

**FİNANSAL SERBESTLEŞME, SICAK PARA GİRİŞLERİNİN EKONOMİK
BÜYÜME VE CARİ AÇIK İLE İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Mutlu BARBAROS

Uluslararası Ekonomi Politikası Anabilim Dalı Başkanlığı
Uluslararası Ekonomi Politikası Yüksek Lisans Programı

Haziran, 2020

**FİNANSAL SERBESTLEŞME, SICAK PARA GİRİŞLERİNİN EKONOMİK
BÜYÜME VE CARİ AÇIK İLE İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mutlu BARBAROS

(182297531014)

Uluslararası Ekonomi Politikası Anabilim Dalı Başkanlığı

Uluslararası Ekonomi Politikası Yüksek Lisans Programı

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Salih KALAYCI

Haziran, 2020

BTÜ, Sosyal Bilimleri Enstitüsü'nün 182297531014 numaralı Yüksek Lisans Öğrencisi Mutlu BARBAROS, ilgili yönetmeliklerin belirlediği gerekli tüm şartları yerine getirdikten sonra hazırladığı “**FİNANSAL SERBESTLEŞME, SICAK PARA GİRİŞLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME VE CARİ AÇIK İLE İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**” başlıklı tezini aşağıda imzaları olan jüri önünde başarı ile sunmuştur.

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Salih KALAYCI
Bursa Teknik Üniversitesi

Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Sema AY
Uludağ Üniversitesi
Doç. Dr. Nuri KORKMAZ
Bursa Teknik Üniversitesi
Dr. Öğr. Üyesi Salih KALAYCI
Bursa Teknik Üniversitesi

Savunma Tarihi : 17.06.2020

SBE Müdürü: Doç. Dr. Hilal YILDIRIR KESER
Bursa Teknik Üniversitesi/...../2020

İNTİHAL BEYANI

Bu tezde görsel, işitsel ve yazılı biçimde sunulan tüm bilgi ve sonuçların akademik ve etik kurallara uyularak tarafımdan elde edildiğini, tez içinde yer alan ancak bu çalışmaya özgü olmayan tüm sonuç ve bilgileri tezde kaynak göstererek belgelediğimi, aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ederim.

Öğrencinin Adı Soyadı:

İmzası :

X X X X

FİNANSAL SERBESTLEŞME, SICAK PARA GİRİŞLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME VE CARİ AÇIK İLE İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ÖZET

İzmir İktisat Kongresiyle liberal politikalar belirleyen ve yabancı sermayeye olumsuz bir tavır takınmadığını gösteren Türkiye yeni bir cumhuriyet olması ve 1929 yılında yaşanan büyük buhran nedeniyle istediği liberalleşmeyi yakalayamamıştır. 1950’li yıllarda liberalleşmeyi tekrar denemiş ancak 1950’lerin ortasında oluşan döviz krizi ile korumacı politikalara geri dönmüştür. 1960 yılından başlamak üzere devletçilik ön planda olmuş, beşer yıllık kalkınma planları ile ekonominin büyütülmesi uygulamasına gidilmiştir. Ancak sanayileşmenin finansmanında enflasyon oluşturan modellerin seçilmesi, sanayinin ihracata yönelememesi gibi nedenlerle Türkiye 1970’li yılların sonunda tekrar döviz krizi yaşamıştır. Bu krizle beraber 24 Ocak 1980 Kararları devreye sokulmuş ve tekrardan liberalleşmenin adımları atılmıştır. 24 Ocak Kararlarını da Ağustos 1989 tarihinde alınan 32 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar izlemiştir. Çıkarılan bu karar ile yabancıların Türkiye’de doğrudan ve dolaylı yatırım yapmaları serbest hale gelmiştir.

Fon fazlası olanlar ile fon açığı olanların karşılaştığı piyasalara finansal piyasalar denilmektedir. Finansal sistem de finansal piyasalar, finansal araçlar, yasal-kurumsal düzenlemeler ile finansal araçların tamamından oluşmaktadır. Bu çalışmada finansal sistemin genel yapısı, finansal serbestleşme, finansal gelişmişlik anlatılmaya çalışılmış ve finansal serbestleşme neticesinde serbest hale gelen sermaye hareketleri ile birlikte Türkiye’ye giriş yapan sıcak paranın ekonomik büyüme ve cari açık üzerindeki etkisi incelenmiştir. Sabit fiyatlarla harcama yöntemine göre hesaplanmış GSYH, USD olarak cari açık ve USD olarak oluşturulmuş sıcak para girişleri veri olarak kullanılmıştır. Seriler 1998Q1:2019Q2 dönemini kapsayan üçer aylık serilerdir. Serilere önce durağanlık testi uygulanmış ve birim kök sorunu olan seriler durağan hale getirilmiştir. Sonrasında VAR model kurulmuş, gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Gecikme uzunluğu da belirlendikten sonra seriler arasında bir nedensellik olup olmadığı, nedensellik var ise bu nedenselliğin yönünün ne olduğunun belirlenmesi için Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Sonuç olarak sıcak para girişlerinden GSYH’ya ve cari açığa doğru tek yönlü nedensellik olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Sıcak Para, Ekonomik Büyüme, Cari Açık.
JEL Kodları: F36, F62, P34, O12

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL LIBERALISATION, HOT MONEY INFLOWS, ECONOMIC GROWTH AND CURRENT ACCOUNT DEFICIT: THE CASE OF TURKEY

SUMMARY

Having embraced liberal policies with the Izmir Economy Congress and thus demonstrating not having a negative stance towards foreign investment, Turkey did not achieve its intended liberalisation due to being a newly established republic and the Great Depression of 1929. The country tried liberalisation once more in the 1950s but, with the currency crisis of the mid-1950s, reverted to protectionist policies. From 1960 onwards, statism was on the forefront as the economy was expanded through five-year development plans. However, due to reasons such as choosing models in the financing of industrialisation that lead to inflation and the inability of the industry to orient itself towards export, Turkey experienced a currency crisis again at the end of the 1970s. With this crisis, the 24th January 1980 decisions were implemented and steps were taken once more towards liberalisation. The 24th January decisions were followed by Decree No. 32 on the Protection of the Value of the Turkish Currency in August 1989. With this decree, the foreigners were allowed to directly and indirectly invest in Turkey.

The markets where those with fund surplus meet those with funding gap are called financial markets. The financial system consists of the totality of financial markets, financial instruments, legal-institutional arrangements, and financial intermediaries. This study seeks to explain the overall structure of the financial system, as well as financial liberalisation and financial development, and examines the impact of hot money, which entered Turkey following capital movements that became allowed as a result of financial liberalisation, on economic growth and current account deficit. GDP, calculated according to the expenditure approach at fixed prices, current account deficit in USD and hot money inflows generated in USD are used as data. The series are quarterly series covering 1998Q1:2019Q2 period. First, the stationary test was applied to the series and the series with unit root problem were made stationary. Afterwards, a VAR model was established and the lag length was determined. After determining the lag length, the Granger Causality Test was applied to see whether there was a causality between the series and if there was, what direction it had. As a result, it has been found that there is a unidimensional causality from hot money inflows to GDP and current account deficit.

Keywords: *Financial Liberalisation, Hot Money, Economic Growth, Current Account Deficit.*

ÖNSÖZ

Finansal sistem, fon arz ve talep edenler, finansal araçlar, yasal-kurumsal düzenlemeler ile finansal araçlardan oluşmaktadır. Finansal sistem tasarruf fazlası olanların tasarruflarını, tasarruf eksikliği olan ve harcamaya kanyak bulamayanlara aktarılmasını sağlar. Bireyler, devletler, şirketler hem fon arz eden hem fon talep eden olarak finansal sistemde yer alırlar.

