımlı Değişken	Sorunlu firma ise 0, değilse 1 yazılmıştır. (Sorunlu kredi tanımına karşılıklar karar- namesine göre 90 gün ödeme yapmamış firmalar alınmıştır. Bunlardan bazıları daha sonra normal çalışmalarına geri dönerken, bazıları tasfiye sürecine girmiştir.)

IV. Diskriminant, Lojistik Regresyon ve Yapay Sinir Ağı Uygulaması

i. Araştırma ve Yöntem

Bu çalışmada 100 adet şirketin verileri kullanılmıştır. Bağımlı değişken, sorunlu firma ise 0, sorunlu firma değil ise 1 şeklinde kodlanmıştır. Sorunlu kredi tanımına Karşılıklar Kararnamesine göre 90 gün ödeme yapmamış firmalar alınmıştır. Bunlardan bazıları daha sonra normal çalışmalarına geri dönerken, bazıları tasfiye sürecine girmiştir. Eldeki verilerden hareketle verilere hem lojistik regresyon hem de diskriminant analizi uygulanmıştır. Lojistik regresyonda, bağımsız değişkenlerin dağılım özelliklerine yönelik bir şart olmamasına rağmen, diskriminant analizinde bağımsız değişkenlerin çoklu normal dağılıma uyması beklenir. Ancak nominal bağımsız değişkenler de diskriminant analizinde kullanılabilir. Eğer bağımsız değişkenlerin çoğunluğu sürekli ise, her iki yöntemde kullanılabilir. Bu çalışmada sürekli değişkenlerin sayısı çoktur. Bu sebeple her iki yöntem de denenecektir. Çalışmada SPSS 24, Release 13.0 ve ThinksPro paket yazılımları kullanılmıştır.

ii. Diskriminant ve Lojistik Regresyon Analizi

Fisher lineer diskriminant fonksiyonu katsayıları, skora dayalı olarak performans ölçüsünün derecelendirilmesini sağlamaktadır. Bu katsayılar, bağımsız değişkenlerin grupların ayrılmasına ne kadar katkıda bulduklarını (ne düzeyde iyi tahmin edici olduklarını) tanımlamaktadır. Sorunlu firma ve sorunsuz firma sütunlarında yer alan büyük katsayılar, büyük katkıyı gösterirken küçük katsayılar ise daha düşük katkıyı ifade etmektedir. Bu durumda gruplara ayırmada en fazla katkıda bulunan değişken protestolu çek/senet kayıdır. Onu sırasıyla profesyonel finans yönetiminin varlığı, satışların mevsimselliği, nakit oran izlemektedir. En düşük katkıyı sağlayan değişkenler nakit oran ve TL mevduat değişkenleridir.

Tablo 2. Fisher'in Lineer Diskriminant Fonksiyonu

	Sorunlu/sorunsuz firma	
	Sorunlu firma	Sorunsuz firma
Nakit oran	,085	,029
Maddi duran varlıklar/özkaynak	,043	,027
Protestolu çek/senet kaydı	10,197	6,922
Satışların mevsimselliği	4,875	2,263
Profesyonel finans yönetiminin varlığı	8,526	4,607
TL Mevduat	-,042	,033
(sabit)	-12,716	-7,707

Tablo 3. Standardize Edilmiş Diskriminant Fonksiyonu Katsayıları

	Fonksiyon
	1
Nakit oran	0,751
Maddi duran varlıklar/özkaynak	0,504
Protestolu çek/senet kaydı	0,473
Satışların mevsimselliği	0,509
Profesyonel finans yönetiminin varlığı	0,736
TL Mevduat	-1,033

Tabloda standardize olmayan diskriminant katsayıları verilmiştir. Diskriminant fonksiyonunu yazacak olursak;

$$Z = 0,751 (X_4=\text{nakit oran}) + 0,504 (X_{14}=\text{maddi duran varlıklar/özkaynak}) + 0,473 (X_{27}=\text{protestolu çek/senet kaydı}) + 0,509 (X_{32}=\text{satışların mevsimselliği}) + 0,736 (X_{33}=\text{profesyonel finans yönetiminin varlığı}) - 1,033 (X_{51}=\text{TL mevduat})$$

Tablo 4. Diskriminant Analizi Deney Grubu Sınıflandırma Tablosu

		Tahmin edilen grup		Toplam
		Sorunlu firma	Sorunsuz firma	
Adet	Sorunlu firma	17	4	21
	Sorunsuz firma	3	26	29
%	Sorunlu firma	80,95	19,05	100
	Sorunsuz firma	10,34	89,66	100

Tabloda görüldüğü üzere firma sorunlu iken gerçekten sorunlu grubuna atanmış 17 gözlem, firma sorunlu iken sorunsuz firma grubuna atanan 4 gözlem, firma sorunsuz iken sorunlu firma grubuna atanan 3 gözlem, firma sorunsuz iken sorunsuz gruba atanan 26 gözlem vardır. Doğru sınıflandırma yüzdesi Deney Grubunda ortalama %85 olarak bulunmuştur.

Tablo 5. Diskriminant Analizi Test Grubu Sınıflandırma Tablosu

		Tahmin edilen grup		Toplam
		Sorunlu firma	Sorunsuz firma	
Adet	Sorunlu firma	10	11	21
	Sorunsuz firma	23	6	29
%	Sorunlu firma	47.62	52.38	100
	Sorunsuz firma	79.31	20.69	100

Tabloda görüldüğü üzere firma sorunlu iken gerçekten sorunlu grubuna atanmış 10 gözlem, firma sorunlu iken sorunsuz firma grubuna atanan 11 gözlem, firma sorunsuz iken sorunlu firma grubuna atanan 23 gözlem, firma sorunsuz iken sorunsuz gruba atanan 6 gözlem vardır. Doğru sınıflandırma yüzdesi Test Grubunda ortalama %34 olarak bulunmuştur. Deney grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesi 85 iken, test grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesinin 34 olarak hesaplanması modelin güvenilirliğini olumsuz yönde etkilemektedir.

Tablo 6. Lojistik Regresyon Denklem Değişkenleri

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a) X34	21,203	7463,647	0,000	1	0,998	1615474864
Step 2(b) X34	56,359	13415,385	0,000	1	0,997	299559517649568
X36	-,009	2,726	0,000	1	0,997	,991

Tablo 7. Lojistik Regresyon Sınıflandırma Tablosu

Gözlem	Sorunlu/sorunsuz firma		
	Sorunlu firma	Sorunsuz firma	% Doğru ayırma
Adım 1 Sorunlu firma	0	21	0
Sorunsuz firma	0	29	100
		Toplam %	58
Adım 2 Sorunlu firma	21	0	100
Sorunsuz firma	0	29	100
Overall Percentage			100

Tabloda görüldüğü üzere birinci adımda 21 adet gözlem sorunlu firma olmasına rağmen sorunsuz firma statüsüne atanmıştır. Birinci adımda sınıflandırma yapılamamıştır. İkinci adımda 21 adet sorunlu firma ve 29 adet sorunsuz firmanın doğru atandığı ve %100 başarı oranı elde edildiği görülmektedir.

Aynı verilere uygulanan iki farklı istatistiksel analiz olarak hem diskriminant analizi, hem de lojistik regresyon analizi sonuçları karşılaştırılmıştır. Diskriminant analizinde, diskriminant analizinin gerçekleşmesi için ihtiyaç duyulan üç varsayımdan normal dağılım ve eşit kovaryans varsayımları sağlanmış ancak gözlem değerlerinin arttırılamamasından dolayı çoklu doğrusal bağlantı olmaması varsayımı sağlanamamıştır. Anlamlı bir diskriminant fonksiyonu bulunmuş ve değişkenler varyansın %60'ını açıklayabilmeyi başarmıştır. 6 değişkenden oluşan anlamlı bir model elde edilmiş ve sınıflandırma aşamasında Deney Grubunda %85, Test Grubunda %34 başarı sağlanmıştır. Lojistik regresyon analizinde, iki değişkenli bir lojistik regresyon modeli elde edilmiş ancak bu modelin verilerin ayrımını iyi temsil ettiği hipotezi reddedilmiştir. Model parametrelerinin anlamlı olduğu hipotezi kabul edilse de

hepsinin sifıra eşit olduğu hipotezi de kabul edilmiştir. Değişkenler verileri açıklamak için ayrı ayrı anlamlı olsa da genel olarak model anlamsızdır. %100 bir sınıflandırma başarısı sağlandığı yönünde bir sonuca ulaşılamamıştır. Yapılan araştırma neticesinde üzerinde çalışılan veriler ile ilgili analizlerde diskriminant analizinin daha sağlıklı ve doğru sonuç verdiği ortaya çıkmıştır.

Verileri ayırmasamada kullanılan %86 oranında başarılı olan diskriminant fonksiyonu:

$$Z = 0,751 (X4=\text{nakit oran}) + 0,504 (X14=\text{maddi duran varlıklar/özkaynak}) + 0,473 (X27=\text{protestolu çek/senet kaydı}) + 0,509 (X32=\text{satışların mevsimselliği}) + 0,736 (X33=\text{profesyonel finans yönetiminin varlığı}) - 1,033 (X51=\text{TL mevduat})$$

Test grubu verilerini açıklamada yetersiz kalmakla birlikte diskriminant analizinin lojistik regresyona oranla daha sağlıklı bir ayırma yaptığı tespit edilmiştir.

iii. Yapay Sinir Ağı Analizi

Yapay Sinir Ağı Modelinde Kullanılan Parametreler:

Mimari Tipi	: Çok Katmanlı Normal İleri Beslemeli
Hata Tipi	: Karesel Ortalama Hata
Eğitim Set Gözlem Adedi	: 50
Test Set Gözlem Adedi	: 50
Değişken Adedi	: 54
İterasyon Adedi	: 108
Katman Sayısı	: 3

Tablo 8. YSA Parametre Tablosu

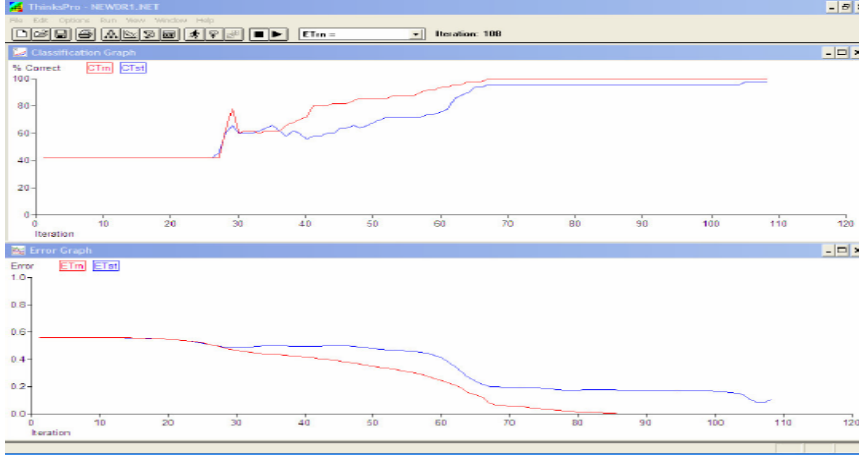
	Girdi	Gizli Katman	Çıktı
Düğümmler	54	1	1
Maks. Düğümmler	54	15	1
Öğrenme Kuralı	-	Hızlı Yayılma	Hızlı Yayılma
Girdi Fonksiyonu	Ortalama Standart Sapma	İç Çarpım	İç Çarpım
Transfer Fonksiyonu	-	Sigmoid	Sigmoid

Tablo 9. YSA Test Grubu Sınıflandırma Tablosu

		Tahmin edilen grup		
		Sorunlu firma	Sorunsuz firma	Toplam
Adet	Sorunlu firma	20	1	21
	Sorunsuz firma	1	28	29
%	Sorunlu firma	95,24	4,76	100
	Sorunsuz firma	3,44	96,56	100

Tabloda görüldüğü üzere firma sorunlu iken gerçekten sorunlu grubuna atanmış 20 gözlem, firma sorunlu iken sorunsuz firma grubuna atanan 11 gözlem, firma sorunsuz iken sorunlu firma grubuna atanan 1 gözlem, firma sorunsuz iken sorunsuz gruba atanan 28 gözlem vardır. Doğru sınıflandırma yüzdesi Test Grubunda ortalama %96 olarak bulunmuştur. Yapay sinir ağında öğrenme süreci 0 hata oranı ve %100 doğru ayırma yapana kadar devam ettiğinden anlamlı bir mukayese için test grubu verileri ile karşılaştırma yapılması gerekmektedir. Bu kapsamda deney grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesi 100 iken, test grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesinin 96 olarak hesaplanması modelin güvenilir olduğunu ve KOBİ'lerde alternatif yöntem olarak kullanılabileceğini göstermektedir.

Grafik 1. Yapay Sinir Ağı Sınıflandırma ve Hata Grafiği



Yukarıdaki sınıflandırma ve hata grafiklerinde eğitim ve test setlerinin ayırma gücü ve hata oranları gösterilmekte olup kırmızı renkli çizgiler eğitim setinden elde edilen verileri, mavi renkli çizgiler test setinden elde edilen sonuçları göstermektedir.

V. Sonuç

Kaynakların en uygun vade ve faiz yapısı ile doğru müşteriye kullanılması bankaların en önemli sorunlarından biridir. Doğru müşterinin tespiti, kredi değerliliğinin ölçülmesinde isabetli karar alınmasına yönelik karar destek sistemlerinin oluşturulmasına bağlıdır. Bu konuda özellikle bankalar içsel derecelendirme sistemlerini geliştirmeye yönelik yoğun çalışmalar yapmaktadırlar. Ancak günümüzde bankalar tarafından kullanılan ve ağırlıklı istatistik yöntemlere dayalı karar destek sistemleri özellikle profesyonel finans yönetimine sahip olmayan, mali verileri gerçeği yeterince yansıtmayan, firma ve sahibinin özdeşleştiği KOBİ'lerde yeterli derecede açıklayıcı olamamakta, sübjektif faktörler yoğun olarak kullanılmakta ve kararlar pek çok bankada birbirinden farklı yapıda ve yoğun eleman istihdam edilen birimler içinde, standart dışı, yüksek maliyetli, uzun karar süreçlerini içeren ortamlarda alınmaktadır.

Bu çalışma ile bankalarda en çok kullanılan karar destek sistemlerinden diskriminant analizi, lojistik regresyon ve yapay sinir ağı kullanılarak uygulamalar yapılmış ve elde edilen sonuçlar karşılaştırılarak içlerinden en uygun yöntem olarak tespit edilen yapay sinir ağı yöntemi alternatif karar destek sistemi olarak önerilmiştir.

Diskriminant analizinde firma sorunlu iken gerçekten sorunlu grubuna atanmış 10 gözlem, firma sorunlu iken sorunsuz firma grubuna atanan 11 gözlem, firma sorunsuz iken sorunlu firma grubuna atanan 23 gözlem, firma sorunsuz iken sorunsuz gruba atanan 6 gözlem tespit edilmiştir. Nakit oran, maddi duran varlıklar/öz kaynak, protestolu çek/senet kaydı, satışların mevsimselliği, profesyonel finans yönetiminin varlığı ve TL mevduat değişkenleri diskriminant fonksiyonu için anlamlı bulunmuştur. Deney grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesi 85 iken, test grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesinin 34 olarak hesaplanması modelin güvenilirliğini olumsuz yönde etkilemektedir.

Lojistik regresyon analizinde, iki değişkenli bir lojistik regresyon modeli elde edilmiş ancak bu modelin verilerin ayrımını iyi temsil ettiği hipotezi reddedilmiştir. Fonksiyon içinde firma ve/veya ortaklar adına icra kaydı ile kişi başı milli gelir değişkenleri anlamlı bulunmuştur. Değişkenler verileri açıklamak için ayrı ayrı anlamlı olsa da genel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Bu iki yöntemden elde edilen verilere bağlı olarak diskriminant analizinin lojistik regresyona göre daha sağlıklı bir sonuç ürettiği sonucuna varılmıştır.

Yapay sinir ağı uygulamasında ise firma sorunlu iken gerçekten sorunlu grubuna atanmış 20 gözlem, firma sorunlu iken sorunsuz firma grubuna atanan 11 gözlem, firma sorunsuz iken sorunlu firma grubuna atanan 1 gözlem, firma sorunsuz iken sorunsuz gruba atanan 28 gözlem vardır. Doğru sınıflandırma yüzdesi Test Grubunda ortalama %96 olarak bulunmuştur. Yapay sinir ağına öğrenme süreci 0 hata oranı ve %100 doğru ayırma yapana kadar devam ettiğinden anlamlı bir mukayese için test grubu verileri ile karşılaştırma yapılmış, bu kapsamda deney grubu verilerinin doğru sınıflandırma yüzdesi 100 iken, test grubu verilerinin doğru

sınıflandırma yüzdesinin 96 olarak hesaplanmıştır. Modelin firmaları doğru gruba atama konusunda kayda değer bir sonuç üreterek KOBİ kredilerinin değerlendirilmesinde alternatif bir yöntem olarak kullanılabileceği kanaatine varılmıştır. Mali başarısızlığın tahmin edilmesinde kullanılan hızlı ve isabetli karar alan modeller bilgisayar teknolojisindeki gelişmelere paralel olarak her geçen gün gelişmekte olup istatistiksel ve ileri tekniklerin bir arada kullanıldığı karma modeller bu sürecin geleceğini oluşturacaktır.

KAYNAKÇA

- Aktaş R., Doğanay M., Yıldız B. (2003). Mali Başarısızlığın Öngörülmesi: İstatistiksel Yöntemler ve Yapay Sinir Ağı Karşılaştırması, Ankara Üniversitesi S.B.F Dergisi, Ankara, Cilt:58, Sayı:4.
- Aktaş R. (1993). Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini, T. İş Bankası Yayınları 323.
- Aktaş R. (1997). Mali Başarısızlık Tahmin Modelleri, İş Bankası Kültür Yayınları.
- Altman E., Giancarlo M. and Franco V. (1994). Corporate Distress Diagnosis: Comparisons Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks (The Italian Experience), Journal of Banking and Finance 18.
- Altman E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, V:XXIII, n:4, September.
- Arslan Ö. (2003). Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları, C.Ü. İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 4, Sayı 1.
- Azız A., Emanuel D., Lawson G. (1988). Bankruptcy Prediction—An Investigation at Cash Flow Based Models, Journal of Management, V:25 n:5, September.
- Bishop C. (1997). Neural Networks For Pattern Recognition, Clarendon Press, Oxford.
- Burmaoğlu S. (2009). Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı Beşeri Kalkınma Endeksi verilerini kullanarak diskriminant analizi, lojistik regresyon analizi ve yapay sinir ağlarının sınıflandırma başarılarının değerlendirilmesi, Atatürk Üniv. SBE Yayınlanmamış doktora tezi.
- Cichocki, A. and Unbehaven, R. (1993). Networks For Optimisation and Signal Processing, John Wiley and Sons, Stuttgart.
- Coast K., Fant F. (1993). Recognizing Financial Distress Patterns Using a Neural Network Toll, Financial Management, Autumn.
- Eisenbeis R. (1977). Pitfalls in The Application of Discriminant Analysis in Business, Finance and Economics, The Jurnal of Finance, V:XXXII N:3, June.
- Elmas Ç. (2003). Yapay Sinir Ağları, Seçkin Kitabevi, Ankara.
- Gümüş D. (2015). Diskriminant analizi ve bireysel emeklilik üzerine bir uygulama, İstanbul Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış doktora tezi.
- Güneri N. (2001). Öğrenci Başarısızlıklarının Analizinde Sinir Ağları Yaklaşımının
- Lojistik Regresyon Analizi ile Karşılaştırılması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

- Haykırı S. (1999). *Neural Networks: A Comprehensive Foundation*, Prentice Hall International.
- Kalaycı Ş. (2005). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Mcnelis P. (2005). *Neural Networks in Finance: Gaining Predictive Edge In The Market*, Elsevier Academic Press.
- Ocakoğlu G. (2006). *Lojistik Regresyon Analizi ve Yapay Sinir Ağları Tekniklerinin Sınıflama Özelliklerinin Karşılaştırılması ve Bir Uygulama*, Uludağ Üniv. Sağlık Bilimleri Enst. Biyoistatistik ABD Yüksek Lisans Tezi.
- Öztemel E. (2003). *Yapay Sinir Ağları*, Papatya Yayıncılık.
- Paket H. (2014). *Borsa İstanbul'da İşlem Gören İşletmelerin Finansal Başarısızlıklarının Öngörülmesi: Yapay Sinir Ağları ve Diskriminant Analizi Yöntemleri ile Karşılaştırmalı Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniv. SBE. Yayımlanmamış doktora tezi.
- Schalkof, R. (1997). *Artificial Neural Networks*, The McGraw-Hill Companies, Inc., Newyork.
- Siğırlı, D. (2006). *Sınıflandırma probleminin çözümlenmesinde yapay sinir ağları ile diskriminant analizinin karşılaştırılması ve bir uygulama*, Uludağ Üniv. Sağlık Bilimleri Enstitüsü.
- Trıppı, R., Efraim T. (1996). *Neural Network in Finance and Investing*, Irwin Professional Publications, Chicago.
- Vemurı V. (1992). *Artificial Neural Networks: Concepts and Control Applications*, IEEE Computer Society Press, Los Alamitos, California.
- Wilkson R. L., Sharda R. (1994) *Bankruptcy Prediction Using Neural Networks*, *Decision Support Systems*, V:11.
- Yıldız B. (1999). *Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Yapay Sinir Ağı Kullanımı ve Ampirik Bir Çalışma*, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Doktora Tezi, Kütahya.
- <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/11/20121104-11.htm> Erişim tarihi: 13.01.2018

Osmanlı Ekonomi ve Finans Sisteminde Banker Bir Aile: Camondolar*

Serap BARIŞ¹ - Uğurcan ÖZEL²

Makale Gönderim Tarihi: 11.08.2017

Makale Kabul Tarihi: 08.01.2018

Öz

Osmanlı İmparatorluğu XVIII. yüzyıldan itibaren sık sık ekonomik ve mali sıkıntılarla karşı karşıya kalmıştır. Art arda gelen savaşlar, artan ordu ve saray masrafları nedeniyle mali bunalımlar ve bütçe açıkları süreklilik kazanmıştır. Artan bütçe açıklarını kapatabilmek amacıyla başvurulmuş yollardan biri "Galata Bankerleri" olarak bilinen büyük sarraflardan borç almaktır. Borç alınan bu bankerler arasında Camondo ailesi de yer almıştır. Bu çalışmanın amacı, XIX yüzyılın en etkin bankerlerinden olan Camondo ailesinin Osmanlı İmparatorluğu ile olan finansal ve ekonomik ilişkilerini incelemektir. Çalışmanın sonucu ise Camondo ailesinin sadece finans (bankacılık) alanında değil, kurduğu işletmeler, verdiği istikrazlar, Osmanlı devlet adamlarıyla siyasi ilişkileri ve bir Yahudi aile olarak başkent İstanbul'da kazandığı ayrıcalıklar söz konusu dönemde Osmanlı İmparatorluğu'nu ekonomik ve siyasi birçok açıdan etkilemiş olmasıdır.

Anahtar Kelimeler: Camandolar, Galata Bankerleri, Bankacılık, Osmanlı İmparatorluğu.

* "Bu çalışma, Uğurcan Özel'in Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde 19.04.2017 tarihinde kabul edilmiş olan "Osmanlı İmparatorluğu'nda XIX. Yüzyılda Banker Camondo Ailesi ve İktisadi Faaliyetleri" isimli yüksek lisans tezine dayanmaktadır."

¹ Dr. Öğretim Üyesi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Tokat, serap.baris@gop.edu.tr, Orcdi Id: 0000-0003-3905-4746, Bu çalışma kaynak gösterilerek başka araştırmacılar tarafından kullanılabilir.

² İktisat Bilim Uzmanı, ugurcan_ozel@hotmail.com, Orcdi Id: 0000-0003-3257-3471,

A Banker Family In Ottoman Economy and Finance System: Camondos

Abstract

Since the XVIII century, the Ottoman Empire has often faced economic and financial difficulties. Due to the wars that followed, the increasing army and the cost of the palace, financial crises have become permanent. One of the ways in which they resorted to borrowing money from major currencies, known as "Galata Bankers", in order to close up the increased budget deficits. Among these borrowed bankers was the Camondo family. The purpose of this study is to examine the financial and economic relations of the Camondo family, one of the most influential bankers of the XIX century, with the Ottoman Empire. The end result of the study is that the Camondo family influenced the Ottoman Empire in many economic and political terms not only in the finance (banking) area, but also in the establishments, the loans, the political relations with the Ottoman statesmen and the privileges granted in the capital Istanbul as a Jewish family.

Keywords: Camondo's, Galata Bankers, Banking, Ottoman Empire.

1. Giriş

Banker terimi, banka teriminin kökeni gibi İtalyancadan türemiştir. Özellikle Ortaçağ'da sarraflar ticaret bölgelerinde paraları tartmak, bozmak ve değiştirmek işlemlerini yapmaktaydılar. Sarraflar bu işlemleri yaparken bankta oturduklarından dolayı da "banker" adını almışlardır. Sonraki yıllarda kelimenin kullanımı değişiklik göstermiştir. Batı'da banker sözcüğü, banka sahibi veya bankacı anlamlarında kullanılmaktadır (Oğlakçı, 2007: 53-59). Ancak Osmanlı İmparatorluğu döneminde banker terimi, büyük sermaye sahibi olup bankası olmayan kişiler için de kullanılmıştır.

Galata'da yerleşik olup, özellikle XIX. yüzyılın ikinci yarısında bankerlik işletmelerini kuran çoğunluğu gayrimüslim olan sarraflar/bankerler/bezirgânlar İstanbul'da Bizans döneminden itibaren para, altın, kıymetli maden işleriyle uğraşan, faizle para

veren tefecilerin uzantıları sayılabilir. Bunların temel işlevi, Batı Avrupa'da gerçekleşen sanayi devrimi sonrasında, Osmanlı İmparatorluğu ile Batı sermaye çevreleri arasındaki ilişkiyi sağlamak olmuştur (Çetin, 2009: 60). Galata bölgesinde yerleşik olup, faaliyetlerini o bölgeden yaptıklarından "Galata Bankerleri" olarak adlandırılan bankerler, başlangıçta hem Osmanlı'nın iç borçlanma ihtiyacını hem de dış ticaretin kredili alım-satım işlemlerini karşılamışlardır (Kazgan, 1995: 92). Sonraki dönemlerde ise devlete borç vermenin de ötesinde Osmanlı İmparatorluğu'nun kısa vadeli dış borçlanmasına aracılık yapmışlardır. Yabancı sermayeli bankaların kurulmasına ve yabancı bankaların imparatorluk içinde şube açmaya başladıkları zamana kadar bankacılık faaliyetlerini yerine getirmişlerdir.

Galata Bankerlerinin önde gelenleri arasında Baltazziler, George Tubini, Lorando, Bernard Corpi, Zanni Stefanovich, Shilizzi, Glavani, Raoul Crespin, Eustache Evyenidis, *Camondolar*, Fernandez, George Zarifi, Mavrokordato, Yorgo Zafiropula, Christaki Zografos, Jacques Alléon, Mısırlıoğlu Bogos Bey ve Köçeoğlu Agop (Manav, 2009: 9-13) yer almaktadır.

Dönemin önemli bankerlerinden olan *Camondolar*'ın kökeni İspanya'ya dayanmaktadır. 1492 yılında Katolik kral ve kraliçenin Müslüman ve Musevilerin İspanya'yı terk etmesine yönelik verdikleri karar, *Camondolar*'ın ataları için de yeni bir başlangıç olmuştur. İspanyol kökenli Yahudiler anlamına gelen Sefaradlar önceleri Navarra, Portekiz ve İtalya'ya yönelmişler, sonra da Marranolar'la buluşmuşlardır. Ancak iki parçaya bölünmüşler, azınlık bir grup Kuzey Afrika'yı seçerken, çoğunluğu da İtalya'dan geçerek Osmanlı İmparatorluğu'nu tercih etmişlerdir (Assouline, 1998: 64). Bu konuda kesin bilgiler vermek güç olmakla birlikte, İspanya'dan İtalya'ya Venedik'e gelip yerleştikleri, oradan da XVII. yüzyıl ortalarında İstanbul'a geldikleri bilinmektedir (İpek, 2011: 8). Orjinal yazılış biçimiyle *Camondo* sözcüğünün kökeni Fransız tarihçi Philippe Erlanger'e göre Venedik lehçesinde "Dünya Evi" anlamına gelen *Ca'Mondo*'dur. Bu konudaki diğer bir kanıt ise, Venedik çevresinde bu isimle tanınan küçük bir Yahudi cemaatinin varlığıdır (Güleryüz, 2015: 404).

Ailenin İstanbul'da varlığı tespit edilen ilk üyesi Haim Camondo'dur³. Haim İngiltere, Fransa ve Avusturya'dan "beratlı tüccar"⁴ sıfatına sahip bir tüccardır (Şeni ve Tarnec, 2010: 12). 1782 yılında tam olarak bilinmeyen bir sebepten dolayı, Osmanlı padişahı tarafından ülkeyi terk etmesi için kendisine 24 saat süre tanındığında, Haim Camondo ailesi ile birlikte Trieste'ye gitmiştir (İpek, 2011: 162). Bu tarihten iki yıl sonra (1784) Baron Rathkeal'in çabaları sonucunda Haim'in oğlu Abraham, İstanbul'a dönerek ailenin işinin başına geçme izni almış ve ailenin İstanbul'da mal varlığına el konulmamış olması nedeniyle de pek zor bir durumla karşılaşmamıştır (Şeni ve Tarnec, 2010: 13).

1802'de Isaac (?-1832) ve Abraham-Salomon Camondo (1780/85-1873) kardeşler tarafından hayata geçirilen Isaac Camondo & Cie. (Isaac Camondo ve Şürekası) adlı banka, kısa zamanda büyük bir gelişme göstererek önemli bir global şirket haline gelmiştir. 5 Eylül 1832'de ağabeyi Isaac Camondo'nun vebadan ölümüyle kendisine miras kalan 25 Milyon Dolar tutarında bir servetin sahibi olarak şirketin başına geçen Abraham-Salomon Camondo, şirketin yönetimini eline almış ve 30 yıl boyunca bu yetkiyi kimseyle paylaşmayarak şirkete büyük bir atılım yaşatmıştır (Tugay ve Tugay, 2009: 47). Abraham Salomon Camondo, Camondo Ailesi'ni, hem mali yönden hem gayrimenkul yönünden zenginleştirerek, yönetmeye başlamıştır. Aile, Kırım Savaşı sırasında savunma gereksinimleri ve sonrasında vergiler, gümrükler ve tekeller garantisıyla Osmanlı İmparatorluğu'nun bankerliğini yaparak daha da zenginleşmiştir. Camondolar Baron Hirsch ve Tanzimat hareketinin en önemli ismi durumundaki Mustafa Reşit Paşa gibi önemli kişilere de sarraflık yapmıştır. Abraham Salomon Camondo hem Sultan Abdülmecid'in hem de Sultan Abdülaziz'in yönetiminde önemli bir nüfuza sahip olmuştur (Demirkaya, 2010: 18).

1860'lı yıllarda başkent İstanbul'da ortaya çıkmaya başlayan Rum Bankerlerin kurdukları yeni banka ve şirketler nedeniyle

³ Ailenin soy ağacı için bakınız Ek-1.

⁴ XVIII. yüzyıldan itibaren gayrimüslim Osmanlı tebaasından Avrupa devletlerinin himayesine girerek müste'min tüccar gibi iç ve dış ticarete, imtiyazlı bir şekilde ticaret yapan kimselere "beratlı tüccar" denilmektedir (Bağış, 1983: 17).

Camondo Ailesi 1869 yılında Paris'e göç etmiştir. Avrupa ortaklı bu yeni işletmelerin Camondo'nun İstanbul'daki prestijini önemli ölçüde sarstığı görülmektedir. Bu doğrultuda Camondolar'ın yeni planı ise dünyanın en önemli finansal merkezlerinden biri olan Paris'e yerleşmek, Avrupa ve Paris'in ünlü bankerleriyle birlikte çalışıp iş yaparak, yerlerini almaya başlayan Rum bankerlerle rekabette büyük ölçüde avantaj sağlamaktır (İpek, 2011: 164).

Paris'e yerleşen Camondo Ailesi'nin bir ayağı bu nedenle daima İstanbul'da kalmaya devam etmiştir. Şirketle birlikte büyük miktardaki mal varlığı, hanlar, arsalar, evler, apartmanlar İstanbul'da Camondolar'ın bugün kalan izleri olarak günümüzde de görülebilmektedir. Bundan sonra bir yandan Paris'in ekonomik ve sosyal dünyası içine yerleşmeye çalışan Camondolar, diğer taraftan da İstanbul'daki şirketin idaresini ve yeni yatırımlarını Paris'le İstanbul arasında gidip gelen mektuplarla sağlamaya çalışmışlarsa da bu durum zamanla İstanbul aleyhine bozulmuştur. Abraham ve Nissim'in ölümünden sonra ise ağırlık bütünüyle Paris'e kaymıştır. Sonraki yıllarda Camondolar'ın çocukları (Isaac ve Moise) bankarlık ve finans konusunda pek de hevesli davranmamışlardır. Bunun bir sonucu olarak 1894 yılında Camondo Bankası'nın işleri tasfiye edilmiş, şirketin bundan sonra yalnızca mülklerin idaresi ile ilgilenmeye devam etmesi kararı alınmıştır (İpek, 2011: 164-166). Bir yüzyıldan fazla bir süreye büyük bir şöhret ve servet sığdırmış olan Camondo Ailesi'nin Osmanlı İmparatorluğu ile olan iktisadi ilişkileri ve günümüze kadar ayakta kalan eserleri dikkate değerdir. Bu çalışma ile Camondo ailesinin Osmanlı İmparatorluğu ile olan finansal ve ekonomik ilişkilerinin niteliği ve boyutunun incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla öncelikle ailenin Osmanlı ile olan finans ve bankacılık alanındaki faaliyetleri ele alınmış, ardından ticari ve ekonomik faaliyetleri incelenmiştir.

2. Camondo Ailesi'nin Osmanlı İmparatorluğu'ndaki İktisadi Faaliyetleri

Camondo Ailesi'nin Osmanlı İmparatorluğu ve bürokratlarıyla yakın ilişkiler içinde olduğu bilinmektedir. Osmanlı devlet adamları ile Camondolar'ın bağlantısı iki şekilde olmuştur. Bunlardan

biri Camondo Bankası ve devlet arasındaki resmi ekonomik ilişkiler şeklinde, ikincisi de sarraf veya banker kimliği ile Camondolar'ın bürokratlarla kişisel olarak kurdukları ilişkiler şeklinde kendini göstermiştir. Camondolar İstanbul'da buldukları süre içerisinde dört padişah (Abdülmecid, Abdülaziz, V. Murad, II. Abdülhamid) dönemi yaşamışlardır. Devletle olan ilişkileri, birçok ayrıcalığı da beraberinde getirmiş ve ailenin zenginleşmesinde büyük rol oynamıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun Camondolar'a ayrıcalık tanımmasının sebebi kısa vadeli sıcak para ihtiyaçlarını sorunsuz olarak karşılama arzusudur.

Osmanlı İmparatorluğu'nda XIX. yüzyılın önemli siyasi gelişmelerinden olan Tanzimat ve Islahat Fermanlarının yarattığı süreçte en çok gayrimüslimleri ilgilendiren reform hareketleri Camondolar'ın ve Yahudi cemaatinin büyük finans destekleri almasına yol açmıştır. Tanzimat Döneminin önemli isimleri olan Mustafa Reşid, Âli ve Fuad Paşalar ile Camondolar arasında bir yakınlık söz konusudur. Özellikle büyük baba Abraham Camondo'nun Reşid Paşa'nın hem çok yakın dostu hem de özel sarrafı olduğu Camondolar'la ilgili yazılmış tüm kaynaklarda belirtilmektedir.

Sarraf Abraham Camondo, Fuad Paşa'nın da özel sarraflığını yapmıştır. Akşam Gazetesi'nin 10 Aralık 1934 tarihli nüshasında Süleyman Kani İrtem tarafından kaleme alınmış olan "Eski Vezir ve Sarraf" başlıklı yazıda, bu ilişkinin rakamsal ifadelerine yer verilmiştir. 1865 yılında Ticaret ve Nafia bakanı olan Kabuli Paşa'nın arşivinde yer alan beş adet tahvil, Fuad Paşa'nın Camondo'dan almış olduğu yüklü miktardaki borçları göstermektedir. 1855 tarihini taşıyan ilk tahvilde 23.181 Kuruş ve aynı tarihi taşıyan ikincisinde de 30.000 Kuruşluk kredi hesapları yer almaktadır. İlk tahvildeki kredi faizsiz olmakla birlikte, ikincisinde, bir kese 500 Kuruş hesabıyla, kese başına 5 Kuruş faiz belirlenmiştir. 30 Mart 1860 tarihli üçüncü tahvilde rakam ve buna bağlı olarak faiz oranı da yükselmiş, 50.000 Kuruşluk kredi için % 12 faiz hesabı yapılmıştır. Dördüncü ve beşinci tahvillerde ise kredi limiti daha da yükselmiştir. Ocak 1859'da Camondo'dan alınan tutar 83.624 Kuruş iken, Ekim 1859'da 150.000 Kuruşa kadar çıkmıştır (İpek, 2011: 168).

Camondolar'ın devlet adamları ve bürokratlarla özel ilişkileri sonucunda geliştirdikleri sermayeleri, Osmanlı İmparatorluğu'nda kurulacak olan birçok işletmenin finansmanın sağlanmasında önemli rol oynamıştır. Camondo Ailesi'nin Osmanlı İmparatorluğu'ndaki ilk iktisadi faaliyetleri bankacılık alanında olmuştur.

2.1. Bankacılık Sektörü

Osmanlı İmparatorluğu'nda modern bankacılığın gelişimi farklı nedenlere dayanır. Tarıma dayalı bir ekonomik yapı, iç isyanlar, uzun süren ve kayıplarla neticelenen savaşlar, artan saray ve ordu masrafları neticesinde devlet bütçesinin açık vermesi bu nedenlerin en önemlilerindedir. Osmanlı yönetimi bu bütçe açıklarını kapatmak amacıyla kağıt para basımının yanı sıra dış borçlanmaya da başvurmak zorunda kalmıştır. Başlangıçta kaime basılarak karşılanmaya çalışılan masraflar Kırım Savaşı'nın bitiminde 1854 yılında ilk dış borçlanmaya kadar götürmüştür.

Galata bankerleri ile Avrupa sermayedar ve bankerleri arasındaki ilişkiler, 1854 yılından sonra daha da pekiştirilmiştir. Bu tarihten 1881 Düyun-u Umumiye'nin kuruluşuna kadar geçen süren dönem Osmanlı için bir "istikraz fırtınası" dönemi olmuştur. Yerli ve yabancı bankerlerin borç alınmasını teşvik etmeleri, borçların verilmiş şartları ve kullanım biçimleri, bunların çığ gibi büyümesine neden olurken bu süreç aynı zamanda Osmanlı İmparatorluğu'nda yabancı bankacılığın ortaya çıkmasına yol açmıştır (Silier, 1975: 487). Yabancı bankerlerin girişimleri yanında Osmanlı devlet yönetimi de bir bankaya olan ihtiyacı ortaya koyunca Türk bankacılık literatüründe ilk banka olarak kabul edilen Dersaadet Bankası (Banque de Constantinople) kurulmuştur. Bankanın kuruluş tarihi konusunda çeşitli tarihler zikredilmekle birlikte 1849 yılı ortalarında kurulmuş olması kuvvetle muhtemeldir. Banka sermayesinin %40'ı devlet, %60'ı ise Galata bankerlerinden Alléon ve Baltazzi tarafından karşılanmıştır. Bankanın kurulmasındaki temel amaç kaime fiyatlarındaki aşırı dalgalanmaların önüne geçerek istikrar sağlamaktır. Bu amaçla birlikte Banka kambiyo istikrarı uygulamasını da sürdürmüştür (Al, Akar ve Bayraktar, 2014: 63-65). Dersaadet Bankası ödeme gücünü tehlikeye düşüren faaliyetlere

başvurması ve spekülasyon yapması nedeniyle 1852 yılında tasfiye edilmiştir. Bu tarihten sonra da Osmanlı İmparatorluğu'nda bankacılık arayışları devam etmiştir. Özellikle bu dönemde İngiliz sermayesi kanalıyla borçlanan devlet, bunun etkisiyle bir İngiliz girişimi olan Bank-ı Osmani'nin kurulmasına izin vermiştir. 1856 yılında kurulan Bank-ı Osmani'ye Fransız sermayesi de katılarak -1863 yılında- o günkü adıyla Bank-ı Osmani-i Şahane (Osmanlı Bankası) olmuştur (Erdoğan, 1993: 487). Bu banka Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kuruluncaya kadar emisyon yaratma yetkisine sahip olarak faaliyet göstermiştir. İmparatorluk içinde uzunca bir süre Merkez Bankası fonksiyonunu bir yabancı bankanın görmesi, Osmanlı ekonomisi için yabancı bankacılığın önemini göstermektedir. Osmanlı Bankası'nın kurulmasından sonra da çok sayıda yabancı banka faaliyete geçmiştir.

2.1.1. Isaac Camondo Bankası

1815 yılında Abraham Camondo ve ağabeyi Isaac Camondo tarafından kurulan *Isaac Camondo ve Şürekası Bankası* Osmanlı'nın 1830'lardan itibaren birçok finansman ihtiyacını karşılamış, aynı zamanda Avrupa merkezli bankalardan alınan kredi ve borçlanmalarda da etkin bir rol oynamıştır. Viyana Borsası, Paris ve Londra iş çevreleri ve bankalarıyla yoğun bir münasebeti olan söz konusu banka, birçok yabancı bankanın Osmanlı İmparatorluğu muhabiri idi. Söz konusu banka aynı zamanda Baron Hirsch gibi ünlü zenginlerin İstanbul bankerliğini de yapmıştır (Güleryüz, 1994: 404).

Abraham Camondo, Osmanlı İmparatorluğu'nda gayrimenkul edinme izni alan ilk yabancısıdır (Güleryüz, 1994: 404). Gayrimüslim olması sebebiyle sahibi olduğu banka, verilen borca karşı güvence olarak ipotek gösterilen ve el konulan gayrimenkullere karşılık, borçlular taahhütlerini yerine getiremedikleri zaman şirket borçluların taahhüt gösterdikleri gayrimenkullere doğrudan sahip olamamaktaydı fakat ilerleyen süreçte padişah iradesiyle Abraham Salomon Camondo'ya "başkalarına emsal teşkil etmemek kaydıyla" gayrimenkul edinme hakkı verilmiştir (Tugay ve Tugay, 2009: 276).

XIX. yüzyılın ortalarından itibaren sayıları artmaya başlayan yeni bankaların ve bu arada Osmanlı Bankası'nın kurulması ile Isaac Camondo ve Şürekası Bankası eski itibarını kaybetmeye başlayarak yerlerini Ermeni-Rum bankerlere bırakmışlardır. Oysaki söz konusu banka, Kırım Savaşı (1853-1856) esnasında Osmanlı İmparatorluğu'nun savunma ihtiyaçlarını karşılayan banka konumundadır (Güleryüz, 1994: 404-405). Avrupa ile kurulan yeni ilişkilerin sonucunda oluşturulan yeni finans şirketleri, Camondo Ailesinin Osmanlı İmparatorluğu'ndaki işlerinin aksamasına neden olmuş ve ailenin 1869 yılında Paris'e göç etme kararı almasının önünü açmıştır. Ancak Paris'e yerleşme kararının alındığı bir zamanda, Süveyş Kanalı'nın açılışı için Mısır'a gidecek olan İmparatoriçe Eugenie'nin Osmanlı topraklarında kendisine hizmet vermek üzere Camondo Bankası'nı seçmiş olması Banka'nın itibarını yeniden artırmıştır. Bu olay Isaac Camondo ve Şürekası Bankası'nın son kârlı işi olmuştur. 1869'da Paris'e göç nedeniyle İstanbul'daki işlerinin başına vekâleten Moise Fernandez geçmiştir. İşlerin uzaktan yönetim ve idaresinin zor olması ve diğer bazı olumsuzluklar nedeniyle, Abraham Behor Camondo'nun oğlu Isaac 1894'de almış olduğu kararlar bankayı tasfiye etmiş, bankadaki hesapları Banque de Change et de Valeurs'e devretmiştir. Gayrimenkul işlerinin sürdürülebilmesi için şirketin devamı sağlanmış ancak 1917 yılında Isaac Camondo ve Şürekâsı Şirketi tamamen kapatılmıştır (Şeni ve Tarnec, 2010: 117-119).