Gelişen finansal teknoloji ile birlikte hepimiz için birçok işlem kolaylaşmıştır. Bir bankadan başka bir bankaya para transferi yapmak, taşıt kredisi ile istediğimiz arabayı almak, maaşımız henüz yatmadığı için kredi kartıyla market alışverişi yapmak gibi basit örnekler bile hepimizi finansal sistemin bir aktörü yapmaktadır. Finansal serbestleşme ise finansal piyasalardaki baskının azaltılması ya da kaldırılmasıdır.

Bu çalışmada finansal sistemin genel yapısı, finansal serbestleşme kavramı anlatılmaya çalışılmış ve finansal serbestleşme sonucunda serbestleşen sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde büyüme ve cari açığa etkileri ekonometrik bir uygulama ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Tez çalışmalarım esnasında çalışmamın her aşamasında desteğini esirgemeyen Tez Danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Salih KALAYCI'ya, her konuda öneriye açık olan Bursa Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü akademik kadrosuna ve öğrenci işlerine teşekkür ederim. Ayrıca tez çalışmam aşamasında desteklerini esirgemeyen sevgili aileme ve değerli arkadaşlarıma teşekkür eder, çalışmamın bu konuyla ilgilenen herkese yararlı olmasını temenni ederim.

Haziran, 2020

Mutlu BARBAROS

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
SUMMARY	II
ÖNSÖZ.....	III
ÇİZELGELER	iv
ŞEKİLLER	iv
GRAFİKLER	iv
EKLER.....	iv
KISALTMALAR	v
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM FİNANSAL SİSTEM.....	3
1.1. Finansal Sistemin Genel Yapısı	3
1.2. Finansal Sistemin Fonksiyonları	4
1.2.1. Aracılık.....	4
1.2.2. Riskin Dağıtılması.....	5
1.2.3. Likidite Sağlama	5
1.2.4. Finansal Bilgi Temin Etme	5
1.3. Finansal Piyasa	6
1.3.1. Finansal Araçlar	6
1.3.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	8
1.3.2.1. Birincil Piyasalar.....	8
1.3.2.2. İkincil Piyasalar	9
1.3.2.3. Para Piyasası	9
1.3.2.4. Sermaye Piyasası	9
1.3.2.5. Organize Piyasalar	9
1.3.2.6. Tezgâh Üstü Piyasalar	10
1.3.2.7. Nakit ve Türev Piyasalar.....	10
1.4. Finansal Sistemde Fon Transferi	10
1.4.1. Doğrudan Fon Aktarımı	10
1.4.2. Dolaylı Fon Aktarımı	11
1.5. Finansal Sistemin Kullanıcıları	11
1.6. Finansal Kurumlar	12
1.7. Finansal Sistemin Düzenlenmesi ve Denetlenmesi	17

1.7.1.	Finansal Kurumların Karşılaştığı Riskler.....	18
1.7.2.	Türkiye’de Finansal Sistemdeki Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar	20
1.7.2.1.	Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).....	20
1.7.2.2.	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)	21
1.7.2.3.	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF).....	21
2.	BÖLÜM FİNANSAL GELİŞMİŞLİK.....	23
2.1.	Finansal Gelişmişlik Kavramı	23
2.2.	Finansal Gelişmişlik Ölçütleri ve Göstergeler	24
2.2.1.	Miktar Ölçütleri.....	24
2.2.1.1.	Parasal Ölçütler	24
2.2.1.2.	Kredi Ölçütleri	26
2.2.1.3.	Sermaye Piyasalarına İlişkin Göstergeler	27
2.2.2.	Yapısal Ölçütler	28
2.2.3.	Finansal Fiyat Ölçütleri.....	29
2.2.4.	Ürün Çeşitliliği Ölçütü.....	30
2.2.5.	Değişim Maliyet Ölçütleri.....	31
3.	BÖLÜM FİNANSAL SERBESTLEŞME.....	32
3.1.	Finansal Kontrol Uygulamaları	32
3.2.	Finansal Serbestleşme	33
3.2.1.	Finansal Serbestleşme Türleri.....	34
3.2.1.1.	İç Finansal Serbestleşme	34
3.2.1.2.	Dış Finansal Serbestleşme.....	35
3.3.	Türkiye’nin Finansal Serbestleşmeden Önce Uyguladığı Politikalar	36
3.4.	Türkiye’nin Finansal Serbestleşme Süreci	38
3.4.1.	Türkiye’nin Finansal Serbestleşme Uygulamaları	39
3.4.1.1.	Faiz Piyasalarında Serbestleşme.....	39
3.4.1.2.	Döviz Kurunun Serbestleşmesi.....	40
3.4.1.3.	Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi.....	41
3.4.1.4.	Dış Ticaretin Serbestleşmesi.....	42
4.	BÖLÜM FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA	
	(1998Q1-2019Q2)	44
4.1.	Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Cari Açık İle İlişkisi	44

4.1.1.	Kavramlar.....	44
4.1.1.1.	Sermaye Hareketleri	44
4.1.1.2.	Ekonomik Büyüme	45
4.1.1.3.	Cari Açık.....	46
4.1.2.	Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme.....	47
4.1.3.	Sermaye Hareketleri ve Cari Açık	49
4.2.	Literatür Özeti	50
4.3.	Yöntem	60
4.3.1.	Augmented Dickey-Fuller Testi (ADF).....	61
4.3.2.	Granger Nedensellik Testi	62
4.4.	Bulgular	63
4.4.1.	Augmented Dickey-Fuller Testi Sonuçları	63
4.4.2.	Granger Nedensellik Testi Sonuçları	64
SONUÇ.....		69
KAYNAKÇA		72
ÖZGEÇMİŞ.....		89

ÇİZELGELER

Çizelge 1: Para Arzı Gelişimi	25
Çizelge 2: Kredi Göstergeleri	26
Çizelge 3: Borsa Büyüklükleri	27
Çizelge 4: M2/M1 ve Top. Fin. Var./GSYH Rasyosu	28
Çizelge 5: Reel Faiz Getirisi	30
Çizelge 6: Dış Ticaret Dengesi ve Cari Açık	49
Çizelge 7: Ülke Grupları İçin Yapılmış Ampirik Çalışmalar	51
Çizelge 8: Türkiye İçin Yapılmış Ampirik Çalışmalar	56
Çizelge 9: Veri Seti	61
Çizelge 10: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	64
Çizelge 11: SPG(0) ve GSYH (1) Gecikme Uzunluğu	65
Çizelge 12: SPG(0) ve GSYH (1) LM Otokorelasyon Testi	66
Çizelge 13: SPG(0) ve GSYH (1) Granger Nedensellik Testi Sonuçları	66
Çizelge 14: SPG(0) ve CA (1) Gecikme Uzunluğu	67
Çizelge 15: SPG(0) ve CA (1) LM Otokorelasyon Testi	68
Çizelge 16: SPG(0) ve CA (1) Granger Nedensellik Testi Sonuçları	68

ŞEKİLLER

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyişi	4
Şekil 2: SPG(0) ve GSYH (1) AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri	66
Şekil 3: SPG(0) ve CA (1) AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri	67

GRAFİKLER

Grafik 1: Sermaye Girişleri ve GSYH	49
Grafik 2: Sermaye Girişleri ve Cari Açık	50
Grafik 3: Durağanlık Grafikleri	64

EKLER

EK 1: Augmented Dickey-Fuller Testleri	80
EK 2: Granger Nedensellik Testi Sonuçları	85

KISALTMALAR

- AIC** : Akaike Information Criterion
ADF : Augmented Dickey–Fuller Test
ABD : Amerika Birleşik Devletleri
BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST : Borsa İstanbul
DİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri
EVDS : Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FOB : Free On Board
FPE : Final Prediction Error
GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HQ : Hannan Quinn Criterion
IMF : International Monetary Fund
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LR : Likelihood Ratio
OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development
ÖSKH: Özel Sektör Kredi Hacmi
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SIC : Schwarz Information Criterion
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TL : Türk Lirası
TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu
UYP : Uluslararası Yatırım Pozisyonu
VAR : Vector Autoregression
YİKH : Yurtiçi Kredi Hacmi
YP : Yabancı Para
WFE : World Federation of Exchanges

GİRİŞ

Finansal serbestleşme ile ilgili literatürde ilk görüşler Klasik Yaklaşımdan gelen McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından atılmıştır. McKinnon-Shaw hipotezine göre finansal serbestleşme sayesinde gelişmekte olan ve parasal kaynağa ihtiyaç duyan ülkelerdeki kurumlar yüksek faiz uygulayarak kaynak sağlayacak ve ekonomilerini büyüteceklerdir. Bu görüşten sonra eleştirel yaklaşımlarda ortaya çıkmıştır. Yeni Yapısalcı Yaklaşım göre ekonomik ve sosyal olarak serbestliğe hazır olmayan, finansal piyasaları derinlik kazanmamış ülkelerde finansal serbestleşme ile birlikte faizler artacak, firmalar aldıkları kredilerin faizini toplam maliyetlerine ekleyecek, bu nedenle maliyetler ve enflasyon artacaktır. Enflasyondaki artışta talepte daralma ve ekonomide küçülme olacaktır. Neo Keynesyen yaklaşım dışa açılma sonucunda artan faiz oranları nedeniyle finansal serbestleşmeye sorgulayıcı bakmıştır. Neo Keynesyenlere göre ekonomik büyüme ve kalkınmanın belirleyicisi yatırımlardır. Neo Keynesyenler yatırımlar ile faiz oranı arasında menfi bir ilişki olduğu, bu nedenle faiz oranlarının serbest bırakılarak yükselmesi sonucunda yatırımların düşeceğini ve ekonomik büyümenin yavaşlayacağını savunurlar.

Türkiye 1990'lı yılların başında finansal serbestleşme sürecine girmiş, 2000'li yıllardan sonra yabancı sermayeyi hızla çekerek ekonomisini büyütmüş ancak cari açığındaki artışı ve buna bağlı kırılganlığı önleyememiştir. Bu durumun tek sebebinin finansal serbestleşmenin kendisidir demek doğru olmayacaktır. Ancak finansal serbestleşmeyle birlikte ülkeye gelen sermayenin türü önem kazanmaktadır. Doğrudan yatırımlar uzun vadeli olarak ülkeye giriş yapmakta, fabrika, tesis, ortaklık gibi yatırımlar vasıtasıyla gerçekleşmekte, beraberinde teknoloji getirmekte ve ekonominin gelişmesi için olumlu katkı yapmaktadır. Bu nedenle doğrudan yatırımların ülkeye gelmesine olumlu yaklaşılmaktadır. Portföy yatırımları ve diğer yatırımların ise spekülasyon amaçlı arbitraj ve faiz geliri elde etmek için ülkeye giriş yaptığı, hedeflediği karı elde edince ya da olumsuz bir durum oluşunca ülkeyi terk ettiği ve gelirken yarattığı olumlu havayı tersine çevirdiğine yönelik eleştiriler yapılmaktadır. Bu nedenle çalışmada finansal serbestleşme neticesinde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin GSYH ve cari açık ile ilişkisi incelenirken kullanılacak veri portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplamından oluşturulmuş olan sıcak para girişleridir. Çalışmada Türkiye'ye giriş yapan sıcak paranın ekonomik büyüme ve cari açık ile ilişki tespit edilmeye çalışılacaktır.

Finansal serbestleşmenin de açıklanmaya çalışılacağı bu çalışmada finansal serbestleşmeden önce finansal sistem kavramı ve finansal sistemin işleyişiyle ilgili bilgilere birinci bölümde yer verilecektir. Bu sayede ülkeye giriş yapan yabancı parasal kaynakların nerelerde, nasıl değerlendirildiği ve taraflar arasında fon aktarımının nasıl yapıldığı ile ilgili bilgiler aktarılacaktır. Finansal sistem kavramından sonra ikinci bölümde finansal gelişmişlik incelenecektir. Finansal gelişmişliğin incelenme nedeni de finansal serbestleşmenin bir sonraki aşaması olmasıdır. Çünkü finansal serbestleşmenin tek başına gerçekleşmiş olması finansal serbestleşmeden elde edilmek istenen faydanın sağlanması için yeterli olamamaktadır. Finansal serbestleşmenin başarıyla, faydalı olarak devam etmesi için finansal gelişmişliğinde sağlanması gerekmektedir. Finansal gelişmişlik ölçütleri Türkiye örnekleriyle aktarılacaktır. Üçüncü bölümde ise finansal serbestleşmenin amacı, türleri ile ilgili aktarımlar yapılacak, Türkiye'nin finansal serbestleşmedeki tarihsel süreci, Türkiye'yi finansal serbestleşmeye iten sebepler incelenecektir. Dördüncü bölümde de sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme ve cari açık arasındaki ilişki incelenecek, literatür özetine yer verilecek, çalışmada kullanılacak yöntem anlatılacak ve ampirik sonuçlar aktarılacaktır. Sonuç bölümünde ise önerilere yer verilecektir.