XIX. yüzyılın ikinci yarısında banka kurma girişimlerinin sayısı artmış ve 1856'da Bank-ı Osmani kurulmuştur. Dersaadet Bankası ile aynı amaçları taşıyan bu banka 200.000.000 Kuruş sermaye ile faaliyete geçmiş ancak Kırım Savaşı'nın başlaması ve hükümetin kredi isteğinin kısa sürede sağlanamaması nedeniyle bu bankanın da finans yaşamı kısa sürmüştür. Bu dönemde Todoraki Baltacı ve Camondo Osmanlı İmparatorluğu'na yeni bir banka kurulması teklifinde bulunmuşlardır. Sunulan bu yeni teklife göre; 60.000 kesesi Saltanat-ı Seniyye tarafından ve 340.000 kesesi hisse sahipleri tarafından karşılanmak üzere toplam 400.000 keselik bir sermaye belirlenmiştir. Yeni kurulacak olan bu banka her türlü kâr ve zararı kendi üzerine almayı, devlet tarafından bir ücret ve masraf ödenmemek üzere, kambiyouyu İngiliz Sterlini

karşısında 110 Kuruşa tutmayı ve piyasadaki kaimeleri nakitle değiştirmeyi taahhüt etmektedir. Buna karşılık devlet tarafından imtiyaz süresi olan 12 yıl boyunca bankaya her yıl 76.000 kese, yani toplam 912.000 kese Akçe ödenecektir. Bu tutar aracılığıyla banka bir veya iki yıl içinde bütün 5'lik ve 6'lıklar ile beraber 20 ve 10 paralık akçeleri tedavülden kaldırarak yerine piyasaya 20'lik ve 100'lük Mecidiye Sikkesi sürecektir (İpek, 2011: 173). Fakat bu teklif Osmanlı İmparatorluğu tarafından kabul görmeyerek onaylanmamıştır.

2.1.2. Şirket-i Maliyye

Osmanlı İmparatorluğu'nun mali sıkıntılarının arttığı bir dönemde Abraham Camondo, George Zarifi, Aristidi Baltacı ve Tubini bankerler tarafından 320.000 Sterlin sermayeyle, kambiyo üzerinden işlem yapmak üzere Şirket-i Maliyye adlı bir banka kurulmuştur. "İttihad-ı Maliye" adıyla bilinen İttihad-ı Mali/Şirket-i Maliyye (Union Financière) adlı şirketin 5.000 Sterlinlik 64 hissedenden oluşan 320.000 Sterlinlik sermayesinin 28 hissesi hissedar Tubini ve Corpi'ye, kalan 36 hissesi ise eşit olarak Baltazzi, Zarifi ve Camondo'ya aittir (Çetin, 2009: 123).

20 Kasım 1859 tarihinde imzalanan anlaşmayla 10 yıllık bir süreç içinde Londra'da üç ay vadeli poliçeler çekmek şartıyla Sterlini 110 Kuruşa sabitlemeyi kabul etmiş ve Osmanlı İmparatorluğu'nun Avrupa ile yaptığı alışverişlerde sikkenin fiyat farkı nedeniyle uğradığı zarardan bir bakıma kurtarılmasının sağlanması amaçlanmıştır (İpek, 2011: 178). Şirket, hükümet taahhüdünü gereği gibi yerine getirememiş, gerekli tahsilatı sağlayamamış ve düzen poliçeleri düzenleme görevini yerine getirememiştir. Vadesi gelen poliçeler üzerinden yapılan borcun vadesini uzatma işlemi sonucunda, Avrupalı sermayedarların bu poliçeleri kabul etmemesi üzerine proje olumsuz neticelenmiştir (Akyıldız, 2003: 104-108).

Sonuç olarak bakıldığında, şirketin kısa sürede faaliyetlerine son vermek zorunda kalmasının en önemli nedeni, kurucu bankerlerin daha fazla kazanmak amacıyla yaptığı spekülasyonlar olmuştur. Avrupa üzerine çektikleri poliçelerin karşılığını gönderme-

meleri Avrupa piyasalarında itibar kaybı yaratırken, Avrupa'dan % 4-5 faizle aldıkları paraları % 12 faizle hükümete borç vermele-ri de iç piyasadaki itibarlarını sarsmıştır (İpek, 2011: 178). Kaime ancak, Deveaux&Co. Şirketi'nden alınan % 6 faizli 8 Milyon Sterlin dış borç ile tedavülden çekilebilmiştir. Alınan bu istikraza merkez bankası işlevi gören Bank-ı Osman-i Şahane aracılık etmiştir. Tahviller % 68 ihraç fiyatıyla satılmış ve kaimeyi tedavülden kaldırmak için gerekli finansmanın sağlanmasıyla 1862 Haziran'ında ikinci aşamaya geçilmiştir. Kaime bedellerinin tamamının madeni parayla ödenmesi, Devlete büyük bir mali yük getireceğinden % 40'ı nakit, % 60'ı ise esham verilerek ödenmişti. Böylelikle kaime-ler 1862 Eylül'ünde tedavülden çekilebilmiştir (Hulkiender, 2003: 124).

2.1.3. Şirket-i Umumiyye-i Osmani

Osmanlı İmparatorluğu'nun mali buhranlarla birlikte borçlanma ve bankacılık konusunda yaşadığı olumsuz deneyimler bir devlet bankasına olan ihtiyacı ortaya çıkarmıştır. Özellikle dış borç bulma konusunda Avrupa piyasalarının sıkıntı yaşayan devletin piyasaların güveninin yeniden kazanmak için bir bankanın garantörlüğüne de ihtiyacı vardır (İpek, 2011: 179). Bunun sonucunda 4 Şubat 1863 tarihinde Fransız ve İngilizlerin girişimiyle ilk uzun süreli devlet bankası olan Bank-ı Osman-i Şahane kurulmuştur (Bayraktar, 2002: 79). Yaklaşık bir yıl sonra Şirket-i Umumiyye-i Osmanî (Société Générale de l'Empire Ottoman) kurulmuş ve kuruluşu Bank-ı Osmanî de iştirak etmiştir. Şirketin kurucuları Aristide Baltazzi, Bischoffsheim Goldschmidt et Cie, J. Camondo et Cie, Mısırlıoğlu Bogos Bey, Oppenheim Alberti et Cie., A. A. Ralli, Z. Stéfanovich, Stern, S. Sulzbach, Zafiropoulo et Zarifi, Christaki Zografos idi. Şirket, öncelikle kısa vadeli istikrazlara aracılık edecek ve katılacak, her türlü mali ve ticari işle uğraşabilecekti. Şirket-i Umumiyye'nin, 2.000.000 Sterlinlik sermayesi 20 Sterlin itibari değerde 100.000 hisseden oluştu. Hisse senetlerinin 13.000'i Bank-ı Osmanî, 67.000'i ise kurucular tarafından alındı. Kalan hisselerin 6.500'ü İstanbul'da, 26.500'ü de Londra'da halka arz edildi. Satışa sunulan hisseler hızla tükendi; talep 220.000'i aştı. Şirket-i Umumiyye, yüksek itibari sayesinde henüz kuruldu-

ğu 1864 yılı sonunda hükümetle 50.000.000 Franklık bir istikraz anlaşması imzalayabilecek duruma gelmiş ve kapılarını kapattığı tarihe kadar kurucularına çok büyük kazançlar sağlamıştır. Şirketin merkezi Camondo Han'da bulunmaktaydı. Bank-ı Osmanî ve Şirket-i Umumiyye hükümete borç vermeye başlamıştı ama hazinenin kısa ve orta vadeli nakit açıkları için aynı zamanda Galata Bankerlerinden de borçlanma devam ediyordu. Dairelerin Nisan ayı tahsisatlarından eksik kalan tutarlar ile Mayıs ayı tahsisatı, dış borç taksitleri gibi bazı masraflar için Mısırlıoğlu Bogos Zografos, Camondo, Zarifi ve Stefanovich'ten %10 faiz ve %2 komisyonla 250.000 liralık istikraz yapılmıştır (Manav, 2009: 164,165).

1870 yılına kadar Osmanlı İmparatorluğu'na büyük miktarda borç veren Banka, 1866'dan sonra Osmanlı tahvillerinin Avrupa piyasasında değer kaybetmesinden büyük ölçüde etkilenmiş ve sahip olduğu hisseler 1866'dan sonra nominal değerlerinin üstünde prim yapmamıştır. Bu bankanın yaptığı işlere Galata ve Azapkapı Köprülerinin gelirleri karşılığı Bahriye Nezareti'ne %18 faizli 400.000 Liralık kredi açmaları örnek gösterilebilir (Kazgan, 2014: 121). 1869 yılında Paris'e yerleşen Camondolar'ın şirketle bağlantısı sekteye uğramıştır. Ayrıca 1868 yılında Credit General Ottoman Bankası'nın kurulması Şirket-i Umumiye'nin etkinliğini azaltmıştır. Societe General de France grubu ile İstanbul'da Galata Bankerlerinden Tubini ve firmasının birleşmesiyle oluşturulan bu bankanın sermayesi 50.000.000 Frank olarak belirlenmiştir. Credit General Ottoman'ın kuruluşu, Şirket-i Umumi'nin büyük hissedarları tarafından yapılmıştır. Camondolar'ın bu ortaklıktan dışlanması Credit General Ottoman'ın rekabetinin tamamen Camondolar'la olduğu olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Camondolar'ın yaşadığı itibar kaybı, aile için 1869 yılında Paris'e yerleşme fikrini gündeme getirmiştir. Comptoire National d'Escompte de Paris Şirketi'nin Osmanlı İmparatorluğu'yla istikraz anlaşması yapması ve Camondolar'ın girişimleri sonucu kontratın bir kısmını Şirket-i Umumiye devretmesi Camondolar'ın bu istikrazdan payını almasını sağlamıştır (İpek, 2011: 185).

Credit General Ottoman kuruluşuyla dışlanan ve tek rakip konumuna getirilen Camondo Ailesi 1870'lerden itibaren İstanbul

ve Galata üzerindeki etkinliğini kaybetmişlerdir. Şirket-i Umumi Osmani 1893 yılında tasfiye edilmiştir (Kazgan, 2014: 126).

2.1.4. Austro-Türk Bankası

Avusturya-Türk Bankası Mart 1872'de 2 Milyon Sterlin sermaye ile kurulmuştur. Merkezi Viyana şehrinde bulunan Banka'nın kurucuları Osmanlı "Société Générale"i, Christaki Zografos, A. A. Ralli, J. Camondo ve Ortakları, C. Carapanos, S. Stefanovitch, Otto Ullman, Antoine Vlasto, Viyadaki Union Bankası ile İngiliz-Avusturya Bankası ve bazı ünlü bankerlerden oluşmaktadır (Özdemir, 2009: 39).

Söz konusu bankanın çalışma alanını sanayi, ticari ve ziraat işlemleri her türlü sarrafiye işlemleri oluşturmaktadır. Bankanın sermayesi 2.000.000 Sterlin olup, her biri 20 Sterlin olmak üzere 100.000 hisseye bölünmüştür. Ayrıca sermayenin 4.000.000 Sterline kadar çıkarılabileceği ilan edilmiştir. Avusturya-Osmanlı Bankası'yla birlikte kurulan Austro-Türk Bankası 1873 yılında mevcutlarını Osmanlı Bankası'na devrederek kapanmıştır. Kapanmasının nedenleri arasında en önemlisi Viyana Borsası'ndaki spekülasyonlar krizidir (İpek, 2011: 188).

2.2. Camondolar'ın Osmanlı Mali Sisteminin ve Ticaret Kanunlarının Oluşturulmasındaki Roller

Osmanlı İmparatorluğu'nda Tanzimat Dönemi devletin idari, siyasi, sosyal, kültürel, ekonomik vd. birçok farklı açıdan dönüşümün yaşandığı bir dönem olmuştur (Akyıldız, 2007: 506). İmparatorluk, bu dönemde yaşamakta olduğu uzun süren savaşlar ve iç isyanları durdurmak için verdiği mücadeleler sebebiyle karşılaştığı masraflar ile sürekli hale gelen bütçe açıklarını kısa zamanda ödeyebilmek amacıyla, XVII. yüzyıldan başlayarak orta ve kısa vadeli çeşitli parasal önlemleri uygulama yoluna gitmiştir. 1854 yılında yapmış olduğu ilk dış borçlanmaya kadar olan süreçte, Osmanlı İmparatorluğu ihtiyaç duyduğu parasal kaynakları büyük oranda 1775'te yürürlüğe koymuş olduğu "Esham Sistemi"yle karşılamıştır. 1775-1840 yılları arası esham uygulamasıyla gerçekleşmiş olan iç borç stoku, devletin merkezi gelir oranının yarısını aşmaktaydı.

Dış borçlanmaya başvurulmasının nedenleri arasında önem arz eden olgu, Esham sebebiyle oluşan iç borç stokunun en azından belirli bir kısmını ödeyebilmektir. Fakat dış borç alınan dönemlerde dahi, esham uygulaması farklı yöntemlerle sürdürülmüştür. İmparatorluğun yaptığı istikrazlar ile esham ve iltizam sistemleri, Osmanlı mali sistemi ve ticaret kanunlarının oluşturulmasının önünü açmış; bu durum, bütçe açıklarını kapatmaya ve gelirleri artırmaya yönelik çözüm teklifleri getirmekle birlikte, maliyenin yaşamış olduğu bunalıma kalıcı çözümler getirememiştir (Aydın, 2002: 605-608). Camondolar'ın da söz konusu kimi kanunların meydana getirilmesinde aktif bir rol üstlenmişlerdir.

2.2.1. Camondolar ve Esham-ı Cedide Kanunu

Eshamın kelime anlamı ise, Arapça pay manasında ki "sehim" kelimesinin çoğuludur. Osmanlı hukukunda miras ve vakıflarla alakalı metinlerde bu manada kullanılmaktadır. Bir mali terim olarak ise ilk defa, 1775 yılında I. Abdülhamid Döneminde (hd. 1774-1789) hayata geçirilmiş ve 1840'ta kâğıt paranın kullanılmaya başlamasına kadar süregelen belirli bir iç borçlanma sistemini ifade etmektedir (Genç, 1995: 377). Bir diğer anlamıyla ise *"Esham uygulaması temelde bir iç borçlanma ameliyesinden başka bir şey değildi. Fakat gelir ortaklığı sisteminin ilk ve orijinal bir örneğiydi."* (Tabakoğlu, 2014: 270). Esham sistemi genel nitelikleri açısından malikâne ve iltizam sisteminin bir bileşimini oluşturmaktadır. Esham sisteminin malikâne sisteminden farkı ise bir mukataanın senelik kazancının hepsi yerine, sadece senelik kârının belirli hisseler şeklinde "ber veche malikâne" satışını ifade etmesidir. Avrupa devletlerine göre uzun bir süre sonra çağdaş borçlanma modellerini kullanan Osmanlı İmparatorluğu, mali buhranların üstesinden gelmek için iltizam, malikane ve piyasadaki paraların ayarlarının düşürülmesi gibi çeşitli klasik iç borçlanma modellerini kullanmıştır. Fakat, XVIII. yüzyılın son çeyreğinde, 1775 yılında hayata geçirdiği ve dönemin koşulları göz önüne alındığında gayet modern sayılabilecek esham uygulamasıyla Avusturya ve Rusya'ya karşı yaptığı uzun süreli ve yüksek maliyetli savaşların finansmanı karşılayabilmiştir. Bu sistemi 1840 yılında uygulamaya koyduğu kâğıt para sistemiyle geliştirmiş; 1854 yı-

linda da dış borçlanma yaparak önemli mali kaynaklar sağlamıştır. Ancak gerçekleştirilen bu uygulamalar, kazanılan finansmanın cari harcamalarda kullanılması ve gelir getiren yatırım kaynaklarına aktarılmaması gibi nedenler sebebiyle beklenen başarı sağlanamamış ve Osmanlı İmparatorluğu'nun 1875 yılındaki mali iflasının sürecini hazırlamıştır (Aydın, 2002: 613, 614). Osmanlı İmparatorluğu kamu borçlanmalarına uzun bir süreç sonunda ve kısıtlı ölçüde başvurmuştur. Padişahlara ait iç hazine, uzun süre devlet hazinesinin kredi gereksinimini karşılamaya yeterli olmuştur. Bunun yanı sıra kısa vadeli kredi ihtiyacını karşılamak üzere devlet adamlarına, tüccarlara ve sarraflara belli ölçülerde de olsa başvurulmuştur (Genç, 1995, 377).

Osmanlı İmparatorluğu'nda Esham sistemi iç borçlanmayı müzayedeleri domine eden az sayıda büyük sermaye sahiplerinden daha fazla sayıda, küçük ve orta ölçekli sermaye sahiplerine doğru genişletmek amacındaydı. Ancak, İmparatorluğun Esham paylarının kişiler arasında alım ve satımını önleyememesi ve ilk esham sahiplerinin ölümünden sonra varislerin de imparatorluktan kazanç sağlamaya devam etmeleri sebebiyle, uygulanan bu yeni sistemin faydaları sınırlı kalmıştır (Pamuk, 2014: 138).

Ağırlaşan mali sorunlar ve dış kaynak bulmakta çekilen güçlükler nedeniyle faizli hisselerin üç, faizsiz eshamların ise iki yılda piyasadan çekilerek yerlerine yeni kâğıtların çıkarılmasına karar verilmiştir. Gelinen noktada devlet maliyesinin iç borçlanmaya başvurmadan yaşaması olanaksız hale gelmiştir. Avrupa'dan borçlanma sürecinde gerçekleşecek görüşmelere de hazinenin karşı koyması mümkün olmadığından dolayı, Avrupa'dan alınacak borca değin cari harcamaları karşılamak için İstanbul Emtia Gümrüğü malından Esham-ı Mümtâze çıkarılması kararlaştırılmıştır (Erdem, 2006: 10). Arkasında devlet garantisi olan Esham ve benzeri kâğıtlar halk tarafından da benimsenmiştir. Yeni kâğıtların dördüncü tertibi Avrupa'da bile alıcılar bulmuştur (Anonim, 2009: 10).

Faiz getirisi % 6 olan bu kâğıtlar 1859'dan itibaren piyasaya sürülmeye başlanmıştır. 1862 yılının ilk ayında bu kâğıtların piyasadaki hacmi 5.000.000 Mecidiye Liraya ulaşmıştır (Akar,

2001: 2). Osmanlı'da 1839'da kaime adıyla piyasaya sürülen ilk kâğıt paranın ayarlarıyla sık sık oynanması sonucu doğacak olan buhranı engellemek için bu kanuna başvurulmuştur. Piyasadan toplanmaya çalışılan kaimenin yerini alması düşünülen bu sistem amacına ulaştırılamamıştır. Esham-ı Cedide ile gerçekleştirilecek olan yeni iç borçlanmadan elde edilen gelir, hazinenin acil ihtiyaçlarının karşılanması, kaime ve Esham-ı Mümtaze'nin (borç tahvilleri) piyasadan çekilmesi için kullanılacaktır (İpek, 2011: 189).

Esham-ı Cedide ile elde edilen gelirlerin bir sandıkta biriktirilmesi ve devletin ihtiyacı anında kullanılması amacıyla Tediye Sandığı kurulmuştur. Alınan kararlara göre elde edilen gelirlerin planlanan bir yer dışında kullanılmayacağı ve istikraz olarak karşılık gösterilmeyeceği kararlaştırılmıştır. Tediye Sandığı, Esham-ı Cedide için oluşturulmuş bir kurum olup bu kurumun komisyon üyeleri arasında Abraham Camondo da yer almaktadır. Bunun denetimi; oluşturulan komisyon tarafından sağlanacak ve takip edilecektir. Çıkarılan nizamnamede 1.000.000 kese olarak belirtilen piyasaya sürülecek esham-ı cedide miktarı, en başta 2.500.000 kese olarak düşünülmüştür. Ancak bu kadar çok miktarda piyasaya sürülen eshamların daha en başta kendi değerini düşüreceği endişesiyle sayı 1.000.000'a indirilmiştir. Ağustos 1859'dan Mart 1862 tarihine kadar üç parça olmak üzere toplam 5.000.000 Mecidiye Liralık esham-ı cedide çıkarılmış ve nizamnamede belirlenen miktara ulaşılmıştır (İpek, 2011: 192).

2.2.2. İltizam Sistemi İçerisindeki Roller

İltizam devlete ait gelir kaynaklarının, bir kısmı peşin kalanı taksitler halinde ödenen paralar karşılığında kişilere bırakılmasıdır. Bu müteahhitlere "mültezim" deniliyordu. Bunlar, iltizam konusu geliri devlet güçlerine dayanarak toplarlar, ödediklerinden fazlası kazançlarını oluştururdu. Toprak iltizamına mukataa adı verilirdi. Ayrıca daha fazla bir para ödenmesi koşuluyla da toprakların yaşam boyu aynı kişiye, ölümünden sonra da çocuğuna bırakılması mümkündü. Buna ise "Berveç-i Mâlikhane" denilirdi (Sakaoğlu, 1985: 60). Osmanlı'nın ilk zamanlarından itibaren kullanılmaya başlanan bu sistemde, devletin uyguladığı politika

genellikle belirli bir mekânla sınırlı kanuni veya şer'î vergi öğelerinden oluşan mukataa birimlerini devretmiştir (Buluş, 2010: 94).

İltizam Sistemi ile hazine, bir eyaletten vergi toplama yetkisini resmi yönetici zümre üyelerinin dahil olduğu ve belirli zaman aralıklarında gerçekleştirilen ihalede en yüksek tutarı ödemiş olana vermekteydi. Yapılan sözleşmenin mültezimlerinin hazineye her yıl ödemekle yükümlü olduğu miktar, nominal değerinin sabit bir miktarıydı. Sözleşmenin mültezime köylülerden toplama görevi verdiği vergi miktarı ise gerçek üretimle orantılı bir şekildeydi. Mültezimin devletle gerçekleştirdiği sözleşmedeki miktardan daha fazla oranda topladığı vergi hasılatını kâr olarak alabilmekteydi. Devletin hazinesine girmiş olan reel vergi gelirleri, yöntem olarak, tekrar gerçekleştirilecek olan ihalelerle düzenlenecek, bu şekilde, ihale tutarları beklenen kazançları iskonto edecek, o günkü reel değerini yansıtmayı sağlanacaktı (Kıray, 1995: 184). İltizam sistemi Akdeniz'den Hint Okyanusu'na kadar tüm İslam devletlerinde, Ortaçağ'dan XIX. ve XX. yüzyıla kadar vergi toplamanın en geniş ve yaygın şekli olarak kullanılmıştır (Pamuk, 2014: 13).

İltizam Sistemi'nin XIX. yüzyılda Tanzimat Fermanı ile angarya gibi yükümlülükleri kaldıracağını ilan ettiği halde, yaşanmakta olan olaylar bu olgunun imkânsızlığının anlaşılmasını sağlamıştır. Yavaş modernleşen devlette merkezi bürokrasi modern maliye örgütünün gereksinimlerini yerine getirecek durumda değildi. Hatta bazı bölgelerde uygulanan iltizam sisteminin iyi işleyişi bile 1880'den sonra faaliyete geçen ve bazı vergi giderlerini domine eden Düyun-u Umumiye'nin müdahalesi ile olanaklı hale gelmiştir (Ortaylı, 1987: 172).

XIX. yüzyılda İltizam Sistemi'nin yanında mali teşkilat içerisinde gerçekleştirilen bir diğer değişiklik ise "muhasıllık" uygulamasıdır. 1840 yılında, iltizam sisteminden vazgeçilerek yerine muhasıl olarak adlandırılan geniş yetkiler verilmiş kamu görevlileri, vergilerin toplanmasında faal hale getirilmiştir. Sancak ve eyaletlerde görevlendirilen muhasıllar tahrir işlemlerine ek olarak Tanzimat Fermanı ile gerçekleştirilen yenilikleri halka anlatmak gö-

revini de üstlenmişlerdir. Muhassıllar, bölgelerde tahrir⁵ işlemleriyle o bölgelerde bulunan tebaanın emlak ve arazilerini kayıt altına alınmasını sağlamıştır. Muhassıllara görevlerinde destek sağlaması için kâtipler, tahriri yapılan bölgedeki kadılar ve din adamları da görevlendirilmiştir. Yaklaşık iki yıl devam eden bu sistem vergi memurlarının sayısının az olması ve devletin bu uygulamasından memnun olmayan mültezimler tarafından karşı çıkılması nedeniyle başarılı olamamıştır. Bu sistemin uygulanamaması üzerine tekrar iltizam sistemine dönmüştür (Oğlakçı, 2007: 29).

Bu koşullar altında Abraham Salomon Camondo'nun etkin dönemi olarak adlandırılabilir XIX. yüzyılın ikinci yarısından itibaren en büyük kârlarını sağladığı kefalet sistemi aynı zamanda büyük zararları da beraberinde getirmiştir. İltizam sistemi uygulayan Osmanlı İmparatorluğu mültezimler aracılığıyla toplanacak verginin önemli şartlarından biri, mültezimin büyük bir kefile ihtiyaç duymasıydı. XIX. yüzyılın önemli bankerlerinden olan Camondo'nun devlet tarafından uygun görülmesi kefillik için yeterli bir şarttı. Bu durumdan yararlanan mültezimler ve Camondo Ailesi devlet nezdinde büyük kazançlar sağlamışlardır. Bunun yanı sıra mültezimlere kefil olan Camondo'nun Trabzon ve civarı gümrük vergileri için büyük zararlara uğradığı bilinmektedir. Camondo'nun vergi kazançları tek mültezimler ve kefalet aracılığıyla olmamış aynı zamanda iltizamın doğrudan alınmasıyla olmuştur. Devlet tarafından ihale edilen iltizamların büyük sarraflar tarafından kefil gösterilmeksizin alınması Camondolar'ın Osmanlı İmparatorluğu'ndaki yeri ve önemini göstermesi açısından yeterlidir (İpek, 2010: 207-210).

2.2.3. Hazine İle Olan İlişkileri ve Sağladıkları İstikrazlar

İstikraz, vadesi dolduğunda ödemek koşulu ve belirli faiz karşılığı alınan borca ilişkin sözleşme anlamına gelmektedir. İç ve dış istikrazlar, Osmanlı İmparatorluğu için 1845'ten sonraki bütçe uygulamalarında, bir sorun olarak ortaya çıkmıştır. Daha önceleri munzam vergiler, iltizam ve mukataa zorlamaları ile mali durumu

⁵ Tahrir: Osmanlı mali teşkilatında vergi tespiti amacıyla yapılan sayıma verilen isimdir.

dengede tutmaya çalışan devlet, XIX. yüzyılın ikinci yarısında hızlı dışa açılma ve israf (lüks) yüzünden dış baskıların tutsağı konumu gelmiştir (Sakaoğlu, 1985: 61, 62).

Osmanlı İmparatorluğu'nun aldığı iç borçlar kısa vadeli sorunları çözsede de uzun vadede sıkıntıların artmasına neden olmuştur. Devleti borçlanmaya yönelten en büyük ihtiyaç ordunun masraflarının karşılanması noktasında yaşanmıştır. XIX. yüzyıldaki ihtilalci fikirlerden etkilenen Balkanlar ile etnik ve dini anlaşmazlıklar nedeniyle Ortadoğu'da sık sık çıkan ayaklanmalar orduyu ve hazineyi oldukça güç duruma sokmuştur. Böyle durumlarda başvuru ilk kaynaklardan biri Camondolar olmuştur. Örneğin, 1848 Fransız Devriminden etkilenen Eflak ve Boğdan'da çıkan olayları bastırmak için görevlendirilen Osmanlı ordusunun acil ihtiyaçları için poliçe karşılığında 4.000 kese Akçe için Camondo Ailesine başvurulmuştur. Yine vergilerin zamanında toplanamamasından dolayı hazinede oluşan açık Camondolar aracılığıyla kapatılabilmektedir (İpek, 2011: 214). Camondo'nun İstanbul'daki bankası dâhil olmak üzere hemen bütün Galata bankaları ve bankerleri, her zaman olduğu gibi bu defa da Osmanlı Hükümeti'ne, kendilerine olan kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesi için bir dış istikraz anlaşması yapılmasını önermişlerdir (Kazgan, 2014: 345). Aslında hükümetin Osmanlı Bankası'na 4.500.000 Frank ve gerisi diğer Galata banka ve bankerlerine ait olmak üzere 6.000.000 Franktan fazla kısa vadeli borcu bulunuyordu. Osmanlı Bankası tarafından organize edilen istikrazın Mayıs 1886'da imzalanması hükümetin Galata piyasasında yeniden kredi sağlayabilir duruma gelmesini sağlamış ve hükümet Osmanlı Bankası ve diğer Galata bankerlerinden 500.000 Osmanlı Lirası kredi almak için görüşmelere başlamıştır. Bu 500.000 Liralık istikraz yanında Osmanlı Bankası aracılığıyla yapılacak istikraz 6,5 Milyon Frank tutarındaydı. İhraç edilen tahviller %5 faiz getirdiği gibi %1 oranında da amortisman payı ödenmesine hak kazanıyordu. Bu istikrazın yıllık faiz ve amortisman taksitlerini garanti edebilmek için hükümet; İzmir, Bursa, Beyrut, Edirne ve Selanik gümrük hasılatı üzerinden her yıl 390.000 Osmanlı Lirasını tahsis etmiştir (Kazgan, 2014: 345-346).

1869 yılında Camondolar'ın İstanbul'dan Paris'e yerleşmiş olmaları Osmanlı İmparatorluğu ile borç ilişkilerini bitirmiş oldukları anlamını taşımamaktadır. Geçmiş yıllarda alınanların ödemeleri yanında yeniler de bunlara eklenmeye devam etmiştir. Nitekim Camondolar Paris'e gittikten sonra İstanbul ekonomi çevreleri ve devletle olan mali ilişkilerini koparmamak için her türlü özeni göstermişlerdir. Bununla birlikte Osmanlı İmparatorluğu'nun Avrupa ile olan istikraz ilişkileri içinde de rol oynamışlardır. Ancak zaman geçtikçe Camondolar Osmanlı İmparatorluğu ile olan istikraz ilişkilerine sınırlamalar getirmeye başlamışlar, İstanbul'dan yavaş yavaş ellerini çekmişlerdir. Aslında tamamen çekiliş Kont Abraham Behor Camondo'nun ölümünden sonra gerçekleşmişse de, onun son zamanlarında bir toparlanma görülmektedir. Vekiller aracılığıyla yürütülen İstanbul'daki işler onlar için kazançtan çok bir sıkıntı haline gelmeye başlamıştır. Nitekim Abraham Camondo 1886 yılında yine bir istikraz için kendisine başvurulduğunda hükümet temsilcilerine "İstanbul'da muamele olmadığından istikraz katılamayacağını" bildirmiştir (İpek, 2011: 223-224).

2.3. Çeşitli Sektörlerdeki Yatırım Faaliyetleri

XIX. yüzyılın ikinci yarısı mali ve iktisadi açıdan Osmanlı İmparatorluğu için bir dönüm noktası olmuştur. Mehmet Emin Ali Paşa ölmüş, yerine adı birçok mali olaylara karışmış, özellikle Galata Borsası ve Galata Bankerleriyle çok yakın ilişkide olan Mahmut Nedim Paşa sadrazam olmuştur. Bu dönemde iki kez sadrazam olan Mahmut Nedim Paşa'nın sürdürdüğü iktisadi ve mali politika, Galata Bankerlerinin ekonomi içerisindeki ağırlığının artmasını sağlamıştır. Bunlar bankerlik dışında her zaman yaptıkları iltizam işinin yanında bu defa tramvay, demiryolu, inşaat, rıhtım, su şirketleri, belediyeciliğin kurulmasına etkileri vd. gibi birçok alanda etkili olmuşlardır. Bu dönem 1881'deki Muharrem Kararnamesi'ne kadar sürmüş ve Osmanlı İmparatorluğu'nun adeta tüm gelirlerinin ipotek altına alınmasına, ekonomide ise gelir dağılımının olumsuz etkilemesine neden olmuştur (Kazgan, 2014: 118).

Söz konusu bu iktisadi koşullar altında Camondo Ailesi'nin başkent İstanbul'da birbirinden farklı çeşitli sektörlerde faaliyetlerde buldukları görülmektedir.

2.3.1. Dersaadet Su Şirketi

1883 yılına kadar Pera⁶ ve çevresinin su ihtiyacını, 1732’de faaliyete geçen Taksim Suyu sistemi ile karşılanmaktaydı (Avcı, 1994: 253). XIX. yüzyılda, kentin gelişimi ile birlikte, artan su gereksinimi eskisinden daha çok önem arz etmeye başlamış, özellikle inşa edilen yeni binalara basınçlı su verilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu sebeple Terkos Gölü’nden şehre su getirilmesi planlanmış ve 1874’te yabancı bir şirketi temsil eden Hariciye teşrifatçısı Kâmil ve Mühendis Terno şahsına 40 yıl süreli bir imtiyaz verilmiştir. Gerçekleştirilen sözleşmeye göre, Terkos Gölü’nden getirilecek suyun Pera, Galata ve Haliç’in batı sahiline ve Boğaziçi’nin Rumeli yakasına isale hattıyla ulaştırılması; hastane, kışla, okul ve belli bölgelerdeki 12 çeşmeye günün belli saatlerinde ücretsiz su verilmesi koşuluyla, geri kalanın şirket tarafından tesisat kurularak hanelere ve halka da satılması kabul edilmiş ve böylece evlere bağlanmış olan ilk şehir suyu ve aboneliği başlamıştır (Anonim, 1994: 48). Verilen bu imtiyaz, ilerleyen süreçte “Dersaadet Anonim Su Şirketi” adıyla kurulan Fransız şirketine devredilmiş ve 1887’de gerçekleşen sözleşme ile imtiyaz süresi 75 yıla çıkarılmıştır. Cumhuriyet döneminde şirketin adı “İstanbul Türk Anonim Su Şirketi” olmuştur. Toplumda “Terkos Şirketi” olarak bilinen Dersaadet Anonim Su Şirketi, ilk olarak 1883’te Terkos Gölü kenarında, günümüzde de hâlâ var olan pompa istasyonu binasını yapmıştır. XIX. yüzyılın sonlarında Anadolu Yakası’nda ki su tesislerinin yetersizliğinden dolayı yeni tesislerin yapılması zorunluluğu doğmuştur ve 1888’de yapılan sözleşme ile bir Fransız şirketini temsil eden Karabet Sivacıyan’a 65 yıl süreli bir imtiyaz verilmiş, 7 Haziran 1914’te yenilenen sözleşmeyle imtiyaz süresi 99 yıla çıkarılmıştır (Çelebi, 1994: 234).

Galata Bankerlerinin neredeyse tamamının ortak olduğu ve ilk adı İstanbul Kızıldere Su Şirketi olan bu kuruluşun 30 Haziran

⁶ Galata ve Pera, Beyoğlu İlçesi’nin güney ve doğu sınırlarındaki yerleşim merkezlerinin 19. yüzyıldaki adlarıdır. Pera, Galata’nın kuzeyinde Tünel ile Taksim arasında kalan, İstiklal Caddesi ve bu caddeye açılan sokakları kapsayan alandır (Çelebi, 2011: 301).

1874 tarihinde yürürlüğe giren nizamnamenin 8. Maddesinde şirketin sermayesi hakkında şu hükümler bulunmaktadır:

“Madde 8: Şirketin sermayesi, 1 milyon 650 bin Osmanlı altını, yani 1 milyon 500 bin İngiliz lirası olup her biri 22 Osmanlı altını yani 20 İngiliz lirası kıymetinde 75 bin hisseye ayrılmış olacaktır. Şirketin sermayesi birkaç tertipte çıkarılabilecek ve sermayenin en az yarısı imza olunduğu ve imza olunan her hissenin dörtte biri tediye kılındığı anda şirket muamelata başlayabilmektedir. Hissedarların dörtte üçünün bizzat veya vekalet suretiyle hazır bulunduğu bir genel kurulda ekseriyet oyu ile karar verilir ve bu karar Taraf-ı Saltanat-ı Seniye dahi tasdik buyrulur ise sermayenin miktar-ı asliyesi yeniden hisse ihracı ile arttırılabilecektir.” (Kazgan, 2014: 288).

Kurucu hissedarların hemen hepsi Paris kaynaklı ve Fransız sermayesi ile kurulmuş olan bu şirketin içinde Camondolar'ın da yer alması bir tesadüf değildir. Nitekim bu tarihte Camondolar Paris'te yaşamaktadır ve Paris'in önde gelen şirketleriyle böylesine bir ortaklığa girmek onlar için büyük bir fırsat olmuştur. Paris finans dünyası içinde kendine yer arayan Camondolar böylece Paris ve İstanbul dengesini oluşturmaya çalışmışlardır (İpek, 2011: 204). Camondolar'ın da hissedarı olduğu şirketin beklenen talebi sağlayamaması bir takım önlemler alınmasına neden olmuştur. Bu bağlamda en önemli tedbir su fiyatlarının artırılması olmuştur. 156 Liraya satılan 1 metreküp suyun 160 Liraya çıkarılması veya mukaveleye göre Osmanlı lirasını 108 ve Mecidiyeyi 20 Kuruş'a kabul etmesi gerekirken, bazı zamanlarda Mecidiye'yi 18,5 Kuruş'a kabul ederek işlem yapmıştır. Bu şekilde kazançları artan şirketin yıllık kâr paylaşımı ise şu şekilde belirlenmiştir: Hisse senetlerinin faizi olarak %6, geri kalan üzerinden %5 İhtiyat Akçesine, %10 idare meclisine, %15 kuruculara ve %70 temettü olarak hissedarlara dağıtılacaktır (İpek, 2011: 206-207). Bu şekilde yeni yollara başvuran Şirket, kurucularından olan Camondolar'a da büyük karlar sağlamışlardır.

2.3.2. Belediye Hizmetleri

Osmanlı İmparatorluğu'nda belediye kurulmadan önce sistem kadı, vakıflar, loncalar ve mahallelerden oluşmaktaydı. Kadı, yargı gücüne sahip konumda bulunmaktaydı. Vakıfların denetleyicisi de olan kadı, beledi-mahalli güvenlik ve denetim hizmetlerinin de amiri konumunda bulunmaktaydı. Vakıflar şehrin sosyal kuruluşlarını yapmalarının yanı sıra, meslek kuruluşları olan loncalar çarşı ve pazarların düzen, temizlik ve aydınlatma işlerine bakıyorlardı. Şehirde, piyasadaki malların satış bedelini düzenleyen, gerektiğinde önlemler alabilen bir muhtesipler kurulunun bulunduğu ihtisap müessesesi kurumu da bulunmaktaydı. Mahallelerde ikamet eden halkta kendi bekçisini seçiyor aynı zamanda mahallenin zorunlu ve benzer ortak yerel ihtiyaçlarını karşılıyordu (Sunay, 2002: 117).

XIX. yüzyıl ve Tanzimat, İstanbul'un kaderinde bir dönüm noktasını oluşturmuştur (Toprak, 1993: 128-140). İstanbul kenti yöneticiliği (Şehir Eminliği) 16 Ağustos 1854'te kurulmuştur. Yeni örgütün görevi belediye hizmetlerini yerine getirmektir (Sakaoğlu, 1985: 120). İstanbul'da Şehremaneti'nin kuruluşunun önünü açan önemli bir etken olan Kırım Savaşı'ydı. Rusya ile yapılan bu savaşta Osmanlı İmparatorluğu'nun müttefikleri olan Avrupalı İngiliz, Fransız ve İtalyan ordularının başkent İstanbul'a gelmesi şehrin nüfusunu aşırı derecede artırmış; temizlik, sağlık ve ulaşım sorunları hızla büyüyerek içinden çıkılmaz hale gelen bir kaos yaratmıştır. İhtisap Nezâreti'nin de bu sorunları çözememesi nedeniyle, belediye hizmetlerini yerine getirecek yeni bir kurum oluşturmaya sevk etmiştir. Resmi gazete Takvim-i Vekayi'de yayınlanan bir duyuru ile "...şehremâneti ünvânıyla bir me'mûriyyet-i cedîde yapılması ve... Şehir Meclisi nâmıyla bir meclis dahî teşkîl olunması..." kararlaştırıldığı kamuoyuna açıklanmıştır. Şehremanetin başlıca görevleri: 1- Zorunlu ihtiyaç maddelerinin teminini kolaylaştırmak ve gözetmek, 2- Fiyatların belirlenmesi (narh) ve bunun kontrolü, 3- Şehrin temizliğinin sağlanması, 4- Çarşı ve pazarın denetimi, 5- Vergilerin toplanarak maliye hazinesine devredilmesi. Şehremaneti, Şehremini denilen görevli tarafından yönetilecek ve şehirle ilgili kararların alınması ve yürütülmesinde bu nizamnâmeyle oluşturu-

lan Şehir Meclisi ile birlikte çalışacaktı. Şehir Meclisi İstanbul'da yaşayan her sınıf tebaadan ve önde gelen esnaf temsilcilerinden oluşan 12 kişinin yanı sıra, meclise başkanlık edecek olan şehremini ve onun 2 yardımcısı ile toplam 15 üyeden oluşacaktı. İhtisab Nezareti'nin yerine kurulan Şehremâneti, kuruluşundan sonra ki yıllarda beklentilerin altında bir başarı sağlamıştır. Bu nedenle, 1855 yılında Şehremâneti'ne yardımcı olmak için İntizâm-ı Şehir Komisyonu oluşturulmuştur. Bu komisyonun uğraşları sonucu 1857 yılında İstanbul şehri çevresiyle beraber 14 belediye bölgesine ayrılmıştır. Pilot bölge olarak (Pera ve Galata bölgeleri) Altıncı Daire-i Belediye, Şehremâneti'ne bağlı olarak kurulmuştur. Şehremâneti ve Altıncı Daire-i Belediye 1877 yılına kadar bu şekilde çalışmışlardır. 1877'de yürürlüğe konulan Dersaadet Belediye Kanunu ve Vilâyât Belediye Kanunu ile imparatorluğun yerel yönetim sorunlarına daha köklü çözüm getirilmeye çalışılmıştır (Seyitdanlıoğlu, 2010: 3-4). Oluşturulan bu meclise, seçilme koşulu olarak adayın Altıncı Daire sınırları içerisinde en az 100.000 Kuruş değerinde emlak sahibi olması ve en az 10 yıldır İstanbul'da ikamet ediyor olması gerekiyordu. Meclisin asli üyelerine ek olarak, Babiâli, 4 yabancı danışman atayacaktı. Bu danışmanların belediye konularında bilgi sahibi, ayrıca en az 200.000 Kuruş değerinde emlak sahibi ve İstanbul'da 10 yıl süreyle ikamet etmiş olmaları gerekiyordu (Çelik, 1986: 38).

Bu değişim-dönüşüm sürecinde Camondolar'ın büyük bir kısmını iş hanlarının oluşturduğu emlaklarının önemli bir bölümü Beyoğlu-Galata'da bulunduğundan, Altıncı Daire içinde oynadığı aktif rolü tahmin etmek güç değildir. Camondolar'ın adı *"belediye dairesi içinde emlakı olup mecliste müşavir sıfatı ile bulunacak kimseler"* arasında geçmektedir. Bu kez Abraham Camondo değil, "Camondo'nun oğlu" bu grupta yer almıştır. Alyon, Septim Frankini ve Hanson, "Camondo'nun oğlu" ile birlikte bu göreve seçilen diğer isimleri oluşturmuştur. Ancak ilk meclisin oluşturulduğu Aralık 1857 tarihinde "Camondo'nun oğlu" ismine rastlanırken, bundan kısa bir süre sonra 30 Mart 1858 tarihinde belediye meclisinin hazırladığı bir mazbatada Abraham Camondo'nun ismi geçmektedir (İpek, 2011: 228-232).

Altıncı Daire'nin 100.000 Liraya yaklaşan borçları ile Altıncı Daire'nin istikrazlar konusunda itibarı iyice sarsılmıştır. Yapılması gereken yollar ve yangından zarar gören yerlerin onarımı; kaldırım ve lağımların inşası için gerekli para bulunamayınca Altıncı Belediye'de ıslahat yapılmasına karar verilmiş, mali durumu düzeltmek için de bazı tedbirler önerilmiştir. Bu tedbirlerden en önemlisi daire meclis heyetinin ve idaresinin değiştirilmesi konusunda olmuştur. Altıncı Daire-i Belediye Dairesi'nden sonra diğer belediye örgütlenmeleri de faaliyete geçirilmiş olmasına rağmen aslında Altıncı Daire tam olarak beklenenleri yerine getirememiştir. Bölgenin fiziki ve toplumsal olarak yeniden yapılandırılmasından çok, Galata iş çevrelerinin konumunu güçlendirmeye yaramıştır (İpek, 2011: 228-232).

2.3.3. Meriç Nehri'nde Vapur İşletmeciliği

1857 yılında imtiyazı alınan Meriç Nehri'nde yolcu ve yük taşımaya yönelik girişimde Camondo başta olmak üzere Kran, Nissim Enkaza, Boyacıoğlu Kistaki gibi tüccarlar da bulunmaktadır. Bu girişimin, İnöz'den (Ege Adalarından) Edirne'ye ve oradan da Filibe'ye kadar vapur işletme talebi Osmanlı İmparatorluğu tarafından olumlu karşılanmıştır. İmtiyaz mukavelesinden anlaşıldığına göre, işletilecek vapurların yolcu ve yük taşımak üzere iki işlevi olacak ve yük taşıma kendilerine ait olan muhafazalı (korumalı) ve rabitalı (düzenli) salları çekirmek şeklinde yapılacaktır. İmtiyaz süresi 22 yıl olarak belirlenmiştir. Camondo ve ortaklarına bu 22 yıl içinde herhangi bir şey olduğu takdirde varisleri bu imtiyazı devralabilecektir. Yolcu ve yük taşıma tarifesi de mukavelede belirlenmiştir. Ayrıca vapurlar hasılatından elde edilecek gelirin masrafları düşüldükten sonra geriye kalanın üzerinden %20 "vergi-yi mahsus" olarak devlete ödenecektir. Önemli maddelerden birisi de Edirne Sancağındaki Dimetoka ve diğer kazaların sınırları dâhilinde çıkabilecek kömür madenleriyle ilgilidir. İmtiyaz süresi içinde buralarda çıkacak kömür madenlerini işletme ruhsatı imtiyaz sahiplerine ait olacaktır. Çıkarılacak kömür madeninden devlete %10 vergi ödenecek, ayrıca imtiyaz sahipleri vapurlar için gerekli olan kömürün fazlasını ticaret amacıyla dahile ya da harice satabilme hakkına sahip olacaktır. Buna karşılık ödemek

zorunda oldukları %10 vergiden başka bir de ticaret amacıyla sattığı kömürlerin satış fiyatı üzerinden %12 gümrük vergisi vermeye mecbur olacaklardır. Bununla birlikte 22 yılı bile tamamlayamadan vapur işletmesi sona ermiştir.

Vapurlar işlemeye başladıktan bir süre sonra, Rumeli demiryolu hattının Dedeağaç'a kadar gelmesiyle burada bir liman tesis edilmesi ve nehrin üzerinde değirmen bentleri yapılması işletmenin sonunu hazırlamıştır. Nitekim bu gelişmelerle birlikte kumpanyanın (şirket) gelirleri ve işleyişi sekteye uğramıştır. Camondo ve ortakları bu nedenle girişimi sona erdirmişler, böylece mukavele de feshedilmiştir. Camondo bu zarardan devleti sorumlu tutmuştur. Nitekim devlet değirmen bendlerinin tamamen ortadan kaldırılıp vapurların rahat işleyişini sağlamak konusunda pek de yardımcı olmamıştır. Bu nedenle Camondo 1861 yılı sonlarında "Camondo Kumpanyası" adına devlete çektiği protestoda, ortaya çıkan zarar ve hasarın karşılığında bir vapur ve mevcut eşyanın devlet tarafından satın alınmasını talep etmiştir. Ancak yapılan görüşmeler sonucu Camondo'nun teklifi kabul edilmemiş, bunun üzerine Camondo kararı kabul etmediğine dair bir protesto daha çekmiştir. Konu ile ilgili daha sonra kararda bir değişiklik yapıp yapılmadığı hakkında bir belgeye rastlanmamakla birlikte, yarım asır kadar sonra Meriç Nehri kıyısında eskimiş bir halde bulunan bir adet römorkör teknesi ile altı adet demir duba Camondo'nun itirazının kabul edilmediğini göstermektedir (İpek, 2011: 233-236).

2.3.4. Ulaşım Sektörü

XIX. yüzyıl kentlerine çağdaş ulaşım sistemlerinin girişi önemli bir oluşumun yolunu açmıştır. Geniş ve yeni arterlerin açılması, kentlerin mahalleri arasında hızlı ve kolay ulaşımı olanaklı hale getirmiştir. Daha iyi ulaşım imkanları fiziki gelişmeye olanak sağlarken, aynı zamanda gelişmeyi de teşvik etmiştir. İstanbul'un coğrafi konumu, bilinen karayolu ulaşım sistemlerine ek olarak buharlı gemiler yoluyla yaygın deniz yolu ulaşımını sağlıyordu. XIX. yüzyılda kentin ulaşım ağı birbirleriyle bağlantılı dört ana unsurdan oluşmaktaydı: Deniz taşımacılığı, atlı tramvaylar, kısa bir metro hattı ve trenlerdir. İmparatorluğun bu sistemlerin yapımına giriş-

mek için yeterli teknik donanımın olmaması ve sermaye yetersizliği, özel yatırımcılara imtiyaz tanınmasına ve belli bir süreliğine kurulan işletmelerin tekelleşmesine neden olmaktadır. İmparatorluğun verdiği garantiler kısa süreliğine de olsa sermaye sıkıntısını giderse de, uzun dönemde devlet bütçesinden gelir kaybına neden olmuştur (Çelik, 1986: 68).

XIX. yüzyılın en önemli şirketleri arasında sayılabilecek, devlete büyük kazançlar sağlayan Şirket-i Hayriyye ve Dersaadet Tramvay Şirketi hissedarları arasında Camondolar yine önemli rol oynamışlardır. Kurucu ortaklara İmparatorluk kâr garantisi vermiş, oluşacak herhangi bir bütçe açığını da karşılamayı taahhüt etmiş ve idari kolaylıklar sağlamıştır. Bu durumlar altında kurulan işletmeler Osmanlı ekonomisine katkılar sağlarken, kurucu ortakların da büyük avantajlar elde etmesine zemin hazırlamıştır.

a) Şirket-i Hayriyye İçerisindeki Roller

İstanbul'da 1851'de kurulan, 1944 yılına kadar faaliyetini sürdüren ve 1944 yılında şirketin varlığının Devlet Denizyollarına geçtiği Türkiye'nin ilk büyük deniz işletmeciliğidir. Söz konusu kurum önceleri Boğaziçi'nde daha sonra da İzmit, Yalova, Bandırma hattında vapur çalıştırmış Osmanlı İmparatorluğu'nun ilk anonim şirkettir (Sakaoğlu, 1985: 122). Ocak 1851'de padişah iradesiyle kuruluşuna onay verilen şirketin imtiyaz süresi 25 yıl olarak belirlenmiştir. İlk etapta ikisi gemi çekmek ve beşi yolcu taşımak için kullanılacak yedi geminin satın alınması, iskele ve binaların inşası ve diğer gerekli masrafların karşılanması amacıyla, şirketin sermayesi önce hisse senetleri piyasaya sürülerek satışa çıkarılmıştır. Her bir adedi 3.000 kuruşluk 1.500 hisse senedinin 100 adedini Sultan Abdülmecid, 50 adedini de annesi Bezmiâlem Valide Sultan almıştır. Sadrazam Mustafa Reşid Paşa 20, Serasker Damat Mehmed Ali Paşa, Tophane Müşiri Fethi Paşa, Girit Valisi Mustafa Paşa, Mısırlı Yusuf Kâmil Paşa, Kavalalı Mehmed Ali Paşa'nın kızı ve Yusuf Kâmil Paşa'nın eşi Zeyneb Hanım, paşalar, valiler, çoğu banker ve sarraf olan Ermeni, Rum ve Musevi işadamları 15'er ya da 10'ar hisse senedini alarak kuruluşu ortak olmuşlardır (Naza, 1994: 182).

Abraham Camondo ilk etapta 15 hisse almakla yetinmiş ancak ilerleyen zamanlarda şirketin büyük kârlar elde etmesi sonucu Camondo da hisse sayısını 58'e çıkarmıştır. Burada dikkat çeken en önemli nokta, Mustafa Reşid Paşa'nın sarrafı ve dönemin ünlü bankeri Camondo'nun sadece 15 hisse satın almış olması, Mustafa Reşid Paşa'nın bu işin öncülüğünü yaptığı düşünülürse biraz anormal gözükmektedir. Ancak şirketin hissedarlarının büyük bir kısmının bu hisseleri sarraflardan borç alarak satın aldıkları bir gerçektir. Mustafa Reşid Paşa 20 hisse almak için ödediği 600 Osmanlı Lirasını da Banker Camondo'dan almıştır (Kazgan, 2014: 54). Dikkati çeken diğer bir önemli nokta ise Şirketi Hususi Nizamnamesinde yabancı uyruklulara hisse senedi verilmesinin yasak olmasına rağmen Camondo'nun bu engele takılmamış olmasıdır. Şirket-i Hayriye'nin tüzüğünde, hisse senedi sahibi olan kişilerin Osmanlı vatandaşı olmasının özellikle belirtilmesi ve yabancıların her ne biçimde olursa olsun şirket hisselerini aldıkları tarihten itibaren 3 ay içinde Osmanlı tebaasına satma zorunluluğu ve çalışanlarını dahi Osmanlı vatandaşı olma zorunluluğu şirketin milli kalmasını sağlamak amacıyla yapılmıştır (Sırma, 2011: 9). Ancak şirketin kuruluşu sırasında hisse senedi alımının teşviki için, artık Camondolar adına geleneksel hale gelmiş olan bir "istisna" ile Abraham Camondo'nun da hisse sahibi olmasının yolu açılmıştır (İpek, 2011: 195).

Başlıca kamu hizmeti haline gelen Şirket-i Hayriyye, 1851'de 6 vapurla başlayan işletmecilik hayatına vapur sayısını 1864'te 16'ya, 1872'de 34'e, 1909'a geldiğinde ise 36'ya çıkarmıştır. İstanbul'da hizmet veren diğer ulaşım sistemlerinden farklı olarak deniz ulaşımının yönetimi bir Osmanlı şirketi tarafından yönetiliyordu. Ancak bu dönemde başlatılan bütün projelerde olduğu gibi, Batı teknolojisine bağımlılık söz konusuydu. Vapurların İngiltere'de yapılması ve bakımları için İngiliz mühendisler istihdam edilmesi ekonomik açıdan bağımlılık derecesini arttırmıştır (Çelik, 1986: 71, 72).

Cumhuriyet'in ilan edilmesinden sonra, çoğu yabancı menşeli olan toplumun yararına olan işletmeler, imkânlar dahilinde devlet tarafından satın alınmaya başlanmıştır. Şirketin, 1 Temmuz

1944 günü bütün vapurları, Hasköy'deki fabrikası ve çekek yerleri, taşınır, taşınmaz mal varlıklarıyla Münalakât Vekâleti tarafından satın alınmıştır. Vapurları ve mal varlığı Devlet Denizyolları İşletmesi Genel Müdürlüğü Şehir Hatları Müdürlüğüne devredilmiştir. 15 Ocak 1945 günü de 4517 sayılı yasayla Şirket-i Hayriye de facto olarak ortadan kaldırılmıştır (Naza, 1994: 184).

b) Dersaadet Tramvay Şirketi İçerisindeki Roller

30 Ağustos 1869'daki Dersaadet'te Tramvay Tesis ve inşasıyla ilgili bir sözleşmeyle İstanbul'da yolcu ve eşya taşımacılığı amacıyla ray döşenerek hayvanların çektiği araba işletmeciliği imtiyazı 40 yıl süre ile Konstantin Krepano Efendi'nin kurmuş olduğu Dersaadet Tramvay Şirketi adlı şirkete verilmiştir (Kayserilioğlu, 1994: 199).

Levantenlerin⁷, ekonomi-iş çerçevesinde ulaşımın İstanbul'da sıkıntılı olması nedeniyle zorlukları dile getirmesi ve Osmanlı başkentini küçük bir Avrupalı tarzda düzenlemek istemeleri Dersaadet Tramvay Şirketi'nin kurulmasında büyük rol oynamıştır. Camondolar'ın da içinde yer aldığı hissedarlar ileride arttırılabilir şartıyla 400.000 Osmanlı Lirasından ibaret olan sermaye her biri 20 Osmanlı Lirası olarak 20.000 hisseye bölünmüştür. Kurucular şirketteki sermaye paylarının karşılığı kadar hisse sahibi olabileceklerdir. İlk önce verilen geçici hisselerin asıl hisseye dönüştürülmesi amacıyla her hisse için ayrıca 5'er Lira daha ödenecektir. İlk 5 yıl için tüm kurucu hissedarlar şirketin idare meclisini oluşturacak, daha sonra yine hissedarlar arasından 6 kişi olarak seçilen idare meclisi üyeleri 3 yılda bir değiştirilecektir. İdare meclisi üyelerinin her biri 15 gün içinde 100 hisseyi şirket kasasına

⁷ Yorulmaz'a göre Levanten "Tarihsel süreç içerisinde özellikle Akdeniz ticaretinin parlak gelecek vadetmeye başladığı dönemlerden itibaren ticaretin bulaşıcı sihrine kapılıp gelen ve Osmanlı başta olmak üzere, Doğu Akdeniz ülkelerine yerleşen değişik Avrupa ulus ve topluluklarından (Venedik, Cenevizli, İtalyan, İngiliz, Fransız, Hollandalı vs.) kimselerin zamanla birbirleriyle ve bazı yerel unsurlarla kaynaşmaları, karışmaları sonucunda farklı ölçülerde, değişken, sosyo-kültürel yapılarıyla ilginç bir çeşitleme ortaya koyan ama o ölçüde baskın yerel kültüre kapalı ve seçkin kalmaya çalışan bir zümredir (Yorulmaz, 1995: 136). Türk Dil Kurumu ise Levanten'i "Özellikle Tanzimat'ı takip eden süreçte büyük liman şehirlerinde yoğunlaşan ve ticaretle uğraşan Hıristiyanlara verilen ad" olarak tanımlamaktadır (TDK, 2017).

verecektir. Camondolar'ın şirket içindeki payları bilinmemekle birlikte sürecin İstanbul'dan ayrıldıkları bir döneme denk gelmesine rağmen hala ilişkilerini sürdürdükleri anlaşılmaktadır (İpek, 2011: 198).

1869, 1881 ve 1907 yıllarında çıkan nizamnameler, sistemin gelişmesi ve kullanılabilirliği açısından temel bilgiler sunmaktadır. Batılılaşma çabalarında yine Galata yakasına öncelik verilmesinin nedeni nüfus yoğunluğunun dikkate alınmasıdır. Kentin büyümesinin yönelimi ve seçkin nüfusa hizmet götürme isteği bir kez daha yatırımlarda belirleyici olmuştur. Yeni ulaşım sisteminin İstanbul'un kent imajı üzerine belirgin bir çağdaştırıcı etkisi olmuştur (Çelik, 1986: 77,78).

2.3.5. Diğer Bankerlerle İlişkileri

İstanbul'da yaşadıkları dönemde onlar kadar öne çıkan başka bir Yahudi banker ailenin izine rastlamak mümkün değildir. Yüzyılın başlarında öne çıkan zengin Yahudi aileler, ikinci yarısından itibaren yerlerini Rum ve Ermeni bankerlere bırakmışlardır. Bu nedenle Camondolar'ın Osmanlı İmparatorluğu içinde birlikte iş yaptıkları ve ilişkide buldukları bankerlere bakıldığında Yahudi isimlere pek rastlanmamaktadır.

Camondolar'ın Osmanlı İmparatorluğu içerisinde ilişkide bulunduğu bankerler çoğunlukla Rum bankerlerden oluşmaktadır. Camondo, Todoraki Baltacı ile -her ne kadar başarılı olmasa da- 1853 yılında bir banka kurma girişiminde bulunmuş, George Zarifi, Aristidi Baltacı ve Tubini bankerlerle Şirket-i Maliye'yi kurmuştur. 1864'de kurulan ve çok büyük bir girişim olan Şirket-i Umumiye'de Baltacı Aristidi, Mısırlıoğlu Bogos, Estefan, Zafiropolo, George Zarifi ve Hristaki Zoğrafos'la birlikte sermaye ortaklığı yapmıştır. Austro Türk Bankası içinde, Hristaki, Zarifi, Kostaki ve Karapano isimleri ile beraber yer almıştır. Dersaadet Tramvay Şirketi içindeki ortakları da değişmemiştir: Hristaki Zoğrafos, Mös-yö Zarifi ve Konstantin Karapano. Galata'nın ünlü bankerlerinin birlikteliği sadece kurulan şirketler veya bankalar içinde olmamış, Osmanlı İmparatorluğu ile sık sık yapılan istikraz anlaşmalarında da birlikte yer almışlardır. Özellikle büyük tutarların sağlanmasın-

da bu bankerler grubu beraber hareket etmişlerdir (İpek, 2011: 262).

Camondo Ailesi'nin Paris'e yerleşmesi ve dünya piyasasını elinde bulunduran bankerlerle sıkı ilişkiler kurması, finansal entegre sürecini hızlandırmış ve Paris'te saygın bir konuma ulaşmışlardır. Nitekim İstanbul'da yaşadıkları sürece büyük ölçüde İstanbul piyasası ile sınırlı kalan Camondolar, Avrupa ve dünya piyasasına açılabilmek için onlarla yan yana olmaları gerektiğini anlamışlardır. Onlar gibi Avrupa'da yaşamalılar, aynı aristokrat çevreyi paylaşmalılar, aynı zevklere sahip olmalılardır. Bu düşünceden hareketle İstanbul'un "şarklı" havasından çıkıp gerçek bir Avrupalı olmak adına Paris'te yerleşmek için Monceau Sokağı'nı seçmeleri bir tesadüf değildir. Baron Maurice de Rothschild, Mısırlı Yahudi banker Cattauiler gibi Paris'in pek çok soylu ve yüksek sosyete ailelerinin, sanayici ve bankerlerinin yaşadıkları bu sokak Camondolar'a yeni bir kimlik kazandırmak amacıyla seçilmiş ve başarılı olmuşlardır (Şeni ve Tarnec, 2010: 107).

3. Sonuç

Osmanlı İmparatorluğu'nda 1699'da imzalanan Karlofça Antlaşması sonucu yaşanan toprak kayıpları, devletin başta ekonomi olmak üzere hemen her alanda gerileme sürecine girmesine neden olmuştur. Osmanlı iktisat tarihinde, Sultan Abdülmecid Dönemi'nde, Mustafa Reşid Paşa'nın öncülüğünde İngilizlerle imzalanmış olan 1838 tarihli Baltalimanı Ticaret Antlaşması, Osmanlı maliyesi açısından doğurmuş olduğu olumsuz sonuçlarla, XIX. yüzyılın bütünü ile XX. yüzyıl başlarına damga vuran en önemli gelişmelerden biri olmuştur. Söz konusu antlaşma, Osmanlı yerli sanayi büyük oranda çökmesine ve ülke ekonomisinin Batılı emperyalist güçlerin etkisine açık hale gelmesine neden olmuştur. Bu antlaşmayı takip eden süreçte İmparatorluk, Batılılaşma hareketlerinin daha disiplinli ve görünür hale getirildiği Tanzimat Fermanı'nı 1839'da ilan etmiştir. Söz konusu fermanla askeri, ekonomik, eğitimsel, hukuksal vd. birçok farklı alanlarda değişim ve dönüşümün yaşanacağı bir döneme girilmiştir. Mali alandaki reformları da kapsayan tüm bu iyi niyetli girişimlere rağmen, İmparatorluğun

Kırım Savaşı'nı sürdürmekte olduğu bir dönemde (1853-1856), 1854'te yapmış olduğu ilk istikraz (dış borçlanma), mali yapının yeni ve daha kapsamlı sorunlarla karşı karşıya kalması sonucunu doğurmuştur. Sultan Abdülmecid Dönemi'nde açılmış olan bu ilk borçlanma yolunun, sonrasında gelen diğer padişahlar tarafından da benimsendiği ve ardı ardına yapılan yeni borçlanmalarla Osmanlı maliyesinin bu durumu neredeyse bir "gelenek" haline getirmiş olduğu görülmektedir.

XIX. yüzyılda Osmanlı ekonomik sisteminin içerisinde bulunduğu olumsuz tablonun, bu yüzyılın özellikle ikinci yarısında, başkent İstanbul'da Galata piyasasında iş yapan ve "Galata Bankerleri" olarak adlandırılan bir "sınıfın" da ortaya çıkmasına neden olduğu görülmektedir. Galata Bankerlerinin temel işlevinin, Batı Avrupa'da gerçekleşen Sanayi Devrimi sonrasında, Osmanlı İmparatorluğu ile Batı sermaye çevreleri arasındaki ilişkiyi sağlamak olduğu söylenebilir. Söz konusu bu "banker sınıfı", özellikle Osmanlı devlet adamlarıyla yakın ilişkiler kurarak, devlet nezdinde büyük kazançlar sağlamıştır. Önceleri salt Saray çevresi ve yüksek bürokrasi kesimi ile sınırlı olan ticari ilişkilerinin zaman içerisinde genişlemesi, bu sınıfın daha zenginleşerek kredibilite oranlarının yükselmesinin yolunu açmıştır. Çoğunluğu Rum, Ermeni ve Yahudi tebaanın mensuplarından oluşan bu "banker sınıfı", Osmanlı İmparatorluğu'nda modern bankacılığın kuruluşuna kadar devletin iç borç sorununa o günün deyimıyla "idare-i maslahatçı" yani günü kurtaran geçici çözümler üretmeye çalışmıştır. Bu geçici çözümler mali yapıyı hızla açmaza sürüklemiştir. Bu Galata Bankerlerinin önde gelenleri arasında Camondolar, Baltazziler, George Tubini, Lorando, Bernard Corpi, Zanni Stefanovich, Shilizzi, Glavani, Raoul Crespin, Eustache Eyyenidis, Fernandez, George Zarifi, Mavrokordato, Yorgo Zafiropula, Christaki Zografos, Jacques Alléon, Mısırlıoğlu Bogos Bey ve Köçeoğlu Agop isimleri sayılabilir. Söz konusu "banker sınıfı", 1908'de ilan edilmiş olan II. Meşrutiyet'e kadar, özellikle başkent İstanbul'da faaliyetlerini etkin olarak sürdürmüşlerdir. II. Meşrutiyet yönetiminin her alana getirmiş olduğu milliyetçi yaklaşımlardan Galata Bankerlerinin de etkilenmiş olduğu ve güçlerinin bu dönemde nispeten zayıflamış olduğu söylenebilir.

Çalışmamızın ana konusunu teşkil eden Camondo Ailesi'nin, siyasi, askeri ve ekonomik alanda birçok önemli sonuç doğuran ve Batılılaşma hareketlerinin ilerlemesinin önünü açan en önemli gelişme durumundaki 1826'da II. Mahmut Dönemi'nde gerçekleştirilen Yeniçeri Ocağı'nın ortadan kaldırılması olayının Yahudi cemaatini de etkilediği ve dönüştürdüğü bir ortamda varlığını duyurmaya başladığını söylemek mümkündür. Daha önce değinmiş olduğumuz, Osmanlı İmparatorluğu'nda XIX. yüzyılın önemli siyasi gelişmelerinden olan Tanzimat ve Islahat Fermanlarının yarattığı süreçte en çok gayrimüslimleri ilgilendiren bu reform hareketlerinden Yahudi cemaati ve özel anlamda da Camondolar büyük finans destekleri sağlamıştır. Söz konusu dönemde büyük bir nüfuz elde eden Camondo Ailesi hem ekonomik hem de siyasi ilişkiler yönünden güçlenmiştir. Osmanlı devlet adamları ve bürokratlarıyla yakın ilişkiler içinde olduğu bilinen ailenin, bu ilişkiyi temelde iki şekilde sürdürmekte olduğu görülmektedir. Bunlardan ilki Camondo Bankası ve devlet arasındaki resmi ekonomik ilişkiler, ikincisi de sarraf veya banker kimliğiyle Camondolar'ın bürokratlarla kişisel olarak kurdukları ilişkiler şeklinde kendini göstermektedir. Camondolar'ın devlet adamları ve bürokratlarla özel ilişkileri sonucunda geliştirdikleri sermayeleri, Osmanlı İmparatorluğu'nda kurulacak olan birçok işletmenin finansmanını sağlanmasının da önünü açmıştır. Bu durumu, ailenin imparatorluk için olumlu katkılarının da olmuş olduğu şeklinde değerlendirmek mümkündür.

Aile, özellikle Kırım Savaşı sırasında savunma gereksinimleri ve sonrasında vergiler, gümrükler ve tekeller garantisiyle Osmanlı İmparatorluğu'nun bankerliğini yaparak daha da zenginleşmiştir. Osmanlı İmparatorluğu ile ilk iktisadi ilişkilerini bankacılık alanındaki faaliyetleriyle başlatmış olan Camondolar'ın, daha sonra bu faaliyet alanını ulaşım sektörü gibi farklı alanlara da yaydıkları görülmektedir. 1815 yılında Abraham Camondo ve ağabeyi Isaac Camondo tarafından kurulan Isaac Camondo ve Şürekası Bankası Osmanlı'nın 1830'lardan itibaren birçok finansman ihtiyacını karşılamış, aynı zamanda Avrupa merkezli bankalardan alınan kredi ve borçlanmalarda da etkin bir rol oynamıştır. Yeni bankaların ve bu arada Osmanlı Bankası'nın kurulması ile Banka, eski itibarını kaybetmeye başlayarak yerlerini Ermeni-Rum bankerlere

bırakmışlardır. Osmanlı'daki bu girişimden sonra finans ve bankacılık alanında Şirket-i Maliyye, Şirket-i Umumiyye-i Osmani ve Austro-Türk Bankası kurulmuş ancak, bu kurumlar gerek kendilerinden beklenen görevleri yerine getiremediklerinden gerek rekabet yarışında geri kalmaları gerekse spekülasyon krizleri sonucu kısa süre içinde faaliyetlerine son vermek zorunda kalmışlardır.

Finans alanından başka, başkent İstanbul'da birbirinden farklı sektörlerde faaliyette bulunmuşlardır. Dersaadet Su Şirketi, Meriç Nehri Vapur İşletmeciliği, Belediye Hizmetleri ve Ulaşım sektörü içinde yer aldıkları ortaklıklardandır. Aile, Osmanlı mali sisteminin ve ticaret kanunlarının oluşturulmasında da çeşitli roller üstlenmiştir.

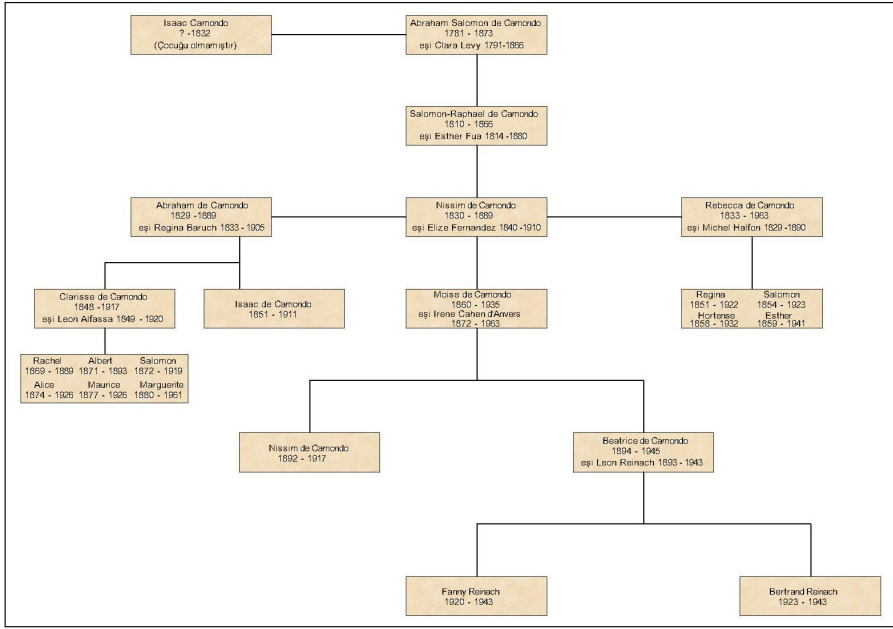
1860'lı yıllarda başkent İstanbul'da ortaya çıkarak piyasada etkili olmaya başlayan Rum Bankerlerin kurmuş oldukları yeni banka ve şirketler, Camondolar'ın yeni bir strateji belirlemesine neden olmuştur. Aile, dönemin en önemli finans merkezlerinden biri durumundaki Paris'e yerleşip; Avrupa ve Paris'in ünlü bankerleriyle birlikte çalışarak, yerlerini almaya başlayan Rum bankerlerle rekabet edebilmeyi hedeflemiştir. Camondo Ailesi'nin bu doğrultuda 1869 yılında Paris'e göç etme kararı almış olduğu görülmektedir. Ancak Camondolar'ın benimsemiş oldukları strateji, ilerleyen süreçte İstanbul aleyhine bozulmaya başlamıştır. Aile bu doğrultuda 1919'da İstanbul'da bulunan şirketteki tüm menfaatlerinin ve gayrimenkullerinin tasfiyesi ile bağlantılarını kesmek yoluna başvurmuştur. Ailenin, dönemin başkenti İstanbul'da yaptırmış olduğu hanlar, evler, apartmanlar, taşınmaz kültür varlıkları olarak günümüz İstanbul'unda da Camondolar'ın bugüne kalan izleri olarak görülmekte ve ailenin varlığını bugün de anımsatmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akar, Ş.K. (2001), Osmanlı Devleti'nde Kısa ve Uzun Vadeli İç Borçlanmanın Gelişimi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası. 51, 2.
- Akyıldız, A. (2003), Para Pul Oldu Osmanlı'da Kağıt Para, Maliye ve Toplum. 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Al, H., Akar, Ş. K. ve Bayraktar, K. (2014), Osmanlı Finans Sisteminde Modernleşme 1: Devlet-i Aliyye-i Osmaniyye'de Merkez Bankası Arayışları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Anonim (1994), Su. Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi, 7, 48.
- Anonim (2009), Dersaadet Ticaret Odası 1882-1923, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Assauline, P. (1998), Camondoların Sonuncus. İstanbul: Can Yayınları.
- Avcı, M. (1994), Tercümanı Hakikat. Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi. 7, 253.
- Aydın, V. (2002). Osmanlı Maliyesinde Bir İç Borçlanma Örneği Olarak Esham Uygulaması. Türkler Ansiklopedisi. 14, 605-613.
- Bağış, A. İ. (1983), Osmanlı Ticaretinde Gayri Müslimler: Kapitülasyonlar-Beratlı Tüccarlar Avrupa ve Hayriye Tüccarları (1750-1839). Ankara.
- Bayraktar, K. (2002), Osmanlı Bankası'nın Kuruluşu, Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 3(2), 71-88.
- Buluş, A. (2010), Vergi Toplamanın Özerkleştirilmesinin Vergi Toplamanın Etkinliğine Katkısı: İltizam Sistemi ile Bir Mukayese. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 19, 81-82.
- Çelebi, B. (1994), İstanbul Su ve Kanalizasyon İdaresi (İSKİ). Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi. 4, 234.
- Çelebi, M. E. (2011), Galata ve Pera'da Otel Yapılarının Gelişimi (1840-1914). Sigma 3, 300-307.
- Çelik, Z. (1986), 19. Yüzyılda Osmanlı Başkenti Değişen İstanbul. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları.
- Çetin, C. (2009), Baltazzi Ailesinin İktisadi Faaliyetleri ve Osmanlı Maliyesi ile ilişkileri. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demirkaya, G. (2010), İstanbul Beyoğlu'nda 19. Yüzyılda Banker Camondo Yapıları ve Adahan'ın Özellikleri. Yeniden Kullanım Önerisi. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

- Erdem, E. (2006), Osmanlı Para Sistemi ve Tağış Politikası: Dönemsel Bir Analiz. Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi. 56, 10.
- Erdoğan, S. (1993), Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi, Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi dergisi, 6, 483-496.
- Genç, M. (1995), Esham. Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi 11, 377.
- Güleryüz, N. (1994), Kamondo, Avram. Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi. 4: 404.
- Hulkiender, M. (2003), Bir Galata Bankerinin Portresi: George Zarifi (1806-1884). İstanbul: Osmanlı Bankası Arşiv ve Araştırma Merkezi Yayınları.
- İpek, N. (2011), Selanik ve İstanbul’da Seçkin Yahudi Bankerler. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kayserilioğlu, R. S. (1998), Dersaadet’ten İstanbul’a Tramvay. İstanbul: İ.E.T.T Yayınları.
- Kazgan, H. (1995), Osmanlıda Avrupa Finans Kapitali. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- Kazgan, H. (2014), Galata Bankerleri. İstanbul: Tarihçi Kitabevi.
- Kıray, E. (1995), Osmanlı’da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Manav, N. (2009). Devlet-Banker İlişkileri Çerçevesinde Baltazzi Ailesi. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Türkiye Araştırmaları Enstitüsü.
- Naza, E. (1994). Şirket-i Hayriyye. Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi. 7, 181-184.
- Oğlakçı, M. (2007), Galata Bankerlerinin Osmanlı Devlet Maliyesi Sistemine Etkileri: Baltazzi (Baltacı) Ailesi Örneği. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Afyonkarahisar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ortaylı, İ. (1987), İmparatorluğun En Uzun Yüzyılı. İstanbul: Hil Yayın.
- Özdemir, B. (2009), 1854-1914 Borçlanmaları Galata Bankerleri ve Osmanlı Bankası Düyun-u Umumiye İdaresi Türkiye Cumhuriyeti’nin Kabul Ettiği Osmanlı Devlet Borçları. Ankara: Ankara Ticaret Odası Yayını.
- Özdemir, B. (2009), Osmanlı Devleti Dış Borçları. Ankara: Ankara Ticaret Odası Yayınları.
- Pamuk, Ş. (2014). Osmanlı Ekonomisi ve Kurumları. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Sakaoğlu, N. (1985), Tanzimat’tan Cumhuriyet’e Tarih Sözlüğü. İstanbul: İletişim Yayınları.

- Seyitdanlıoğlu, M. (2010), Tanzimat Döneminde Modern Belediyeciliğin Doğuşu. İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları.
- Silier, O. (1975), 1920'lerde Türkiye'de Milli Bankacılığın Genel Görünümü, Türkiye İktisat Tarihi Semineri Metinler/ Tartışmalar 1973, Ed. Osman Oktar, Hacettepe Matbaacılık, Ankara.
- Sunay, C. (2002), Belediyeciliğin Doğuş Sürecinde Osmanlı. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 3, 113-133.
- Şeni, N. (2008), Seni Unutursam İstanbul... İstanbul: Kitap Yayınevi.
- Şeni, N. ve Tarnec, S.L. (2010). Camondolar Bir Hanedanın Çöküşü. İstanbul: Kitap Yayınevi.
- Tabakoğlu, A. (2014), Türkiye İktisat Tarihi. İstanbul: Dergah Yayınları.
- TDK (2017), Levanten, <http://www.tdk.gov.tr/> (12.03.2017).
- Timur, T. (1990), Bir Osmanlı Banker Ailesi Kamondo'lar. Tarih ve Toplum. 64: (74), 56.
- Toprak, Z. (1993), Belediye. Dünden Bugüne İstanbul Ansiklopedisi. 2, 138-140.
- Tugay, E.Ç. ve Tugay, M.S. (2009), Kamondo Han. İstanbul: İlke Basın Yayın.
- Yorulmaz, Ş. (1995), "Tarih Sürecinde Bir Zümre: Levantenler.» Dokuz Eylül Üniversitesi Çağdaş Türkiye Tarihi Araştırmaları Dergisi, 2:129-136.



Kaynak: (Şeni ve Tarneç, 2010: 292).

Gemi İnşa Sanayi'nin Gelişiminde Eximbank Kredileri: Çin ve Türkiye'ye Yönelik Bir Karşılaştırma

Selim DURAMAZ¹

Makale Gönderim Tarihi: 07.01.2018

Makale Kabul Tarihi: 19.03.2018

ÖZ

Çalışma, son dönemde gerçekleştirdiği atılımlarla dünyada gemi inşa sanayinde lider ülkelerden biri olan Çin ile gemi inşa sanayi gelişim aşamasında olan Türkiye'de, gemi inşa sanayine yönelik ülkelerin Eximbankları tarafından sunulan kredi ve teminat kaynaklarının incelenmesi, sektöre hem kamu, hem de özel finans kaynakların ilgisinin daha fazla çekilmesi ve literature katkı sunulması gibi amaçlarla gerçekleştirilmiştir. Çalışmada Çin ve Türk gemi inşa sanayinin mevcut durumu, üretim kapasitesi, istihdama ve uluslararası ticarete katkısı irdelenmiş, geçmişten bu yana gemi inşa sanayine yönelik her iki ülkenin Eximbank kredi ve politikaları değerlendirilmiş, gemi inşa sanayinin yapısına uygun orta ve uzun vadeli kredi ve finansal destek kalemlerinin çeşitlendirilmesine yönelik önerilerde bulunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Türk Gemi İnşa Sanayi, Çin Gemi İnşa Sanayi, Türk Eximbank, Çin Eximbank, Eximbank Gemi İnşa Kredileri.

¹ Arş. Gör. Dr., Manisa Celal Bayar Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu Bankacılık ve Finans Bölümü, selimduramaz@hotmail.com, Orcid Id: 0000-0002-1257-062

Eximbank Loans in the Development of Shipbuilding Industry: A Comparison of China and Turkey

ABSTRACT

The study was carried out with the aim of examining the credit and collateral sources provided by the Eximbank of the countries in the shipbuilding industry with the aim of drawing more attention to the sector, both public and private, and contributing to the literatüre. In the study, the current status of the Chinese and Turkish shipbuilding industry, its production capacity, employment and contribution to international trade have been examined. And eximbank credits and policies of both countries for the shipbuilding industry have been evaluated, and proposals have been made to increase medium and long-term credit and financial support items appropriate to the structure of the shipbuilding industry.

Keywords: Turkish Shipbuilding Industry, China Shipbuilding Industry, Turkish Eximbank, China Eximbank, Eximbank Shipbuilding Credits.

I. GİRİŞ

Dünyanın önemli bir bölümünün denizlerle çevrili olması ve ülkelerin jeopolitik konumları gibi faktörler, dünya genelinde denizcilik faaliyetlerine uygun bir ortam sunmaktadır. Bununla birlikte maliyet avantajı, hızlı ve güvenli ulaşım vb. nedenlerle dünya ticaretinin büyük bir kısmının halen deniz taşımacılığı ile yapıldığı düşünüldüğünde, denizcilik faaliyetleri ve beraberinde gemi inşa sanayi, günümüz dünyasında ülkeler için büyük önem ifade etmektedir.

Küreselleşme ile beraber özellikle 2000'li yıllardan sonra büyük bir ivme yakalayan gemi inşa endüstrileri, gerek istihdam, gerekse ihracat kalemleri ile ülke ekonomilerine önemli katkılar sunmaktadır. Bu noktada gemi inşa sanayine ve diğer denizcilik faaliyetlerine yönelik yeterli finansal desteğin sunulması, sektörün gelişimi ve sürdürülebilirliği ile ülke ekonomilerine gerçekleştirdikleri katkıların arttırılarak devam ettirilmesi noktasında olmazsa olmaz hususların başında gelmektedir.

Denizcilik sektörü günümüzde ulusal ve uluslararası yapıda farklı finansal araçlarla desteklenmektedir. Ülkemizde ve dünyada mevduat bankalarının denizcilik sektörüne sunduğu krediler tek başına yeterli olmamakla birlikte Eximbank destekleri sektör açısından önemli finans kaynaklarından. Bu kapsamda çalışma, gemi inşa sanayi alanında dünyadaki lider ülkelerden Çin’de ve aynı sektörde gelişim aşamasında olan Türkiye’de gemi inşa sektörüne yönelik sunulan Eximbank kredilerinin karşılıklı değerlendirilmesi ve literature katkı sunulması amacıyla gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada öncelikle gemi inşa sanayileri ve ülke ekonomilerine katkıları ele alınmış, devamında Çin ve Türkiye’nin gemi inşa sanayinin gelişimi ve sektöre yönelik veriler incelenmiş, son bölümde ise Çin ve Türkiye’de gemi inşa sanayine yönelik olarak sunulan Eximbank kaynaklı kredi desteklerine yönelik değerlendirmelerde bulunulmuştur.

II. Gemi İnşa Sanayi ve Ekonomiye Katkıları

Gemi inşa sanayi en yaygın tanımıyla, yük ya da yolcu taşınması amacıyla üretilmiş hareketli su üstü veya su altı aracı olarak ifade edilen gemileri ve suda yüzen diğer araçları imal eden sanayi kolu olarak tanımlanmaktadır (Hekimoğlu, 2012, s.1).

Günümüzde yapısı itibariyle gemi inşa sanayi, temel yapı itibariyle emeğin yoğun olduğu bir montaj endüstrisi dalyken, tersanelerin teknik olanak ve yetenekleri çerçevesinde ise sermayenin yoğun olduğu bir sanayi dalıdır. Dünya deniz ticaretinin ve ülkelerin savunma yapılarının esas unsurlarından biri olan gemiler; çelik sanayi, makine imalat sanayi, elektrik-elektronik sanayi, boya sanayi ve lastik plastik sanayi gibi bir çok endüstri kolu ürünlerin bilimsel ve teknolojik temellere göre, bir sistematik ve disiplin çerçevesinde, tersanelerde bir araya getirilerek birleştirilmesi neticesinde ortaya çıkmaktadır (Cumhurbaşkanlığı DDK, 2008, s.43). Kamu ve özel sektör tarafından yürütülebilecek gemi inşa sanayinin genel bir çerçevede belirtilebilecek başlıca alt sektörleri, Gemi İnşaatı, Gemi Yan Sanayi, Gemi Bakım-Onarımı, Gemi Sökümü ve Yat/Gezinti Tekneleri İmalat alt sektörleridir (Türk Loyd Vakfı, 2007, s.3).

Özellikle son dönemlerde yaşanan teknolojik gelişmeler ve yoğun rekabet, dünya deniz ticareti üzerinde de etkilerini göstermiş, gemi inşa sanayini yapısal değişmelere zorlamıştır. Bu süreç gemilerin şekil, yapı ve büyüklük olarak teknolojik değişmelere göre dizayn edilmesini gerektirerek, gemilerin hızını ve aynı zamanda kapasitesini arttırmıştır. Kara yolu ile taşımacılığa göre ortalama 6,5 kez, demiryolu ile taşımacılığa göre ise ortalama 3,5 kez daha ekonomik olması ile beraber çok büyük miktardaki yüklerin tek seferde ve aynı zamanda daha güvenli taşınmasını sağlayan gemilerin imal edildiği gemi inşa sanayi de, bu çerçevede geçirdiği hızlı dönüşüm ile birlikte ülke ve dünya ekonomisine farklı alanlarda sunduğu kazanımlarını gün geçtikçe arttırmaya devam etmektedir (Yıldız, 2008, s.23).

Denizcilik faaliyetleri ile ekonomi arasındaki ilişki pratikte ülke ekonomilerine önemli kazanımlar sağlarken, teorik olarak da farklı çalışmalara konu olmuştur. Bu noktadaki teorik eserler incelendiğinde Li ve J. Cheng (2015), ister liberal, ister korumacı ekonomi olsun gemi inşa sanayini de kapsayan denizcilik faaliyetlerinin, ülkedeki ekonomik durumlarla sıkı sıkıya ilişki içerisinde olduğunu ve denizcilik politikalarının siyasilerin yön vermesinden ziyade ekonominin gidişatıyla ilişkili olduğunu savunmuşlardır. Baird (2005), İskoçya'nın denizcilik politikasına yönelik gerçekleştirdiği çalışmasında, ülkenin denizcilik politikasının oluşturulmasının, limanların, yolcu taşımacılığının, yerel, Avrupa içi ve global gemi nakliye işlerinin bir parçası ve birbirleriyle ilişkili olduğunu vurgulamıştır. Murphy (2015), denizcilikte güçlü olan ülkelerin kendilerinden daha güçsüz olan ülkelere göre ekonomik ve finansal olarak daha güçlü olacağını belirterek, 21. yüzyıldaki ekonomik, finansal ve denizcilik alanları arasındaki ilişkiyi ve güç savaşını çalışmasında incelemiştir.