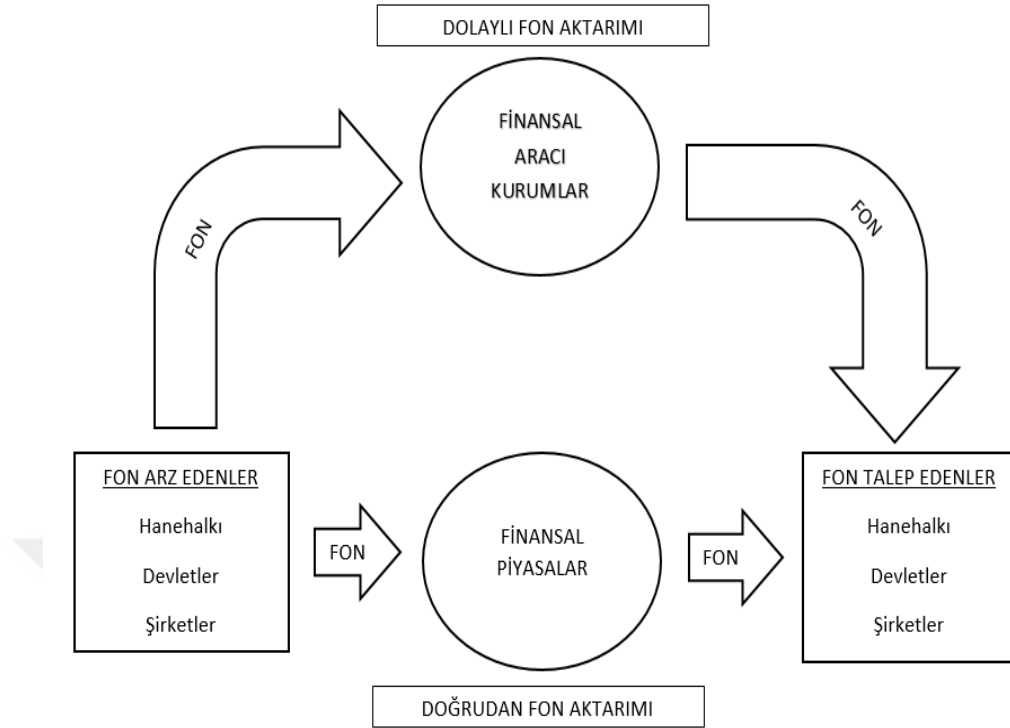
1. BÖLÜM FİNANSAL SİSTEM

1.1. Finansal Sistemin Genel Yapısı

Finansal sistem, fon arz ve talep edenler, finansal araçlar, yasal-kurumsal düzenlemeler ile finansal aracılardan oluşmaktadır. Finansal sistem, tasarruf fazlası olanlardan alınan fonların tasarruf ihtiyacı olanlara akışını sağlar. Tasarruf sahipleri yani fon arz edenler, gelirleri harcamalarını aşan bireyler, firmalar ve devletlerden oluşur. Fon kullananlar ya da gelirleri giderlerinden daha az olan borçlular da tüketim harcamalarını finanse etmek isteyen bireylerden, yatırımlarını finanse etmek isteyen firmalardan, kamu harcamalarını finanse etmek isteyen devletlerden oluşur. Fon fazlası olanlar ile fon açığı olanları buluşturmanın yanı sıra, iyi işleyen bir finansal sistemin sunduğu hizmetler; riskin dağıtılması, likiditenin sağlanması, finansal bilginin temin edilmesi olarak sıralanabilir (Erdem, 2016).

Finansal sistemin görevi, fon arz eden alacaklılar ile fon talep eden borçluların bir araya getirilmesi, riskin dağıtılması, likidite ve finansal bilgilerin sağlanmasıdır. Finansal sistem, ekonomik işlevlerini yerine getirirken, fonların düşük maliyetle verimli alanlarda kullanılmasına yardımcı olur. Fonları düşük maliyetlerle toplanması finansal sistemin faaliyet etkinliğini, fonların verimli alanlara yönlendirilmesi ise finansal sistemin dağıtım etkinliğini göstermektedir. Şekil:1 finansal sistemin işleyişini göstermektedir. Tasarruf fazlası olanlar ve bu tasarruflarından kazanç elde etmek isteyen kurumlar ellerindeki fazla fonu finansal sistemde arz etmektedir. Fon açığı olan kurumlarda finansal sistemde finansal araç ihraç eden ve fon talep eden kurumlar olarak yer almaktadır. Tasarruflarını değerlendirmek isteyen fon sahipleri bu fonları fon talep eden kurumlara ya aracı bir kurum olmadan finansal piyasalarda doğrudan arz etmekte ya da aracı bir kuruma tasarruflarını emanet etmekte, aracı kurumlarda finansal piyasalarda bu fonlarla fon talep eden kurumlara dolaylı olarak fon temini sağlamaktadır. Bu işlemler sonucunda fon arz edenler verdikleri fon karşılığında faiz geliri, kar payı, değer artış kazancı elde ederken fonu talep edenlerde aldıkları bu fonlarla yatırımlarını ve harcamalarını gerçekleştirmektedir. Bu fon akışının doğru bir şekilde sağlanması, tarafların haklarının korunması ve istikrarın sağlanması da düzenleyici ve denetleyici kurumlar sayesinde gerçekleşmektedir.

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyişi



1.2. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistemin ekonomik kalkınma üzerindeki etkisini araştıran çokça çalışma yapılmıştır. Finansal sistemin fonksiyonları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Aracılık Fonksiyonu

Riskin Dağıtılması

Likidite Sağlamak

Finansal Bilgi Temini

1.2.1. Aracılık

Finansal sistemin görevi, kaynakları getiri yönünden en yüksek olana tahsis edilmesine aracılık etmek ve kaynak dağılımında etkinliği sağlamaktır. Ekonomik büyümenin en önemli belirleyicilerinden birisinin sermaye birikimi olduğu dikkate alındığında sermayeye ulaşmada bu fonksiyonun önemi daha iyi anlaşılabacaktır. Finansal aracılık süreci çok sayıdaki tasarruf sahibinden toplanan fonların fon ihtiyacı olan yatırımcılara aktarılması işleminden oluşur.

1.2.2. Riskin Dağıtılması

Risk, finansal varlıkların beklentilerimize nispetle ne denli değişeceğine ve buna göre nasıl değer alacağına dair bir şanstır. Risk bir belirsizliktir ancak ortaya çıkması muhtemel sonuçların belirli yöntemlerle tespit edilmesi mümkündür (Erdem, 2016). Alınan risk ile elde edilmesi beklenen getiri doğru orantılıdır. Bir yatırımcı daha fazla risk alıyorsa aldığı risk oranında daha fazla kazanmak ister. Yatırımcı fazla risk alıp daha az riskli varlıkların elde ettiği getiriye kazanmak istemez. Tasarruf sahipleri de riskten kaçınan ve riski üstlenmek isteyenler olarak iki gruptan oluşmaktadır. Ekonomik birimler riski ve riskin maliyetini minimum seviyede tutmak için finansal sistemden yararlanırlar. Finansal sistem riski dağıtmanın çeşitli yollarını bünyesinde barındırır. Finansal sistemin kendi içinde barındırdığı en temel risk dağıtma yolu finansal çeşitlendirmedir. Bu sayede yatırımcılar ellerindeki tasarruflarını tek bir yatırım aracında değil de farklı farklı yatırım araçlarında değerlendirecek ve risklerinin minimuma indireceklerdir.

1.2.3. Likidite Sağlama

Likidite, varlıkların istenildiği zaman kullanıma hazır olma kabiliyetidir. En likit varlık kasadaki nakit paradır. Bir varlığın nakit paraya çevrilme hızı azaldıkça likiditesi azalıyor, nakit paraya çevrilme hızı arttıkça da likiditesi artıyor demektir. Finansal sistemde yatırımcısına finansal varlıkları nakde dönüştürme fırsatını verir ve likiditeyi sağlamış olur.

1.2.4. Finansal Bilgi Temin Etme

Finansal bilginin toplanması maliyetli ve zaman alan bir iştir. Finansal sistem finansal bilgiyi toplamakta ve bu bilgiyi kullanıcılarına dağıtmaktadır. Finansal sistemdeki bilgi simetrik bilgi ve asimetrik bilgi olarak ikiye ayrılmaktadır. Simetrik bilgide borç alanda borç verende eşit bilgiye sahiptir. Simetrik bilgide tarafların avantajları ve dezavantajları eşittir. Bu durum tam rekabet piyasasında geçerli olabilmektedir. Asimetrik bilgide ise taraflardan birisi daha fazla bilgiye sahiptir ve bu sahip olduğu bilgi sayesinde hak etmediği bir avantaj elde eder. Bu bilgi türü de aksak rekabet piyasalarında karşılaşılan bilgidir. Bilginin dağıtılması, toplanan bu bilgilerin kamuoyuyla paylaşılması ve yatırımcıların haberdar edilmesidir. Bu sayede finansal varlıkların gerçek değerleriyle alınıp satılması sağlanacaktır.

1.3. Finansal Piyasa

Piyasa, fiyatların arz ve talebe göre belirlendiği yer veya süreç olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalar; finansal sistem içerisinde mali varlık olarak isimlendirilen kıymetli evrak niteliğindeki varlıkların alınıp satıldığı piyasalardır. Tasarruf sahipleri tasarruflarını finansal hizmet sağlayan kurumlar (Bankalar, sermaye piyasası kurumları, emeklilik şirketleri, aracı kurumlar vb.) aracılığıyla ya da aracı kullanmadan doğrudan olarak finansal piyasalarda değerlendirebilmektedir.

Finansal piyasalarda alım ve satımı yapılan varlıklar finansal araçlar olarak isimlendirilmektedir. Tasarruf fazlası olanlar bu fazla fonları ile finansal araçlar satın almakta ve tasarruf açığı olan, finansal araç ihraç eden kurumlara fon transferi sağlanmaktadır. Bu sayede fon fazlası olanlar bu fonlarıyla gelir elde etmekte, fon açığı olan kurumlarda aldıkları bu fonlarla yatırım, işletme sermayesi ve diğer harcamalarını yapmaktadırlar. Finansal serbestleşme sayesinde finansal piyasalardaki tasarruf sahipleri yabancı uyruklu kişilerde olabilmektedir.

Finansal piyasalar farklı açılardan sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmalar, finansal aracın alım satımın ilk elden olması durumuna göre birincil ve ikincil piyasalar, vade yapısına göre para ve sermaye piyasası, örgütlenme açısından organize ve tezgâh üstü piyasalar, ödeme ve teslimatın yapıldığı zaman açısından da nakit ve türev piyasalardır.

1.3.1. Finansal Araçlar

Finansal araçlar, finansal piyasalarda alımı ve satımı yapılan varlıklardır. Finansal araçlar, ihraç edene kaynak, satın alana gelir ve kar sağlayan varlıklardır. Finansal piyasalarda alımı ve satımı yapılan finansal araçlar, pay ve pay benzeri menkul kıymetler, borçlanma araçları, yatırım fonu katılma payları, türev araçlar, kamu borçlanma araçlarından oluşmaktadır.

Pay Senetleri: Anonim şirketin sermayesinin belirli nominal değeri göre bölünmüş parçasıdır. Her bir pay sahibi mevzuat ve ortaklık sözleşmesi çerçevesinde belirli haklara sahiptir. Pay, sahibine o payı ihraç eden ortaklığın mal varlığı üzerinde mülkiyet hakkı verir. En bilinen örneği hisse senetleridir. Pay benzeri menkul kıymetler ise, sabit bir getiri vaadinde bulunmayan, pay sahipliği haklarından tüm hakları değil bazı hakları veren, SPK tarafından belirlenen menkul kıymetlerdir. Pay benzeri menkul kıymetlere verilebilecek örnek borsa yatırım fonu ve varanttır.

Borçlanma Araçları: İhraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek finansal piyasalarda ihraç ettiği tahvil, finansman bonoları, kıymetli maden bonolarıdır. Tahvil; ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve tahvili elinde bulundurana vade geldiğinde faiziyle birlikte geri ödeme taahhüdü içeren, vadesi 365 gün ve üzeri olan borçlanma aracıdır. Finansman bonosu, tahvilden farklı olarak en az 30, en fazla 364 gün vadeli olan borçlanma araçlarıdır. Kıymetli maden bonoları, kıymetli madenin işlem gördüğü borsalarda üye ve aracı kurumlar tarafından belirli bir miktar kıymetli maden cinsinden ihraç ettikleri borçlanma araçlarıdır.

Yatırım Fonu Katılma Payı: Yatırım fonunun oluşturduğu mal varlığında yatırımcısının fon portföyünde kaç adet pay ile ortak olduğunu gösterir finansal yatırım aracıdır. Yatırım fonuna katılma payı şirketlerin ortaklık paylarına benzetilebilir. Ancak şirketlere ait ortaklık paylarında pay sahibinin yönetime katılma hakkı varken, yatırım fonu katılma payı sahibinin fon yönetimine katılma hakkı bulunmamaktadır.

Türev Araçlar: Vadeli işlem sözleşmesi düzenlenen varlığın getirisine bağlı olarak kazanç elde edilmesini sağlayan finansal araç olup, başka bir araçtan türetilmektedir. Bu nedenle bir türev aracın performansı türetildiği dayanak varlığın performansına bağlıdır. Forward, futures, opsiyon, swap kullanılan türev araçlardır. Türev araçların kullanma nedenleri, riskten korunma, spekülasyon, arbitrajdır.

Forward, İki taraf arasında yapılan, taraflardan birinin alıcı birinin satıcı olduğu, alıcının dayanak varlığı gelecekteki bir tarihte belirlenen bir fiyattan almaya razı olduğu işlemi düzenleyen sözleşmelerdir. Futures, forward sözleşmelerine benzemekte olup, sözleşme unsurları işlemin yapıldığı borsa tarafından belirlenmektedir. Futures sözleşmelerinde genellikle teslim öngörülmemekte olup, taraflar sözleşme konusu hakkın alım veya satımını amaçlamaktadır. Opsiyon, opsiyon satıcısı (yazıcı) ve opsiyon alıcısı arasında, satıcının aldığı opsiyon primi karşılığında alıcıya miktarı, vadesi, teslim şartları önceden belirlenmiş olan bir malı belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde alma ya da satma hakkı sadece opsiyonun alıcısına tanınmıştır. Alıcı opsiyondaki hakkını kullanmak istemez ve almaktan vazgeçerse başta opsiyon satıcısına ödediği primi geri alamamaktadır. Alıcının opsiyondaki hakkını kullanmasına da opsiyonun işleme konulması adı verilmektedir. Swap, iki tarafın edimlerini belirli bir zaman diliminde karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları bir finansal işlemdir. Edimin konusu para,

altın, döviz, faiz, finansal araç vb. olabilir. Futures ve opsiyon sözleşmeleri organize piyasalarda işlem görmekte, forward, swap, opsiyon sözleşmeleri organize olmayan piyasalarında işlem görmektedir. Opsiyon sözleşmeleri hem organize hem organize olmayan piyasalarda işlem görmektedir.

Kamu Borçlanma Araçları: Modern devlet anlayışıyla birlikte devlete düşen görevler artmıştır. Devlete düşen mali, ekonomik ve sosyal görevlerdeki artışla birlikte devletin giderleri de artmıştır. Devlet giderlerini karşılamak için vergi ve emisyonndan faydalanmakta olup, bu iki seçeneğin bazı olumsuzluklarından dolayı borçlanma araçları ile de giderlerin karşılanması için kaynak sağlanmaktadır. Bu borçlanma araçları iç borçlanma senetleri ve dış borçlanma senetleridir. İç borçlanma senetleri yurtiçinde ihraç edilen tahvil ve haine bonolarından oluşmakta olup, tahvillerin vadesi 364 günden fazla, bonoların vadesi en fazla 364 gündür. Dış borçlanma genellikle Eurobond adı verilen borçlanma araçları ile yapılmaktadır. Eurobond, başka bir ülkede, yabancı para cinsinden (genellikle USD veya Euro), uzun vadeli olarak (genellikle 5-30 yıl) satışa sunulan borçlanma araçlarıdır.