Gemi inşa sanayinin pratik yaşamda ekonomi ile arasındaki mevcut sistematik incelendiğinde ise, gemi inşa endüstrisi yapısı ve çalışma şartları itibarı ile uluslararası açıdan rekabete açık, girdi ve çıktıları ile bağlantılı olarak dış pazarlara, finansal kriz ve risklere, uluslararası siyasi ve sosyo-ekonomik ilişkilere ve gelişmelere karşı duyarlı bir endüstri kolu olarak karşımıza çıkmaktadır (Türk Loyd Vakfı, 2007:3.1). Dolayısıyla gemi inşa sanayileri ülke

ekonomilerine farklı birçok alandan katkı sağlamakta ve birçok makro göstergelyi etkileme kabiliyetine sahiptir. Bu kapsamda bakıldığında gemi inşa sanayileri genel olarak (GISBİR-Türkiye Gemi İnşa Sanayicileri Derneği, 2011, s. 1);

- Gerek gemi taşımacılığı, gerekse gemi inşası sonrasında gemilerin ihracı, gerekse üretilen gemilerle gerçekleştirilen dış ticaret kapsamında ülkeye döviz girdisi temin eder,
- Gemi inşa sanayine yönelik yabancı sermayeyi ve dış girişimciyi ülkeye çeker,
- Gemi inşa sanayi ile birlikte farklı yan sanayi alanları da gelişir,
- Bu farklı yan sanayi alanlarıyla beraber büyük bir istihdam açığı oluşturur.
- Ülkelerin teknoloji transferi gerçekleştirmesini cezbeder,
- Ülkelerin savunma sanayine bakan yönü güvenlik açısından "Stratejik Önem" ifade eder,
- Ülkelerin deniz ticaret filosunu gelişimine imkan sunar.

III. Türkiye Gemi İnşa Sanayi

Gemi inşa sanayi noktasında Türk denizcilik tarihi çok eski süreçlere dayanmaktadır. Türk denizciliğinin başlangıcı, savaşlar için donanmanın ihtiyacı olan harp gemilerinin inşası üzerine şekillenmiş olup, bu çerçevede bilinen ilk tersanelerimiz Selçuklu Devleti zamanında kurularak faaliyete geçirilen, Sinop (1214) ve Alanya (1227) tersaneleridir. Osmanlı İmparatorluğu döneminde tersanelere büyük önem verilmiş olup, Süveyş, Rusçuk ve Sinop tersaneleri ile birlikte 1455'de Fatih Sultan Mehmet'in kurdurduğu İstanbul Tersaneleri, o devrin koşullarında büyük ve modern gemileri yapabilecek kapasiteye erişmiştir. Ancak, Osmanlı'nın gerilemesiyle birlikte tersanelerin de gelişimi durmuştur. 1773'te ise bugünkü Teknik Üniversite ve Deniz Harp okulunun temeli olarak kabul edilen Mühendishane-i Bahri Hümayun kurulmuş, böylelikle gemi inşası alanında ilk teknik ve modern eğitime başlanılmıştır. Cumhuriyetin ilanından sonraki dönemde ise ticari gemilerin

gelecekte daha da önem kazanacağı görülerek, 1938 yılında Pendik'te 50000 DWT gemi inşa kapasiteli yeni bir tersane kurulmasına karar verilmiştir. 1950-1963 dönemi gemi inşa sanayi açısından kamu tersanelerinin gelişmesi dönemi olurken, özel sektör tersaneleri açısından ise ahşap teknelerden çelik tekne imalatına geçme dönemi olmuştur. 1963'ten sonraki planlı kalkınma dönemlerinde ise deniz sektörüne özel bir önem verilmiş, hemen hemen tüm planlı kalkınma dönemlerinde mevcut şartlar çerçevesinde denizciliğin geliştirilmesi konusu işlenmiştir (Günay, 2002, s. 1).

Ülkemizde "yeni gemi inşaatı, yat inşaatı, gemi onarımı, gemi yan sanayi ve teknik hizmetlerden" meydana gelen gemi inşa sektörü, 1960'lı yıllardan günümüze hem kamu sektörü, hem de özel sektör tarafından yürütülen Türk ağır sanayinin önemli bir parçasını meydana getirmektedir. İlk yıllarında Türk deniz ticaret sektörünün ihtiyaçlarını temin üzere faaliyet gösteren sektör, zamanla önemli bir ihracat potansiyeli göstermiş, finansal açıdan destek verildiği takdirde, ülke ekonomisine büyük katkılarda bulunabilecek bir yapıdadır (DPT, 2001, s.v). Ayrıca Türkiye'nin batı Avrupa transit taşımacılığındaki köprü ülke konumu, Avrupa Birliği ülkeleri ile beraber birçok ülkeyle ticari ilişkilerinin hızlanması gibi faktörler Türk gemi inşa sanayini, denizcilik taşımacılığı ve lojistik sektörü ile bütünleşik bir yapıda daha da önemli hale getirmektedir (Tuna, 2001, s.194).

2000'li yıllardan sonra küresel krizin başlangıcı olan 2008'e kadarki dönemde gemi inşa teslimleri noktasında küresel boyutta önemli bir büyüme yaşanmıştır. Bu çerçevede ülkemizde de gemi inşa sanayii gerek üretim, gerekse üretimin gerçekleştirildiği tersanecilik açısından büyük bir gelişim göstermiştir. Ülkemizde 2016 sonu itibariyle 80 adet faal tersane bulunmaktayken, bunlardan önemli bir kısmı İstanbul, Yalova ve Tuzla bölgelerinde yoğunlaşmıştır. Bu çerçevede İstanbul'da 28, Yalova'da 26, Aliğa Söküm Bölgesi'nde 22, Zonguldak'ta 9, İzmit'te 6, Trabzon'da 3, Çanakkale'de 2, Sakarya, Samsun, Ordu, Adana ve Hatay'da da 1'er adet gemi sanayi tesisi bulunmaktadır (Ulaştırma Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı, 2016).

2008 krizi gerek dünyada, gerekse ülkemizde gemi sanayi sektörünü önemli oranlarda etkilemiştir. Bu kapsamda 2008 krizi sonrasında gemi sektöründeki yeni siparişlerde problemlerin olması ve var olan siparişlerde de kredi sıkıntıları nedenleriyle sektör, gemi bakım-onarımına yönelmiştir. Bu çerçevede, mevcut olan faal tersane kapasitesinin % 25'i bakım ve onarım faaliyetlerine yönelerek bu alana ağırlık verilmiştir. Yeni gemi siparişlerinde yaşanan bu azalma neticesinde, yatırım izinleri ile 156'ya ulaşması planlanan yeni tersane yatırımlarından birçoğu askıya alınmıştır (TÜSİAD, 2010, s.8-9). Faal 80 adet tersanenin proje kapasiteleri incelendiğinde ise, küresel krizle birlikte gemi siparişleri azalan ve gemi bakım-onarım alt sanayine yöneltilen gemi inşa sektörü, bu alanda bakım onarım tonajını ve üretim kapasitesini sürekli yükseltmiştir. 2002'de 0,55 milyon DWT olan tersanelerin proje kapasitesi, 2008'de 3,05 DWT'ye, 2012'de 3,60 milyon DWT'ye yükselmiş olup, 2016 yılı sonu itibariyle ise 4,52 milyon DWT'luk kapasiteye sahiptir (Ulaştırma Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı, 2016). Yine 2000-2008 arası süreçte sürekli artan gemi üretimi ve teslim edilen gemiler sürekli artış gösterirken, 2008 itibariyle 98 gemi üretimi neticesinde teslim edilmiştir. 2008 krizi ile birlikte ise teslim edilen gemi sayıları sürekli azalmış ve 2014 itibariyle 17'ye kadar gerilemiştir (Clarkson, 2015 akt. İM-BAK, 2015, s.104).

IV. Çin Gemi İnşa Sanayi

Çin, özellikle son 20-30 yıllık süreç içinde uluslararası ticaret alanında güçlü ülkelerden biri haline gelmiştir. Bu noktada 1980'den günümüze önemli bir büyüme ivmesi yakalayarak, 1978-2006 döneminde GSYİH'ı yıllık ortalama % 9,7 oranında büyüyen Çin, 2001'de Dünya Ticaret Örgütü'ne katılımı ile birlikte, global ticaret sistemine de entegre olmuştur. Bu gelişmeler Çin'in ekonomik büyümesinin devamlılığını ve yerli üretim gücünü arttırarak, dünyanın ihracat liderlerinden biri olmasına büyük katkı sağlamıştır. Bu süreç içinde Çin gemi inşa sanayi de, ülkenin ekonomik gelişimi ile aynı eğilimi izlemiştir. Çin'in ihracatçı kimliğiyle devam eden ekonomik kalkınma sürecinde, gemi inşa sanayi ve deniz ulaşım hizmetleri önemli rol oynamıştır. Çin, uluslararası ti-

caretin giderek artan taleplerini karşılamak için kendi iç filosunu kurma politikasını benimsemiştir. Bu durum da yeni ticari gemilerin üretimini ve gemi inşa sanayinin gelişimini büyük ölçüde artırmıştır (Tsai, 2011, s.41-42).

Çin, günümüzde Güney Kore ve Japonya ile dünyanın en büyük gemi inşa sanayine sahip üç ülkesinden birisidir. Dünyada, gemi inşa sanayinde tamamlanan siparişler çerçevesinde, 2016 yılında üretilen 66.423 bin brüt gross tonajın, 25.035 bin gross tonunu Güney Kore, 22.355 bin gross tonunu Çin ve 13.309 bin gross tonunu Japonya üretmiştir (The Statistics Portal, 2018).

Çin, gemi inşa sanayinde dünyada lider ülkelerden biri olana kadarki gelişim süreci içinde kendisine birçok hedef belirlemiş ve bu yolda emin adımlarla ilerlemiştir. Çin, öncelikle hedefi kapsamında milli ekonomik kalkınma ve büyümede gemi inşa sanayini stratejik bir sektör olarak görmüştür. Bu kapsamda dünyadaki lider gemi inşa sanayi ülkelerinden stratejik öneme sahip teknolojik ve üretime dayalı uygulamaları örnek almış, daha sonra ise sıkı para politikalarıyla ekonomik kalkınma hedefine ulaşma kapsamında gemi inşa sanayi ihracatını artırma yoluna gitmiştir. Bununla birlikte Çin, gemi inşa sanayini ülke için stratejik öneme sahip bir sektör olarak görmesi nedeniyle, tersanelere ve denizcilik üretim tesislerine ortaklıkta yabancı pay oranını % 49 ile sınırlandırmıştır (Collins ve Grubbe, 2008, s.1-6).

2010 yılında dünyadaki toplam gemi inşa dünya pazarının % 43'ü ile dünyanın en büyük gemi inşacısı haline gelen Çin'de gemi inşa sanayi ve tesisler, Guangdong, Fujian, Jiangsu, Shandong eyaletlerinde ve Wuhan, Chongqing, Dalian ile Şanghay illerinde yapılanmıştır (Netherlands Business Support Office, 2012:5-6). Çin'in farklı alanlarda yapılan gemi inşa kuruluşlarının yapılarına bakıldığında ise bu alanda 3 tip kuruluş yapısı söz konusudur. Bunlar; 1) Büyük boyutlu üretim ve teknoloji kapasitesine sahip büyük KİT'ler; 2) Kıyı illerinde küçük özel gemi inşa şirketleri; 3) Yerli ve yabancı şirketlerin ortak girişimleri (Mu ve Jinjing, 2011, s. i).

Çin gemi inşa sanayinde faaliyet gösteren kuruluşların birlik yapılanmaları noktasında ise iki önemli birlik yer almaktadır. Bun-

lar China State Shipbuilding Corporation (CSSC) ve China Shipbuilding Industry Corporation (CSIC)'dur. CSSC, hem Şanghay'da, hem de Yangtze Nehri'nin güneyindeki tersaneleri ve ilgili yan kuruluşları kontrol etmektedir. CSIC ise Kuzey Çin'deki tüm gemi inşa faaliyetlerinden ve toplam "46 Endüstriyel Yan Sanayi" ve "28 araştırma enstitüsünden" sorumludur. CSIC aynı zamanda en büyük gemi üreticisiyken, diğer yandan da savaş ve ticaret gemilerinin ana onarım merkezidir. Hem CSIC, hem de CSSC tersaneler, denizcilikle ilgili teknik ekipmanların üretimi ve bu alandaki araştırma ve mühendislik faaliyetlerinde birer üst çatı kuruluşudur. Gemi inşa sanayindeki tüm bu organizasyon yapıları ve kamu girişimleri, doğrudan Çin Devlet Konseyi'ne doğrudan rapor vermekle mükelleftirler (Netherlands Business Support Office, 2012, s.16).

Çin gemi inşa sanayi, gün geçtikçe teknolojisini geliştirmektedir. Bu kapsamda sanayi, yüksek kalitedeki gemi inşa kapasitesini ve deniz mühendisliği ekipmanlarını güncellemekte, gemi dizaynlarını geliştirmektedir. Çin'in bir diğer avantajı da, tıpkı gemi inşa sanayinde olduğu gibi, diğer sektörlerde de sürdürülebilir kalkınmayı hedeflemesidir. Ekim 2010 itibariyle Çin global pazarın % 43'ünü kapsayan ve dünyanın en büyük gemi inşacısı haline gelen 65.6 milyon TEU (Twenty-foot Equivalent Unit)'luk bir kapasiteye ulaşmıştır. Gemi inşa endüstrisinin üretimi 513.5 milyar RMB (Renminbi)'ye (bir önceki yıla göre % 23.9 büyüme), gemi inşa sanayii tedarikçilerinin geliri 76.9 milyar RMB'ye (bir önceki yıla göre % 25.5) ve son olarak gemi inşaatı tamir ve yıkım sektörü 82.5 milyar RMB'ye (bir önceki yıla göre yaklaşık % 31 artış) ulaşmıştır (Netherlands Business Support Office, 2012:6-8). Sektöre yönelik güçlü hükümet desteği ve liberal düzenlemeler ile birlikte 1998'de, 1,9 milyar gross ton miktarlı Çin gemi inşa sanayine yönelik siparişler, 2008'de 62 milyar gross tona yükselmiş ve dünya ortalamasının çok üzerinde bir gelişim sergilemiştir (Ecorys, 2009, s.74). 2010 yılı sonu itibariyle ise, Çin gemi inşa sanayi üretimi toplamı, 50.90 milyon ton DWT'ye ulaşmıştır (Mu ve Jinjing, 2011, s. i).

Düşük işçilik maliyeti ve rekabetçi fiyatlardan dolayı, Avrupa'luların gemi üretim siparişleri büyük oranda Çin'e doğru yönelmiştir. Özellikle dökme yük gemileri üretiminde dünya lideri olan Çin'in dış siparişlere yönelmesi ve buna önem vermesiyle birlikte, 2008 itibariyle toplam gemi üretiminin % 87'si ihracat üretimine yönelik gerçekleşmiştir (Ecorys, 2009, s.74). Çin gemi inşa endüstrisi, giderek yoğun bir şekilde insan sermayesine odaklanmaktadır. Çin üniversiteleri ve denizcilik akademileri, şimdi, ABD kurumlarından mezun olanların sayısının yaklaşık yedi katı, yılda yaklaşık 1.500 deniz mühendisi ve deniz mimarı mezun etmektedir (Collins and Grubbe, 2008, s.2). 2007 itibariyle 360.000 kişinin çalıştığı gemi inşa sanayi endüstrisi, 12,5 milyar dolar üretim kapasitesine ulaşmıştır (OECD, 2009, s.30).

Küresel kriz tüm dünyada olduğu gibi Çin gemi inşa sanayini de etkilemiş, 2008 ve 2009 yıllarında yeni gemi siparişlerinde önemli azalmalar yaşanmıştır. Bu sıkıntıların önüne geçilmesi noktasında Çin Hükümeti, Şubat 2009'da "Gemi İnşa Sanayi'nin Yeniden Canlandırılması ve Tasarruf" kararları kapsamında, 3 önemli hedef belirlenmiştir: "1-Azalan talebin canlandırılması, 2-Birleşme ve devralmaların teşvik edilmesi, 3-Yerli inovasyonu ve AR-GE Desteği". Bu hedefler kapsamında, yerel işletmelerin yerli inovasyon ve Ar-Ge kapasitesini artırmak için mevcut gemi modellerinin geliştirilmesinin yanı sıra Çin, çevreyi koruma ve enerji tasarrufu sağlayan gemi inşaatı, deniz teçhizatı projeleri ve kritik iç saha gibi yüksek teknoloji ve katma değeri yüksek teknolojilere daha fazla yatırım yapmaktadır (Mu ve Jinjing, 2011, s. i-ii).

V. Gemi İnşa Sanayinin Gelişiminde Bankalar: Türkiye Eximbank ve Çin Eximbank Desteklerinin Karşılaştırılması

21. yüzyılda uluslararası ticaretin büyük boyutlara ulaşması ile birlikte denizcilik endüstrisi, eskiyen ve yaşanan varlıklarının (gemilerin) yenilerini temin noktasında büyük bir sermaye talebiyle karşılaşmıştır (Leggate, 2000, s.360). Gemi inşa faaliyetlerinin gerçekleşmesi noktasında gemi inşa sanayi tesislerinin oluşturulmasının sermaye yoğun olması ve gemi üretim faaliyetlerinin yıllar

alabilmesi, sektördeki çalışmaların öz sermaye kullanımı yerine dış finansman yoluyla gerçekleştirilmesini gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla, sektörün ağırlıklı bir yapıda finansmanı krediye dayanmaktadır. Bu açıdan sektörün finansman ihtiyacının giderilmesi ve finansman bulmada yaşanan sıkıntıların giderilmesi amacıyla, sektöre yönelik düşük faizli ve uzun vadeli kredi imkanlarının sunulması büyük önem arz etmektedir (Doğu Marmara Kalkınma Ajansı, 2013, s. 52). Ayrıca günümüzde gemi inşa sanayi pazarlarında ülkeler arasında yoğun bir rekabet ortamının olması da sektöre yönelik uygun faizli kredi kaynaklarının temin edilmesini ve ihracat kredilerinin sağlanmasını gerekli kılmaktadır (Cerit, 1999, s.27).

Denizcilik sektörünün kredi kaynakları arasında farklı alternatifler söz konusudur. Finansman yöntemleri genel itibariyle gemi inşa projelerinin kazanç yapısına, risk ve vade durumlarına farklılık arz edebilmektedir. Eximbank kaynakları bu açıdan ülkelerde gemi inşa sanayileri için önemli kaynaklardan biri olarak gösterilebilecekken, dünyada para piyasalarına en bağımlı piyasalardan biri olarak belirtilebilecek denizcilik sektöründe son dönemlerde sıkça kullanılan diğer finansman yöntemleri ise; "Eurodolar piyasalarına yönelim, leasing, farklı dövizlere dayalı opsiyon sözleşmeleri, faize dayalı vadeli kontratlar, navlun üzerine yazılan vadeli sözleşmeler, sendikasyon kredileri, junk tahvilleri ve halka açılmalar (IPO)" olarak belirtilebilir (Erdoğan, 1999, s.174).

a. Türkiye Eximbank AŞ.

Türkiye açısından bakıldığında ise denizcilik ve gemi inşa sanayinin finansal açıdan desteklenmesi noktasında, mevduat bankaları ile birlikte gemi inşa sanayine yönelik doğrudan destekleriyle Eximbank ve yine sağladığı kredi teminat imkanlarıyla Kredi Garanti Fonu, ülkemizde gemi inşa sanayinin en önemli finans kaynaklarıdır.

Eximbank'ın ülkemizdeki kuruluş sürecine bakıldığında Türk Eximbank, 1987'de çıkarılan kanunla, ihracatın ve ihraç edilen ürünlerinin geliştirilmesi ve aynı zamanda çeşitlendirilmesi, ihracatçıları, ihracata yönelik üretimde bulunan imalatçıları ve yine yurtdışında faaliyet gösteren müteahhit ve girişimcileri kısa, orta

ve uzun vadeli nakdi ve gayri nakdi kredi, sigorta ve garanti programları ile desteklenmesi amaçlarıyla kurulmuş olan ve kuruluşundan bu yana değişen yapısıyla günümüzde anonim şirket olarak faaliyetlerine devam eden bir kamu bankasıdır (Oktay, 2005, s.166).

Türk Eximbank, ihracata yönelik desteklerini çeşitlendirmesiyle birlikte Türk gemi inşa endüstrisinin yapısını, hükümet politikalarının sektör üzerindeki etkilerini, ulusal ve uluslararası gemi inşa endüstrileri arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaları sonrasında, 1990 yılında Türk gemi inşa projelerini doğrudan verdiği kredilerle desteklemeye başlamıştır. 1995'te ise gemi inşası ve ihracatı finansman programını hayata geçirerek, günümüze dek gelinen süreç içinde, gemi inşası ile uğraşan şirketlere finansal destek vermeye devam etmiştir. Banka bu çerçevede Türk gemi inşa sanayicilerine ve ihracatçılarına, gemi inşa masraflarının finansmanında doğrudan veya dolaylı olarak gemi inşa projelerine bağlı belirli bir sözleşme çerçevesinde esnek yapıda krediler vermektedir (OECD, 2011, s.19).

Eximbank, Orta-Uzun Vadeli İhracat Kredileri altında, Gemi İnşa ve İhracatı Finansmanı Programı kapsamındaki kredi verme amaçlarını, koşullarını ve diğer hususları şu şekilde belirtmektedir (Türk Eximbank, 2017).

- **Amacı:** Gemi inşa edecek ya da gemi inşa ederek ihracat yapacak Türk şirketlerinin gemi inşa sürecindeki finansman gereksinimlerinin görülmesi, rekabet yapılarının güçlendirilmesi, yurtdışındaki müşterilerinin arttırılması ve kredi veren kuruluşlar karşısında kredi değerliliğinin arttırılması hedeflenmektedir.
- **Ürünleri:** *Kredi*; İlgili program kapsamında firmalara kullanılacak kredileri ifade eder. Kredi kapsamında gemiyi alacak firma ile imzalanmış belirli şartları kapsayan sözleşme çerçevesinde, gemi inşa/gemi ihraç edecek Türk şirketlerinin gemi inşa sürecindeki harcamaları ve giderleri proje bazında finanse edilir. Teminat Mektubu: İlgili program çerçevesinde düzenlenecek teminat mek-

tuplarını ifade eder. Geminin finansmanı amacıyla inşa sona erinceye kadar gemiyi alan firma, gemiyi alanın bankası/finansman kuruluşunca yapılacak avans niteliğindeki ödemeler ve bunlara ilişkin ortaya çıkan faizler, projeye konu olan gemide kullanılacak makina ve ekipmanların vadeli olarak ithalatı ile vadeli olarak yurtiçi tedarik işlemlerine yönelik ödeme yükümlülüklerini kapsar.

- **Kredi Genel Koşulları:** Projeye konu olan gemiye belirli bir miktarda öz kaynak katkısının sunulması kapsamında, proje genelinde gemi sözleşme tutarının en az % 15'ine denk gelen tutarın şirketin öz kaynaklarından yapılması ve yine inşa edilecek geminin yerli katkı oranı ya da katma değer oranının en az %25 olması gerekmektedir.
- **Yararlanıcılar:** Krediyeye konu olan gemi projesi Türk Eximbank tarafından uygun görülerek onaylanan ve Türkiye'de yerleşik olan gemi inşa ve/veya ihracı gerçekleştiren şirketler yararlanır.
- **Nakdi Kredi/Teminat Mektubu Tutarı:** Nakdi olarak kullanılacak olan kredinin ya da gayri nakdi olarak düzenlenecek teminat mektubunun miktarı ve vadesi, alıcı şirket ve satıcı şirket arasında imzalanan sözleşme şartlarına göre, proje bazında Türk Eximbank'ca belirlenir. Ancak, alıcıya kullanılacak kredinin ya da verilecek teminat mektubunun meblağı gemi sözleşme tutarının azami % 85'idir. Aynı şekilde proje için verilecek kredi ve teminat mektubunun bir arada kullanılması durumunda da toplam kredi miktarı gemi sözleşme bedelinin azami %85 ini geçmeyecektir.
- **Asgari Özkaynak Katkısı / Asgari Yerli Katkı Payı:** Projeye konu olan gemiye krediyeyi kullanan firmanın öz kaynak katkısının sağlanmasını temin etme noktasında, proje genelinde gemi sözleşme tutarının en az %15'ine denk gelecek şekilde harcamanın şirketin öz kaynaklarından gerçekleştirilmesi ve projeye konu geminin yerli katkı ora-

nı ya da katma değer oranının en az % 25 olması şartları aranmaktadır.

Eximbank'ın gemi inşa sanayi ile diğer alanlarla beraber toplamda ihracat sektörüne sunduğu nakdi krediler, 2015 yılında bir önceki yıla göre % 35'lik bir artışla, 43,2 milyar TL'ye ulaşmıştır (gayri nakdi kredilerle birlikte toplam 30,3 milyar dolar). Aynı dönemde, ihracat kredi sigortası desteği ise %15 oranında artarak 29,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Bunun sonucunda 2015 yılında toplam finansman desteği de, %26'lık bir artışla 75,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece ülkemiz ihracatını destekleme oranı %21'e çıkartılmıştır (Türk Eximbank, 2015:14 Gemi inşa sanayinin desteklenmesinde ise Eximbank, 1990'dan günümüze 180 milyon dolara yakın nakdi kredi, 60,8 milyon doları ise teminat mektubu olmak üzere toplamda 250 milyon dolara yakın 37 farklı projeye destek sağlamıştır (OECD, 2011, s.19).

b. Çin Eximbank

Gemi inşa faaliyetleri desteklenmediğinde endüstri açısından ortaya çıkabilecek süreç neticesinde, doğrudan gemi üretimi ve tersanelerin üretim faaliyetleri büyük sıkıntılar yaşayabilecekken, dolaylı olarak ise ülke ekonomileri bu süreçten olumsuz olarak etkilenecektir. Diğer yandan tersanelere yeterli finans desteği verilmediğinde, tersaneler modernizasyonlarını gerçekleştiremeyecek ve gerekli alet ve ekipmanlardan yoksun kalacaklardır. Sektörün yoğun sermaye ihtiyacının ve uzun vadeli yatırım profilinin farkında olan Çin hükümeti, yapısal esnekliği güçlendirmek ve sermaye teminini kolaylaştırmak için finans ve yatırım sektörünü güçlendirerek, finansman ve yatırım sistemini revize etme yoluna gitmiştir. Bu süreçte Çin, kamu ve özel sermayeli bankaları harekete geçirecek, gemi inşa sanayine daha fazla destek verebilmelerine imkan sağlamış ve bankaları desteklemiştir. Bu kapsamda Çin bankacılık sektörü, gemi inşa sektörünü farklı iki kanal üzerinden desteklemektedir. Bunlardan birincisi gemi inşa faaliyetlerine devam edebilmeleri noktasında tersane finansmanı, diğeri ise gemi inşa projesine finansman desteğidir (Tsai, 2011:45-46; Mu ve Jinjing, 2011, s.1-2).

Mevduat bankaları ile birlikte Çin'de gemi inşa sanayine yönelik finansal destekçilerden en önemlisi Çin Eximbank'tır. Çin Eximbank, diğer devlet bankaları olan Çin Kalkınma Bankası ve Çin Tarım Kalkınma Bankası ile birlikte 1994 yılında kurulmuştur. Çin Eximbank'ın tamamı, Çin merkez hükümetinin (Devlet Konseyi) mülkiyetine ait olup örgütlenmesi buna göre şekillenmiştir. Diğer iki politika bankası ile birlikte Çin Eximbank "Çin'de sanayi, dış ticaret, diplomasi, ekonomi gibi devlet politikalarını uygulamak ve Çin ürünlerinin ve hizmetlerinin ihracatını teşvik etmek için politika finansmanı desteği sağlamakla" görevlendirilmiştir (OECD, 2015, s.9).

Eximbank, Devlet Konseyi'ne karşı sorumluluk taşımakta ve rapor vermekle yükümlüdür. Bankanın esas kuruluş nedeni, ihracatı teşvik etmek ve desteklemektir. Bu kapsamdaki temel faaliyetleri ihracat kredisi, uluslararası teminat garantisi, yurtdışı yatırım ve inşaat kredileri vermektir (Moss ve Rose, 2006, s.1). Çin Eximbank'ın merkezi Pekin'dedir. Bankanın Çin'de 22 şubesi ve yurtdışında da 3 şubesi mevcuttur. Bunlardan biri Paris'te, biri Petersburg ve sonuncusu da Johannesburg'dadır. Eximbank'ın personel sayısı 2013 yılı sonu itibariyle 2336'dır. Eximbank'ın gemi inşa sanayi ile birlikte yabancı ya da yerli para birimi olarak sunduğu farklı kategorilerde ihracatçı kredileri şu şekildedir (OECD, 2015, s.9-10²): Nakliye kredisi, Ekipman kredisi, Yeni ve yeni teknolojik imalat kredisi, Mekanik ve elektronik ürün kredisi, Off shore proje sözleşme kredisi, Yabancı ülkeye yönelik yatırım kredisi, Tarımsal ürün kredisi, Kültürel ürün ve hizmet kredisi.

Çin Eximbank, gemi inşa sanayi ve devlet arasındaki finansal aracılık görevini üstlenen bir fonksiyonda hizmet vermektedir. Eximbank, Çin ekonomisinde ihracat odaklı olarak faaliyet gösteren tek banka olarak, Çin tersanelerini daha rekabetçi olmaları yönünde desteklemekte ve gemi müşterilerine cazip imkanlar su-

² Çin Eximbank, günümüzde, kullandığı kredilerin faiz oranları ve ücretlendirmeler hakkında ya da geri ödeme koşullar hakkında herhangi bir bilgi paylaşmamaktadır. Yine kredilerin yurtiçi-yurtdışı dağılımı haricinde ülke ya da bölgelere göre dağılımına yönelik bir bilgi paylaşılmamaktadır.(çin10, s.9).

nabilmektedir. 2005'te Çin'de hazırlanan özel bir rapora göre Çin Eximbank, kredi ve garanti temini gibi farklı finansal hizmetleriyle gemi inşa sanayini destekleyen en büyük kuruluş olarak, Çin gemi ihracatının % 90'ını finanse etmektedir (Tsai, 2011, s.46).

Çin'de yurtdışına ihraç edilecek gemilerin inşasına yönelik tersanelere, CEXIM tarafından "ihracatçı kredisi" başlığı altında finansman imkanı sağlanmaktadır. İhracatçı kredisi, CEXIM tarafından Çinli üreticilere ve ticaret odalarına gemi üretimlerinin finansmanında ve ürettikleri gemileri ihraç etmelerinde, gemi onarımı ve yenilenmesinde sağladığı kredileri kapsamaktadır. Gemi inşası sözleşmeleri uyarınca gemi siparişi veren tarafın gemi üreticisine yapacağı avans ödemeleri, sözleşme bedelinin en az % 20'sine tekabül etmelidir. Böylelikle CEXIM, gemi üreticilerinin ve ticaret odalarının kredilerindeki geri ödeme şartlarını kolaylaştırmak ve güvence altına almak istemektedir (Harwood, 2008, s.54).

Çin Eximbank, kuruluşundan 2009 yılına kadar 116,8 milyar RMB (17,1 milyar dolar) yerel para bilirimi ve 8,5 milyar ABD doları olmak üzere, gemi inşa sanayine toplamda 25 milyar dolar civarında destek sağlamıştır. Yine 2013'ten günümüze gemi finansmanı için 25 milyar dolarlık kredi kullanmıştır. Bu tutar gemi ihracat pazarının yüzde 30'unu oluşturmaktadır (Seatrade Maritime News, 2016). CEXIM bu kredi rakamları ile toplamda 120 milyon DWT kapasiteli, 3700'den fazla gemi inşasını finanse etmiştir (Oates, 2014, s. 29).

Çin Eximbank kredi arzını sadece yerel gemi inşa sanayi firmalarına yapmamakta, Çin gemi inşa sanayinden gemi almaları karşılığında yabancı firmalara da kredi temin etmektedir. Bu kapsamda Ekim 2010 itibariyle Çin Başbakanı, Yunan armatörlere bu kapsamda 5 milyar dolarlık bir fon sağlandığını duyurmuştur. Yine aynı ay içerisinde Çin tersanelerinden gemi siparişi veren İtalyan armatörlere, Çin Eximbank kaynaklarından kredi kullanılmak üzere, İtalyan Armatörler Birliği ile Eximbank arasında protokol imzalanmıştır (Oates, 2014, s.30).

CEXIM, Çin'den gemi alım çerçevesinde yabancı alıcılara sunduğu doğrudan orta ve uzun vadeli kredi desteği kapsamında, dış ülke alıcılarına krediyi vermeden önce bazı şartlar öne sürmek-

tedir. Örneğin, gemi inşa kontratı çerçevesinde geminin bedeli 2 milyon doları aşmamalı ve CEXIM tarafından sunulan kredi de gemi inşa bedelinin % 80'ini aşmamalıdır. Yine kredinin vadesi 15 yılı aşmamakla birlikte, faiz oranı ise OECD tarafından aylık olarak ilan edilen Ticari Faiz Referans Oranları (Commercial Interest Reference Rates) tarafından ya da değişken faiz oranlı altı aylık LIBOR (London Interbank Offered Rate) oranlarına göre belirlenmektedir (Harwood, 2008, s.54).

VI. Sonuç

Gemi inşa sanayileri açısından Türkiye ve Çin karşılaştırıldığında, Çin Gemi İnşa sanayinin gözle görülür bir şekilde Türkiye'ye göre önde olduğu açıktır. Ancak Çin'in özellikle son 10-15 yıllık süreçte gemi inşa sanayinde yakaladığı büyük ivme ve sektörde dünya liderliğine uzanan başarısı, Türkiye açısından önemli bir başarı hikayesi ve rol model olarak alınması gereken bir süreci kapsamaktadır.

Çin'in gemi inşa sanayini milli kalkınma noktasında stratejik öneme sahip bir sektör olarak görmesi ve bu alana büyük teşvikler ve finansal destekler sunması ile beraber, Çin'de milli gelirin de aynı doğrultuda hızla yükselişe geçmesi gemi inşa sanayine sunulan desteğin, karşılığını fazlasıyla verdiğini göstermektedir. Nitekim Çin'de, 2016 yılında tamamlanan siparişler çerçevesinde gemi inşa sanayisinde gross ton olarak üretim miktarı, dünya toplamının % 33'ünü meydana getirmektedir. Bu kapsamda teknik, teknolojik ve fiziki kapasitesi hızla artan ve gün geçtikçe kendini yenileyen Türk gemi inşa sanayinin bürokratik açıdan ve kamusal politikalarla desteklenmesi, vergisel avantajların artırılması, yeterli finansal desteği görmesi, aynı zamanda milli kalkınma politikalarında gemi inşa sanayine artan oranda önem verilmesiyle beraber, Türkiye bu alanda dünyada ilk sıralarda yer alacak bir başarı potansiyeli yakalayabilecektir.

Çin örneğinde de görüleceği üzere zirveye ulaşan Çin gemi inşa sanayine sunulan finansal destek kalemleri içinde Eximbank kredilerinin büyük bir paya sahip olması, Türkiye ve Türk Eximbank açısından da dikkat edilmesi gereken önemli bir süreçtir.

Gemi inşa sanayinin ödeme, teslimat gibi özelliklerine uygun yapıda orta ve uzun vadeli destek kalemlerinin çeşitlendirilmesi ve artırılması ile bu noktada öncelikle kamusal mevduat bankaları olmak üzere, Türkiye’de faaliyet gösteren özel ve yabancı sermayeli bankaların verdikleri desteklerin de artırılması büyük önem taşımaktadır. Nitekim Türk gemi inşa sanayine yönelik Türk Eximbank ile birlikte mevduat bankaları tarafından daha çok destek verilmesi ve sektörün daha çok fonlanması, gerek sektörde, gerekse yan sanayi alanlarındaki üretimi, ihracatı, istihdamı arttıracak, ülke ekonomisine önemli kazanımlar sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Baird, A. J. (2005). Maritime policy in Scotland. *Maritime Policy & Management*, 32 (4), 383-401.
- Cerit, A. G. (1999). Gemi İnşa Pazarlarında Uluslararası Rekabet Koşulları ve Teşvik Sistemlerinde Düzenlemeler. Gemi İnşaatı ve Deniz Teknolojisi Teknik Kongresi, İstanbul, Türkiye.
- Clarkson Research Services (2015). *Shipping Review & Outlook*, Spring.
- Collins, Gabriel, and Michael C. Grubb (2008). A Comprehensive Survey of China’s Dynamic Shipbuilding Industry: Commercial Development and Strategic Implications. *China Maritime Study*. No. 1, China Maritime Studies Institute, U.S. Naval War College, Newport.
- Cumhurbaşkanlığı Devlet Denetleme Kurulu (2008). Tersanecilik Sektörü ile İş Sağlığı ve Güvenliği Açısından Tuzla Tersaneler Bölgesinin İncelenmesi ve Değerlendirilmesi Hakkında Araştırma Raporu. 2008/1, Ankara.
- Devlet Planlama Teşkilatı (2001). Gemi İnşa Sanayi Ve Rekabet Edebilirlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu. DPT: 2588, ÖİK: 600, Ankara.
- Doğu Marmara Kalkınma Ajansı (2013). Gemi İnşa Sanayi Sektör Raporu. Yalova Yatırım Destek Ofisi, Yalova.
- Ecorys (2009). Study on Competitiveness of the European Shipbuilding Industry, Within the Framework Contract of Sectoral Competitiveness Studies. Final Report, ENTR/06/054 Ares-2015-2238291 - 29/05/2015, Rotterdam.
- Erdoğan, O. (1999). Denizyolu Taşımacılığında Finansal Riskler ve Riskten Korunma, Gemi İnşaatı ve Deniz Teknolojisi Teknik Kongresi 99 – Bildiri Kitabı, 172-193.

- Gisbir-Türkiye Gemi İnşa Sanayicileri Derneği. (2011). 2011 Sektör Raporu, İstanbul.
- Günay, D. (2002). Gemi İnşa Sanayi Sektör Araştırması. Türkiye Kalkınma Bankası AŞ., Ankara.
- Harwood, S. (2008). Shipping Finance. 3rd Edition, London: Euromoney Publications.
- Hekimoğlu, A.P. (2012). TR90 Bölgesi Gemi İnşa Sanayi Sektör Raporu. Doğu Karadeniz Kalkınma Ajansı, Trabzon.
- İstanbul ve Marmara, Ege, Akdeniz, Karadeniz Bölgeleri Deniz Ticaret Odası (İMBAK) (2015). 2014 Deniz Sektörü Raporu, İstanbul.
- Leggate, H.K. (2000). A European Perspective on Bond Finance for the Maritime Industry. *Maritime Policy & Management*, 27 (4), 353-362.
- Li, K.X. and Cheng, J. (2015). The Determinants of Maritime Policy. *Maritime Policy & Management*, 34 (6), 521-533.
- Moss, Todd and Rose, S. (2006). China Exim bank and Africa: New Lending, New Challenges, Center for Global Development Notes. Washington.
- Mu, Y. and Jinjing, Z. (2011). China's Shipbuilding Industry: an Update. EAI Background Brief, 592.
- Murphy, M. N. (2015). Triple Barrels. *The RUSI Journal*, 160 (2), 12-18.
- Netherlands Business Support Office (2012). Top Sector High Tech Shipbuilding and Yachts Industries Opportunities for Dutch Companies, Research Report, Qingdao.
- Oktay, N. (2005). Dış Ticarete Giriş. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları: 1624, AÖF Yayın: 848.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2009). Shipbuilding Industry in Chinese Taipei, C/WP6(2009)14.
- OECD (2011). The Shipbuilding Industry in Turkey, September.
- OECD (2015). Chinese Export Credit Policies and Programmes, Working Party on Export Credits and Credit Guarantees. TAD/ECG(2015)3.
- Oates, K. (2014). Ship finance in Asia, The Ship Finance Publication of Record Marine Money Asia Edition. 27th Marine Money Week, Singapore.
- Seatrade Maritime News (2017). "China EximBank Pledges \$3.5bn to 10 Chinese and International Companies" 10 Nisan 2017 tarihinde <http://www.seatrade-maritime.com/news/asia/china-eximbank-pledges-3-5bn-to-10-chinese-and-international-companies.html> adresinden erişildi.
- The Statistics Portal (2018). "Largest shipbuilding nations in 2016, based on completions in gross tonnage (in 1,000s)" 14 Mart 2018 tarihinde <https://>

- www.statista.com/statistics/263895/shipbuilding-nations-worldwide-by-cgt/ adresinden erişildi.
- Tsai, Y.C. (2011). The Shipbuilding Industry in China. OECD Journal: General Papers, 2010/3.
- Tuna, O. (2001). Türkiye İçin Lojistik ve Denizcilik Stratejileri: Uluslararası ve Bölgesel Belirleyiciler. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3 (2), 194-208.
- Türk Loyd Vakfı (2007). TC. Denizcilik Müsteşarlığı Türkiye Tersaneleri Master Planı Sonuç Raporu, İstanbul.
- Türkiye İhracat Kredi Bankası (Türk Eximbank) (2017). "Gemi İnşa ve İhracatı Finansman Programı" 16 Haziran 2017 tarihinde <https://www.eximbank.gov.tr/TR,494/genel-bilgi.html> adresinden erişildi.
- Türkiye İhracat Kredi Bankası (Türk Eximbank) (2015). 2015 Faaliyet Raporu, İstanbul.
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) (2010). Türkiye Sanayisine Sektörel Bakış: Gemi İnşa Sanayi. TÜSİAD-T/2010-10-504, İstanbul.
- Ulaştırma Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı (2016). Tersaneler ve Kıyı Yapıları Genel Müdürlüğü 2016 yılı genel istatistikleri, Ankara.
- Yıldız, A. (2008). Türkiye’de Tersanelerin Tarihi ve Gemi İnşa Sanayisinin Gelişimi. Mühendis ve Makine Dergisi, 49 (578), 23-47.

Democratization and Economic Growth in Emerging Market Economies

Naib ALAKBAROV¹ - Yılmaz BAYAR²

Makale Gönderim Tarihi: 07.02.2018

Makale Kabul Tarihi: 02.03.2018

Abstract

The globalization phenomenon has gained speed in various aspects especially since mid-1980s, this process in turn partially contributed to democratization of the many countries. This study researches the effect of democratization on economic growth in emerging markets over 2002-2015 period with panel cointegration test of Westerlund-Durbin-Hausman (2008) and panel causality test of Dumitrescu and Hurlin (2012). The results revealed a cointegrating relationship between economic growth and democratization, but the interaction between democratization and growth varies from country to country. However, no causality relationships were found between democratization and economic growth in the short run.

Keywords: Democratization, economic growth, panel data analysis

JEL Classification Codes: C33, E02, O43

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Uşak Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, naib.alakbarov@usak.edu.tr, Orcid Id: 0000-0003-1511-0512

² Doç. Dr., Uşak Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, yilmaz.bayar@usak.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-6776-6524

Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Demokratikleşme ve Ekonomik Büyüme

Öz

Özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren küreselleşme olgusu çeşitli yönlerden hız kazanmış ve bu süreç birçok ülkenin demokratikleşmesine kısmen katkıda bulunmuştur. Bu çalışma Westerlund-Durbin-Hausman (2008) panel eşbütünleşme testi ile Dumitrescu ve Hurlin (2012) panel nedensellik testini kullanarak 2002-2015 döneminde yükselen piyasa ekonomilerinde, demokratikleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışma sonucunda ekonomik büyüme ile demokratikleşme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu belirlenmiş, ancak demokratikleşme ile büyüme arasındaki etkileşimin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Bununla birlikte, kısa dönemde demokratikleşme ile ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Demokratikleşme, ekonomik büyüme, panel veri analizi

JEL Sınıflandırma Kodları: C33, E02, O43

1. Introduction

Different forms of government such as democracy, authoritarianism and totalitarianism have been existed in the world. However, countries have gone towards the democratic government especially since collapse of Communist Bloc in 1990s. Also different forms of democratic government such as direct democracy and representative democracy (or parliamentary system and presidential system) already have been in the world. The new growth theories have suggested that the institutions and government method as important components of economic growth (e.g., see North, 1990; Barro, 1989 and 1996; Acemoglu et al. 2005).

So democracy-growth nexus has received considerable attention during the recent years, but the interaction between democracy and economic performance has remained ambiguous.

Different countries with different government methods have achieved considerable economic performance (e.g., see cases of United States, Germany, Russia, China Hong Kong, Singapore, Taiwan etc.). There have been two main views about the interaction between democratization and economic growth. One view asserts that an authoritarian government is prerequisite for the economic growth especially in the early stages of economic growth and development and support their views with the countries such as Singapore, Taiwan, and Hong Kong, earned abnormal rates of economic growth (e.g., see Tavares and Wacziarg, 2000; Abeyasinghe, 2004; Haggard and Tiede, 2010; Pozuelo et al., 2016). On the other side, some researchers support that a democracy with civil liberties encourages economic growth and development. This outcome in turn is encouraging in view of the democratization process not only in Eastern Europe but also in large parts of developing countries (Alesina and Perotti, 1996; Acemoglu et al., 2014; Baum and Lake, 2013).