1.3.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar farklı açılardan sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmalar, finansal aracın alım satımın ilk elden olması durumuna göre birincil ve ikincil piyasalar, vade yapısına göre para ve sermaye piyasası, örgütlenme açısından organize ve tezgâh üstü piyasalar, ödeme ve teslimatın yapıldığı zaman açısından da nakit ve türev piyasalardır.

1.3.2.1. Birincil Piyasalar

Yeni ihraç edilen menkul kıymetlerin ilk alıcılarına satıldığı piyasalardır. Yatırımları, harcamaları için kaynak sağlamak isteyen kurumlar birincil piyasada hisse senedi, tahvil, bono gibi finansal yatırım araçlarını ihraç ederler. Tahvil ve bono gibi borçlanma araçlarını ihraç eden yani borç taahhüdüne giren kurumlar, bu borçların vadesi geldiğinde borçlarını faiz ve anapara ile birlikte geri öderler. Pay senedi ihraç eden şirketler ise pay senedi alan yatırımcıya belirli bir ödeme ve getiri taahhüdünde bulunmaz. Hisse senedi alan yatırımcılar hissesini aldıkları şirketin değerinin artacağı ve elde ettiği kardan pay dağıtacağı beklentisiyle hisse senedine yatırım yaparlar.

1.3.2.2. İkincil Piyasalar

Birincil piyasalardan pay senedi ve borçlanma araçları alan yatırımcılar, ellerindeki borçlanma araçlarını ve pay senetlerini istedikleri zaman nakde çevirmek istediklerinde ikincil piyasalarda satarlar. Burada dikkat edilmesi gereken husus, borçlanma araçlarının vadesinden önce ikincil piyasalarda satılabilecek olması, pay senetlerinin ise vadesi olmadığından istendiği zamanda ikincil piyasalarda satılabilecek olmasıdır. İkincil piyasalar birincil piyasalara göre daha önemlidir. Çünkü ikincil piyasalar yatırımcı sayısı açısından daha kalabalıktır ve birincil piyasalarda ihraç edilecek bir varlığın fiyatını ikincil piyasalardaki fiyatı belirlemektedir.

1.3.2.3. Para Piyasası

Kısa vadeli fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaştığı piyasa para piyasasıdır. Para piyasasının temel özelliği yapılan işlem vadelerinin bir yılı aşmamasıdır. Bu piyasada fon ihtiyacı olanlar belirli bir faiz ödeyerek fon fazlası olandan ödünç fon alırlar. Para piyasası araçları; hazine bonosu, finansman bonosu, banka bonoları, repo-ters repo işlemleridir. Bu piyasada işlem yapan ve bu yatırım araçlarından satın alanlar bu yatırım araçlarının vadesi geldiğinde ihraç eden şirkete geri vererek ödünç verdikleri fonları geri alırlar ya da vadesini beklemeden ikincil piyasada satarak nakit çevirirler¹. En önemli para piyasası kurumları bankalardır.

1.3.2.4. Sermaye Piyasası

Bir yıldan uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı piyasalardır. Sermaye piyasasında işlem gören yatırım araçları; pay senetleri, tahviller, kar zarar ortaklıkları, katılım intifa senetleri, gelir ortaklığı senetleri, Eurobond, gayrimenkul sertifikaları, yatırım fonu katılım payları, varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasasından yatırım aracı alan yatırımcılar aldıkları pay senetlerini hiçbir zaman ihraç eden kuruma geri satamazlar. Bu yatırım araçlarını nakde çevirmek istiyorlarsa ikincil piyasada satarak nakde çevirirler. Borçlanma araçlarını ise vade gününde ihraç eden kuruma geri vererek nakde çevirebilecekleri gibi ikincil piyasa da vadesinden önce nakde çevirebilirler¹. En önemli sermaye piyasası Borsa İstanbul'dur.

1.3.2.5. Organize Piyasalar

Finansal araçların alınıp satıldığı, belirli kurallara göre oluşturulmuş, resmi işleyişi olan, devamlılık gösteren piyasalar organize piyasalardır. Organize piyasalarda çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bilgiye ulaşmak daha kolaydır. Fiyatlar müzayedede

yani açık artırma yoluyla belirlenir. Organize piyasalar; TCMB Piyasaları, Borsa İstanbul Piyasaları, İstanbul Altın Borsası, Vadeli İşlem Opsiyon Borsasıdır.

1.3.2.6. Tezgâh Üstü Piyasalar

Belirli kural ve belirli bir yerin olmadığı, işlemlerin pazarlık usulü ile yapıldığı piyasalardır. Borsaya kote olmamış, küçük ve az tanınmış şirketlerin pay senetleri, hazine borçlanma araçları ve yabancı paralar yaygın olarak tezgâh üstü piyasalarda alınıp satılmaktadır. Tezgâh üstü piyasalara örnek; bankalar arası piyasalar, serbest altın ve serbest döviz piyasalarıdır.

1.3.2.7. Nakit ve Türev Piyasalar

Finansal varlıkların peşin olarak alınıp satıldığı piyasalar nakit piyasalardır. Türev piyasalar ise belirli bir sözleşme imzalanmasına göre fiziki teslim ve ödemeler ilerde kararlaştırılan belirli bir tarihte yapılır. Türev piyasalardaki amaç, finansal varlıkların fiyatlarında gelecekte oluşabilecek dalgalanmaların riskini azaltmaktır. Teslimatı veya ödemesi iki güne kadar yapılacak olan işlemler spot yani nakit işlem olarak adlandırılmaktadır. İki iş günü ve sonrasındaki günlerde teslim edilecek ya da ödemesi yapılacak işlemlerde türev işlemler olarak adlandırılmaktadır. Forward, futures, swap ve opsiyon bilinen türev ürünlerdir.

1.4. Finansal Sistemde Fon Transferi

Finansal sistemin amacı fon fazlası olanlar ile fon ihtiyacı olanlar arasındaki fon transferinin sağlanmasıdır. Finansal sistemdeki fon transferi, fon transferi esnasında arada aracı kurumun olup olmamasına göre doğrudan fon aktarımı ve dolaylı fon aktarımı olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir.

1.4.1. Doğrudan Fon Aktarımı

Bireyler, firmalar ve devletler, fon talep eden ya da fon fazlası olarak, aracı bir kuruma başvurmadan doğrudan finansal sisteme fon fazlalıklarını sunabilir ya da fon talep edebilirler. Doğrudan fon aktarımının olduğu durumda tasarrufunu değerlendirmek isteyen kişiler, bir aracı kurum olmadan doğrudan doğruya o yatırım aracını ihraç eden kurumun yatırım araçlarına yatırım yaparlar. Buna doğrudan fon aktarımı denilmektedir. Doğrudan fon aktarımı aracı kurum olmadığı için dolaylı finansmana göre maliyeti daha düşüktür. Doğrudan fon aktarımı finansal gelişmişliği yüksek ekonomilerde daha sık kullanılan bir yöntemdir. Gelişmiş ekonomilerin finansal sistemlerinde kurallar oturmuş, istikrar sağlanmış, kurumlara duyulan güven

yüksek olduğundan ve yatırımcı mantığının oturmuş olması sebebiyle doğrudan fon aktarımı daha çok tercih edilmektedir.