Democracy as an administrative system enhances transparent society, rule of law, free choice and steady politics decreasing the fertility of corruption and marginal policies. At the same time democracy raises political participation by way of free elections at regular intervals, and suggests a certain extent political and civil rights which strengthens participation and competition and thus contributes to the economic and social development of the state (Mahmood et al., 2010). Furthermore, Bhagwati (1995), Rivera-Batiz (1999), and Rodrik (2000) suggested that the democracies provided higher quality growth by diverse channels such as enabling greater stability and predictability in the long term. However, the interaction between democracy and economic growth may exhibit a reverse Uform (Barro, 1996). In this context, in the early stages of the democratization, democratization can foster growth by limiting the public administration. But at the advanced levels of the democratization, democratization can have potential to limit the growth through causing large scale accommodations of redistribution of revenue and social support opportunities (Barro, 1996). Democratization also can affect the economic growth positively through raising the economic freedom (Piatek et al., 2013; Gurgul and Lach, 2011).

In this study, we investigated the democratization-growth nexus in 22 emerging markets, because emerging markets such as China, India, and South Korea have experienced significant growth rates in the recent years and also this sample of countries has had different levels of democratization. So our study will be an early study in the relevant literature researching the interplay between economic growth and democratization for this country group. In this regard, the interaction between democratization and economic growth is investigated in emerging market over 2002-2015 period with panel cointegration and causality tests. The coming section summarizes the relevant literature and Section 3 explains the dataset and method. Then Section 4 implements the empirical analysis and Section 5 is devoted to conclusion of the paper.

2. Literature Review

The researchers have generally concentrated on the institutional determinants of economic growth with emergence of endogeneous growth theories. However, a limited number of researchers have investigated the interaction between democratization and economic growth in the relevant literature and they have reached several findings. Some researchers revealed that democratization influenced the economic growth affirmatively (Alesina and Perotti, 1996; Acemoglu et al., 2014; Masaki and van de Walle, 2014; and Baum and Lake, 2013), whereas some researchers discovered that democratization affected the economic growth adversely (Tavares and Wacziarg, 2001; Aisen and Veiga, 2013; Rachdi and Saidi, 2015; Pozuelo et al., 2016). In these studies, democratization has been represented by different indicators such as institutionalized autocracy and democracy score, executive recruitment competitiveness, democracy index of Freedom House, and voice and accountability index of World Bank (e.g., see Kaufmann, 2010; Rachdi and Saidi, 2015; Aisen and Veiga, 2013; Peev and Mueller, 2012).

In one of the first papers, Helliwell (1994) researched the interaction between democratization and growth in 125 countries

over 1960-1985 period and found a bilateral causality between democracy and economic growth. On the other side, Heo and Tan (2001) researched the causality between economic growth and democratization in developing economies over 1950-1982 period with Granger causality test and discovered a two-way causality between two variables. Krieckhaus (2006) also investigated the influence of democracy on economic performance in different regions of the world with regression analysis and revealed that democracy had a negative influence on the economic growth in Latin America and Asia, while democracy affected the growth positively in Africa.

In another study, Papaioannou and Siourounis (2008) researched the influence of democratization on the economic growth in 166 states over 1960-2003 period with dynamic panel regression analysis and revealed that democratization had a positive influence on the economic growth. Doucouliagos and Ulubaşoglu (2008) also analyzed 84 articles on democracy-growth nexus with a meta-regression analysis and revealed that democracy had no direct effects on the economic growth, but had positive indirect effects by the way of increasing human capital, economic freedom and decreasing inflation and political instability. Maimone et al. (2009) conducted a research about the influence of democratization on the economic growth in 66 countries over 1980-2003 period with simultaneous equations approach and discovered that democratization had significant influence on the economic growth.

Ray and Ray (2010) also conducted a research about the interaction between democracy and economic growth in India over 1980-2010 period by time series analysis and discovered that democracy affected the economic growth affirmatively and a two-way causality between two variables. On the other hand, Bilecen and Kibis (2012) made an analysis about the interaction between democracy and growth in Turkey over 1980-2010 period with Johansen co-integration test and reached that improvements in democratization influenced the growth affirmatively in the long term. Piątek et al. (2013) also investigated the interplay between

democratization and economic growth in 25 transition countries over 1990–2008 period by benefiting various economic freedom indicators with Granger causality test. They revealed that economic freedom affected economic growth affirmatively in transition countries. Sandalcılar (2013) also investigated the influence of political democracy on the economic growth in 12 transition states of Commonwealth of Independent States over 1992-2010 period and came to the conclusion that economic democracy affected the growth positively. Moreover, Patnaik (2013) investigated the interaction between maturity of democracy and economic growth in India and concluded that improvements in democracy had accelerated the performance of economic growth.

In another study, Masaki and van de Walle (2014) also analyzed the similar issue in 43 countries from sub-Saharan Africa for the years 1982-2012 and revealed that democracy affected the economic growth positively. Arfaoui et al. (2016) also researched the relationship between democracy and growth in Tunisia during 1980-2014 period employing autoregressive distributed lag model and reached no significant interactions between democracy and economic growth. Finally, Ma and Ouyang (2016) researched the interaction between democracy and economic growth during 1960-2010 with regression analysis. They discovered that the relationship between democracy and economic growth exhibited an asymmetrical form based on the democracy stock of the countries and democracy fosters the growth in the countries with a long democratic past.

3. Data and Method

In the study, democratization-growth nexus was analyzed in 22 emerging markets during 2002-2015 period with the panel cointegration test of Westerlund-Durbin-Hausman (2008) and panel causality test of Dumitrescu and Hurlin (2012).

3.1. Data

The dependent variable, economic growth, was substituted by real GDP growth rate in the study. On the other side,

economic freedom index of Freedom House (2017) was used for democratization. Economic freedom index of Freedom House (2017) consists of civil liberties and political rights. In this regard, civil liberties includes 15 indicators including belief and expression freedom, associational and organizational rights, personal autonomy, individual rights and rule of law which each one gets a value between 0 and 4 points, thus score of political rights are between 0 and 60. On the other side, political rights includes 10 indicators under the headings of electoral process, political pluralism and participation, and functioning of government which each one gets a value between 0 and 4 points, thus score of political rights are between 0 and 40. Therefore score of economic freedom, sum of civil liberties and political rights, can be changed from 0 to 100 (Freedom House, 2017)

Table 1: Data description

Variables	Symbol	Data Source
GRW	GDP, PPP (constant 2011 international \$)	World Bank (2017)
DEM	Economic freedom index	Freedom House (2017)

EViews 9.0, Gauss 10.0 and Stata 14.0 statistical software programs were benefited for econometric analysis. The descriptive characteristics and the correlation matrix with level values were displayed in Table 2. A negative correlation between democratization (DEM) and economic growth (LGDP) was revealed as seen in Table 2.

Table 2: Descriptive statistics and correlation matrix

Variables	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
LGDP	308	11.90944	0.4661376	10.85397	13.26974
DEM	308	63.41234	24.89055	13	97
		LGDP		EF	
LGDP		1.0000			
DEM		-0.2633		1.0000	

3.2. Econometric Methodology

First, cross-sectional dependence was tested with LM CD test of Pesaran (2004) and LM adjusted test of Pesaran et al. (2008), because cross-section dimension was found to be higher than time dimension ($N=22>T=14$). On the other hand, the homogeneity was tested with adjusted delta tilde test of Pesaran and Yamagata (2008) considering selection of further econometric tests.

In the second stage of econometric analysis, integration levels of the series were researched with panel CIPS unit root test of Pesaran (2007) regarding cross-sectional dependence. Then, Westerlund-Durbin-Hausman (2008) cointegration test was used to test the cointegrating relationship between the variables due to the existence of cross-sectional dependency. Lastly the causal interaction between the variables was investigated with Dumitrescu and Hurlin (2012) causality test.

4. Empirical Analysis

4.1. Cross-sectional Dependence and Homogeneity Tests

The presence of cross-sectional dependence between the variables was tested with and LM CD test of Pesaran (2004) and LM adjusted test of Pesaran et al. (2008) because $T=14$ was lower than $N=22$ and the results were shown in Table 3. The results dictated us to reject the null hypothesis at 1% significance level. So a cross-sectional dependency between two series was revealed. Furthermore, the homogeneity was tested with adjusted delta tilde test of Pesaran and Yamagata (2008) and null hypothesis, there is homogeneity, was rejected at 1% significance level. So the cointegrating coefficients were heterogeneous.

Table 3: Results of cross-sectional dependence and homogeneity tests

Cross-sectional dependency tests		
Test	Test Statistic	p-value
LM (Breusch and Pagan (1980))	931	0.0000
LM adj*	63.44	0.0000
LM CD*	20.41	0.0000
Homogeneity tests		
Test	Test Statistic	p-value
Delta_tilde	16.435	0.0000
Delta_tilde_adj	18.375	0.0000

*two-sided test

4.2. CIPS Panel Unit Root Test Results

The integration levels of the series were researched with Pesaran (2007) CIPS (Cross-sectionally augmented IPS (Im-Pesaran-Shin (2003)) unit root test and the test results were shown in Table 4. We concluded that DEM was $I(0)$ and GRW was $I(1)$.

Table 4: Panel unit root test results

Variables	Constant	Constant + Trend
GRW	0.459 (0.677)	2.627 (0.996)
d(GRW)	-11.534 (0.000)***	-9.813 (0.000)***
DEM	-3.047 (0.001)***	-0.978 (0.164)
d(DEM)	-16.035 (0.000)***	-14.775 (0.000)***

*** significance at 1% level

4.3. Westerlund-Durbin-Hausman (2008) Panel Cointegration Test

We benefited from the panel cointegration test of Westerlund-Durbin Hausman (2008) to see the existence of the cointegrating relationship between two variables and the results were shown in Table 5. The Durbin-Hausman group statistic was taken in consideration due to the results of cross-sectional dependence

and adjusted delta tilde tests. So the null hypothesis, there is no cointegrating relationship, was rejected at 1% significance level and there was a cointegrating relationship between two variables.

Table 5: Results of Westerlund-Durbin-Hausman (2008) cointegrating test

	Test statistic	P value
Durbin-Hausman Group Statistic	3.387	0.000
Durbin-Hausman Panel Statistic	0.885	0.188

4.4. Estimation of Cointegrating Coefficients

The long-term coefficients were estimated with AMG estimator regarding cross-sectional dependence and heterogeneity and the test results were shown in Table 6. The results showed that democracy affected economic growth affirmatively in Greece, Hungary, India, Mexico, Qatar, Russia, South Africa, Thailand, while democracy had negative influence on the growth in Brazil, Chile, Czech Republic, Peru, Poland, and South Korea.

Table 6: Long-term cointegrating coefficients

Country	DEM	
	Long-term Coefficients	P value
Brazil	-0.0058758***	0.000
Chile	-0.0029262***	0.000
China	0.0289527	0.164
Colombia	0.0001552	0.860
Czech Republic	-0.0064329**	0.041
Egypt	-0.0001149	0.865
Greece	0.0259261***	0.007
Hungary	0.0103429***	0.003
India	0.0231858***	0.000
Indonesia	0.0007865	0.766
Malaysia	-0.0017588	0.194
Mexico	0.0062912***	0.000

Country	DEM	
	Long-term Coefficients	P value
Peru	-0.019707***	0.000
Philippines	-0.0001404	0.883
Poland	-0.004599***	0.000
Qatar	0.0482166***	0.000
Russia	0.0026829***	0.002
South Africa	0.0082002	0.000
South Korea	-0.0045094'	0.095
Thailand	0.0008047***	0.000
Turkey	0.0005899	0.443
United Arab Emirates	-0.0004724	0.799
Panel	0.0049817	0.113

***, **, *: significance at 1,5 and 10 % level

In this context, the democratization affected the economic growth negatively especially Latin American countries in the sample except Mexico and this finding was consistent with the empirical literature (e.g. Krieckhaus, 2006) about democratization and growth for Latin American region. On the other hand, democratization affected the economic growth positively in two leading emerging markets Russia and India. Furthermore, no significant relationships were seen in China, Egypt, Colombia, Indonesia, Malaysia, Philippines, Turkey, and United Arab Emirates in the light of estimations results.

4.5. Dumitrescu and Hurlin (2012) Causality Test Coefficients

The causal interplay between economic growth and democracy was explored by panel causality test of Dumitrescu and Hurlin (2012) and the test results were shown in Table 7. The test results revealed no significant causal interaction between two variables.

Table 7: Dumitrescu and Hurlin (2012) causality test results

Lags: 1			
Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
EF →DLGDP	1.41814	0.27007	0.7871
DLGDP →EF	1.13359	-0.31023	0.7564
Lags: 2			
Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
EF →DLGDP	2.47700	-0.47210	0.6369
DLGDP →EF	2.49049	-0.45992	0.6456

5. Concluding Remarks

The world has experienced considerable social and economic developments as of 1970s. In this context, globalization process accelerated, global production and trade increased substantially, Iron Curtain collapsed and many countries democratized gradually. In the paper, the interaction between democracy and economic growth was researched for the sample of emerging markets over the 2002-2015 period in the short and long term. First, panel cointegration test of Westerlund-Durbin-Hausman (2008) was applied and the the results revealed a cointegrating relationship between two variables. However, individual cointegrating coefficients revealed that democracy influenced the economic growth affirmatively in Greece, Hungary, India, Mexico, Qatar, Russia, South Africa, Thailand, while democracy affected the economic growth negatively in Brazil, Chile, Czech Republic, Peru, Poland, and South Korea. Finally, the causality between economic growth and democracy was tested with panel causality test of Dumitrescu and Hurlin (2012), but no significant causal interactions were seen between two variables as a result of the causality test.

Our findings revealed that democracy had no effects on the economic growth in the short run, but democracy can affect the economic growth only after a reaching certain threshold level of democracy. On the other side, democracy had different effects on the economic growth in the long term depending on the country specific factors such as institutional, educational and infrastructural properties of the countries.

REFERENCES

- Abeyasinghe, R. (2004), *Democracy, Political Stability, and Developing Country Growth: Theory and Evidence*, Honors Projects, Paper 17, http://digitalcommons.iwu.edu/econ_honproj/17 (27.12.2016).
- Acemoglu, D., Johnson, S. and Robinson J. A. (2005), *Institutions as a fundamental cause of long-run growth*. In: Philippe Aghion and Steven N. Durlauf, *Handbook of Economic Growth*, Volume 1A, Chapter 6, 385-472.
- Acemoglu D, Naidu, S., Restrepo, P. and Robinson J. A. (2014), *Democracy Does Cause Growth*. NBER Working Papers No. 20004, <http://www.nber.org/papers/w20004> (26.12.2016).
- Aisen, A., José Veiga, F. (2013), *How does political instability affect economic growth?*, *European Journal of Political Economy* 29 (2013) 151–167.
- Arfaoui, L., Ziadi, A. and Manai, S. (2016), *The Relationship between Democracy and Economic Growth in Tunisia: An Application of Autoregressive Distributed Lag Model*, *International Journal of Social Science Research*, 4(1), 137-150.
- Alesina A., Perotti R. (1994), *The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature*, *The World Bank Economic Review*, vol. 8,3. pp.351-373.
- Barro R.J. (1989), *A cross-country study of growth, saving, and government*, NBER Working Paper No. 2855.
- Barro R. J. (1996), *Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study*, NBER Working Paper 5698.
- Baum M. A., Lake D. A. (2003), *The Political Economy of Growth: Democracy and Human Capital*, *American Journal of Political Science*, 47, 2, pp. 333–347.
- Bhagwati J. (1997), *Democracy and Development: New Thinking on an Old Question*, Discussion Paper Series No. 727.
- Bilecen, H., Kibis, E.Y. (2012), *Economic Growth and Democracy in Turkey*, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10 (20), 137-155.
- Breusch, T.S., Pagan, A.R. (1980), *The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics*, *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Doucoulagos, H., Ulubaşoğlu, M. A. (2008), *Democracy and Economic Growth: A Meta-Analysis*, *American Journal of Political Science*, 52, 1, pp. 61–83

- Dumitrescu, E. I., Hurlin, C. (2012). Testing for Granger noncausality in heterogeneous panels, *Economic Modelling*, 29(4), 1450-1460.
- Freedom House (2017), *Freedom in the World 2017-Methodology*, <https://freedomhouse.org/report/methodology-freedom-world-2017> (05.04.2017).
- Gurgul, H., Lach, L. (2010), *The Nexus between Improvements in Economic Freedom and Growth: Evidence from CEE Countries in Transition*, MPRA Paper No. 52260, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/52260/> (26.12.2016).
- Haggard, S., Tiede L. (2010), *The Rule of Law and Economic Growth: Where Are We?*, Paper presented at: The University of Texas School of Law Conference on Measuring the Rule of Law, <https://law.utexas.edu/conferences/measuring/The%20Papers/ruleoflawconference.Haggard&Tiede.Rule%20of%20Law.March13.2010.pdf> (03.05.2017).
- Helliwell, J.F. (1994), *Empirical Linkages Between Democracy and Economic Growth*. *B. J. Pol. S.*, 24, pp. 225-248.
- Heo, U., Tan, A.C. (2001), *Democracy and Economic Growth: A Causal Analysis*, *Comparative Politics*, 33(4), 463-473.
- Im, K.S., Pesaran M. H. and Shin Y. (2003), *Testing for unit roots in heterogeneous panels*, *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- Kaufmann, D., Kraay, A. and Mastruzzi, M. (2010), "The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues", *World Bank Policy Research Working Paper No. 5430*, http://dspace.khazar.org/jspui/bitstream/123456789/2844/1/the%20worldwide%20governance%20indicators_WP.pdf (30.12.2016).
- Kriekhaus, J. (2006), *Democracy and Economic Growth: How Regional Context Influences Regime Effects*, *British Journal of Political Science*, 36(2), 317-340.
- Ma, T-C., Ouyang, L. (2016), *Democracy and Growth: A Perspective from Democratic Experience*, *Economic Inquiry*, 54(4), 1790-1804.
- Mahmood K., Azid, T. and Siddiqui, M. M. (2010), *Democracy and Economic Growth in Pakistan*, *Research Journal of International Studies*, 15 (8): 77-86.
- Maimone, D., Patti, A. and Navarra, P. (2009), *Globalization, democratization and economic growth*, *Applied Economics Letters*, 16(7), 731-734.
- Masaki, T., van de Walle, N. (2014), *The impact of democracy on economic growth in sub-Saharan Africa, 1982-2012*. WIDER Working Paper 2014/057, <http://takaakimasaki.com/wp-content/uploads/2014/08/wp2014-057.pdf> (30.12.2016).
- North, D. (1990), "Institutions, Institutional Change and Economic Performance", New York: Cambridge University Press.

- Papaioannou, E., Siourounis G. (2008), Democratisation and Growth, *The Economic Journal*, 118 (October), 1520–1551.
- Patnaik, I. (2014), India: Democracy and Economic Growth, Paper presented at Democracy Works Project Seminar at CDE, https://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/Patnaik2014_democracyGrowth.pdf (30.12.2016).
- Peev E., Mueller D. C. (2012), Democracy, Economic Freedom and Growth in Transition Economies, *Kyklos*, 65, 3, pp. 371-407.
- Pesaran, M. H. (2004), General diagnostic tests for cross section dependence in panels, *CESifo Working Papers No.1233*, pp.255–260.
- Pesaran, M. H. (2007), A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence, *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H., Yamagata, T. (2008), Testing slope homogeneity in large panels, *Journal of Econometrics*, 142(1), 50–93.
- Pesaran, M.H., Ullah, A. and Yamagata, T. (2008), A bias-adjusted LM test of error cross-section independence, *Econometrics Journal*, 11(1), 105–127.
- Piątek D., Szarzec, K. and Pilc, M. (2013), Economic freedom, democracy and economic growth: a causal investigation in transition countries, <http://dx.doi.org/10.1080/14631377.2013.813137> (26.12.2016).
- Pozuelo J. R., Slipowitz, A. and Vuletin, G. (2016), Democracy Does Not Cause Growth: The Importance of Endogeneity Arguments, *IDB Working Paper Series N° IDB-WP-694*.
- Rachdi H., Saidi H. (2015), Democracy and Economic Growth: Evidence in MENA Countries, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 191, pp. 616 – 621.
- Ray, S., Ray I. A. (2011), Regional analysis on the relationship between economic growth and democracy: Evidence from India, *Afro Asian Journal of Social Sciences*, Vol. 2, No. 2.3 Quarter III 2011.
- Rivera-Batiz, F. L. (2002), Democracy, Governance and Economic Growth: Theory and Evidence, *Review of Development Economics*, 6, 2, 225-247.
- Rodrik, D. (2000), Institutions for High-Quality Growth: What They are and How to Acquire them, *NBER Working Paper 7540*, <http://www.nber.org/papers/w7540> (29.12.2016).
- Sandalcilar, A. R. (2013), Democracy and Growth: Evidence from Transition Economies. *American International Journal of Contemporary Research*, 3, 1, pp. 63-75.
- Tavares J., Wacziarg R. (2001), How democracy affects growth, *European Economic Review*, 45, 1341-1378.

Westerlund, J. (2008), Panel cointegration tests of the Fisher effect, *Journal of Applied Econometrics*, 23(2), 193-233.

World Bank (2016a), GDP per capita growth (annual %), <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG> (15.10.2016)

World Bank (2016b), Worldwide Governance Indicators, <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (15.10.2016).

Türkiye’de Faaliyette Bulunan Çok Uluslu Şirketlerin Kontrolündeki Yabancı Şirketlerin Vergi Yüklerinin Analizi

Kürşat YALÇINER¹ - Erkan ERTÜRK²

Makale Gönderim Tarihi: 02.10.2017

Makale Kabul Tarihi: 26.03.2018

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de faaliyette bulunan Çok Uluslu Şirketlerin (ÇUŞ) kontrolündeki yabancı firmaların vergi yüklerinin yerli firmalara göre farklı olup olmadığını araştırmaktır. Çalışmada satışlar ve aktif büyüklüğü kriterine göre, yerli ilk 1.000 firma ile yabancı ilk 100 firmanın vergi matrahı/satışlar oranları ile vergi matrahı/aktifler oranları karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma sonucunda, yabancı ÇUŞ’ların yerli firmalara göre daha az mali kar beyan ettikleri bulunmuştur. Basit doğrusal regresyon analiziyle bu farklılığın transfer fiyatlandırmasından kaynaklanıp kaynaklanmadığı araştırılmış; ancak anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Transfer Fiyatlandırması, Matrah Aşındırması ve Kar Aktarımı, Vergi Yükü, Çok Uluslu Şirketler.

¹ Prof. Dr., İstanbul Gelişim Üniversitesi, kyalciner@gelisim.edu.tr, Orcid Id: 0000-0002-3244-2220

² Daire Başkanı, Gümrükler Genel Müdürlüğü, e.erturk@gtb.gov.tr, Orcid Id: 0000-0002-8155-1001
Sorumlu yazar.

The Tax Burden of Foreign Companies in the Control of MNCs Operating in Turkey

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate whether the tax burden of foreign firms in the control of MNCs operating in Turkey differs from the local firm. For this purpose, the ratio of tax base / sales and tax base / assets of the first 1000 domestic and 100 foreign firms in terms of sales and asset size are compared. As a result of comparison, foreign MNCs declared less tax income than those of domestic firms. With regression analysis, it was researched whether this difference was caused by transfer pricing, but no significant finding was found.

Keywords: Transfer Pricing, Base Erosion and Profit Shifting, Tax Burden, Multinational Corporations.

1. GİRİŞ

Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasının yürürlüğe girmesiyle birlikte ülkeler arasındaki ticaret serbestleşmeye başlamış ve bunun sonucunda da Çok Uluslu Şirket (ÇUŞ) yapıları ortaya çıkmaya başlamıştır. ÇUŞ'ların ortaya çıkışı, bu şirketlerin vergilendirmesinde güçlükler yaşanmasına neden olmuştur. İlk olarak, bu şirketlerin kendi aralarında yaptıkları mal ve hizmet ticaretinde kullandıkları fiyatları normal arz ve talep koşullarına göre değil, kendi isteklerine göre belirleyebilmesi transfer fiyatlandırması diye adlandırılan sorunu ortaya çıkarmıştır. Transfer fiyatların, ülkeler arasındaki vergi oranı farklılıklarından faydalanmak amacıyla emsallere uygun olmayacak bir şekilde belirlenmesi ve bu suretle de vergiden kaçınılması bugün ülkelerin en temel vergilendirme sorunlarından biri haline gelmiştir.

ÇUŞ'ların vergiden kaçınmasına yol açan diğer bir husus; patent, marka gibi gayri maddi hakların yoğun kullanımı olmuştur. Gayri maddi haklar, günümüzde şirket karlılığını belirleyen en önemli unsurlardan biridir. Ancak söz konusu hakların değerlendirilmesindeki güçlük, ÇUŞ'ların vergiden kaçınmalarına yol açmaktadır. Özellikle bu hakların vergi cennetlerinde kurulan şirketlere lisans-

lanması veya maliyet paylaşım anlaşmaları ile ortak geliştirilmesi, ÇUŞ'ların vergiden kaçınmalarını oldukça kolaylaştırmıştır.

Söz konusu gelişmeler, ÇUŞ'ların vergilendirilmesini günümüzün en önemli konularından birisi haline getirmiştir. Ancak, ÇUŞ'ların etkin bir şekilde vergilendirilmesi kolay görünmemektedir. Başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere birçok ülke, söz konusu şirketlerin kendi ülkelerine yatırım yapmasını istemekte, bunun için de bazı vergi teşvikleri veya indirimlerini ÇUŞ'ların kullanımına sunmaktadır. Bu nedenle ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını hem caydırmayan hem de yeterli vergi geliri sağlayan bir vergilendirme politikası geliştirmeyi arzulamaktadırlar. Böyle bir politikanın geliştirilmesinde ÇUŞ'ların ülke içinde yerli firmalara göre daha az vergi ödeyip ödemediklerinin bilinmesi, daha az vergi ödüyorlarsa da bunun nedeninin araştırılması ve araştırma sonucuna göre de gerekli önlemlerin alınması büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye'de faaliyette bulunan ÇUŞ'ların kontrolündeki yabancı firmaların vergi yüklerinin yerli firmalara göre farklı olup olmadığı araştırılmış ve farklılığın transfer fiyatlandırmasından kaynaklanıp kaynaklanmadığı incelenmiştir.

2. Literatür incelemesi

ÇUŞ'ların matrah aşındırması ve kar aktarımı ile ilgili literatür üç grupta sınıflandırılabilir. Birinci grup çalışmalar, ÇUŞ'ların faaliyette buldukları ülkelere göre vergi yükleri ve bu vergi yüklerindeki farklılıkların neden kaynaklandığı üzerine odaklanmıştır. İkinci grup çalışmalar, ülkelerin reel vergi oranları arasındaki farklılığın doğrudan sermaye yatırımları üzerindeki etkilerini incelemektedir. Üçüncü grup çalışmalar ise, vergi cennetlerinin üzerine yoğunlaşmıştır. Son dönem literatür özellikle ABD merkezli ÇUŞ'ların matrah aşındırma ve kar aktarımına karşı getirilecek politika önerileri üzerine yoğunlaşmıştır.

Grubert ve diğerleri (1993), ABD'de yerleşik firmalar ile yabancılardan kontrol ettiği ABD'de faaliyet gösteren firmaların kurumlar vergisi ödemelerini karşıladıkları çalışmalarında; vergilendirilebilir gelirin aktif büyüklüğe oranını ABD'de yerleşik firmalar

için %2,18, ABD’de faaliyet gösteren yabancı şirketler için ise %0,58 olarak bulmuşlardır. Yazarlara göre, yabancı şirketlerin düşük vergi ödemelerine yol açan faktörler; transfer fiyatlandırma manipülasyonu, daha fazla borçlanma, şirket birleşme ve devralmaları, yeni şirket kurma maliyetleri, döviz kuru dalgalanmaları ve sermaye maliyetindeki farklılıklardır. Bu etkiler yabancı kontrolündeki şirketler ile yerli şirketler arasındaki getiri oranı farkının yaklaşık yarısını açıklamakta, geri kalan farklılığı açıklayan başkaca bir unsur tespit edilememekte ve bu farklılığın transfer fiyatlandırmasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Çalışmada, yabancı şirketlerin daha düşük vergilendirilebilir gelire sahip olmalarına neden olabileceği düşünülen faktörlerden borçlanma, devralma - birleşme ve sermaye maliyetindeki farklılıkların, yabancı – yerel şirket karlılığına etkisi olup olmadığı konusunda bir kanıta ulaşılamamıştır.

Collins ve Shackelford’un (1995) 1982-1991 yılları arasında ülkelerin ortalama efektif vergi oranlarını karşılaştırdıkları çalışmalarına göre, en yüksek efektif vergi oranına sırasıyla Japonya, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada sahiptir. Bu sıralama yerel şirketler ile yurt içinde yer alan ÇUŞ’lar için de geçerli olmaktadır. ABD’de bulunan ÇUŞ’lar, sürekli olarak yerli muadillerinden daha yüksek vergi ödemektedir.

Grubert ve diğerleri (1996), ÇUŞ’ların vergi planlaması yoluyla yabancı vergi oranlarını düşürdüklerini ya da hükümetlerin ÇUŞ’lara verdikleri vergi tavizlerini artırdıklarını ifade etmektedirler. ABD ana şirketlerinin yurtdışındaki iştiraklerinden ABD’ye gönderilen gelire ilişkin ortalama yabancı vergi oranı 1984’te % 36’ı iken, 1992’de % 25’e gerilemiştir. Azalışın temel sebebi, ev sahibi ülkenin efektif vergi oranlarının azalması olmuştur. Bunda, kâr payı ödemesi aleyhine artan royalti ücretlerinin önemli bir payı olmuştur. Araştırmacılara göre, ABD şirketleri tarafından rapor edilen efektif vergi oranlarındaki ülke bazlı değişiklikler beklenenden daha fazla olmuştur.

Collins ve diğerlerine (1997) göre, ABD’de ticaret sektöründe faaliyet gösteren yabancı kontrolündeki toptancıların vergi beyanlarında kayıtlı satılan mamul maliyeti ile satışlar arasındaki

ilişki, diğer (kontrol grubundaki) şirketlerin konsolide finansal tablolarındaki ilişkiden farklılaşmamaktadır.

Grubert (2000), hükümetlerin ve şirketlerin entegre olan dünyaya tepki gösterdiğine dair bazı işaretlerin bulunduğu söylemiş ve küçük, açık ve düşük gelirli ülkelerin, ortalama vergi oranlarını daha fazla düşürdüklerini, bu ülkelerin artan sermaye hareketliliğinden daha fazla etkilenmesinin beklenebileceğini ifade etmiştir. Ayrıca, ülkelere geri gönderilen gelir üzerinde daha düşük yabancı vergi oranına sahip şirketlerin, faaliyet gösterdikleri ülkelerde ortalama vergi indirimlerinden daha fazlasını kazanabildiklerini, bu şirketlerin daha hareketli olmaları ya da vergi planlaması fırsatlarının artmış olması nedeniyle pazarlık güçlerinin arttığını belirtmiştir. Bu nedenlerle de daha fazla gelir düşük vergi oranına sahip ülkelere kaydırılmaktadır. Avrupa Ekonomik Teşkilatı gibi homojen serbest ticaret alanlarında vergi oranı daha fazla düşmemekte, efektif veya kanuni vergi oranları arasında çok az bir yakınsama bulunmaktadır.

Altshuler ve diğerlerine (2000) göre, yurtdışındaki yatırımlar için tahmin edilen vergi esnekliği daha büyüktür. 1984-1992 döneminde imalat sanayinde fiziki sermayenin yeri vergi oranlarına karşı daha duyarlı hale gelmektedir. Fiziki sermayenin vergi sonrası getirilerindeki değişimlere karşı esnekliği 1984'te yaklaşık 1,5 iken esneklik 1992'de 2,8'e çıkmıştır. Esnekliklerde 1'den daha fazla artış, son yıllarda ev sahibi ülkenin vergi oranlarındaki farklılıklara karşı ana ülkedeki imalatçı şirketlerin yurtdışındaki imalatçı iştiraklerinde tutulan fiziki sermaye payının, daha duyarlı hale geldiğini göstermektedir. Bu durum, uluslararası sermayenin artan hareketliliği ve üretimin küreselleşmesi ile de tutarlıdır.

Grubert'e (2003) göre, gayri maddi haklara ilişkin ARGE'den kaynaklanan gelir toplam şirket gelirlerinin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır ve bu gelir yüksek vergili yerlerden düşük vergili yerlere aktarılmaktadır. ARGE yoğun iştirakler, şirketler arası işlemlere daha fazla girmekte ve bu durum gelir aktarımı için daha fazla fırsat oluşturmaktadır. Çok yüksek ya da çok düşük yasal vergi oranları bulunan ülkelerdeki iştiraklerin, içeriye veya dışarıya doğru gelir aktarımı için daha güçlü güdüleri bulunmakta ve ayrıca bu

iştirakler şirketler arası işlem hacminin önemli bir bölümünü üstlenmektedir. Ayrıca, ARGE yoğun ABD ana şirketleri, yasal vergi oranları çok yüksek veya çok düşük olan ülkelere yatırım yaparak gelir aktarımı fırsatlarına karşılık vermektedir. Dolayısıyla ARGE yoğun firmalar için gelir aktarımı, düşük vergi oranlı ülkelerin cazibesini artırırken, yüksek vergi oranlı olmanın olumsuz etkisini azaltıcı görünmektedir. Ampirik bulgular, gelir aktarım fırsatlarının, hem yüksek hem de düşük vergili ülkelere yatırım ve şirket içi işlemleri değiştirerek nispeten simetrik bir etkiye sahip olmalarını sağladığını göstermektedir.

Collins ve Shackelford'a (2003) göre, ABD'de yerleşik şirketler sadece ABD'de faaliyet gösteren yerel şirketlerden ve Kanadalı ÇUŞ'lardan daha yüksek vergi yükü ile karşılaşmakta, İngiliz ÇUŞ'ları ile ise benzer vergi yüküne sahip olmaktadır. ABD'li şirketler küresel faaliyetleri nedeniyle daha yüksek vergi yüküyle karşılaşmaktadırlar. Japon şirketler 1980'li yıllardakine göre daha az olmasına karşın hala yüksek ortalama efektif vergi yüküne sahip olmaya devam etmektedirler. Araştırma konusu ülkeler içinde Kanada, en düşük efektif vergi oranına sahip ülke olmaya devam etmektedir. ABD ve İngiltere ÇUŞ'ları yerel eşdeğer firmalara göre artan bir şekilde, özellikle de finans, sigorta ve gayrimenkul sektöründe, daha yüksek vergi yükü ile yüzleşmektedirler.

Clausing'e (2009) göre, ülkeler arasındaki vergi oranı farklılıklarına karşın reel karşılıktan dolayı kaybedilen gelirler, finansal karşılıklar nedeniyle kaybedilen gelirlerin yarısından az olmaktadır.

Hines (2010), vergi cennetine daha yakın lokasyonda bulunan ülkelerin, vergi cennetlerine uzak diğer ülkelere nazaran 1992 ila 2006 arasında daha hızlı ekonomik büyüme sergilediğini göstermiştir. Buna göre vergi cennetlerine yakın ülkelerin söz konusu yıllar arasında reel ekonomik büyüme oranları yüzde 2,56 iken, dünyanın geri kalan ülkeleri için bu oran yüzde 2,14 tür.

Zucman (2015), vergi cennetlerinde ne kadar servet olduğu hesaplamak için kayıtlı finansal varlıklar ile dünya çapındaki finansal merkezlerdeki yükümlülükler arasındaki farkı araştırmıştır. Bu referans tahmine göre, dünyanın finansal varlıklarının

yüzde 8'i vergi cennetlerinde tutulmaktadır. Zucman gelişmekte olan ülkelerde bu yüzdenin çok daha yüksek olabileceğini tahmin etmektedir. Offshore hesaplarda tutulan finansal servetlerin Afrika'daki payı yüzde 30'lar civarında iken Rusya ve Orta Doğu'da bu oran yüzde 50'nin üzerindedir. Zucman, bu rakamların dünya çapında vergi gelirinde yaklaşık 200 milyar USD kayıp anlamına geleceğine işaret etmektedir.

3. Transfer fiyatlandırma mekanizması yoluyla vergiden kaçınılması

ÇUŞ'ların ilişkili oldukları şirketler arasında gerçekleştirdikleri mal ve hizmet transferlerinde uyguladıkları fiyatlar ile vergiden nasıl kaçınabildiklerini göstermek amacıyla aşağıda yer alan örnek uygulamaya yer verilmiştir. Tablo 1.'de çok uluslu bir şirketin iki farklı ülkede faaliyet gösteren şirketlerine ilişkin gelir tabloları yer almaktadır. X ülkesinde kurumlar vergisi oranı %15, Y ülkesinde kurumlar vergisi oranı %30'dur. X ülkesinde faaliyette bulunan A şirketi, Y ülkesindeki ilişkili B şirketine dizüstü bilgisayar satmaktadır. Y ülkesindeki şirket ise söz konusu diz üstü bilgisayarların, dağıtımını ve perakende satımını gerçekleştirmektedir.

Tablo 1: A ve B şirketlerinin bireysel ve konsolide gelir tabloları (Senaryo-1)

	A Şirketi	B Şirketi	Konsolide Tablo
Satışlar	80.000 USD	150.000 USD	230.000 USD
Satılan Mal Maliyeti	50.000 USD	80.000 USD	130.000 USD
Brüt Kar	30.000 USD	70.000 USD	100.000 USD
Diğer Giderler	20.000 USD	20.000 USD	40.000 USD
Vergi Öncesi Kar	10.000 USD	50.000 USD	60.000 USD
Vergi	1.500 USD	15.000 USD	16.500 USD
Vergi Sonrası Kar	8.500 USD	35.000 USD	43.500 USD

Tablo 1'den de görüleceği üzere, B şirketinin satılan mal maliyetlerinin tümünü A şirketinden aldığı diz üstü bilgisayar oluşturmaktadır. İlk durumda A şirketi diz üstü bilgisayarları 80.000 USD'ye B şirketine sattığında çok uluslu firmanın konsolide karı

43.500 USD olmaktadır. Eğer söz konusu diz üstü bilgisayarlar B şirketine 80.000 USD değil de 100.000 USD'ye satılsaydı, B şirketinin satılan mal maliyeti de 100.000 USD'ye yükselecek ve çok uluslu şirketin konsolide karı 46.500 USD'ye yükselecektir (Bknz. Tablo 2). Düşük vergi oranlı ülkede daha fazla kar elde edilirken yüksek vergi oranlı ülkede daha düşük kar elde edilmesi, konsolide karı 3.000 USD artırmıştır.

Tablo 2: A ve B şirketlerinin bireysel ve konsolide gelir tabloları (Senaryo-2)

	A Şirketi	B Şirketi	Konsolide Tablo
Satışlar	100.000 USD	150.000 USD	250.000 USD
Satılan Mal Maliyeti	50.000 USD	100.000 USD	150.000 USD
Brüt Kar	50.000 USD	50.000 USD	100.000 USD
Diğer Giderler	20.000 USD	20.000 USD	40.000 USD
Vergi Öncesi Kar	30.000 USD	30.000 USD	60.000 USD
Vergi	4.500 USD	9.000 USD	13.500 USD
Vergi Sonrası Kar	25.500 USD	21.000 USD	46.500 USD

4. Çalışmanın amacı ve kapsamı

Çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı ÇUŞ'ların³ transfer fiyatlandırmanın sağladığı avantajları kullanarak yerli şirketlere göre daha az vergi ödeyip ödemediklerinin tespit edilmesidir.

Çalışmada toptan ticaret sektörü üzerine odaklanılmıştır. Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük 100 yabancı firmanın 66'sı toptan ticaret sektöründe faaliyet göstermektedir (Bknz. Tablo3). Toptan ticaret sektörünün stok alma ve satma gibi görece basit bir üretim fonksiyonuna sahip olması sektör seçiminde önemli bir nedendir. Yabancı kontrolünde olup da toptan ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların yurtdışındaki ana firmadan mal satın alarak Türkiye piyasasında satmaları da ticaret sektöründe odak-

³ Yabancı çok uluslu şirket deyimi, şirkete yönetim hakkı veren hisselerin %50'sinden fazlasının yabancılara ait olması anlamına gelmektedir.

lanılmasının diğer bir nedenidir. Stok alımları ya da satılan mal maliyetlerinin ve stoğa ilişkin diğer giderlerin araştırılması çalışma açısından transfer fiyatlarının firma lehine kullanılıp kullanılmadığı konusunda fikir vermektedir.

ÇUŞ'lar düşük vergilendirilebilir gelir elde etmek için, stoklara ilişkin giderleri, dönem sonunda faaliyet giderleri olarak raporlayarak stratejik bir şekilde ayarlayabilirler. Örneğin, brüt karlılıktaki artış, dönem sonunda faaliyet giderlerinde (ör. genel yönetim giderlerinde) raporlanacak tutarın artması ile sonuçlanabilir. Bu durum genellikle ÇUŞ'ların dönem sonunda yerel ülkeden faaliyette buldukları ülkeye ortak giderleri dağıtması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, yabancı kontrolü altındaki firmaların transfer fiyatlarını lehlerine kullanıp kullanmadıklarının belirlenmesinde 'brüt kar marjı' ve 'beyan edilen matrah' değişkenleri kullanılmıştır. Benzer bir yaklaşımın literatürde Collins ve diğerlerine (1997) ait çalışmada olduğunu görüyoruz. Yabancı firmaların brüt kar marjlarındaki bir değişimin vergi matrahına olan etkisi (δ Matrah / δ Brüt Kar Marjı) yerli firmaların brüt kar marjlarındaki bir değişimin vergi matrahına olan etkisine göre (δ Kar Matrahı / δ Net Satışlar veya δ Kar Matrahı / δ Brüt Kar Marjı) daha az ve ters yönde olacaktır. Transfer fiyatları vergilendirilebilir gelirden (matrah) meydana gelen değişimin etkilerini dengelemek için manipüle ediliyorsa, brüt kar marjındaki değişim, vergilendirilebilir gelirden daha az etkiye yol açacaktır.

5. Model ve veriler

5.1 Model

Çalışmada basit doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Modelin bağımlı değişkeni, matrah (vergilendirilebilir gelir), bağımsız değişkenler ise yerli ve yabancı firmaların brüt karlılıklarıdır. Regresyon modeli aşağıda yer almaktadır:

$$\delta \text{MATRAH}_i = b_0 + b_1 \delta \text{KARMARJ}_i + \varepsilon_i$$

Modelde;

- δMATRAH = Şirket i için t yılındaki matrahtan t-1 yılı matrahi çıkartılıp, t-1 yılındaki matraha bölünmesi ile elde edilen yıllık değişim oranını,
- $\delta\text{KARMARJI}$ = Şirket i için t yılındaki brüt kar marjının t-1 yılındaki brüt kar marjından çıkartılıp t-1 yılı satışlarına bölünmesi ile elde edilen değişim oranını,
- b_0 ve b_1 modelin bilinmeyen katsayılarını, ε_i ise hata terimini ifade eder.

5.2. Veri ve özellikleri

Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların vergi yüklerini araştırmak için, Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığından temin edilen aktif büyüklüğü ile net satışları en büyük (hizmet, gayrimenkul, enerji ile finans şirketleri hariç) 1.000 yerli ve 100 yabancı firma verisi kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin ticaret unvanları vergi mahremiyeti nedeniyle Gelir İdaresi Başkanlığına gizli tutulmuş, ancak her bir firmaya bir sıra numarası verilmiştir. Söz konusu veriler, Türkiye’de faaliyet gösteren yerli ve yabancı şirketlerin 2004-2012 dönemlerine ait gelir tablosu ve bilanço bilgileri, kuruluş tarihleri, NACE kodları⁴ ile kurumlar vergisi matrahını içermektedir. Aktif büyüklüğü ve net satışları 1 milyon TL ve üzeri olan firmalar çalışmaya dahil edilmiştir.

Çalışmada yerli ve yabancı şirketlerin vergi yüklerinin analizinde ‘kurumlar vergisi matrahları’, ‘Matrah/Net Satışlar’ ve ‘Matrah/Aktifler’ oranları kullanılmıştır. Matrah sadece kar eden firmalar için geçerli olduğundan, zarar eden firmaların matrahi sıfır beyan edilmiştir. Yerli ve yabancı firma vergi yüklerinin karşılaştırılmasında sadece pozitif vergi matrahi bulunan firmalar karşılaştırılmış, zarar eden firmalar araştırma kapsamı dışında tutulmuştur. Firmalara ait istatistikî verilere Tablo 3’de yer verilmiştir.