1.4.2. Dolaylı Fon Aktarımı

Bireyler, firmalar ve devletler, fon talep eden ya da fon fazlası olarak finansal aracı bir kuruma başvurular. Bu aracı kurumlar aracılığıyla finansal sisteme fon fazlalıklarını sunabilir ya da fon talep edebilirler. Buna dolaylı fon aktarımı denilmektedir. Dolaylı fon aktarımı doğrudan fon aktarımına göre aracı kurum giderlerinden dolayı daha maliyetlidir. Dolaylı fon aktarımı daha çok banka temelli işleyen finansal piyasalarda görülmektedir. Çünkü doğrudan fon aktarımının daha yaygın kullanıldığı gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerinin aksine, finansal sistemde kural, istikrar ve güvenin tam oluşmadığı ülkelerin finansal sisteminde tasarruf sahipleri güvenilir bulduğu kurumlar aracılığıyla yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

1.5. Finansal Sistemin Kullanıcıları

Finansal sistem kullanıcıları özet olarak iki taraftan oluşmaktadır. Birinci taraf fon arz eden tasarruf sahipleri, ikinci taraf ise fon talep eden tasarruf açığı bulunanlardır. Her iki tarafın kullanıcıları hem fon arz eden hem fon talep eden taraf olarak bireyler, şirketler ve hükümetlerden oluşmaktadır. Finansal serbestleşme ile birlikte yabancı yatırımcılarda finansal piyasalarda yatırım yapabilmektedir.

Bireyler: Şahıslardan ve küçük ölçekteki şirketlerden oluşur. Bu kapsamdaki kullanıcıların temel ihtiyaçları ödeme hizmetleri, tasarruflarını değerlendirebilmek için likit varlıklar ve küçük tutarlardaki tüketim kredileridir. **Şirketler:** Bu kapsamdaki tüzel kişiliklerin farklı ve geniş sayılabilecek ihtiyaçları vardır. Dolayısıyla finansal ihtiyaçlarının karşılanması daha karmaşıktır. İşletmeler kredi kullanıcısıdır, işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için kısa vadeli, yatırımlarını finanse etmek için ise uzun vadeli krediye ihtiyaç duyarlar. Ayrıca finansal varlıkların önemli sayılabilecek kısmını ellerinde tutarlar. Ticaret hayatı kamu ve özel kesim olmak üzere iki kesimi içermektedir. İmalat sanayi sermaye olarak yoğun olduğundan sermayeye ulaşmada zorluk çeken gelişmekte olan ülkelere imalat sanayinde kamu yatırımları daha çoktur. Kamu tarafından gerçekleştirilen bu yatırımların kar amacı yoktur. Büyük ölçekli bu kurumların çoğunluğu piyasadan borçlanmaya zorunda kalırlar. Bu gruptaki kurumların bir kısmı da ihtiyaç duydukları finansal kaynağı hisse senedi, bono arz ederek kendileri karşılarlar. Borçlanma ile dolaylı olarak yapılan kaynak sağlama gelişmekte olan ülkelere daha çok görülmektedir. Hisse senedi ve bono gibi finansal

varlık arz ederek yapılan finansman gelişmiş ülkelerde daha çok görülmektedir. **Devletler:** Finansal sistemin düzenleyicisi olan devletler aynı zamanda kullanıcısıdır. Sanayisi gelişmiş ülkelerde bütçede oluşan açıklar tahvil, bono gibi kıymetleri halka arz ederek doğrudan olarak sağlanırken, gelişmekte olan ülkelerde ise bankalara varlık satarak karşılanmaktadır (Yetiz, 2008).

1.6. Finansal Kurumlar

Günümüzde fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşı karşıya gelmesi çok kolay olmamaktadır. Hal böyle olunca fon talep edenler ile fon arz edenler arasında aracılık edecek her iki tarafa da hizmet sunacak kurumlara ihtiyaç doğmaktadır. Bu hizmeti sunacak olan kurumlara finansal kurumlar denilmektedir. Finansal kurumlar, finansal piyasalarda faaliyetlerin gerçekleştirilebilmesi için finansal hizmet sunan veya bu hizmetlerin sunulmasına yardımcı olan kurumlardır. Finansal sistemin işleyişinde finansal kurumlar oldukça büyük öneme sahiptir. Finansal kurumlara duyulan güven ve bu kurumların işlevleri finansal sistemin gelişmesine katkı sağlayacaktır.

Finansal sistem içerisinde hizmet sunan çok sayıda finansal kurum bulunmaktadır. Ülkemizde finansal sistem içerisinde büyük öneme sahip olan finansal kurumlar; ticari bankalar, katılım bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları, kredi ve kefalet kooperatifleri, borsalar, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri, faktöring şirketleri, leasing (finansal kiralama) şirketleri, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, bireysel emeklilik şirketleri, finansman şirketleri olarak sıralanabilir.

Ticari Bankalar: Bir bankanın ticari olarak isimlendirilmesinin nedeni kar amacının olmasıdır. Ticari olarak isimlendirilen bankalar diğer şirketler gibi kar elde etmeyi ve ortaklarına kar sağlamayı hedefler. Ticari bankaların ilk kaynağı özkaynakları olup, diğer kaynakları ise mudilerin banka hesaplarında tuttuğu mevduatlar ve diğer finans kurumlarından aldıkları kredilerdir. Ticari bankalar bu yollarla topladıkları kaynakları fon talep eden müşterilerine kredi olarak aktarmakta, ekonomide işletmelerin, tüketicilerin faaliyetlerine devam etmelerine katkı sağlamaktadır. Mevduat bankaları olarakta isimlendirilen ticari bankaların mevduat toplamak ve kredi vermek dışında da çok farklı faaliyetleri bulunmaktadır. Uluslararası işlemlerde aracılık edilmesi, yurtiçi ve yurtdışı ödeme ve fon transfer işlemlerine aracılık edilmesi, ticarete sıkça kullanılan kambiyo işlemlerine

aracılık edilmesi, kiralık kasa işlemleri gerçekleştirilmesi, yatırım danışmanlığı, portföy işletmeciliği, piyasalarda alım satım aracılığı ticari bankaların sunduğu hizmetlerdir.

Katılım Bankaları: Faizsizlik prensibine göre çalışan, bu anlayışa uygun her türlü bankacılık faaliyetlerini gerçekleştiren, kâr ve zarara ortak olma esasına göre tasarruf sahiplerinde fon toplayıp fon ihtiyacı olanlara fon kullandıran bankacılık modelidir. Bankaların isimlerindeki “katılım” sözcüğü, yapılan bankacılık türünün kâr ve zarara katılma prensibine dayalı bir bankacılık olduğunu ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu bankalar, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, ticaret ve sanayide fon ihtiyacı duyan kişilere sunmakta, bu fon aktarımından doğan kâr ve zararı tasarruf sahipleriyle paylaşmaktadırlar. Faizsizlik prensibinin esası; faiz yerine kara ya da zarara katılmak üzere tasarruf sahiplerinden fon toplamak, bu fonlarla bir malı almak isteyen ancak kaynağı yetmeyen kişiler yerine o malı peşin alıp vadeli olarak satmak(murabaha), kiralamak, ortaklık yöntemiyle temin etmektir².