⁴ Avrupa Topluluğunda Ekonomik Faaliyetlerin İstatistikî Sınıflaması (**NACE**); Avrupa’da ekonomik faaliyetlerle ilgili istatistiklerin üretilmesi ve yayılması amacıyla yönelik bir başvuru kaynağıdır. NACE kodlamasında faaliyet konularına göre işyerlerine/işletmelere altı haneli bir kod verilmektedir.

Tablo 3: Yabancı ve yerli firma istatistikleri

	Yabancı 100 (TL)	Yerli 1.000 (TL)
Aktifler Ortalama	27.453.150	425.694.996
Net Satışlar Ortalama	49.617.985	672.110.216
Aktifler Standart Sapma	40.185.750	726.607.151
Net Satışlar Standart Sapma	72.680.958	956.799.971
Max. Aktif Büyüklüğü	215.827.243	8.137.418.864
Min .Aktif Büyüklüğü	840.783	113.948
Max. Net Satışlar	569.809.112	10.265.276.391
Min. Net Satışlar	12.529.392	183.663.678
İmalat	28	470
Toptan Ticaret	66	359

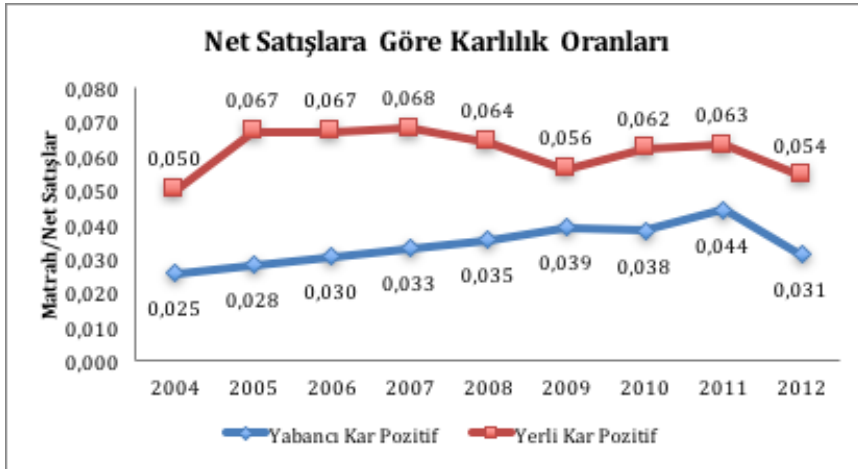
Çalışmada firmaların 2004 ve 2012 yılları için net satışlar açısından en büyük yerli (1.000) ve yabancı firmaların (100) 'Matrah/Net Satışlar' oranı ile aktifler açısından en büyük yerli (1.000) ve yabancı firmaların (100) 'Matrah/Aktif' oranına bakılmıştır. Tablo 4'den de izlenebileceği gibi, gerek net satış büyüklüğüne göre hesaplanan karlılık oranları, gerekse de aktif büyüklüğüne göre hesaplanan karlılık oranları açısından, yabancı firmalar yerli firmalardan daha düşük mali kar beyan etmişlerdir. Bu durumun tek istisnası 2011 yılı aktif büyüklüğüne göre hesaplanan sıfır matrahlı firmaların dahil olduğu kar oranlarıdır. Ancak burada da sıfır matrahlı firmaların dikkate alınmadığı kar pozitif oranlarında yerli firmalar daha büyük mali kar beyanında bulunmuşlardır. Bu durum, çok daha fazla yerli firmanın 2011 yılında sıfır matrahlı gelir beyanında bulunduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 4: Net satış ve aktif büyüklüğüne göre yabancı ve yerli firma karlılıkları

Yıllar	Net Satış Büyüklüğüne Göre				Aktif Büyüklüğüne Göre			
	Yabancı 100		Yerli 1.000		Yabancı 100		Yerli 1.000	
	Kar	Kar Pozitif	Kar	Kar Pozitif	Kar	Kar Pozitif	Kar	Kar Pozitif
2012	0,025	0,031	0,041	0,054	0,047	0,062	0,053	0,079
2011	0,033	0,044	0,045	0,063	0,058	0,080	0,056	0,089
2010	0,029	0,038	0,047	0,062	0,045	0,066	0,059	0,088
2009	0,027	0,039	0,040	0,056	0,049	0,078	0,055	0,092
2008	0,030	0,045	0,042	0,064	0,035	0,060	0,052	0,100
2007	0,028	0,043	0,050	0,068	0,031	0,049	0,067	0,110
2006	0,023	0,037	0,046	0,067	0,026*	0,046	0,061	0,112
2005	0,020*	0,032	0,023	0,067	0,020*	0,034	0,042	0,092
2004	0,026*	0,040	0,029	0,050	0,031*	0,060	0,043	0,095

* Yabancı firma sayıları 100'den daha azdır.

Karlılık oranları ile ilgili diğer bir ilgi çekici durum Şekil 1'de görülmektedir. Yerli firmaların karlılıkları 2004 ila 2012 yılları arasında istikrarlı bir şekilde % 5 ile % 6,8 arasında değişirken, yabancı firmaların karlılıkları 2012 yılı hariç sürekli artmıştır.



Şekil 1: Net satışlara göre yabancı ve yerli firma karlılıkları

Türkiye'nin 2003 ile 2014 yılları arası büyüme hızına baktığında (Tablo 5), yabancı şirketlerin, 2009 Küresel Finansal Krize rağmen, matrah/net satışlar oranının yükselmeye devam ettiği, ancak 2012 yılında ekonomik büyümenin %8,8'den %2.1'e düşmesinden bu oranın olumsuz bir şekilde etkilendiği, firmaların beyan ettiği matrahın net satışlara göre azaldığı görülmektedir. Krizin yerli firmaların beyan ettikleri vergi matrahına etkisi, yabancı firmalara göre daha fazla olmuş, firmaların matrah / net satışlar oranları arasındaki makas daralmıştır.

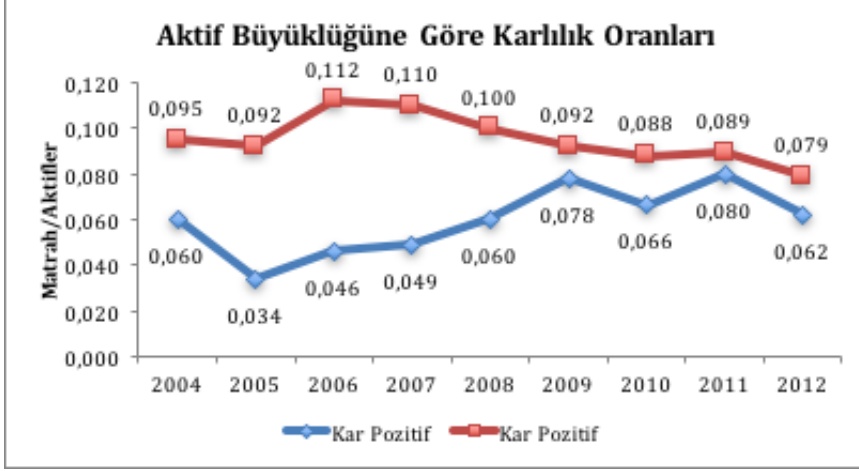
Tablo 5: Gayri safi yurtiçi hasıla, 2003 - 2014 (alıcı fiyatlarıyla) (1998 bazlı)

Yıllar	Cari Fiyatlarla		Sabit Fiyatlarla (1998)		
	Değer (000.000 TL)	Büyüme hızı (%)	Değer (000.000 \$)	Değer (000.000 TL)	Büyüme hızı (%)
2003	454 781	29,8	304 901	76 338	5,3
2004	559 033	22,9	390 387	83 486	9,4
2005	648 932	16,1	481 497	90 500	8,4
2006	758 391	16,9	526 429	96 738	6,9
2007	843 178	11,2	648 754	101 255	4,7
2008	950 534	12,7	742 094	101 922	0,7
2009	952 559	0,2	616 703	97 003	-4,8
2010	1 098 799	15,4	731 608	105 886	9,2
2011	1 297 713	18,1	773 980	115 175	8,8
2012	1 416 798	9,2	786 283	117 625	2,1
2013	1 567 289	10,6	823 044	122 556	4,2
2014	1 748 168	11,5	799 370	126 258	3,0

Kaynak: TÜİK

Aktif büyüklüğüne göre, yabancı ve yerli firmaların 'matrah/ aktif toplamı' açısından yapılan araştırmada (Şekil 2) aktiflerin mali kara göre getirisinde görülen eğilim, Şekil 1'de görülen eğilimle benzerlik göstermektedir. Ancak son yıllarda yerli ve yabancı firmaların oranları arasındaki farklılığın daha az olduğu fark edilmektedir. Yine bu şekilde de yabancı firmaların 2005 yılından

İtibaren 'matrah/aktif' toplamı oranları 2009 yılına kadar sürekli arttığı görülmektedir.



Şekil 2: Aktif büyüklüğüne göre yabancı ve yerli firma karlılık oranları

Yabancı ve yerli firmaların vergi matrahlarının ekonomik büyüme ile ilişkisi incelendiğinde, yabancı firmaların vergi matrahlarının yerli firmaların vergi matrahlarına nazaran daha az etkilendiği görülmektedir. Örneğin, ekonomik büyüme oranları 2005 – 2009 yılları arasında düşerken yabancı firmaların vergi matrahları yükselmiş, yerli firmaların vergi matrahları ise düşmüştür (Bknz. Şekil 2).

Yapılan analizler yabancı firmaların beyan ettikleri vergi matrahlarının ekonomik faaliyetten çok fazla etkilenmediğine işaret etmektedir. Türkiye’de 2006 yılında yapılan vergi kanunu değişikliği ile kurumlar vergisi oranları yüzde 20’ye indirilmiştir. Şekil 1 ve Şekil 2’den de görüleceği üzere matrah/net satışlar ile matrah/aktif toplamı oranları 2006’dan itibaren sürekli olarak artmıştır. Örneğin 2005 yılında matrah/aktifler oranı 0,034 iken bu oran 2009 yılında % 129 artışla 0,078’e ulaşmıştır. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü’ne (OECD) üye ülkeler kurumlar vergisi ortalama oranları Tablo 6’de gösterilmiştir. Buna göre ÇUŞ’ların Türkiye’de vergi ödemeyi tercih etmelerinin lehlerine olduğu gözükmemektedir.

Tablo 6: 2004 -2012 kurumlar vergisi oranları

Yıllar	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Türk Vergi Oranları	%33	%30	%20	%20	%20	%20	%20	%20	%20
OECD Ortalamaları	%30	%29	%28	%27	%26,8	%26,0	%25,8	%25,5	%25

Kaynak: OECD

Yapılan tespitler vergilendirilebilir gelir olarak tanımlanan matrahın, net satışlar ve aktiflere oranlarının yabancı şirketler için istikrarlı bir şekilde düşük olduğunu göstermektedir. Literatürde bu farklılığın sebepleri olarak transfer fiyatlandırması, kur değişimleri, yabancı yatırımların yeni olması nedeniyle amortisman ve başlangıç giderlerinin fazlalığı, yabancı firmaların kaldıraç oranlarının yüksekliği, gayri maddi varlıkların etkisi ve ÇUŞ'ların gelir aktarımına ilişkin bazı uygulamaları (kazanç soyma vb.) gösterilmektedir.

5.3. Araştırma sonuçları

İlk olarak yerli ve yabancı firmalara ilişkin araştırmaya dahil edilen 644 firmanın 2012 yılına ait yatay kesit verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Analizlerde IBM SPSS Statistics Version 20 Paket Programı kullanılmıştır. Değişkenlere ait verilerin normal dağılıma sahip olup olmadıkları Kolmogorov-Smirnov testi ile sınanmış ve değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılıma sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 7'den de izlenebileceği gibi, regresyon katsayıları %5 düzeyinde anlamlıdır. Tüm sektörler için, brüt kar marjındaki değişimin matrah üzerindeki etkisini belirten, yabancı ($b_1 = 0,686$) ile yerli ($b_1 = 0,712$) katsayı tahminleri oldukça yakındır. Bu durum brüt satış kar marjlarındaki değişikliğin matrahtaki değişikliğe etkisinde yabancı ve yerli firmalar arasında farklılaşma olmadığını işaret etmektedir.

Tablo 7: Brüt kar marjına göre yerli ve yabancı firmalar ile ilgili sonuçlar

dMATRAH _i = b ₀ + b ₁ dKARMARJ _i + ε _i								
	Model Özeti				Coefficient Bilgileri			
Firmalar	R	R Square	F	Sig.	b ₀	b ₁	t	Sig
Yabancı	0,433	0,187	11,746	0,001	-0,35	0,686	3,427	0,001
Yerli	0,378	0,143	93,764	0,000	0,042	0,712	9,683	0,000

Analiz toptan ticaret sektörü içinde yapılmıştır (Bknz. Tablo 8). Toptan ticaret sektörü için regresyon katsayıları t-testine göre anlamlıdır. Toptan ticaret sektöründeki sonuçlar tüm sektör sonuçları ile uyumludur. Brüt kar marjındaki değişimin vergilendirilebilir gelire etkisi yabancı firmalar ($b_1 = 0,777$) için daha yüksek olmakla birlikte, yerli firmalarda ($b_1 = 0,576$) oldukça yakın değer almaktadır. Bu sonuç yerli ve yabancı firma ayırımında anlamlı bir farklılaşma olmadığını göstermektedir.

Tablo 8: Toptan ticaret sektöründe brüt kar marjına göre yerli ve yabancı firmalar ile ilgili sonuçlar

dMATRAH _i = b ₀ + b ₁ dKARMARJ _i + ε _i								
	Model Özeti				Coefficient Bilgileri			
Firmalar	R	R Square	F	Sig.	b ₀	b ₁	t	Sig
Yabancı	0,482	0,232	11,471	0,002	0,004	0,777	3,387	0,002
Yerli	0,382	0,146	36,893	0,002	-0,068	0,576	6,074	0,000

Yerli ve yabancı firmalara ilişkin yatay kesit veri regresyonu sonucu, gerek tüm sektörler açısından, gerekse toptan ticaret sektörü açısından yabancı firmaların transfer fiyatları çıkarlarına kullanarak daha az vergi ödediklerine ilişkin güçlü bir kanıtı ulaşılamamıştır.

Çalışmanın bu aşamasında, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenin yabancı ve yerli firma olmak açısından etkisi olup olmadığını test etmek amacıyla, regresyon denkleminde kukla değişken eklenmiştir. Yine analizde 2012 yılı verileri ile birlikte 2006 yılına ilişkin mali veriler de kullanılmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere, Türkiye’de Kurumlar Vergisi oranları 2006 yılının Haziran ayında yüzde 30’dan yüzde 20’ye düşürülmüştür. Söz konusu ver-

gi oranı değişikliği 2006 yılı başından itibaren geçerli olmasına karşın yabancı firmaların (ilk 100) net satışlara göre vergilendirilebilir karlılığı % 3 iken yerli firmalar (ilk 1.000) için aynı oran % 6,7 olarak gerçekleşmiştir. (Bknz. Şekil 1).

Regresyon modeli aşağıdaki gibi yeniden tanımlanmıştır:

$$\text{Model 1: } d\text{MATRAH}_i = b_0 + b_1 d\text{SATIŞLAR}_i + b_2 \text{YABANCI} + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 2: } d\text{MATRAH}_i = b_0 + b_1 d\text{KARMARJI}_i + b_2 \text{YABANCI} + b_3 d\text{KARMARJI}_i * (\text{YABANCI}) + \varepsilon_i$$

Model bölümünde tanımlanan değişkenlere ilaveten, modele ilave edilen "YABANCI" değişkeni, Şirket i için bire eşitse yabancı firma, sıfıra eşitse yerli firma olarak tanımlanan kukla değişkendir.

Kukla değişken açısından yapılan çoklu regresyona ilişkin sonuçlara 2012 yılı için bakıldığında, (Bknz. Tablo 9 ve 10) brüt kar marjına ilişkin bağımsız değişken açısından yabancı veya yerli firma olmanın bir farklılığa neden olmadığı görülmektedir. Regresyon modellerindeki kukla değişken katsayıları t testi sonucuna (-0,952) göre, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu durum, yerli ve yabancı firmalar bakımından ortalama matrahın istatistiksel olarak farklılaşmadığını göstermektedir. Ayrıca etkileşim terimi (kar marjı * yabancı) için katsayılar da istatistiksel olarak sıfırdan farklı bulunmamıştır. Bu sonuç yerli ve yabancı için kar marjı değişkenlerine ait katsayıların eşit olduğuna ve dolayısıyla eğimde de bir farklılaşma olmadığına işaret etmektedir. 2006 yılı verileri ile yapılan analizler 2012 yılı için elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir. Elde edilen bulgular 2006 ve 2012 yılındaki eğilimlerin benzer olduğunu ve zaman içerisinde ele alınan ilişkilerin değişmediğini göstermektedir.

Tablo 9: Brüt kar marjına göre kategorik değişken ile ilgili sonuçlar (Tüm Sektörler)

$dMATRAH_i = b_0 + b_1 dKARMARJ_i + b_2 YABANCI + b_3 dKARMARJ_i * (YABANCI) + \epsilon_i$							
	Model Özeti				Coefficient Bilgileri		
2012 Yılı Verileri	R	R Square	F	Sig.	b	t	Sig
Constant	0,384	0,148	35,498	0,000	0,042	1,777	0,076
Kar Marjı					0,712	9,680	0,000
Yabancı					-0,076	-0,952	0,341
Kar Marjı*Yabancı					-0,026	-0,122	0,903
2006 Yılı Verileri							
Constant	0,476	0,226	30,496	0,000	0,338	4,589	0,000
Kar Marjı					1,255	8,855	0,000
Yabancı					0,073	0,357	0,642
Kar Marjı * Yabancı					0,033	0,085	0,932

Tablo 10: Brüt kar marjına göre kategorik değişken ile ilgili sonuçlar (Toptan Ticaret)

$\delta MATRAH_i = b_0 + b_1 \delta KARMARJ_i + b_2 YABANCI + b_3 \delta KARMARJ_i * (YABANCI) + \epsilon_i$							
	Model Özeti				Coefficient Bilgileri		
2012 Yılı Verileri	R	R Square	F	Sig.	b	t	Sig
Constant	0,380	0,144	14,741	0,000	-0,028	-0,727	0,468
Kar Marjı					0,551	5,102	0,000
Yabancı					0,027	0,283	0,778
Kar Marjı * Yabancı					0,176	0,872	0,384
2006 Yılı Verileri							
Constant	0,476	0,226	30,496	0,000	0,338	4,589	0,000
Kar Marjı					1,255	8,855	0,000
Yabancı					0,073	0,357	0,642
Kar Marjı * Yabancı					0,033	0,085	0,932

5. SONUÇ

Çok uluslu şirketlerin vergilendirilmesi bugün dünyada en önemli konuların başında gelmektedir. Başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere bugün birçok ülke yönetimleri yabancı sermayeyi kendi ülkelerine çekmek için çok sayıda yeni enstrümanı ÇUŞ'ların kullanımına sunmuş bulunmaktadır. Ülkeler arasında doğrudan sermaye yatırımlarını çekme konusundaki yarış ise, vergi oranlarında sürekli bir düşüşe yol açmaktadır. Bu nedenle ülkeler bir yandan yabancı doğrudan sermaye yatırımlarını ülkelere çekmek için uğraşırken bir diğer yandan yatırımlardan elde edilecek karlardan en yüksek payın (verginin) alınması için büyük çaba sarf etmektedirler.

Her bir ülkenin vergilendirme sisteminin birbirinden farklı olması nedeniyle ÇUŞ'ların vergilendirilmesi için alınacak tedbirlerde birbirinden farklı olacaktır. Bu nedenle ülkelerin yabancı doğrudan sermaye yatırımlarını caydırmayan bir vergilendirme politikası geliştirmeleri önem arz etmektedir. Böyle bir politikanın geliştirilmesi için ise ÇUŞ'ların ülke içindeki yerli firmalara göre daha az vergi ödeyip ödemediklerinin tespiti ve daha az vergi ödüyorlarsa bunun nerelerden kaynaklandığının bulunarak buna göre gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir.

Çalışmamızda, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı ÇUŞ'ların vergi yüklerinin yerli firmalara göre farklı olup olmadığı araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, 2012 yılında yerli ilk 1.000 firmanın, yabancı ilk 100 firmaya göre önemli ölçüde (kar pozitif için %74,1) daha düşük vergilendirilebilir gelir beyan ettikleri görülmüştür. Matrah/Aktif Toplamı oranı açısından da yerli firmalar yabancı firmalara nazaran % 27 daha yüksek matrah beyan etmişlerdir. Bu durum 2004 yılından itibaren tüm yıllar için geçerlidir.

Vergilendirilebilir gelirin, net satışlar ve aktife oranlarının yabancı şirketleri için istikrarlı bir şekilde düşük olmasının literatürde sebepleri olarak transfer fiyatlandırması, kur değişimleri, yabancı yatırımların yeni olması nedeniyle amortisman ve başlangıç giderlerinin fazlalığı, yabancı firmaların kaldıraç oranlarının yüksekliği,

gayri maddi varlıkların transferi ve royalti ödemeleri ile ÇUŞ'ların kar aktarımına ilişkin bazı uygulamaları gösterilmektedir.

Yabancı şirketlerin vergilendirilebilir gelirinin düşük olmasının birden fazla nedeni olmakla beraber, çalışmada sadece transfer fiyatların karlılık üzerine etkisinin bulunup bulunmadığı analiz edilmiştir.

Araştırmada ilk olarak, brüt kar marjındaki değişimin matrah üzerindeki etkisi hem yerli hem de yabancı firmalar açısından araştırılmıştır. Ancak brüt satış kar marjlarındaki değişikliğin matrahtaki değişikliğe etkisinde yabancı ve yerli firmalar arasında önemli bir farklılaşma olmadığı görülmüştür.

İkinci olarak, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenin yabancı ve yerli firma olmak açısından etkisi olup olmadığının araştırılması için, regresyon denkleminde kukla değişken eklenmiştir. Hem 2012, hem de 2006 yılları açısından yapılan analizde yerli ve yabancı firmalar için kar marjı değişkenlerin çok farklılaşmadığı görülmüştür.

Çalışmada, yabancı firmaların yerli firmalara nazaran daha düşük vergi ödemesinin nedeninin transfer fiyatlandırma uygulamaları olduğu hususunda anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır.

Kur değişimleri, amortisman, başlangıç giderleri, kaldıraç oranları, gayri maddi varlıklar ve royalti ödemeleri gibi faktörlerin daha düşük vergi ödenmesi üzerindeki etkisi gelecek çalışma konuları arasında yer alacaktır.

KAYNAKLAR

- Altshuler, R., Grubert, H. And Newlon, T., S. (2000). International Taxation and Multinational Activity. Chapter 1: Has U.S. Investment Abroad Become More Sensitive to Tax Rates? University of Chicago Press.
- Avi-Yonah, R., S. and Xu, H. (2016). Evaluating BEPS, Harvard Business Law Review, (6), 12-13.
- Clausing, K., A. (2009). Multinational firm tax avoidance and tax policy. National Tax Journal, (42) 4, 703-722.
- Collins, H., C. ve Shackelford, D., A. (1995). Corporate domicile and average effective tax rates: The cases of Canada, Japan, the United Kingdom, and the United States. International Tax and Public Finance, 2(1).
- Collins, H., C., Kemsley, D. and Shackelford, D., A. (1997). Transfer pricing and the persistent zero taxable income of foreign-controlled U.S. corporations. The Journal of the American Taxation Association, (19), 68-71.
- Collins, J. ve Shackelford, D., A. (2003). Do U.S. multinationals face different tax burdens than do other companies? Tax Policy and the Economy, (17), 141-142.
- George, D., ve Mallery, M. (2010). SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference, 17.0 update (10a ed.) Boston: Pearson.
- Grubert, H. (2000). International Taxation and Multinational Activity. Chapter 5: Tax planning by companies and tax competition by governments. Is there evidence of changes in behavior?, University of Chicago Press.
- Grubert, H. (2003). Intangible Income, Intercompany Transactions, Income Shifting, and the Choice of Location. National Tax Journal, 56(1), 221-240.
- Grubert, H., Goodspeed T. ve Swenson, D. (1993). Explaining the low taxable income of foreign-controlled companies in the United States. University of Chicago Press.
- Grubert, H., Randolph, C., W. ve Rousslang, D., J. (1996). Country and multinational company responses to the tax reform act of 1986. National Tax Journal, 49(3), 355-358.
- Hines J., R. (2010). Treasure islands. Journal of Economic Perspectives, 24 (4), 114-115.
- Zucman, G. (2015). The Hidden Wealth of Nations, University of Chicago Press.

Bankalarda Personellere Kullandırılan Kredilerin Muhasebeleştirilmesi

Mustafa Tevfik KARTAL¹ - Neşe ÇOBAN ÇELİKDEMİR²

Makale Gönderim Tarihi: 23.11.2017

Makale Kabul Tarihi: 08.03.2018

Öz

2010 yılsonunda 1 trilyon TL aktif büyüklüğe sahip olan Türk Bankacılık Sektörü büyümesini sürdürerek 2017 yılsonunda 3,2 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır. Toplam aktiflerdeki büyümeyle birlikte toplam krediler 2010 yılsonunda 551 milyar TL seviyesinden 2017 yılsonunda 2,09 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır. Diğer taraftan, sektörde çalışan sayısı 208.000 kişi seviyesindedir. Önemli sayıya ulaşan banka personelleri aynı zamanda bankalar açısından önemli bir iç müşteri kitlesini oluşturmaktadır. Banka personelleri yasal sınırlar dâhilinde çalıştıkları bankalardan kredi kullanmaktadırlar. Personellerin kullandığı kredi büyüklüğü 2016 yılsonunda 1 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu nedenle bankalarda personel kredilerinin muhasebeleştirilmesine yönelik bu çalışma hazırlanmıştır. Personel kredileri örneklerle incelenerek literatüre katkı yapılması amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Bankacılık, Krediler, Personel Kredileri, Muhasebe, Türkiye.

¹ Dr., mustafatevfikkartal@gmail.com, Orcid Id: 0000-0001-8038-8241

² Dr. Öğr. Üy., Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu, nco-ban@marmara.edu.tr, Orcid Id: 0000-0003-2842-529X

Accounting of Credits Used By Personnel in Banks

Abstract

Turkish Banking Sector's total asset size has reached TL 3.2 trillion at the end of 2017 whereas it was TL 1 trillion as of 2010 by going on to growth. With the growth in total assets, total credits has reached TL 2.09 trillion at the end of 2017 whereas it was TL 551 billion as of 2010. On the other hand, number of employees in the sector is at a level of 208.000 people. At the same time, bank personnel reached a significant number constitute an important internal customer base in terms of banks. Bank personnel use credits compliant with the legal constraints from the banks in which they work. The credit volume used by bank personnel has reached to TL 1 billion at the end of 2016. For this reason, this study was prepared to handle accounting of personnel credits. It was aimed at making contribution to literature by examination of personnel credits with examples.

Keywords: Banking, Credits, Personnel Credits, Accounting, Turkey.

1. GİRİŞ

2000'li yıllar dünyada paranın göreceli ucuz olduğu ve nakit bolluğunun yaşandığı bir dönem olmuştur. Bankacılık krizlerini atlatan Türkiye, bu süreçte bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmaya başlamıştır. Yapılandırılan Türk Bankacılık Sektörü (TBS) küresel konjonktürün de desteği ile birlikte ciddi bir büyüme sürecine girmiştir. 2010 yıl sonunda 1 trilyon TL seviyesinde olan sektörün aktif büyüklüğü toplamı 2016 Eylül sonunda 2,5 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır (Kartal ve Demir, 2017: 41). 2016 yılsonunda 2,7 trilyon TL'ye ulaşan aktif büyüklüğü 2017 yılsonunda ise 3,2 trilyon TL seviyesine kadar yükselmiştir (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 2017a: 2; BDDK, 2018: 2).

TBS'nin aktif kalemlerinin dağılımına bakıldığında en büyük tutarın kredilerden oluştuğu görülmektedir. 2010 yılsonunda 551 milyar TL seviyesinde olan krediler 2016 Eylül sonunda 1,6 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır (Kartal ve Demir, 2017: 42). Aktif top-

lamın büyümesi ile birlikte krediler 2016 yılsonunda 1,7 trilyon TL'ye, 2017 yılsonunda ise 2,09 trilyon TL seviyesine ulaşmıştır (BDDK, 2017a: 2; BDDK, 201b: 2).

2017 yılsonu itibari ile kredilerin dağılımına bakıldığında kredilerin 1,414 trilyon TL'si Türk parası (TP), 684 milyar TL'si yabancı para (YP) kredilerden oluşmaktadır. Ayrıca kredilerin %52'si kurumsal ve ticari kredilerden, %25'i küçük ve orta boyutlu işletme kredilerinden, %23'ü ise tüketici kredileri ve kredi kartlarından oluşmaktadır (BDDK, 2018: 10).

TBS'nin personel büyüklüğüne bakıldığında 2017 yılsonu itibari ile 208.280 kişi çalışmaktadır (BDDK, 2018: 1). Diğer bir ifade ile bankacılık sektöründe önemli sayıda çalışan istihdam edilmektedir. Banka personellerinin aynı zamanda birer iç müşteri olduğu ve çalıştıkları bankaların birçok ürün ve hizmetinin yanı sıra kredi kullandıkları dikkate alındığında personel tarafından kullanılan krediler ön plana çıkmaktadır. Uygulamaya bakıldığında personellerin, diğer bankalara kıyasla prosedür işlemlerinin azlığı, dosya masrafı ve sigorta maliyetlerinin olmaması veya daha düşük olması nedeni ile çalıştıkları bankalardan sıklıkla kredi kullanımında buldukları görülmektedir.

Banka personellerinin çalıştıkları bankalardan kullanabilecekleri kredilere ilişkin yasal sınırlamalar bulunmaktadır. Bu nedenle personeller çalıştıkları bankalarından bireysel ihtiyaç kredisi, kredi kartı, çek karnesi gibi nispeten daha düşük tutarlı/limitli ürünleri kullanabilmektedir. Bununla birlikte gelir seviyesi daha yüksek olan personellerin çalıştıkları bankalarından taşıt ve konut kredileri kullandıkları da gözlemlenmektedir.

TBS'nin yukarı yer verilen büyüklükleri ve banka personellerinin yaklaşık 1 milyar TL büyüklüğünde kredi bakiyeleri bulunduğu dikkate alındığında, personel kredilerinin hem bankalar hem banka personelleri açısından önemi ortadadır. Diğer taraftan ihtiyaçların artması ile birlikte personel kredilerinde de artış yaşanacağı öngörülmektedir. Personel kredilerinin geldiği nokta göz önüne alınarak personel kredisi işlemlerinin muhasebesinin detaylı şekilde ele alınması bir ihtiyaç olarak görülmektedir. Bankalarda personel kredisi işlemlerinin muhasebeleştirilmesine yönelik bu çalışma ile bu alandaki boşluğun doldurulması hedeflenmektedir.

Bankaların finansal tablolarının standart ve karşılaştırılabilir olması açısından BDDK tarafından TMS ve TFRS ile uyumlu Tekdüzen Hesap Planı (THP) oluşturulmuş ve bankaların işlemlerini THP'ye göre muhasebeleştirilmesi zorunlu tutulmuştur (BDDK, 2017b: madde 1; TTK, 2011: madde 69-514). Bu nedenle bankalar, Bankacılık Kanunu (BK) ve BDDK düzenlemeleri çerçevesinde muhasebe kayıtlarını uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) göre yapmak zorundadır. Bu zorunluluk nedeniyle konu THP çerçevesinde incelenmiştir. Bankalarda personel kredisi işlemlerinin muhasebeleştirilmesi örneklerle incelenerek literatüre katkı yapılması amaçlanmıştır.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün ardından ikinci bölümde TBS'de krediler ve personeller hakkında bilgi verilmiştir. Bankalarda personel kredi işlemlerinin muhasebesine ilişkin literatürde yer alan çalışma bulunmadığından literatür taraması kapsamında kredilerin muhasebeleştirilmesi ile ilgili bazı çalışmalara üçüncü bölümde yer verilmiştir. Dördüncü bölümde bankalarda personel kredi işlemlerinin muhasebeleştirilmesine ilişkin örnekler paylaşılmış olup son bölümde değerlendirme yapılmıştır.

2. Türk Bankacılık Sektöründe Krediler ve Personeller

TBS'nin aktif toplamının en büyük kısmını krediler oluşturmaktadır. 2017 yılsonunda sektörün kredi büyüklüğü 2,09 trilyon TL seviyesine ulaşmış bulunmaktadır (BDDK, 2018: 2). Söz konusu rakamlara göre sektörün aktif toplamının %64,39'unu kredilerden oluşmaktadır. TBS'nin kredi büyüklükleri ile kredilerin TP ve YP açısından dağılımına Tablo 1'de yer verilmiştir.

Tablo 1: Türk Bankacılık Sektörü Kredi Büyüklükleri ve Dağılımı (Milyar TL)

Yıl/ Dönem	TP Krediler	YP Krediler	Toplam Krediler	TP Krediler Payı (%)	YP Krediler Payı (%)
2010/12	384	142	526	73,00	27,00
2011/12	485	198	683	71,01	28,99
2012/12	588	206	794	74,06	25,94
2013/12	753	295	1.048	71,85	28,15
2014/12	881	360	1.241	70,99	29,01
2015/12	1.013	472	1.485	68,22	31,78
2016/12	1.131	603	1.734	65,22	34,78
2017/12	1.414	684	2.098	67,40	32,60

Kaynak: BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri ve Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü adlı raporlarından derlenmiştir.

Tablo 1'den görüleceği üzere sektörün kredi büyüklüğü yıllar itibari ile düzenli şekilde artış göstererek ciddi bir düzeye ulaşmıştır. Kredilerin dağılımına bakıldığında ise yıllar itibari ile YP kredilerin payının ciddi düzeyde arttığı görülmektedir. Buna rağmen 2017 yılsonu itibari ile kredilerin büyük kısmı TP kredilerden oluşmaktadır. Kredilerin türlerine göre dağılımına ise Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo 2: Türk Bankacılık Sektörü Kredi Detayları (Milyar TL)

Yıl/ Dönem	Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları	KOBİ Kredileri	Ticari ve Kurumsal Krediler	Toplam Krediler	Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları Payı (%)	KOBİ Kredileri Payı (%)	Ticari ve Kurumsal Krediler Payı (%)
2010/12	173	125	228	526	32,89	23,76	43,35
2011/12	224	163	296	683	32,80	23,87	43,34
2012/12	266	200	329	795	33,46	25,16	41,38
2013/12	332	271	444	1.047	31,71	25,88	42,41
2014/12	356	333	551	1.240	28,71	26,85	44,44
2015/12	385	389	711	1.485	25,93	26,20	47,88
2016/12	420	422	893	1.735	24,21	24,32	51,47
2017/12	488	513	1.097	2.098	23,26	24,45	52,29

Kaynak: BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri ve Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü adlı raporlarından derlenmiştir.

Tablo 2'den görüleceği üzere, yıllar itibari ile artış gösteren kurumsal ve ticari krediler 2017 yılsonu itibari %52,29 pay ile kredilerin büyük kısmını oluşturmaktadır. KOBİ kredileri %25,31 paya sahipken tüketici kredileri ve kredi kartları ise %24,45 paya sahip bulunmaktadır. Diğer taraftan bankacılık sektöründe istihdam edilenler önemli sayıdadır. Sektörün personel gelişimine Tablo 3'de yer verilmiştir.

Tablo 3: Türk Bankacılık Sektörü Personel Sayıları

Yıl/Dönem	Personel Sayısı
2010/12	191.180
2011/12	195.271
2012/12	201.474
2013/12	214.263
2014/12	216.880
2015/12	217.504
2016/12	210.910
2017/12	208.280

Kaynak: BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri ve Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü adlı raporlarından derlenmiştir.

Tablo 3'den görüleceği üzere sektörde önemli sayıda çalışan bulunmaktadır. 2010 yılında 191 bin seviyesinde olan çalışan sayısı 2017 sonunda 208 bin kişi olarak gerçekleşmiştir (BDDK, 2018: 1).

Banka personellerinin aynı zamanda birer iç müşteri olduğu ve çalıştıkları bankaların birçok ürün ve hizmetinin yanı sıra kredi kullandıkları dikkate alındığında personel tarafından kullanılan kredilerin ön plana çıktığı görülmüştür. Uygulamaya bakıldığında personellerin çalıştıkları bankalarından sıklıkla kredi kullandıkları görülmüştür.

Yürürlükteki cari mevzuat uyarınca banka personellerinin çalıştıkları bankalardan kullanacakları krediler sınırlamaya tabidir. Bu kapsamda banka personelleri kendi çalıştıkları bankalardan aylık net ücretlerinin 5 katını geçmemek üzere kredi, 3 katını geçmemek üzere çek karne veya kredi kartı kullanabilmektedir (BK,

2005: madde 50). Banka personellerinin nakit veya nakit benzeri teminat göstermeleri karşılığında kullanacakları krediler anılan bu sınırlamaya tabi değildir. Sınırlama bulunmasına rağmen banka personellerinin çalıştıkları bankalardan sıklıkla kredi kullandıkları görülmektedir. Bunun temel nedenlerinden biri banka personellerinin piyasadaki diğer bankalara kıyasla kendi çalıştıkları bankalardan daha rekabetçi faiz oranları alabilmeleridir. Bir diğer önemli neden ise farklı diğer bir bankaya gidip-gelme zahmeti ve gelir belgesi ihtiyacı bulunmamasıdır. Personel kredilerine ilişkin yasal sınırlamalar bulunduğu için banka personellerinin kullanacakları her türlü kredi insan kaynakları bölümleri tarafından sınırlamalara uyum açısından değerlendirilmektedir. Böylece çalıştığı bankadan kredi kullanan personel, kredi sürecinde gelir belgesi gibi işlem ve zaman maliyeti oluşturan bazı prosedürleri takip etmekten kurtulmaktadır. Diğer taraftan tahsis ücreti, hayat sigortası gibi çeşitli masraflardan muaf olunması banka personellerini çalıştıkları bankalardan kredi kullanmaya teşvik eden diğer önemli faktörlerdir.

Banka personelleri çalıştıkları bankalardan yasal sınırlamalara uygun olarak kredi talep etmektedirler. Örnek olarak 2016 yılında Akbank 61 milyon TL'si bireysel ihtiyaç, 3 milyon TL'si konut, 40 milyon TL'si kredi kartı olmak üzere toplam 105 milyon TL personel kredisi kullandırmıştır (Akbank, 2017: 188). 2016 yılında Garanti Bankası 112 milyon TL'si bireysel ihtiyaç, 1,1 milyon TL'si konut, 107 milyon TL'si kredi kartı olmak üzere toplam 222 milyon TL personel kredisi kullandırmıştır (Garanti Bankası, 2017: 228). 2016 yılında Denizbank 32,2 milyon TL'si bireysel ihtiyaç, 1,7 milyon TL'si konut, 24,7 milyon TL'si kredi kartı olmak üzere toplam 58,9 milyon TL personel kredisi kullandırmıştır (Denizbank, 2017: 168). 2016 yılında Ziraat Bankası ise 187 milyon TL'si bireysel ihtiyaç, 84 milyon TL'si kredi kartı olmak üzere toplam 273,9 milyon TL personel kredisi kullandırmıştır (Ziraat Bankası, 2017: 156). Kamu Aydınlatma Platformunda ilan edilen 2016 yılsonu faaliyet raporlarına göre bankaların personel kredilerine Tablo 4'te yer verilmiştir.

Tablo 4: Bankaların 2016 Yılı Sonu Personel Kredileri (Bin TL)

Banka	Kısa Vadeli	Orta ve Uzun Vadeli	Toplam
Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	9.392	180.103	189.495
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	8.463	146.026	154.489
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	3.607	48.173	51.780
Adabank A.Ş.	-	-	-
Akbank T.A.Ş.	2.966	62.162	65.128
Anadolubank A.Ş.	550	2.518	3.068
Fibabanka A.Ş.	232	2.340	2.572
Şekerbank T.A.Ş.	560	8.908	9.468
Turkish Bank A.Ş.	71	329	400
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	6.414	58.133	64.547
Türkiye İş Bankası A.Ş.	13.176	96.889	110.065
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	5.875	61.065	66.940
Birleşik Fon Bankası A.Ş.	52	975	1.027
Alternatifbank A.Ş.	288	4.138	4.426
Arap Türk Bankası A.Ş.	65	502	567
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Turkey A.Ş.	-	-	-
Burgan Bank A.Ş.	359	5.083	5.442
Citibank A.Ş.	-	-	-
Denizbank A.Ş.	3.627	30.555	34.182
Deutsche Bank A.Ş.	-	-	-
Finans Bank A.Ş.	7.844	42.286	50.130
HSBC Bank A.Ş.	894	8.589	9.483
ICBC Turkey Bank A.Ş.	-	-	-
ING Bank A.Ş.	2.936	15.491	18.427
Odea Bank A.Ş.	473	5.458	5.931
Rabobank A.Ş.	-	-	-
Turkland Bank A.Ş.	411	1.096	1.507
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	21.508	91.980	113.488
İller Bankası A.Ş.	5.568	19.334	24.902
Türk Eximbank	9.297	-	9.297
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.	-	4.368	4.368
Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	105	1.339	1.444
Nurul Yatırım Bankası A.Ş.	-	48	48
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	18	199	217
Toplam	104.751	898.087	1.002.838

Kaynak: Bankaların 2016 yılı sonu Faaliyet Raporlarından derlenmiştir.

Tablo 4'ten görüleceği üzere, banka personellerinin kullandığı kredilerin bakiyesi 2016 yılsonunda 1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. TBS'nin toplam kredi büyüklüğünün 2016 yılsonunda 1,7 trilyon TL olduğu dikkate alındığında, personel kredileri sektör açısından küçümsenmeyecek bir büyüklüğe ulaşmıştır (BDDK, 2017a: 2)

3. Literatür Taraması

Literatürde bankalarda personel kredilerinin muhasebeleştirilmesine ilişkin herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bununla birlikte; krediler ile kredilerin bir türü olan kredi kartları ve bunların muhasebeleştirilmesi ile ilgili çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların bazılarında aşağıda yer verilmiştir.

Gülhan ve Kaya (2011) yurt dışında kullanılan kredi kartlarının bankalarda muhasebeleştirilmesini ele almıştır. Bu kapsamda çalışmada yurt dışı nakit çekim ve yurt dışı alış veriş işlemleri örneklerine yer verilmiştir. Özkan ve Özen (2011) kredi kartı ile yapılan işlemleri incelemiş; çalışmada kredi kartı ile satış ve satış bedelinin müşterinin hesabına geçmesine ilişkin örnekler yer almıştır. Koyuncu ve Saka (2011) takipteki krediler ile özel sektöre sağlanan yurtiçi krediler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunan ilişkiye göre takipteki krediler, özel sektöre sağlanan yurtiçi kredileri azaltmaktadır. Mutlu Çamoğlu ve Akıncı (2012) Türkiye'de sektörel banka kredilerinin gelişimi ile ilgili çalışmalarında inşaat ve emlak sektörünün kullandığı krediler ile reel kredi hacmi arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu çalışmada söz konusu değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu ve Türkiye'de bazı önemli sektörlerin kullandığı krediler ile reel kredi hacmi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir uzun dönem ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Bekçi ve Tekşen (2012) işletmelerin kredi kartları ile kazanmış oldukları puanlar ve bu puanların kullanımlarının, hem işletmeler hem de bankalar açısından nasıl muhasebeleştirileceğini örneklerle ele almıştır. Sayım ve Ardıç (2012) banka bilançolarındaki kredi karşılık kalemlerinin dışa yansıma biçimlerini incelemiştir. Çalışmada bankaların ayırdığı özel kredi karşılıklarının diğer şirketlerden ayrı

tutulur ve vergi kanunları dışındaki bir yasal düzenlemeyle vergi matrahından indirilmesi, vergileme ilkeleri açısından uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Çelikdemir ve Çetin (2015) bankalarda altın kredilerinin muhasebeleştirilmesini örneklerle ele almışlardır. Büyükçelebi ve Çoşkun (2015) mevduat ve katılım bankalarının ticari kredi taleplerini değerlendirme sürecinde göz önüne aldıkları kriterleri ve bu kriterlerin ağırlıklarını belirlemeye yönelik bir araştırma yapmıştır. Atış ve Vardar (2016) eşit geri ödemeli banka kredilerinin muhasebeleştirilmesini uluslararası muhasebe standartları ve uluslararası finansal raporlama standartları açısından örneklerle inceleyerek ele almıştır. Kartal (2017) bankalarda kredi kartlarının puan işlemlerinin muhasebeleştirilmesini incelemiştir. Kredi kartları puan muhasebesi banka katkı payı ve işyeri katkı payı uygulamaları açısından örneklerle ele alınmıştır.

4. Bankalarda Personel Kredilerinin Muhasebeleştirilmesi

Bankalar gerçekleştirdikleri işlemlerin muhasebeleştirilmesinde BDDK tarafından yayınlanan THP'yi kullanmak zorundadırlar (BDDK, 2017b, madde 1). Bu zorunluluk nedeniyle personel kredisi işlemlerinin muhasebeleştirilmesinde de BDDK tarafından yayınlanmış THP'de yer alan hesapların kullanılması gerekmektedir. Bu bölümde öncelikle personel kredilerinin muhasebeleştirilmesinde kullanılan THP hesapları ve kısa açıklamalarına sonrasında ise personel kredisi muhasebe işlemlerine ilişkin örneklere yer verilecektir.

4.1. Personel Kredileri ile İlgili THP Hesapları

Banka personelleri çalıştıkları bankalardan en çok bireysel ihtiyaç kredisi kullanmaktadırlar. Bireysel ihtiyaç kredisinden sonra kredi kartı en çok tercih edilen kredi ürünüdür. Bu nedenle öncelikle bireysel ihtiyaç kredi ve kredi kartları sonra ise kredili mevduat hesabı, taşıt kredisi ve konut kredisi ele alınacaktır.

Genel olarak THP hesapları incelendiğinde, banka personellerinin kredi işlemlerinin muhasebeleştirilmesinde kullanılan THP hesaplarının kredilerin vadesine, teminatına, TP ve YP olmasına göre değiştiği görülmektedir.

Banka personelleri maaşlarını bankadan aldıkları için personel kredisi kullanılırken genellikle personelden maaş temliki alınmaktadır. Bu nedenle banka personelleri tarafından kullanılan krediler THP'nin teminatlı kategorilerindeki hesaplarda muhasebeleştirilmektedir.

4.1.1. Bireysel İhtiyaç Kredileri ile İlgili THP Hesapları

Banka personellerinin bireysel ihtiyaç kredisi işlemleri için bankaların kullanmaları gereken hesaplar aşağıda yer almaktadır (BDDK, 2017b):

Kısa Vadeli Teminatsız İhtiyaç Kredileri:

- 116402-İhtiyaç Kredileri-TP
- 117402-İhtiyaç Kredileri-YP

Kısa Vadeli Teminatlı İhtiyaç Kredileri:

- 118402-İhtiyaç Kredileri-TP
- 118403-İhtiyaç Kredileri-Konut Teminatlı-TP
- 119402-İhtiyaç Kredileri-YP
- 119403-İhtiyaç Kredileri-Konut Teminatlı-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatsız İhtiyaç Kredileri:

- 138402-İhtiyaç Kredileri-TP
- 139402-İhtiyaç Kredileri-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatlı İhtiyaç Kredileri:

- 140402-İhtiyaç Kredileri-TP
- 140403-İhtiyaç Kredileri-Konut Teminatlı-TP
- 141402-İhtiyaç Kredileri-YP
- 141403-İhtiyaç Kredileri-Konut Teminatlı-YP

4.1.2. Kredi Kartları ile İlgili THP Hesapları

Banka personellerinin kredi kartlı işlemleri için bankaların kullanmaları gereken hesaplar aşağıda yer almaktadır (BDDK, 2017b):

Kısa Vadeli Teminatsız Kredi Kartları:

- 116410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-TP
- 116411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-TP
- 117410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-YP
- 117411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-YP

Kısa Vadeli Teminatlı Kredi Kartları:

- 118410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-TP
- 118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-TP
- 119410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-YP
- 119411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatsız Kredi Kartları:

- 138410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-TP
- 138411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-TP
- 139410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-YP
- 139411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatlı Kredi Kartları:

- 140410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-TP
- 140411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-TP
- 141410-Personel Kredi Kartları-Taksitli-YP
- 141411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz-YP

4.1.3. Kredili Mevduat Hesabı ile İlgili THP Hesapları

Banka personellerinin kredili mevduat hesabı işlemleri için bankaların kullanmaları gereken hesaplar aşağıda yer almaktadır (BDDK, 2017b):

Kısa Vadeli Teminatsız Kredili Mevduat Hesabı:

- 116420-Kredili Mevduat Hesabı-TP
- 117420-Kredili Mevduat Hesabı-YP

Kısa Vadeli Teminatlı Kredili Mevduat Hesabı:

- 118420-Kredili Mevduat Hesabı-TP
- 119420-Kredili Mevduat Hesabı-YP

Yukarıda detayları verilen hesaplardan görüldüğü üzere, kredili mevduat hesabı şeklinde kullanılan krediler için orta ve uzun vadeli hesaplar bulunmamaktadır. Bunun temelinde kredili mevduat hesaplarının kısa vadeli nakit ihtiyaçları için kullanılması yatmaktadır.

Ayrıca THP'de bireysel ihtiyaç kredileri, kredi kartları, taşıt kredileri ve konut kredilerine ilişkin banka personelleri için münferit hesaplar açılmışken kredili mevduat hesaplarında banka personellerine yönelik münferit hesaplar tanımlanmadığı görülmektedir.

4.1.4. Taşıt Kredileri ile İlgili THP Hesapları

Banka personellerinin taşıt kredisi işlemleri için bankaların kullanmaları gereken hesaplar aşağıda yer almaktadır (BDDK, 2017b):

Kısa Vadeli Teminatsız Taşıt Kredileri:

- 116401-Taşıt Kredileri-TP
- 117401-Taşıt Kredileri-YP

Kısa Vadeli Teminatlı Taşıt Kredileri:

- 118401-Taşıt Kredileri-TP
- 118403-Taşıt Kredileri-Konut Teminatlı-TP

- 119402-Taşıtl Kredileri-YP
- 119403-Taşıtl Kredileri-Konut Teminatlı-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatsız Taşıtl Kredileri:

- 138401-Taşıtl Kredileri-TP
- 139401-Taşıtl Kredileri-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatlı Taşıtl Kredileri:

- 140401-Taşıtl Kredileri-TP
- 140403-Taşıtl Kredileri-Konut Teminatlı-TP
- 141401-Taşıtl Kredileri-YP
- 141403-Taşıtl Kredileri-Konut Teminatlı-YP

4.1.5. Konut Kredileri ile İlgili THP Hesapları

Banka personellerinin konut kredisi işlemleri için bankaların kullanmaları gereken hesaplar aşağıda yer almaktadır (BDDK, 2017b):

Kısa Vadeli Teminatsız Konut Kredileri:

- 116400-Konut Kredileri-TP
- 117400-Konut Kredileri-YP

Kısa Vadeli Teminatlı Konut Kredileri:

- 118400-Konut Kredileri-TP
- 119400-Konut Kredileri-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatsız Konut Kredileri:

- 138400-Konut Kredileri-TP
- 139400-Konut Kredileri-YP

Orta ve Uzun Vadeli Teminatlı Konut Kredileri:

- 140400-Konut Kredileri-TP
- 141400-Konut Kredileri-YP

Banka personellerinin kredi işlemlerinde yukarıda detaylarına yer verilen kredi hesaplarının yanı sıra çeşitli mevduat, tahakkuk, faiz ve vergi (Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) ve Banka Sigorta Muamele Vergisi (BSMV)) hesapları da kullanılmaktadır.

Ayrıca yürürlükteki mevzuata göre bireylerin kullandıkları kredilerin faizleri üzerinden %15 KKDF ve %5 BSMV kesilmektedir. Diğer taraftan bankalar kendi personellerinden hayat sigortası ve kredi açılış ücreti gibi masraflar almamaktadır. Bu nedenle muhasebeleştirme örneklerinde hayat sigortası ve kredi açılış gibi masraflara yer verilmemiştir.

4.2. Personel Kredilerinin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Örnekler

4.2.1. Bireysel İhtiyaç Kredilerinin Muhasebeleştirilmesi

Banka personellerinin bireysel ihtiyaç kredisi işlem örneklerine aşağıda yer verilmiştir.

a) Banka personeli, 02.04.2017 tarihinde aylık %1,39 faiz ile 36 ay vadeli 19.650 TL ihtiyaç kredisi kullanmıştır.

02.04.2017	
140402- İhtiyaç Kredileri	19.650
30000- Tasarruf Mevduatı	19.650
Kredi kullanımı	
../../....	

Muhasebe açısından 12 aya kadar vadeli krediler kısa vadeli sayılmaktadır. Kredi vadesi 36 ay olduğu için bu kredinin muhasebeleştirilmesinde orta ve uzun vadeli THP hesapları kullanılmıştır. Ayrıca personelden maaş temlikli alındığı için teminatlı THP hesapları kullanılmıştır.

Kredi kullanımı sonrasında ödeme planı aşağıdaki gibi oluşmuştur (özet olması açısından ilk 3 aya yer verilmiştir):

Tablo 5: Bireysel İhtiyaç Kredisi Ödeme Planı

Sıra	Taksit Tarihi	Taksit Tutarı	Anapara	Faiz	KKDF	BSMV
1	01.05.2017	1.000,26	672,49	273,14	40,97	13,66
2	01.06.2017	1.000,26	683,71	263,79	39,57	13,19
3	01.07.2017	1.000,26	695,13	254,28	38,14	12,71

b) Banka personeli, vade tarihinde kredisinin birinci taksitini ödemiştir.

01.05.2017

22000-Faiz Tahakkukları	273,14
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	40,97
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	13,66
53423-Faiz Gelirleri	273,14
39022-KKDF	40,97
380005-BSMV	13,66

Faiz ve vergiler tahakkuk kaydı

01.05.2017

30000-Tasarruf Mevduatı	1.000,26
140402- İhtiyaç Kredileri	672,49
22000-Faiz Tahakkukları	273,14
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	40,97
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	13,66

Kredi taksit ödemesi

../../.....

c) Banka personeli, vade tarihinde kredisinin ikinci taksitini ödemiştir.

01.06.2017	
22000-Faiz Tahakkukları	263,79
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	39,57
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	13,19
53423-Faiz Gelirleri	263,79
39022-KKDF	39,57
380005-BSMV	13,19
Faiz ve vergiler tahakkuk kaydı	

01.06.2017	
30000-Tasarruf Mevduatı	1.000,26
140402- İhtiyaç Kredileri	683,71
22000-Faiz Tahakkukları	263,79
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	39,57
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	13,19
Kredi taksit ödemesi	
../../....	

d) Banka personeli, 3. taksit tarihinde kredisinin kalan taksitlerinin tümünü erken ödeme ile kapatmıştır.

01.07.2017	
30000-Tasarruf Mevduatı	18.293,80
140402- İhtiyaç Kredileri	18.293,80
Kredi erken kapama	
../../....	

Personel 19.650 TL tutarlı kredinin ilk iki taksitini ödediği için bu taksitlere ait anapara tutarları (672,49+683,71) toplam kredi tutarından düşüldüğünde kredinin kapama tutarı 18.293,80 TL olmaktadır. Kredi erken kapatıldığı için sonraki taksitlere ait

faiz tutarları da ödenmemektedir. Bu durumda personelin kredisi 18.293,80 TL tutar ile kapatılmıştır.

Bu örnekte kredi vadesi 12 ay ve altında olsaydı 140402 no.lu hesap yerine 118402 no.lu hesap kullanılacaktı. Benzer şekilde ihtiyaç kredisi konut teminatlı olsaydı 140403, kısa vadeli ve konut teminatlı olsaydı 118403 no.lu hesaplar kullanılacaktır. Ayrıca kredi TP yerine YP cinsinden kullanılmış olsaydı yine farklı hesaplar kullanılacaktı.

4.2.2. Kredi Kartlarının Muhasebeleştirilmesi

Banka personellerinin kredi kartı işlem örneklerine aşağıda yer verilmiştir:

- a) Banka personeli 01.04.2017 tarihinde kredi kartı ile 200 TL tek çekim alışveriş yapmıştır.

_____ 01.04.2017 _____	
118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz	200
39090- Muhtelif Borçlar-Kredi Kartları	200
Alışveriş harcaması	
_____/..../.... _____	

- b) Banka personeli 05.04.2017 tarihinde kredi kartı ile 600 TL 6 taksit alışveriş yapmıştır.

_____ 05.04.2017 _____	
118410- Personel Kredi Kartları-Taksitli	600
39090- Muhtelif Borçlar-Kredi Kartları	600
Alışveriş kaydı	
_____ 05.04.2017 _____	
118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz	100
118410- Personel Kredi Kartları-Taksitli	100
Taksit kaydı	
_____/..../.... _____	

c) Banka personeli 10.04.2017 tarihinde kredi kartından 100 TL nakit avans çekmiştir.

_____10.04.2017_____	
27890-Muhtelif Alacaklar-Kredi Kartları	100
010-Kasa	100
Nakit çekim	
_____10.04.2017_____	
118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz	100
27890-Muhtelif Alacaklar-Kredi Kartları	100
Nakit çekimin kredi kartı hesaplarına virmanı	
_____././...._____	

d) Banka personeli 12.04.2017 tarihinde kredi kartından 1200 TL 12 ay taksitli nakit avans kullanmıştır.

_____12.04.2017_____	
27890-Muhtelif Alacaklar-Kredi Kartları	1200
010-Kasa	1200
Nakit çekim	
_____12.04.2017_____	
118410-Personel Kredi Kartları-Taksitli	1200
27890-Muhtelif Alacaklar-Kredi Kartları	1200
Nakit çekimin kredi kartı hesaplarına virmanı	
_____12.04.2017_____	
118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz	100
118410- Personel Kredi Kartları-Taksitli	100
Taksit kaydı	
_____././...._____	

- e) Ay sonunda banka personeline 1500 TL kredi kartı ekstresi gelmiş ve 05.05.2017 tarihinde personelin vadesiz mevduat hesabından tahsil edilmiştir.

_____05.05.2017_____	
30000-Tasarruf Mevduatı	1.500
39299- Diğer Alacaklı Geçici Hesaplar	1.500
Müşteri hesabından tahsilat kaydı	
_____05.05.2017_____	
39299- Diğer Alacaklı Geçici Hesaplar	1.500
118411-Personel Kredi Kartları-Taksitsiz	1.500
Tahsilatın kredi kartı borç bakiyesinden düşülmesi	
_____././...._____	

Bu örnekte kredi kartı işlemlerinin vadesi 12 aydan kısa olduğu için 118410 ve 118411 no.lu hesaplar kullanılmıştır.

4.2.3. Kredili Mevduat Hesaplarının Muhasebeleştirilmesi

Banka personellerinin kredili mevduat işlem örneklerine aşağıda yer verilmiştir:

- a) Banka personeli 01.05.2017 tarihinde kredili mevduat limitinden 500 TL çekim yapmıştır.

_____01.05.2017_____	
118420-Kredili Mevduat Hesabı	500
010-Kasa	500
Nakit çekim	
_____././...._____	

- b) Banka personeli kredili mevduat hesabının bakiyesi -500 TL iken 15.05.2017 tarihinde hesabına 200 TL yatırmıştır.

_____15.05.2017_____	
010-Kasa	200
118420-Kredili Mevduat Hesabı	200
Para yatırma	
_____././...._____	

- c) Ay sonunda banka personelinin kredili mevduat hesabı kullanımı için 20 TL faiz tahakkuk etmiş ve vergileri ile birlikte personelin vadesiz mevduat hesabından 01.06.2017 tarihinde tahsil edilmiştir.

_____31.05.2017_____	
22000-Faiz Tahakkukları	20
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	3
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	1
51424-Faiz Gelirleri	20
39022-KKDF	3
380005-BSMV	1
Faiz ve vergi tahakkuk kaydı	
_____01.06.2017_____	
30000-Tasarruf Mevduatı	24
22000-Faiz Tahakkukları	20
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	3
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	1
Faiz ve vergi tahsilat kaydı	
_____././...._____	

Bu örnekte personelden maaş temliki teminatı alındığı için kredili mevduat hesabı olarak 118420 kullanılmıştır. Personelden teminat alınmamış olsaydı 116420 no.lu hesap kullanılacaktı.

4.2.4. Taşıt Kredilerinin Muhasebeleştirilmesi

Banka personellerinin taşıt kredisi işlem örneklerine aşağıda yer verilmiştir:

- a) Banka personeli, 02.03.2017 tarihinde aylık %1,27 faiz ile 30 ay vadeli 62.250 TL ihtiyaç kredisi kullanmıştır.

02.03.2017

140401- Taşıt Kredileri	62.250
30000-Tasarruf Mevduatı	62.250

Kredi kullanımı

../../....

Kredi işlemlerinin tamamlanması ve araç üzerinde rehin tesisi sonrasında söz konusu kredi bedeli taşıt satıcısına havale/EFT yolu ile ödenmiştir. Bu durumda bankanın gerçekleştireceği kayıt aşağıdaki şekilde olmaktadır:

02.03.2017

30000-Tasarruf Mevduatı	62.250
39299-Diğer Alacaklı Geçici Hesaplar	62.250

Kredi bedelinin taşıt satıcısına EFT gönderilmesi

../../....

Kredi vadesi 30 ay olduğu için bu kredinin muhasebeleştirilmesinde orta ve uzun vadeli THP hesapları kullanılmıştır. Ayrıca personelden taşıt rehin olarak teminat alındığı için, teminatlı THP hesapları kullanılmıştır.

Kredi kullanımı sonrasında ödeme planı aşağıdaki gibi oluşmuştur (özet olması açısından ilk 3 aya yer verilmiştir):

Tablo 6: Taşıt Kredisi Ödeme Planı

Sıra	Taksit Tarihi	Taksit Tutarı	Anapara	Faiz	KKDF	BSMV
1	01.04.2017	2.600,87	1.652,17	790,58	118,59	39,53
2	01.05.2017	2.600,87	1.677,36	769,59	115,44	38,48
3	01.06.2017	2.600,87	1.702,93	748,29	112,24	37,41

b) Banka personeli, vade tarihinde kredisinin birinci taksitini ödemiştir.

_____01.04.2017_____	
22000-Faiz Tahakkukları	790,58
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	118,59
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	39,53
53423-Faiz Gelirleri	790,58
39022-KKDF	118,59
380005-BSMV	39,53
Faiz ve vergiler tahakkuk kaydı	

_____01.04.2017_____	
30000-Tasarruf Mevduatı	2.600,87
140401- Taşıt Kredileri	672,49
22000-Faiz Tahakkukları	790,58
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-KKDF	118,59
27899-Diğer Muhtelif Alacaklar-BSMV	39,53
Kredi taksit ödemesi	
_____../../....._____	

Taşıt kredisinin sonraki kredi taksitleri ödendikçe banka tarafından yukarıda örneği verilen kayıtların aynısı gerçekleştirilecektir.

Bu örnekte kredi vadesi 12 ay ve altında olsaydı 140401 no.lu hesap yerine 118401 no.lu hesap kullanılacaktı. Benzer şekilde taşıt kredisi konut teminatlı olsaydı 140403, kısa vadeli ve konut teminatlı olsaydı 118403 no.lu hesaplar kullanılacaktı. Ayrıca kredi TP yerine YP cinsinden kullanılmış olsaydı yine farklı hesaplar kullanılacaktı.

4.2.5. Konut Kredilerinin Muhasebeleştirilmesi

Banka personellerinin konut kredisi işlem örneklerine aşağıda yer verilmiştir:

- a) Banka personeli, 02.01.2017 tarihinde aylık %0,98 faiz ile 120 ay vadeli 422.300 TL ihtiyaç kredisi kullanmıştır.

02.01.2017

138400-Konut Kredileri	422.300
30000-Tasarruf Mevduatı	422.300
Kredi kullanımı	
../../....	

Kredi işlemlerinin tamamlanması ve konut üzerinde rehin tesisi sonrasında söz konusu kredi bedeli konut satıcısına nakit olarak ödenmiştir. Bu durumda bankanın gerçekleştireceği kayıt aşağıdaki şekilde olmaktadır:

02.01.2017

30000-Tasarruf Mevduatı	422.300
010-Kasa	422.300
Kredi bedelinin konut satıcısına nakden ödenmesi	
../../....	

Kredi vadesi 120 ay olduğu için bu kredinin muhasebeleştirilmesinde orta ve uzun vadeli THP hesapları kullanılmıştır. Ayrıca personelden konut rehin olarak teminat alındığı için, teminatlı THP hesapları kullanılmıştır.

Kredi kullanımı sonrasında ödeme planı aşağıdaki gibi oluşmuştur (özet olması açısından ilk 3 aya yer verilmiştir):

Tablo 7: Konut Kredisi Ödeme Planı

Sıra	Taksit Tarihi	Taksit Tutarı	Anapara	Faiz	KKDF	BSMV
1	01.02.2017	6.000,33	1.861,79	4.138,54	0	0
2	01.03.2017	6.000,33	1.880,04	4.120,29	0	0
3	01.04.2017	6.000,33	1.898,46	4.101,87	0	0

Ödeme planından görüleceği üzere, konut kredilerinde mevcut düzenlemeler bağlamında KKDF ve BSMV bulunmamaktadır. Bu nedenle söz konusu vergiler ödeme planında 0 olarak görünmektedir.

b) Banka personeli, vade tarihinde kredisinin birinci taksitini ödemiştir.

_____01.02.2017_____	
22000-Faiz Tahakkukları	4.138,54
53423-Faiz Gelirleri	4.138,54
Faiz tahakkuk kaydı	
_____01.02.2017_____	
30000-Tasarruf Mevduatı	6.000,33
138400-Konut Kredileri	1.861,79
22000-Faiz Tahakkukları	4.138,54
Kredi taksit ödemesi	
_____../../....._____	

Konut kredisinin sonraki kredi taksitleri ödendikçe banka tarafından yukarıda örneği verilen kayıtların aynısı gerçekleştirilecektir.

c) Banka personeli, konut kredisinin kalan anaparası 100.000 TL iken (80. taksitte) kalan taksitlerinin tümünü erken ödeme ile kapatmıştır.

_____02.02.2024_____	
30000-Tasarruf Mevduatı	204.000
138400-Konut Kredileri	200.000
76022-Konut ve Refinans Kredileri Erken	
Kapama Tazminatı	4.000
Kredi erken kapama	
_____../../....._____	

Diğer kredilere kıyasla konut kredilerindeki KKDF ve BSMV farklılığının yanı sıra bir diğer farklılık da erken kapamada bulunmaktadır. Yürürlükteki mevzuat gereği bankaların erken kapama komisyonu alma hakkı bulunmakta olup söz konusu oran kredinin kalan vadesi 36 ay üzerinde ise %2, 36 ay altında ise %1'dir. Bu örnekte kredi 200.000 TL anapara ile kapatılırken kalan vade 40 aydır. Bu nedenle %2 kapama komisyonu alınmıştır. Böylece personel kredisi 204.000 TL ile kapatılmıştır.

Bu örnekte kredi vadesi 12 ay ve altında olsaydı 138400 no.lu hesap yerine 118400 no.lu hesap kullanılacaktı. Benzer şekilde konut kredisi YP cinsinden kullanılmış olsaydı orta ve uzun vade için 141400, kısa vade için 119400 no.lu hesaplar kullanılacaktı.

5. Sonuç

Türk Bankacılık Sektörünün büyümesine paralel kredilerde yaşanan artış sürmektedir. Bu kapsamda bankalar iç müşterileri olan personellerine de ciddi düzeyde krediler kullanmaktadırlar. Söz konusu kredilerin büyüklüğü bazı bankalarda 200 milyon TL'yi aşmıştır. Bu kredi büyüklüğü azımsanmayacak bir kredi büyüklüğünü ifade etmektedir.

Türk Bankacılık Sektöründe kredilerin büyümesine paralel olarak personel kredileri de artış göstermektedir. Uygulamaya bakıldığında banka personelleri konut, taşıt ve ihtiyaç kredileri, kredi kartları ve kredili mevduat hesabı olmak üzere 5 tür kredi kullanmaktadırlar. Diğer taraftan Bankacılık Kanunu'nda personel kredilerine ilişkin sınırlama bulunmaktadır. Bu nedenle banka personelleri çalıştıkları bankalardan konut ve taşıt kredilerini daha az kullanılabilmektedirler. Ancak kredi kartları, ihtiyaç kredileri ve kredili mevduat hesapları konut ve taşıt kredilerine kıyasla daha fazla kullanılmaktadır. Banka personelleri tarafından en çok tercih edilen kredi türü ise sırasıyla bireysel ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarıdır.

Personel kredilerinin ulaştığı hacim, tahsis ücreti ve hayat sigortası gibi muafiyet uygulamaları nedeni ile sağladığı maliyet avantajı, kredi kullandırım sürecinin kısalığı ve kolaylığı gibi hu-

suslar dikkate alındığında personel kredileri hem bankalar hem de banka personelleri açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle diğer tüm kredilerde olduğu gibi personel kredileri işlemlerinin zamanında, doğru ve Tekdüzen Hesap Planına uygun şekilde yapılması personeller, bankalar ve bankaların finansal tablolarını kullanan başta yatırımcılar olmak üzere ilgili taraflar açısından önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, son dönemler haricinde, yıllar itibari ile personel sayısındaki artış dikkate alınarak bankalarda personel kredisi işlemlerinin nasıl muhasebeleştirildiği örneklerle anlatılmıştır. Ayrıca Tekdüzen Hesap Planında bireysel ihtiyaç kredileri, kredi kartları, taşıt kredileri ve konut kredilerine ilişkin banka personelleri için münferit hesaplar açılmış olmasına karşın kredili mevduat hesaplarına ilişkin münferit hesaplar tanımlanmadığı görülmüştür. Banka personellerinin kullandığı kredili mevduat hesabı şeklindeki kredilerin daha sağlıklı takip edilebilmesi ve raporlanabilmesi açısından, diğer kredi türlerinde olduğu gibi münferit hesapların tanımlanmasına yönelik BDDK tarafından Tekdüzen Hesap Planı'nda değişiklik yapılması faydalı olacaktır.

Günümüzde bankalarda teknoloji kullanımının artması ile birlikte personel kredileri dâhil olmak üzere kredilerin muhasebeleştirilmesi merkezileştirilmekte ve otomasyon sistemleri tarafından otomatik şekilde gerçekleştirilmektedir. Otomasyon sistemlerinin hatalı kurgulandığı veya doğru kurgulanmış olmakla birlikte çeşitli sebeplerle bozulduğu durumlar haricinde otomasyon sistemlerinin düzgün çalışacağı ortadadır. Dolayısı ile otomasyon sistemlerinin düzenli olarak izlenmesi kredileri işlemlerinin muhasebeleştirilmesi açısından faydalı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akbank. (2017). 2016 Faaliyet Raporu. http://www.akbank.com/tr-tr/Yatirimci-iliskileri/Documents/Faaliyet-Raporlari/2016_Akbank_Faaliyet_Raporu.pdf, (30.06.2017).
- Atış, C., Vardar, G.C. (2016). Muhasebe Standartları Açısından Eşit Geri Ödemeli Banka Kredilerinin Muhasebeleştirilmesi. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(2), 164-191.
- Bankalar Kanunu. (2005). 5411 sayılı, 01.05.2005 tarih ve 25983 sayılı Resmi Gazete.
- BDDK. (2017a). Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Aralık 2016. http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/15785tbs_temel_gostergeler_raporu_aralik_2016.pdf, (30.06.2017).
- BDDK. (2017b). Tekdüzen Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ. 20.09.2017 tarihli ve 30186 sayılı Resmi Gazete.
- BDDK. (2018). Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Aralık 2017. https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/16668tbs_temel_gostergeler_raporu_aralik_2017.pdf, (30.06.2017).
- Bekçi, İ., Tekşen, Ö. (2002). Bankaların Kredi Kartı Puan Uygulamaları Ve Muhasebeleştirilmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(2), 221-235.
- Büyükcşelebi, B., Çoşkun, M. (2015). Ticari Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi Açısından Mevduat Bankaları İle Katılım Bankalarının Karşılaştırılması. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21, 1004-1024.
- Çelikdemir, N.Ç., Çetin, A. (2015). Altın Bankacılığı ve Altın İşlemlerin Muhasebeleştirilmesi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 11-32.
- Denizbank. (2017). 2016 Faaliyet Raporu, http://www.denizbank.com/hakkimizda/_pdf/faaliyet-raporlari/2016-yili-faaliyet-raporu.pdf, (30.06.2017).
- Garanti Bankası. (2017). 2016 Faaliyet Raporu, <https://www.garantiinvestor-relations.com/tr/images/pdf/Garanti-Bankasi-2016-Faaliyet-Raporu.pdf>, (30.06.2017).
- Gülhan, Ü., Kaya, A. (2011). Bankalarda Yurt Dışı Kredi Kartı Kullanım İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(1), 241-254.
- Kartal, M. T., Demir, C.H. (2017). Türkiye’de Katılım Bankacılığının Sektör Payı Hedefi Üzerine Bir Analiz, *Route Educational & Social Science Journal*, 14(3), 33-58.

- Kartal, M. T. (2017). Bankalarda Kredi Kartı Puan İşlemleri Muhasebesi, *Mali Çözüm*, 140, 69-82.
- Koyuncu, C., Saka, B. (2011). Takipteki Kredilerin Özel Sektöre Verilen Krediler ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 31, 113-124.
- Mutlu Çamoğlu, S., Akıncı, M. (2012). Türkiye’de Sektörel Banka Kredilerinin Gelişimi: Bir Zaman Serisi Analizi, *Yönetim ve Ekonomi*, 19(1), 193-210.
- Özkan, Ö., Özen, İ. (2011). Kredi Kartı İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi ve Kredi Kartı Yoluyla Yapılan Hile Türleri ve Cezaî Müeyyideler. *Malî Çözüm*, 130, 127-160.
- Sayım, F. , Ardıç, M. (2012). Banka Bilançolarındaki Kredi Karşılık Kalemlerinin Dışa Yansıma Biçimleri, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3-4), 297-312.
- TTK. (2011). 6102 sayılı, 14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete.
- Ziraat Bankası. (2017). 2016 Faaliyet Raporu, <http://www.ziraat.com.tr/tr/Bankamiz/Yatirimcilliskileri/Documents/FaaliyetRaporu/FaaliyetRaporu.pdf>, (30.06.2017).

IFRS 9 Finansal Araçlar Standardına Göre Satın Alındığında veya Oluşturulduğunda Kredi-Değer Düşüklüğüne Uğramış Finansal Varlık Yaklaşımına İlişkin Derleme Çalışması

Mehmet Maşuk FİDAN¹

Makale Gönderim Tarihi: 16.01.2018

Makale Kabul Tarihi: 29.03.2018

Öz

Değer düşüklüğü konusunda IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı “gerçekleşen zarar” modelini benimsemiştir. 2008 yılında ortaya çıkan finansal kriz ile birlikte, oluşacak risklerin daha önceden tahmin edilmesi gündeme gelmiştir. Bu amaçla, 2014 yılının Temmuz ayında, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB), IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının yerine IFRS 9 Finansal Araçlar standardının tamamlanmış ve son versiyonunu yayınlamıştır. IFRS 9 Finansal Araçlar standardı, finansal araçların sınıflanmasında ve değer düşüklüğünde yenilikler getirmiştir. Bu yeniliklerden bir tanesi de değer düşüklüğü konusunda getirilen “beklenen kredi zararı” modelidir.

Bu çalışmada, öncelikli olarak, IFRS 9 Finansal Araçlar standardının getirdiği yeniliklerin neler olduğu açıklanmıştır. Daha

¹ Dr. Öğr. Üy., Nişantaşı Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, mehmet.fidan@navala.com.tr, Orcid Id: 0000-0002-4341-943X
Bu çalışma 17-19 Ekim tarihlerinde Edirne’de düzenlenen “2nd International Trakya Accounting Finance and Auditing Symposium” da bildiri olarak sunulmuş, gelen eleştiri ve açıklamalar dikkate alınarak makale haline getirilmiştir.

sonra, kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların satın alınması veya oluşturulması yaklaşımı ile krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı konusu, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı ile karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Varlıklar, Beklenen Kredi Zararı, Değer Düşüklüğü

JEL Sınıflandırması: M40, M41

The Purchased or Originated Credit-Impaired Financial Assets Approach as Collected Work under IFRS 9 Financial Instruments

Abstract

IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement's impairment model is the incurred loss model. As a result of the 2008 financial crises, expected credit losses had been in agenda. Due to that agenda, In July 2014, the International Accounting Standards Board (IASB) issued the completed and final version of IFRS 9 Financial Instruments that replaced IAS 30 Financial Instruments: Recognition and Measurement which brings a new classification and impairment model called the expected credit model.

This paper discusses briefly the classification and impairment model under IFRS 9 Financial Instruments. It also examined in the Purchased or originated credit-impaired financial assets approach and the credit-adjusted effective interest rate comparison with IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement's requirements.

Keywords: Financial assets, Expected Credit Losses, Impairment

JEL Classification: M40, M41

1. GİRİŞ

2008 yılında başlayan finansal kriz ile birlikte, 2003 yılında IASB tarafından yayımlanan ve 01.01.2005 tarihinden itibaren yürürlükte olan IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının noksanlıkları ve özellikle değer düşüklüğü modeline ilişkin zayıflıkları daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, finansal kriz ile birlikte ortaya çıkan ve finansal raporlamayı ilgilendiren konuları araştırmak için, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) ile Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından, Finansal Kriz Danışma Grubu (FCAG) 2008 yılının Ekim ayında kurulmuştur. FCAG'nin 2009 yılının Temmuz ayında yayımlanan raporunda; IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının zayıf ve eksik yönleri belirlenmiştir (Financial Crisis Advisory Group, 2009, s. 3). Bu eksiklikler ve zayıflıklar içinde, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının değer düşüklüğü yaklaşımı olan gerçekleşen zarar modeli de belirtilmiştir (IFRS 9: BCIN.11).

IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının eksikliklerini, zayıflıklarını ve karmaşıklığını gidermek amacıyla IASB tarafından, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının yerini alacak yeni bir standart için çalışma başlatılmıştır. Bu bağlamda IASB tarafından 2009, 2010 ve 2014 yıllarında IFRS 9 Finansal Araçlar standardının üç versiyonu yayınlanmıştır. 2009 yılında yayımlanan IFRS 9 Finansal Araçlar standardında finansal varlıkların sınıflandırılması ve ölçümüne ilişkin hükümler açıklanmıştır. 2010 yılında yayımlanan IFRS 9 Finansal Araçlar standardında ise sınıflandırmaya finansal borçlar ve buna ilişkin hükümler de ilave edilmiştir. 2014 yılının Temmuz ayında IFRS 9 Finansal Araçlar standardının son ve tamamlanmış versiyonu, 01.01.2018 tarihinden itibaren yürürlüğe girmek üzere yayınlanmıştır. Son versiyonda finansal varlıkların sınıflandırılmasına ilişkin değişiklik ve ilavelerin yanı sıra, değer düşüklüğüne ilişkin hükümler de ilave edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı 01.01.2018 tarihinde yürürlüğe giren IFRS 9 Finansal Araçlar Standardı ile getirilen yaklaşımlardan biri olan satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklü-

ğü bulunan finansal varlıkların ölçülmesi ve muhasebeleştirilmesi ilkelerinin açıklanmasıdır. Bu çalışmada, IFRS 9 Finansal Araçlar standardının son versiyonu esas alınarak, finansal varlıkların sınıflandırılması, değer düşüklüğüne tabi finansal varlıklar, finansal varlıklarda değer düşüklüğü ve değer düşüklüğü yaklaşımları detaya girmeden açıklanmıştır. Ayrıca, IFRS 9 Finansal Araçlar standardında ayrı bir yaklaşım olarak ele alınan satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar yaklaşımı ile krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardındaki uygulaması, karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve detaylı bir uygulama örneği üzerinde açıklanmıştır.

2. Finansal Varlıkların Sınıflandırılması

IFRS 9 Finansal Araçlar standardı, finansal varlıkları, finansal varlıkların yönetimi için işletmenin esas aldığı iş modeli ile finansal varlığın sözleşmeye bağlı nakit akışlarının özelliklerini esas alarak aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır (IFRS 9: 4.1.1; Ramirez, 2015, s. 2):

- İtfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlıklar.
- Gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar.
- Gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar.

2.1. İtfa Edilmiş Maliyet Bedeli Üzerinden Ölçülen Finansal Varlıklar

Finansal varlıklarda itfa edilmiş maliyet bedeli; finansal varlığın ilk defa finansal tablolara alındığı tutardan, anapara geri ödemeleri düşüldükten sonra, bu tutara ilk defa finansal tablolara alındığındaki tutar ile vadesindeki tutar arasındaki fark üzerinden etkin faiz yöntemi kullanılarak hesaplanan toplam itfa tutarı eklenerek veya düşülerek bulunan tutardır (IFRS 9: Appendix A: Defined Terms).

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre, itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlıklar, aşağıda belirtilen her iki kriteri de aynı anda taşıyan finansal varlıklardan (borçlanma araçlarından) oluşmaktadır (IFRS 9: 4.1.2):

- Finansal varlığın sözleşmeye bağlı nakit akışlarının tahsil edilmesini amaçlayan bir iş modeli kapsamında elde tutulması,
- Finansal varlığa ilişkin sözleşme şartlarının, belli tarihlerde sadece anapara ve anapara bakiyesinden kaynaklanan faiz ödemelerini içeren nakit akışlarına yol açması.

Yukarıda belirtilen her iki kriteri aynı anda taşımayan finansal varlıklar, itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlıklar olarak sınıflandırılmaz. Finansal varlığın, kredi değer düşüklüğüne maruz kalmasından dolayı iskontolu olarak edinilmesi, onun itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülmesine engel değildir (IFRS 9: BC4.37-40).

Yukarıda belirtilen kriterlerin doğal sonucu olarak, sadece borçlanma araçlarının (debt instruments) itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülmesi mümkün (Kieso, Weygandt ve Warfield, 2011, s. 883) olup, aşağıda belirtilen araçların itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülebileceği ifade edilmektedir (BDO International, 2016, s. 10):

- Ticari alacaklar.
- Temel borç verme özelliklerini taşıyan krediler.
- Alım satım amacıyla elde tutulmayan devlet borçlanma araçları.
- Standart faiz içeren vadeli mevduatlar.

İtfa edilmiş maliyet bedeli üzerinde ölçülen finansal varlıklar değer düşüklüğüne tabi olup, bu varlıklara bağlı beklenen kredi zararları için zarar karşılığı ayrılması (IFRS 9: 5.5.1) ve beklenen kredi zararının kar ve zararda muhasebeleştirilmesi gerekir (IFRS 9: 5.5.8).

2.2. Gerçeğe Uygun Değer Değişimi Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılarak Ölçülen Finansal Varlıklar

Bir finansal varlık aşağıda belirtilen her iki şartı da aynı anda taşıması halinde, gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlık olarak sınıflandırılır (IFRS 9: 4.1.2A).

- Finansal varlığın sözleşmeye bağlı nakit akışlarının tahsil edilmesini ve finansal varlığın satılmasını amaçlayan bir iş modeli kapsamında elde tutulması,
- Finansal varlığa ilişkin sözleşme şartlarının, belli tarihlerde sadece anapara ve anapara bakiyesinden kaynaklanan faiz ödemelerini içeren nakit akışlarına yol açması.

Gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar sınıflandırılması, IFRS 9 Finansal Araçlar standardının 2009 ve 2010 versiyonlarında olmayan, ancak 2014 versiyonunda ilave edilen bir sınıflandırmadır. Bu sınıflandırmanın temel amacı, finansal varlıklardan gelir elde etmek, likidite ihtiyaçlarını karşılamak ve varlık ile borçların vadesini uyumlaştırmaktır (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 580).

Kriterler dikkate alındığında, sadece borçlanma araçlarının (debt instruments) gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlık olabileceğini ifade etmek mümkündür. Ancak, bazı durumlarda özkaynak aracına yapılan yatırımların da gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçüleceği konusunda "İlk defa finansal tablolara almada işletme, ticari amaçla elde tutulmayan veya TFRS 3'ün uygulandığı bir işletme birleşmesinde edinen işletmenin finansal tablolarına aldığı bir şarta bağlı bedel niteliğinde olmayan, bu Standart kapsamındaki bir özkaynak aracına yapılan yatırımın gerçeğe uygun değerindeki sonraki değişikliklerin diğer kapsamlı gelirden sunulması konusunda, geri dönülemeyecek bir tercihte bulunulabilir" (IFRS 9: 5.7.5) hükmü getirilmiştir.

Gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar değer düşüklüğüne tabi olup, bu varlıklara bağlı beklenen kredi zararları için zarar karşılığı ayırıl-

ması gerekir (IFRS 9: 5.5.1). İşletme, gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar için bir zarar karşılığını finansal tablolara alırken ve ölçerken değer düşüklüğü hükümlerini uygular. Ancak, zarar karşılığı diğer kapsamlı gelire (özkaynaklara) yansıtılır ve finansal varlığın finansal durum tablosundaki defter değerini azaltmaz (IFRS 9: 5.5.2). Değer düşüklüğü karşılığına ilişkin hesaplama ve açıklamalara dipnotlarda yer verilmesi gerekir (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 580).

2.2. Gerçeğe Uygun Değer Değişimi Kar veya Zarara Yansıtılarak Ölçülen Finansal Varlıklar

Bir finansal varlık, gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlık ve itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlık olarak sınıflandırılmadığı takdirde, gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılarak ölçülen finansal varlık olarak sınıflandırılması gerekir (IFRS 9: 4.1.4). Ayrıca; bir finansal varlık itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlık veya gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlık olarak sınıflandırılması mümkün olmasına rağmen, varlıklar ve yükümlülüklerin farklı şekilde ölçümünden ve bunlara ilişkin kazanç ile kayıpların farklı şekilde finansal tablolara alınmasından kaynaklanacak bir tutarsızlığı (muhasabe uyumsuzluğu) ortadan kaldırması veya önemli ölçüde azaltması durumunda, bir finansal varlığı geri dönülemez bir şekilde gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılarak ölçülen olarak sınıflandırmak mümkündür (IFRS 9: 4.1.5; Özerhan ve Aslan, 2016, s. 582).

Gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılarak ölçülen finansal varlık için beklenen kredi zararları olarak zarar karşılığı ayrılması mümkün değildir (IFRS 9: 5.5.1; Ramirez, 2015, s. 7).

3. Finansal Varlıklarda Değer Düşüklüğü

IFRS 9 Finansal Araçlar standardı, değer düşüklüğünü, kredi kalitesindeki bozulmaya bağlamıştır. Finansal varlığın kredi kalitesinde düşüş olduğunda, gelecekte beklenen nakit girişleri ile

sözleşmedeki nakit girişleri arasında bir farklılık veya açıklık oluşmaktadır. Bu farklılığın bugünkü değeri kredi zararı olarak tanımlanmakta ve standartta ise *“işletmeye sözleşmeye dayalı olarak vadesi geldikçe gerçekleşecek nakit akışlarının tamamı ile işletmenin tahsil etmeyi beklediği nakit akışlarının tamamı arasındaki farkın (tüm nakit açıklarının) başlangıçtaki etkin faiz oranı (ya da satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar için krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı) üzerinden hesaplanan bugünkü değeridir.”* (IFRS 9: Appendix A: Defined Terms) şeklinde tanımlanmıştır. Değer düşüklüğü *“finansal varlıkların ilk muhasebeleştirilmeden bu yana kredi riskinde meydana gelen artış sonucunda defter değerinde meydana gelen azalmadır”* (Özerhan & Aslan, 2016, s. 582) şeklinde de tanımlanabilir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardının değer düşüklüğü konusunda getirdiği temel yenilik, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının *“gerçekleşen zarar”* modeli yerine, *“beklenen kredi zararı (expected credit loss -ECL)”* modelini ikame etmesidir (EY, 2014, s. 7). Bu farklılığın paranın zamana değeri dikkate alınarak hesaplanan tutar değer düşüklüğü veya beklenen kredi zararı olarak adlandırılmaktadır. Başka bir ifade ile beklenen kredi zararları, kredi zararlarının, ilgili temerrüt risklerine göre ağırlıklandırılmış ağırlıklı ortalamasıdır (IFRS 9: Appendix A Defined Terms).

ECL'nin beklenen kredi zararını, RDO'nun temerrüde düşme riskini ve CL'nin kredi zararını gösterdiği bir durumda; beklenen kredi zararı aşağıdaki şekilde formüle edilerek hesaplanabilir (Gebhardt, 2015, s. 12):

$$ECL = RDO * CL$$

Beklenen kredi zararı modeli aşağıda belirtilen finansal varlıklara uygulanır (KPMG, 2014, s. 58):

- İtfa edilmiş maliyet bedeli ile ölçülen finansal varlıklar (banka mevduatları, krediler, ticari alacaklar, borçlanma araçları vb)

- Gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar
- Finansal kiralama alacakları
- Sözleşme varlıkları
- Kredi taahhütleri
- Finansal teminat sözleşmeleri

Aşağıda belirtilen finansal varlıklar beklenen kredi zararlarının kapsamı dışında bırakılmıştır (KPMG, 2014, s. 58):

- Öz kaynağa dayalı finansal varlıklar.
- Gerçeğe uygun değer değişimi kar zarara yansıtılarak ölçülen kredi taahhütleri.
- Gerçeğe uygun değer değişimi kar zarara yansıtılarak ölçülen diğer finansal varlıklar.

4. Beklenen Kredi Zararların Tespitinde Kullanılan Yaklaşımlar

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre işletmeler, beklenen kredi zararlarını hesaplamak için aşağıda belirtilen yaklaşımlardan birini uygulamaları gerekir (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 585-588).

- Genel yaklaşım.
- Basitleştirilmiş yaklaşım.
- Satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlık yaklaşımı.

Aşağıda, genel yaklaşım ve basitleştirilmiş yaklaşım konusunda genel bilgi, satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar yaklaşımı konusunda ise uygulama örneği üzerinden detaylı açıklama yapılmıştır. Ayrıca, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı ile farklılık ve benzerliklerine zamanı geldikçe değinilmiştir.

4.1. Genel Yaklaşım

Her raporlama döneminin sonunda işletme, finansal varlığa ilişkin kredi riskinde önemli bir artış olup olmadığını değerlendirir.

Genel yaklaşıma göre, her raporlama tarihinde; kredi riskinde önemli bir artışın olup olmadığına göre, 12 aylık beklenen kredi zararı veya ömür boyu beklenen kredi zararına göre karşılık ayrılır (IFRS 9: 5.5.3; IFRS 9: 5.5.5; EY, 2014, s. 12). Ayrılan kredi zararı, değer düşüklüğü zararı olarak kar zararda muhasebeleştirilir.

Bir finansal varlıktaki kredi riskinin, ilk defa finansal tablolara alınmasından raporlama tarihine kadar geçen süre içinde, önemli ölçüde artmış olması durumunda, işletme söz konusu finansal varlığa ilişkin zarar karşılığını ömür boyu beklenen kredi zararlarına eşit bir tutardan ölçer (IFRS 9: 5.5.3).

Bir finansal varlıktaki kredi riskinin, ilk defa finansal tablolara alınmasından raporlama tarihine kadar geçen süre içinde, önemli ölçüde artmamış olması durumunda, işletme söz konusu finansal varlığa ilişkin zarar karşılığını 12 aylık beklenen kredi zararlarına eşit bir tutardan ölçer (IFRS 9: 5.5.5).

Genel yaklaşımda, finansal varlığın ilk defa finansal tablolara alınmasından raporlama tarihine kadar geçen süre içinde, kredi riskinin ve temerrüdün durumuna göre, finansal varlıklar için üç aşamalı bir model benimsenmiştir (EY, 2014, s. 7; Aytürk, 2016, s. 136). Belirtilen model Tablo 1 üzerinde gösterilmiştir:

Tablo 1: Finansal varlıklarda üç aşamalı değer düşüklüğü modeli

Aşama	1	2	3
Değer Düşüklüğünün Hesaplanması	12 aylık beklenen kredi zararı	Ömür boyu beklenen kredi zararı	
Faizin hesaplanması	Brüt tutar esas alınarak etkin faiz tutarı/yöntemi		Net tutar esas alınarak etkin faiz tutarı/yöntemi
Sonraki aşamalarda yeniden değerlendirme	Finansal varlığın ilk finansal tablolara alındığından itibaren kredi riskindeki değişim		
	Gelişme		Bozulma

Kaynak: Impairment of Financial Instruments Under IFRS 9, December 2014, EY, s. 7; IFRS IN PRACTICE 2016 IFRS 9 Financial Instruments, BDO International, 2016, s.38

Tablo 1’de görüldüğü üzere, işletmenin her raporlama döneminde aşağıdaki değerlendirmeleri yapması gerekir.

İlk finansal raporlama tarihinden itibaren finansal varlığa ilişkin kredi riski önemli ölçüde artmamış ise 12 aylık beklenen kredi zararı tutarında karşılık ayrılır. Finansal varlığın brüt tutarı üzerinden etkin faiz oranı uygulanarak faiz geliri hesaplanır (**Aşama 1**). İlk muhasebeleştirme tarihinden raporlama tarihine kadar geçen süre içinde finansal varlığa ilişkin kredi riski önemli ölçüde artmış ise ömür boyu beklenen kredi zararı tutarında karşılık ayrılır. Ayrıca, raporlama döneminde, finansal varlığın kredi değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığına ilişkin bütün olasılıklar da değerlendirilir. Finansal varlığın kredi riskinde önemli bir artış meydana gelmiş olması ve fakat temerrüt durumunun olmaması halinde, finansal varlığın brüt tutarı üzerinden etkin faiz oranı uygulanarak faiz geliri hesaplanır (**Aşama 2**). Finansal varlığını kredi riskinde önemli bir artış meydana gelmiş olması ve aynı zamanda temerrüt durumunun olasılık dahilinde olması halinde (**Aşama 3**), finansal varlığın net tutarı üzerinden etkin faiz oranı uygulanarak faiz geliri hesaplanır (Gebhardt, 2015, s. 14).

Daha sonraki aşamalarda, finansal varlığın kredi kalitesinin artmış olması, başka bir ifade ile kredi riskinde önemli bir artış olmaması halinde, işletme 12 aylık beklenen kredi zararı tutarında karşılık ayırmaya başlar.

Her raporlama döneminde, her bir finansal varlığın kredi riskinin belirlenmesi ve ilk finansal raporlamaya alınma tarihinden raporlama tarihine kadar olan sürede, kredi riskinin önemli ölçüde artıp artmadığının değerlendirilmesi gerekir. Kredi riski analizi; birçok faktörün incelenmesini gerektirmektedir (IFRS 9: B5.5.16). Bu da işletmelerde zaman ve kaynak kullanımını bakımından maliyete neden olmaktadır. Bundan dolayı kredi riskinin önemli ölçüde artıp artmadığı konusunda, işletmelere yardımcı olmak için IFRS 9 Finansal Araçlar standardı aşağıda belirtilen kolaylaştırıcı varsayımlar önermiştir (EY, 2014, s. 13; Özerhan ve Aslan, 2016, s. 587):

- Finansal varlığın raporlama tarihinde düşük kredi riskine veya yüksek kredi derecesine sahip olduğunun belirlen-

mesi durumunda, işletme finansal varlıktaki kredi riskinin finansal tablolara alınmasından bu yana önemli ölçüde artmadığını varsayabilir (IFRS 9: 5.5.10).

- Vadesinden itibaren 30 gün geçtiği halde ödenmeyen finansal varlıklarda, aksi ispatlanabilir bir şekilde, finansal varlığın kredi riskinin önemli ölçüde arttığı varsayılır (IFRS 9: 5.5.11).
- Ömür boyu riskteki değişim için, 12 aylık temerrüt riskinin ortalama olarak kullanılması (IFRS 9: B5.5.13).

4.2. Basitleştirilmiş Yaklaşım

Basitleştirilmiş yaklaşım, işletmelerden kredi riskindeki değişiklikleri takip etmeleri yerine, her raporlama döneminde ömür boyu beklenen kredi zararı tutarında karşılık ayırmalarını beklemektedir (IFRS 9: 5.5.15).

Aşağıdaki finansal varlıklara basit yaklaşım uygulanmaktadır.

- Önemli bir finansman unsuru içermeyen ticari alacaklar.
- Önemli bir finansman unsuru içermeyen sözleşme varlıkları.

Basitleştirilmiş yaklaşımın önemli bir finansman unsuru taşımayan ticari alacaklar ve sözleşme varlıklarına uygulanması pratik bir yol olarak görülebilir. Özellikle, önemli bir finansman unsuru taşımayan ticari alacaklar ile sözleşme varlıklarının vadelerinin 12 ayın altında olduğunda, 12 aylık beklenen kredi zararı ile ömür boyu beklenen kredi zararı aynı olacaktır.

Ayrıca, işletmenin muhasebe politikası olarak tercih etmesi halinde, aşağıdaki finansal varlıklara basitleştirilmiş yöntemle göre ömür boyu beklenen kredi zararı tutarında karşılık ayırabilir.

- Önemli bir finansman unsuru içeren ticari alacaklar,
- Önemli bir finansman unsuru içeren sözleşme varlıkları,
- IAS 17 Kiralama İşlemleri standardı kapsamında doğan kiralama alacakları.

4.3. IFRS 9 Standardının Satın Alındığında veya Oluşturulduğunda Kredi-Değer Düşüklüğüne Uğramış Finansal Varlık Yaklaşımı ile IAS 39 Standardının Karşılaştırılması

IFRS 9 Finansal Araçlar standardı, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların kredi zararları için karşılık ayrılması, uygulanacak faiz oranı ve faiz gelirin muhasebeleştirilmesi konularında özel düzenlemeler getirmiştir (KPMG, 2014, s. 94; Grant Thornton, 2016, s. 28). IFRS 9 Finansal Araçlar standardı, ilk muhasebeleştirmede kredi değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların değerlemesini, diğer finansal varlıkların değerlemesinden farklı esaslara bağlamıştır (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 588; Grant Thornton, 2016, s. 29).

Finansal varlıkların ilk defa finansal tablolara alınması sırasında, kredi değer düşüklüğüne uğramış olup olmadığının işletme tarafından değerlendirilmesi ve belirlenmesi gerekir (IFRS 9: 5.5.13; PWC, 2017 s. 34). Bu değerlendirme sonucunda finansal varlığın kredi değer düşüklüğüne uğradığı/temerrüde düştüğü konusunda bir kanaate varılması halinde, kredi değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar için yalnızca ilk defa finansal tablolara alınmasından itibaren her raporlama tarihinde işletme ömür boyu beklenen kredi zararlarındaki toplam değişiklikleri zarar karşılığı olarak finansal tablolarda sunar (IFRS 9: 5.5.13).

Finansal araçlarla ilgili bir sözleşmede temerrüdün hangi durumlarda ortaya çıkacağı yazılmaktadır. Geniş anlamda temerrüdün iki tane unsuru bulunmaktadır: En ciddi olanı "vadesinde anapara ve faizlerin ödenmemesidir". İkinci olarak, bir sözleşme hükmünün ihlal edilmesidir (Ganguin ve Bilardello, 2005, s. 195).

Bir finansal varlığın gelecekteki tahmini nakit akışlarını olumsuz şekilde etkileyen bir veya daha fazla olay gerçekleştiğinde söz konusu finansal varlığın kredi-değer düşüklüğüne uğramış olduğu kabul edilmektedir (IFRS 9: Appendix A Defined Terms). Bir finansal varlığın kredi-değer düşüklüğüne uğradığına ilişkin kanıtların gözlemlenebilir olması ve bir bilgiye dayanması gerekir (EY, 2014, s. 15).

Aşağıdaki olaylara ilişkin gözlemlenebilir veriler finansal varlığın kredi-değer düşüklüğüne uğramış olduğunu gösteren kanıtlardır (IFRS 9: Appendix A: Defined Terms):

- İhraççının ya da borçlunun önemli finansal sıkıntı içinde olması,
- Temerrüt veya vadenin geçmesi gibi nedenlerle bir sözleşme ihlalinin meydana gelmesi,
- Ekonomik veya sözleşmeye bağlı nedenlerle, borçlunun içine düştüğü finansal sıkıntıdan dolayı alacaklının borçluya normal şartlarda düşünmediği bir ayrıcalık tanınması,
- Borçlunun iflasının veya başka bir finansal yeniden yapılanma içine gireceğinin ihtimal dahilinde olması,
- Finansal sıkıntılar nedeniyle finansal varlığa ilişkin aktif piyasanın ortadan kalkması,
- Finansal varlığın, katlanılan kredi zararlarını yansıtan yüksek bir indirimle alınması veya oluşturulması.

Tek bir olayı belirlemek mümkün olmasa bile, birden çok olayın birleşik etkisi finansal varlığın kredi-değer düşüklüğüne uğramasına yol açabilir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardının finansal varlıkların kredi değer düşüklüğüne uğramış olduğunu gösteren kanıtlar ile IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının değer düşüklüğünün bulunduğu dair kanıtları önemli derecede benzerlik göstermektedir (EY, 2014, s. 15; IAS 39: 59; IFRS 9: Appendix A Defined Terms). Her iki standartta finansal varlıkların değer düşüklüğüne uğradığına dair kanıtlar benzer olmakla birlikte, sonuçları bakımından farklılıklar bulunmaktadır. IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardındaki "... ileride meydana gelecek olaylar sonucunda oluşması beklenen kayıplar, ne kadar olası olursa olsunlar muhasebeleştirilemezler..." hükmü ile, IFRS 9 Finansal Araçlar "...raporlama tarihinde işletme, satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar için yalnızca ilk defa finansal tablolara alınmasından bu yana ömür boyu beklenen kredi zararlarındaki

toplam değışiklikleri zarar karşılığı olarak finansal tablolara alır.” hüküm tamamen farklıdır. Bu farklılık, finansal tablolardaki kredi zararı karşılığının muhasebeleştirilmesinde dönemler arasında farklılıklara da neden olacaktır. Farklılığın sayısal gösterimi, Örnek Uygulamanın II. Senaryosunda gösterilmiştir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar için beklenen kredi zararı hesaplanırken, sadece ömür boyu beklenen kredi zararları dikkate alınır (KPMG, 2014, s. 95), 12 aylık beklenen kredi zararları hiçbir koşulda dikkate alınmaz (EY, 2014, s. 15). IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre ise, değer düşüklüğü sadece oluştuğunda dikkate alınır ve finansal tablolarda sunulur.

Kredi-değer düşüklüğüne uğramış olan finansal varlıklar çoğu zaman iskontolu olarak alınıp satılırlar. Başka bir ifade ile, kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlığın bugünkü değerinin hesaplanmasında yüksek bir iskonto oranı uygulanmaktadır. Böyle bir durumda, nominal tutar yerine beklenen nakit akışının esas alınması ve hesaplamaların buna göre yapılması gerekir. Sonraki dönemlerde, bu tür finansal varlıkların faiz geliri hesaplanırken, beklenen nakit esas alınarak hesapları faiz oranı esas alınacaktır. Başka bir ifade ile bertilen finansal varlığa ilişkin faiz geliri hesaplamasında, krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının (KGDEFO) uygulanması gerekir (IFRS 9: Appendix A Defined Terms). Krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı finansal varlığın beklenen ömrü boyunca gerçekleşmesi tahmin edilen gelecekteki nakit ödeme veya tahsilatları, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlığın itfa edilmiş maliyetine indirgeyen orandır (IFRS 9: Appendix A: Defined Terms). İşletme, krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranını hesaplarken, finansal aracın tüm sözleşme şartlarını ve beklenen kredi zararlarını dikkate alarak beklenen nakit akışlarını tahmin eder. Krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı hesaplanırken, ömür boyu beklenen kredi zararları dikkate alınır (KPMG, 2014, s. 52). IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranını tanımlamış değildir. Ancak, IAS 39 Finansal Araçlar:

Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının “*Bazı durumlarda, finansal varlıklar, oluşan kredi zararlarını yansıtan bir iskonto ile elde edilirler. İşletmeler, etkin faiz oranını hesaplamaları sırasında tahmini nakit akışlarına bu türden kredi zararlarını da dahil ederler.*” (IAS 39:AG5) hükmü, krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranını işaret edilip edilmediği konusunda tereddüde düşülmüştür. IFRIC (IFRS Interpretation Committee) IAS 39: AG5 paragrafının ilk muhasebeleştirmedeki finansal varlığın kredi zararlarından etkilenen nakit akışlarını dikkate alarak etkin faiz oranının hesaplanacağı konusunda yorumda bulunmuştur (IFRS Foundation, 2014, s. 270). Krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının nasıl hesaplandığı Örnek Uygulama üzerinde gösterilmiştir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının hesaplanmasını ve uygulanmasını gerektiren durumlar ile IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre gerektiren durumlar benzerlik göstermektedir. Ancak, krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının hesaplanması yöntemi bazı durumlarda farklılık arz edebilmektedir. IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı hesaplanırken gerçekleşen kredi zararları dikkate alınırken, IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre ise (gelecekteki) beklenen kredi zararları dikkate alınır. Uygulamada, gerçekleşen kredi zararı ile beklenen kredi zararının çok farklı tutarda olmaması beklenir (KPMG, 2014, s. 52). Bu beklentinin temel nedeni, finansal varlıkların kredi değer düşüklüğüne uğradığında, finansal varlıklara ilişkin temerrüde düşme riskinin bir (1)'e çok yakın olması nedeniyle, *ECL* ve *CL*'nin bir birine yakın olarak hesaplanacağı beklentisidir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre kredi değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar iki şekilde karşımıza çıkmaktadır (IFRS 9: 5.4.1):

- İlk muhasebeleştirmede (satın alındığında veya oluşturulduğunda) kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar,
- İlk muhasebeleştirmeden sonraki bir tarihte kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar.

İlk muhasebeleştirmede (satın alındığında veya oluşturulduğunda) kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar için ilk defa finansal tablolara alınmasından itibaren, finansal varlığın itfa edilmiş maliyetine krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranı uygulanır. Daha sonra kredi riskinde düşme veya kredi değerinde yükselme olsa dahi, faiz hesaplanmasında brüt değer üzerinden değil, finansal varlığın itfa edilmiş maliyeti üzerinden hesaplanır (IFRS 9:5.4.1a). IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardındaki hesaplama farklılık arz etmemektedir.

İlk muhasebeleştirmeden sonraki bir tarihte kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların daha sonraki bir tarihte kredi riskinde düşme olması veya kredi değerinde yükselme olması halinde, döneme ilişkin faiz hesaplaması brüt değer üzerinden ve etkin faiz oranı uygulanması suretiyle yapılacaktır (IFRS 9:5.4.1b). Buna karşın, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardında ise (varsa değer düşüklüğü karşılığı düşülmüş) itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden hesaplanmaktadır.

Kredi değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların faiz gelirlinin hesaplamasında, IFRS 9 Finansal Araçlar ve IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardındaki ilkeler benzerlik göstermekle birlikte, kredi değer düşüklüğüne uğramamış finansal varlıklara ilişkin faiz geliri hesaplaması IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre daima finansal varlığın brüt değeri üzerinden hesaplanırken, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre ise, faiz hesaplaması daima itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden hesaplanmaktadır (KPMG, 2014, s. 53; Mirza, Holt ve Orrell, 2006, s. 231). Bu durumda, IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre hesaplanacak döneme ilişkin faiz gelirlinin, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre hesaplanacak faiz gelirinden, genellikle, yüksek olması beklenir. Buna karşılık, kredi değer düşüklüğü meydana gelmediği müddetçe IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre bir karşılık ayrılmazken, IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre ise, temerrüde düşme riskinin (RDO) sıfır olması durumu hariç, beklenen kredi zararı için karşılık ayrılması gerekir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar için değer artış kazancı, daha önce bir zarar karşılığı ayrılmamış olsa dahi, hesaplanabilir (Grant Thornton, 2016, s. 29). Bu durum, itfa edilmiş maliyet bedelinin yükselmesi anlamına gelecektir. IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardında bu durum açıklanmış değildir.

Aşağıda, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıklar yaklaşımının sabit getirili menkul kıymetlere nasıl uygulanacağı, faiz ve değer artış kazancı/kaybının nasıl hesaplanıp muhasebeleştirileceği bir örnek uygulama üzerinde açıklanmıştır. Yeri geldiğinde, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardındaki modelden farkı da belirtilecektir.

Örnek Uygulama (EY, 2014, s. 16-17'den uyarlanmış ve geliştirilmiştir)

Sağlam Yatırım ve Ticaret A.Ş. çiftlik hayvanlarının üretim ve ticaretiyle iştirak eden Çiftlik Hayvansal Ürünler A.Ş.'ye iştirak etmek için lazım olan kaynağı tahvil ihraç ederek sağlamayı planlamış ve bu bağlamda 01.01.2017 tarihinde 3 yıl vadeli, % 15 yıllık faizli 100.000.000 TL nominal değerli tahvil ihraç etmiştir. 2017 yılının ortalarında iştirak edilen Çiftlik Hayvansal Ürünler A.Ş'nin aktifinde bulunan hayvanlarının önemli bir kısmının telef olması nedeniyle, Sağlam Yatırım ve Ticaret A.Ş'nin kredi riskinde kötüleşme başlamış, bankalardaki kredi limitlerinin bir kısmı iptal edilmiş ve nakit akışlarında sorun yaşanmaya başlanmıştır. Bunun sonucu olarak, Sağlam Yatırım ve Ticaret A.Ş., 31.12.2017 tarihinde ödemesi gereken 15.000.000 TL'lik kupon ödemesinde temerrüde düşmüştür. 01.01.2017 tarihinde ihraç edilmiş olan tahvilin yarısını portföyünde bulunduran Ahmet Yatırımsever, elindeki tahvilleri 45.000.000 TL'ye NVL Yatırım Holding A.Ş.'ye satmayı teklif etmiştir. NVL Yatırım Holding A.Ş., 31.12.2018 tarihindeki kupon ödemesinin de yapılamayacağını ancak tahvilin vade sonu olan 31.12.2019 tarihinde 65.000.000 TL tahsilat sağlanabileceğini değerlendirmiştir. Bundan dolayı, Ahmet Yatırımsever'in

portföyünde bulunan tahvilleri 01.01.2018 tarihinde 45.000.000 TL'ye satın almıştır.

Kredibilite sorunlarının ortaya çıkması, bankalar tarafından kredi limitlerinin bir kısmının iptal edilmiş olması, tahvilin çok yüksek oranda iskontolu olarak satılması, vadesinde kupon ödemesini yapılamaması ve aynı zamanda Sağlam Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin önemli finansal sıkıntı içinde olduğuna dair emarelerin bulunması nedeniyle, finansal varlığın kredi-değer düşüklüğüne uğradığı değerlendirilmiştir. Finansal varlık, 2.1. İtfa Edilmiş Maliyet Bedeli Üzerinden Ölçülen Finansal Varlıklar bölümünde belirtilen her iki kriteri aynı anda sağladığından itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlık olarak sınıflandırılması gerekir. Satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlığın ilk defa finansal tablolara alınmasına ilişkin yevmiye kaydı aşağıdaki gibi olacaktır (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 592; KPMG, 2014, s. 95).

01.01.2018	Borç	Alacak
İTFA EDİLMİŞ MALİYET BEDELİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLEN FİNANSAL VARLIKLAR	45.000.000,00	
BANKALAR		45.000.000,00

PV 'nin satın alma bedelini, C 'nin yıllık kupon tutarını, FV 'nin tahvilin nominal tutarını ve EIR 'in etkin faiz oranını gösterdiği bir durumda etkin faiz oranı aşağıdaki şekilde hesaplanabilir (Topaloğlu ve Fidan, 2013, s. 149).

$$PV = C + \frac{C}{1+EIR} + \frac{C}{(1+EIR)^2}$$

$$45.000.000 = 7.500.000 + \frac{7.500.000}{1+EIR} + \frac{57.500.000}{(1+EIR)^2}$$

$$0 = 45.000.000 + 7.500.000 + \frac{7.500.000}{1+EIR} + \frac{57.500.000}{(1+EIR)^2}$$

$$0 = -37.500.000 + \frac{7.500.000}{1+EIR} + \frac{57.500.000}{(1+EIR)^2}$$

EIR deneme yanılma yöntemi, interpolasyon yöntemi veya excel gibi programlar ile hesaplanabilir. Excel ile yapılan hesaplamada, etkin faiz oranı % 34,231 olarak bulunmuştur.

Ancak, satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların iskontolu olarak satın alınması durumunda, faiz geliri hesaplamasında, krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının belirlenmesi ve uygulanması gerekir (IFRS 9: Appendix A Defined Terms). Düzeltilmiş etkin faiz oranı hesaplanırken tahmin edilen nakit akışları dikkate alınarak hesaplama yapılır. Bu durumda, iki yıl sonra tahsil edilmesi beklenen 65.000.000 TL ve edinim bedeli (bugünkü değer) 45.00.000 TL dikkate alınarak düzeltilmiş etkin faiz oranının hesaplanması gerekir.

PV 'nin satın alma bedelini, FV 'nin tahvilin nominal tutarını, t 'nin süreyi ve EIR 'ın düzeltilmiş etkin faiz oranını gösterdiği bir durumda düzeltilmiş etkin faiz oranı aşağıdaki şekilde hesaplanabilir (Kızıl vd., 2016, s. 369).

$$EIR = \left(\frac{FV}{PV} \right)^{\frac{360}{t}} - 1$$

$$EIR = \left(\frac{65.000.000}{45.000.000} \right)^{\frac{360}{720}} - 1 = 1,4444444^{0,5} - 1 = 1,20185 - 1 \cong 0,20185$$

Yukarıda belirtilen hususların değişmediği varsayımıyla, 2018 yılı sonunda 9.083.250 TL'nin ($0,20185 \cdot 45.000.000$ TL) faiz geliri olarak kar zarar hesaplarında muhasebeleştirilmesi gerekir. Bu kayıt sonucunda, finansal varlığın defter değeri 54.083.250 TL'ye çıkmış olacaktır. İşleme ilişkin yevmiye kaydı aşağıda gösterilmiştir (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 592; KPMG, 2014, s. 96).

31.12.2018	Borç	Alacak
İTFA EDİLMİŞ MALİYET BEDELİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLEN FİNANSAL VARLIKLAR	9.083.250,00	
FAİZ GELİRLERİ		9.083.250,00

Sonraki dönemlere ilişkin faiz hesaplaması, IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre faiz hesaplaması ilk muhasebeleştirmedeki itfa edilmiş maliyet bedeli/brüt defter değeri olan 45.000.000 TL üzerinden yapılacaktır. IAS 39 Finansal Araçlar:

Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre yapılacak hesaplamada ise gerçekleşen zarar olmadığı taktirde IFRS 9 ile aynı olacaktır. Ancak, gerçekleşen zarar olması halinde, net değer üzerinden hesaplanacaktır.

2018 yılı sonunda finansal varlığın kredi riskine ve nakit akışlarına ilişkin değerlendirme yapılmıştır. Yapılan değerlendirme sonucunda iki farklı senaryo olduğu varsayılmıştır. Her bir senaryoya göre yapılan hesaplamalar ve muhasebeleştirme işlemleri aşağıda açıklanmıştır.

Senaryo 1:

NVL Yatırım Holding A.Ş. gerçekçi ve kanıtlanabilir belirtilere dayanarak, 2019 yılı sonunda beklenen nakit akışın 70.000.000 TL'ye çıkacağını tahmin etmektedir. Değer artış kazancının kâr zararda (IFRS 9: 5.7.1) muhasebeleştirilmesi gerekir. Değer artış kazancı aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

Değer artış kazancının yevmiye kaydı aşağıdaki şekilde yapılır (Özerhan ve Aslan, 2016, s. 592).

31.12.2015	Borç	Alacak
İTFA EDİLMİŞ MALİYET BEDELİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLEN FİNANSAL VARLIKLAR	4.160.291,21	
DEĞER ARTIŞ KAZANCI		4.160.291,21

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre satın alındığında veya oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğüne uğramış finansal varlıkların değer artış kazançları, itfa edilmiş maliyete eklenmektedir. Ancak, faiz hesaplaması ilk muhasebeleştirmedeki itfa edilmiş maliyet bedeli olan 45.000.000 TL üzerinden yapılacaktır. IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre bu durumda yapılacak kayıt konusunda bir açıklama yer almamaktadır.

Senaryo 2:

NVL Yatırım Holding A.Ş. gerçekçi ve kanıtlanabilir belirtilere dayanarak, 2016 yılı sonunda beklenen nakit akışın 60.000.000 TL olacağını tahmin etmektedir. Mevcut koşullar ve ekonomideki

görünüm dikkate alındığında, borçluya ilişkin temerrüde düşme riskinin (RDO) ise 0,05 olacağı hesaplanmıştır.

Döneme ilişkin faiz gelirinin hesaplaması ve muhasebeleştirilmesi senaryo 1'deki ile aynı olacaktır. Onun için burada tekrar edilmemiştir. Beklenen kredi zararları ise aşağıdaki gibi hesaplanacaktır (Gebhardt, 2015, s. 44).

$$ECL=RDO*CL \quad (1)$$

Beklenen kredi zararını hesaplamak için öncelikle kredi zararının paranın zaman değeri de dikkate alınarak hesaplanması gerekir. Kredi zararı aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$CL= \frac{\text{Sözleşmeye bağlı nakit akışı}-\text{Beklen nakit akışı}}{1+EIR}$$

$$CL= \frac{65.000.000-60.000.000}{1+0,20185} = \frac{5.000.000}{1,20185} = 4.160.252,94 \text{ TL}$$

Beklenen kredi zararı ise 1 no'lu formül vasıtasıyla aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

$$ECL=RDO*CL$$

$$ECL= 0,05*4.160.252,94 = 208.012,65 \text{ TL}$$

Beklenen kredi zararına ilişkin yevmiye kaydı aşağıdaki şekilde yapılabilir.

31.12.2015	Borç	Alacak
DEĞER DÜŞÜKLÜĞÜ ZARARI	208.012,65	
İTFA EDİLMİŞ MALİYET BEDELİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLEN FİNANSAL VARLIKLAR		208.012,65

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre yukarıda yapılan beklenen kredi zararları hesaplaması ve yevmiye kaydı IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına göre yapılmayacaktır. Zira, değer düşüklüğü zararı henüz gerçekleşmiş değildir. Ayrıca, 2018 yılı için IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre faiz 45.000.000,00 TL üzerinde hesaplanırken, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardına

göre yeni maliyet bedeli olan (45.000.000 TL – 208.012,65) 44.791.987,35 TL üzerinden hesaplanacaktır.

5. Sonuç

2014 yılının Temmuz ayında, IASB tarafından IFRS 9 Finansal Araçlar standardının tamamlanmış versiyonu, 01.01.2018 tarihinden itibaren yürürlüğe girmek üzere yayınlanmıştır. IFRS 9 Finansal Araçlar standardının tamamlanmış versiyonunda finansal varlıkların değer düşüklüğüne ilişkin hükümlerinin yanı sıra, finansal varlıkların sınıflandırmasına ilişkin değişiklikler ve ilaveler de yapılmıştır.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardı finansal varlıkları, finansal varlıkların yönetimi için işletmenin esas aldığı iş modeli ile finansal varlığın sözleşmeye bağlı nakit akışlarının özelliklerini esas alarak aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır (IFRS 9: 4.1.1):

- İtfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlıklar.
- Gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar.
- Gerçeğe uygun değer değişimi kar veya zarara yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre itfa edilmiş maliyet bedeli üzerinden ölçülen finansal varlıklar ile gerçeğe uygun değer değişimi diğer kapsamlı gelire yansıtılarak ölçülen finansal varlıkların yanı sıra, finansal kiralama alacakları, sözleşme varlıkları, kredi taahhütleri ve finansal teminat sözleşmeleri değer düşüklüğüne tabidir. Gerçeğe uygun değer değişimi kar zarara yansıtılarak ölçülen finansal varlıklar ise değer düşüklüğü hükümlerine tabi değildir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardının değer düşüklüğü konusunda getirdiği temel yenilik, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının zayıf noktalarından biri olarak kabul edilen “gerçekleşen zarar” modeli yerine, “beklenen kredi zararı” modelidir. Beklenen kredi zararları, kredi zararlarının ilgi-

li temerrüt risklerine göre ağırlıklandırılmış ağırlıklı ortalamasıdır (IFRS 9: Appendix A Defined Terms).

IFRS 9 Finansal Araçlar beklenen kredi zararlarını hesaplamak için, genel yaklaşım, basitleştirilmiş yaklaşım veya satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar yaklaşımlarından birinin uygulanmasını zorunlu kılmaktadır.

Çalışmamızda; satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar yaklaşımı detaylı açıklanmış, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı ile benzer ve farklılıklarına değinilmiştir. Bir örnek uygulama üzerinde, satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklara uygulanan krediye göre düzeltilmiş etkin faiz oranının, faiz gelirin ve dönem sonunda değer artış kazancının (kaybının) hesaplanması, muhasebeleştirilmesi ve IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardı ile farklılıkları detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardının yeni değer düşüklüğü modelinde, nakit akışlarını tahmin etmek ve kredi-değer düşüklüğü kriterlerini uygulamak işletmelerin, gözlemlenebilir kanıtlar esas alınarak, takdirine bırakılmıştır. Bu durum, beklenen zararlarının ileriye doğru kaydırılmasına sebebiyet verebileceği gibi faiz gelirlerinin de manipüle edilebileceği düşünülmektedir. Uygulama üzerinden de görüleceği gibi, IFRS 9 Finansal Araçlar standardına göre satın alındığında ya da oluşturulduğunda kredi-değer düşüklüğü bulunan finansal varlıklar için her zaman ömür boyu beklenen kredi zararı hesaplanacağından dolayı, IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme standardının değer düşüklüğünden daha fazla değer düşüklüğü zararı ayrılması gerekecektir.

IFRS 9 Finansal Araçlar standardının getirdiği yeni yaklaşımın finansal varlığın vadesi ile uyumlu LIBOR faiz oranı taşıyan veya forward gibi müşteri riskini ihtiva eden finansal varlıklara uygulanması ve aynı zamanda BOBİ FRS ve VUK ile karşılaştırılması ile ilgili çalışmalara ihtiyaç olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Aytürk, Y. (2016), "IFRS 9 Finansal Araçlar Kapsamında Yeni Değer Düşüklüğü Modeli ve Bankacılık Sektörüne Etkileri." Mali Çözüm, 137, 133-143.
- BDO International, (2016), IFRS IN PRACTICE 2016 IFRS 9 Financial Instruments. <https://www.bdo.global/>: https://www.bdo.global/getattachment/Services/Audit-Accounting/IFRS/IFRS-in-Practice/IFRS9_print.pdf.aspx?lang=en-GB (Erişim Tarihi: 03 Temmuz 2017)
- EY, (2014), Impairment of financial instruments under IFRS 9, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Applying_IFRS:_Impairment_of_financial_instruments_under_IFRS_9/\\$FILE/Apply-FI-Dec2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Applying_IFRS:_Impairment_of_financial_instruments_under_IFRS_9/$FILE/Apply-FI-Dec2014.pdf) (Erişim Tarihi: 03 Temmuz 2017)
- Financial Crisis Advisory Group, (2009), Report of the Financial Crisis Advisory Group, <http://www.g20ys.org/upload/auto/3cf79c18a19e03d80a1612293633577f9c529583.pdf> (Erişim Tarihi:25.10.2017)
- Ganguin, B., - Bilardello, J, (2005), Fundamentals of Corporate Credit Analysis. McGraw-Hill, USA.
- Grant Thornton, (2016), Get ready for IFRS 9 The impairment Requirements. <https://www.grantthornton.global/globalassets/1.-member-firms/global/insights/article-pdfs/ifrs/get-ready-for-ifrs-9-issue-2-the-impairment-requirements.pdf> (Erişim Tarihi: 25.09.2017)
- IFRS Foundation, (2014), Financial Instruments 2015: A guide through the official text of IFRS 9 and the other financial instruments standards, Volume 1 and Volume 2, IFRS Foundation, London
- IFRS Foundation, (2016), A Guide Through IFRS Standards. Part A and B., IFRS Foundation, London.
- Kızıl, A. - Fidan, M. M. - Kızıl, C. - Keskin, İ, (2016), TMS - TFRS Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları (2. Baskı), Der Yayınevi, İstanbul.
- Kieso, D. E. - Weygandt, J. J., - Warfield, T. D, (2011), Intermediate Accounting, Volume 2 (IFRS Edition b., Cilt II), John Wiley & Sons, USA.
- KPMG, (2014), First Impressions: IFRS 9 Financial Instruments, <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2014/09/First- Impressions-O-201409-IFRS-9-Financial-Instruments.pdf> (Erişim Tarihi: 03 Temmuz 2017)
- Mirza, A. A.- Holt, G.J.- Orrell, Magnus, (2006), IFRS International Financial Reporting Standards: Workbook and Guide, Wiley, USA.
- Özerhan, Y. - Aslan, Ü. (2016). "Şeffaflık İlkesi Açısından Finansal Araçlarda Değer Düşüklüğünün Raporlanmasının Yeni UFRS 9: Finansal Araçlar Stan-

dardı Kapsamında Değerlendirilmesi” Muhasebe Bilim Dünyası, 18(Özel Sayı: 1), 573 - 603.

PWC. (2017), IFRS 9 Financial Instruments Understanding the Basics, <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf> (Erişim Tarihi: 08 Ağustos 2017)

Ramirez, J, (2015), Accounting for Derivatives (Second Edition). Wiley, West Sussex, UK

Topaloğlu, B. - Fidan, M. M, (2013), Banka ve Finans Matematiği (2. Baskı), Beta Yayınları, İstanbul.

YAZIM KURALLARI

- Gönderilecek yazılar, Microsoft Office Word programında, A4 sayfa düzeninde, Times New Roman yazı karakteri ve 11 punto kullanılarak yazılmalıdır.
- Kenarlarda (alt, üst, sağ ve sol) 2.5 cm boşluk bırakılmalıdır.
- Yazılar bir satır aralığı ile yazılmalı, paragraflar her iki yana yaslı olmalı, paragrafa başlarken girinti bırakılmamalı, paragraflar arasında bir satır boşluk bırakılmalıdır.
- Gönderilecek yazılar, metin, tablo, şekil, kaynakça ve ekleri dâhil, 20 sayfayı geçmemelidir.
- DergiPark üzerinden kör hakemlik sistemi uygulandığı için makale ve kapak iki ayrı dosya şeklinde gönderilmelidir.
- Kapak sayfasında makalenin adı, bütün yazarların adı soyadı, unvanı, görev yerleri, e-posta adresleri, orcid numaraları, birden fazla yazar varsa sorumlu yazar, telefon numarası, varsa teşekkür edilecek kişiler/kurumlar ile diğer açıklama ve notlar yer almalıdır.
- Makalenin içinde yazara ait bilgiler yer almamalıdır.
- Bilimsel makalenin yazımı ve düzenlenmesinde aşağıdaki hususlar dikkate alınmalıdır.

Başlık

- Yazının konusu hakkında bilgi veren, kısa, sayfanın sol üst kenarından başlayarak 6 cm boşluk kalacak şekilde yazılmalıdır. Başlık, hem Türkçe, hem de İngilizce olarak hazırlanmalıdır.

Öz

- Türkçe başlıktan sonra Türkçe öz bölümü yazılır. Öz, çalışmanın amacını, uygulanan yöntemleri, bulguları ve sonucu kısaca açıklamalıdır. Türkçe öz, 100 kelimeyi aşmamalıdır.
- Öz 10 punto ile italik olarak yazılmalıdır.

Anahtar Kelimeler

- Türkçe özün sonuna yazının içeriğini en iyi anlatan en fazla dört adet anahtar kelime verilmelidir.

Jel Sınıflandırması

- Çalışma için uygun Jel sınıflandırma numaraları verilmelidir.

İngilizce Başlık

- Türkçe metinden sonra üç satır boşluk bırakılıp İngilizce başlık yazılmalıdır.

Abstract

- Türkçe Öz'ün İngilizce'si yazılmalı. İngilizce özet 100 kelimeyi aşmamalıdır.
- Abstract 10 punto ile italik olarak yazılmalıdır.

Keywords

- Anahtar kelimelerin İngilizce'si yazılmalıdır.

Jel Classification

- Çalışma için uygun Jel sınıflandırma numaraları verilmelidir.

Giriş ve Sonuç

- Giriş ikinci sayfanın başından başlamalı "1. Giriş" şeklinde yazılmalıdır.
- Çalışmanın önemi ve amacı belirtilmelidir.
- Çalışmanın "Sonuç" kısmı da numaralandırılmalıdır.

Başlık ve Alt Başlıklar

- Bütün başlıkların ilk harfleri büyük, diğer harfler küçük yazılmalıdır.
- Ana başlıklar "1. Giriş" ten itibaren, alt başlıklar düzeylerine göre "2.1. şeklinde numaralandırılmalıdır.
- Bütün başlıklar koyu yazılmalı.

- Bütün başlıklardan önce ve sonra bir satır boşluk bırakılmalıdır.

Şekiller ve Tablolar:

- Metin içerisinde kullanılacak tüm şekil ve tablolar metin içerisinde ilgili yere yerleştirilmeli ve sırasıyla numaralandırılmalıdır. Tablo başlıkları üst tarafta, şekil altları ise alt tarafta yer almalıdır. Orijinal olmayan tablo ve şekillerin alındığı kaynak belirtilmelidir.

Denklemler

- Denklemlere sıra numarası verilmelidir.

Kaynak Gösterme

- Makalelerde kaynak gösterme ve atıf yapma APA (The American Psychological Association- Amerikan Psikoloji Derneği) yayım kılavuzuna göre yapılmalıdır.
- Yararlanılan eserler, başlık numarası verilmeden "Kaynakça" bölümünde belirtilmelidir.
- Yararlanılan bütün eserler kaynakçada belirtilmelidir. Kaynakça makale içinde atıfta bulunulan tüm kaynakları kapsamlı, makalede atıfta bulunulmayan eserler kaynakçada yer almamalıdır.

Ekler

- Çalışmaya ek verilmesi durumunda ekler numaralandırılarak kaynakçadan sonra yerleştirilmelidir.

Atıflar

- Atıflar dipnotlarda değil metin içinde yapılmalıdır.
- Cümle içerisinde eserin künyesine ait bilgi yer almadan cümle kurulmuş ise, cümle sonunda (Sharpe, 2005) şeklinde gösterilebilir. Yazar sayısı iki ise (Altınok ve Eken, 2005) şeklinde gösterilmelidir.

- Sayfa belirtilmek istenmesi durumunda, yılın devamına virgöl ile ayrılarak eklenebilir. Örnek; bakınız Ensari (2007, s. 126.)
- Aynı cümlenin içeriğinde birden fazla esere atıf yapıldığında, ortak parantezin içindeki eserler noktalı virgöl ile ayrılmalıdır. Örnek: (Sharpe, 2005; Koy, 2017)
- Eserin künyesi, cümlenin ögesi ise, yazarın soyadı ve parantez içerisinde yayın yılı yazılır: Örnek: Sharpe (2005)'e göre
- Birden fazla yazar olması durumunda: Eken, Selimler ve Koy (2005)'a göre
- İki'den fazla yazar olması durumunda, ilk kullanımda tüm yazarlar sonraki kullanımlarda Eken ve diğerleri (2005) şeklinde yazılmalıdır.
- Atıf yapılan yazarın aynı yıl yayınlanmış eserleri olması durumunda, bu eserleri ayırmak için a, b, c harfleri kullanılır. Örnek: İlseven (2005a) ya da İlseven (2005b)
- Bütün kısaltmalar ilk kullanımda parantez içinde kısaltılmamış halleri yazılmalıdır.
- Kurumlara ilişkin çalışmalara atıfta bulunulmak istendiğinde kısaltmalar kullanılabilir. Bazı durumlarda eserin kısa ismi açıklayıcı bilgi olarak kullanılmalıdır. Örnek (SPK xxx No'lu Tebliğ 2004)
- Kanunlara, Tebliğ, Yönetmeliklere vb. atıfta bulunulması durumunda, kanun sayısı ve/veya numarası ile madde numarası açıkça yazılmalıdır. Örnek (3167 s. Çek K. m. 16)

Kaynakça Önekleri

- **Kitap:**

Krolzig, H.-M. (2013). *Markov-Switching Vector Autoregressions: Modelling, Statistical Inference, and Applicati-*

on to Business Cycle Analysis. Berlin: Springer Science & Business Media.

Bildirici, M. E., Alp, E. A., Ersin, Ö. Ö., & Bozoklu, Ü. (2010). *İktisatta Kullanılan Doğrusal Olmayan Zaman Serisi Yöntemleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- **Kitap İçinde Bölüm:**

Paradi, J. C., Yang, Z., & Zhu, H. (2011). Assessing Bank and Bank Branch Performance. In W. W. Cooper, L. M. Seiford, & J. Zhu (Eds.), *Handbook on Data Envelopment Analysis* (pp. 315-361). Boston, MA: Springer US.

- **Makale:**

Avkiran, N. K. (2011). Association of DEA Super-Efficiency Estimates with Financial Ratios: Investigating The Case For Chinese Banks. *Omega*, 39(3), 323-334. doi:10.1016/j.omega.2010.08.001