Kalkınma ve Yatırım Bankaları: Ticari bankaların amacı kar iken yatırım ve kalkınma bankalarının da amacı menkul kıymet ihracı ile uzun vadeli kaynak sağlamaktır. Yatırım ve kalkınma bankaları bu kaynaklar ile firmaların yatırımlarına uzun vadeli kaynak imkânı sunmaktadır. Bu bankalar özkaynaklarının yetmediği kaynağı, ticari bankalardan farklı olarak menkul kıymet ihracı ile karşıladıkları için sermaye piyasasının gelişmesinde de önemli rol oynarlar. Farklı sektörlerde yenilikçi yatırım yapacak girişimciler kaynak bulmakta sorun yaşamaktadırlar. Yatırım ve kalkınma bankaları da ihraç ettikleri menkul kıymetler ile bu proje sahiplerine projelerini gerçekleştirmeleri için kaynak sağlarlar. Bu yönleriyle ülkenin kalkınmasında önemli rol oynayan banka türü kalkınma ve yatırım bankalarıdır.

Kredi ve Kefalet Kooperatifleri: Kredi ve kefalet kooperatiflerinin amacı üyelerinin mesleki faaliyetleri için gerekli finansmanı sağlamalarına yardımcı olmaktır. Kredi ve kefalet kooperatifleri iki şekilde üyelerine finansman sağlamaktadır. İlkin kendi kaynakları ile üyelerine kredi vererek gerçekleştirmekte, ikincisinde ise üyelerinin bankalardan kullanacak olduğu kredilerde kefil olarak gerçekleştirmektedir. Ülkemizde kredi ve kefalet kooperatifleri 1969 senesinden sonrada 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu’nun yürürlüğe girmesi ile tüzel kişilik kazanmıştır. Ülkemizde, esnaf ve sanatkârları desteklemek amacıyla devlet tarafından tahsis edilen kaynakların kullandırılmasında T.Halk Bankası

yetkilendirilmiştir. Kooperatif, ortağı olan esnaf ve sanatkârın bankadan kullanacağı kredide kefil olmaktadır³.

Borsalar: Borsa, alıcı ile satıcının karşılaştığı bir pazar olarak tanımlanabilir. Borsada bu alış verişi sağlayan araçlar bulunmaktadır. Borsa işlemlerinde yatırım araçları belli kurallar çerçevesinde el değiştirmektedir. Bu süreçte alıcı ve satıcı taraf fiziken karşılaşmamaktadır. Taraflar emirlerini araçlara iletmekte, böylece alım-satım işlemi gerçekleşmektedir. Yapılan alım - satım işlemleri, elektronik ortamda arz ve talebe göre gerçekleşmektedir. Ülkemizde en çok bilinen borsa, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuş olan (Geçmişi İMKB) Borsa İstanbul A.Ş.'dir. Borsa İstanbul A.Ş. sermaye piyasasında borsaları tek çatı altında toplamaktadır.

Aracı Kurumlar: Sermaye piyasasında işlem gören araçları başkası veya kendi nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımı ile uğraşan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar Anonim Şirket olarak kurulmakta ve SPK denetiminde aracılık faaliyetlerine devam etmektedir.

Yatırım Ortaklıkları: Anonim şirket olarak kurulan yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından oluşmaktadır. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyet alanı sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyün işletilmesidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen kurumlarıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira ve alım satım kazancı elde etmektir. Girişim sermayesi yatırımının riski oluşturulmuş yeni bir ürünün tutunamama riskidir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin kuruluşu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırımdır⁴.

Portföy Yönetim Şirketleri: Yatırım, servet birikimine ilave yapmak için gerçekleştirilen her türlü faaliyettir. Portföy ise servetin oluşturulma şeklidir. Bir kişinin ya da kuruluşun sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Dar anlamıyla portföy, para piyasası, sermaye piyasası ve kıymetli madenlerden oluşan varlıklardır.

Anonim şirket olarak SPK onayı ile kurulan Portföy Yönetim Şirketinin ana faaliyet konusu müşterilerinin sahip olduğu portföylerinin maddi bir kazanç elde etmek üzere vekil olarak yönetilmesidir. Bu işlemler, portföy yönetim şirketi ile müşteri arasında imzalanan bir sözleşme kapsamında gerçekleştirilir⁴.

Faktöring Şirketleri: Faktöring, mal veya hizmet satışından doğmuş/doğacak alacakları temlik alarak satıcı firmaya finansman hizmetlerinin sunulduğu bir işlemidir. Faktöring işlemlerinde taraflar; temlik borçlusu (alıcı), müşteri (satıcı) ve faktöring şirkettir. Faktöring şirketi satıcı ile imzaladığı sözleşmeye istinaden satıcının alıcıdan olan alacaklarını belirli bir faiz, ücret ve komisyon karşılığında devralır ve satıcıya ön ödemeyi yapar⁵.

Leasing Şirketleri: Finansal kiralama; yatırım (fabrika, ofis, imalat makinaları, iş ve inşaat makinaları, kara, deniz ve hava taşıtları) mallarının temin edilmesinde kullanılan kredilerdir. Belirleyici özelliği, kira sürecinde malın hukuki mülkiyetinin finansal kiralama şirketinde olması, kiralama konusu malın her türlü riskinin ve faydasının ise kiracıya ait olmasıdır⁶. Leasing işleminde, leasing şirketi kiralamaya konu varlığı satın alır ve kiracıya kiraya vererek kira geliri elde eder. Kira ödemesi bitince de varlığın mülkiyetini kiracıya devreder.

Sigorta Şirketleri: 5684 Sayılı Sigortacılık Kanununa göre sigorta şirketleri anonim ortaklı ya da kooperatif olarak kurulmaktadır. Sigorta şirketlerinin kuruluş izni Hazine ve Maliye Bakanlığı çatısı altında faaliyet sürdüren Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından verilmektedir. Sigorta şirketlerinin denetimleri de yine Hazine ve Maliye Bakanlığı çatısı altında faaliyet gösteren Sigorta Denetleme Kurulu Başkanlığı tarafından yapılmaktadır. Sigorta işletmeleri, güvence hizmeti vermek dışındaki temel fonksiyonlarının yanı sıra, bir takım ekonomik fonksiyonları da görev edinmekte ve sigorta ettirenlerden prim olarak topladıkları fonlarla ekonomik hayatta katkı sağlamaktadır. Sigorta şirketleri bu katkı sağlama görevini yatırım araçlarına yatırım yaparak yerine getirmektedir. Sigorta şirketlerinin topladığı fonlar, 07.08.2007 tarihinde 26606 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelikte belirtilen alanlarda ve sınırlamalarda yatırımlara (tahvil, bono, hisse senedi, döviz, mevduat, yatırım fonları, gelir ortaklığı senedi vb) dönüştürülmektedir. Sigorta şirketleri, sigortalılara karşı sorumluluklarını yerine getirmek amacıyla, topladıkları primleri belirli esaslar dahilinde değişik yatırım araçlarında

değerlendirmektedir. Yasal olarak topladıkları bu primlerin bir kısmı sigortalıların güvencesini sağlamak amacıyla Devlet tarafından belirlenen yatırım araçlarında yatırıma dönüştürülmektedir. Bunun dışında kalan fonlar ise güvenlik, likidite, rantabilite ve riskin dengeli dağıtılması esasları dikkate alınarak değişik yatırım araçlarında değerlendirilmektedir (Asunakutlu, 1998).

Sosyal Güvenlik Kurumları: Maluliyet, sağlık, işsizlik, iş kazası ve yaşlılık gibi sosyal risklere karşı bireyleri korumak amacıyla devlet tarafından oluşturulan ve sevk ve idare edilen kurumlardır. Finansman, aktifler ve diğer harcamalar için gerekli olan kaynağı sağlamaz. Bu nedenle elde edilen fon kaynağının doğru kullanılması önemlidir. Sosyal güvenlik finansmanı da kişilere verilecek sosyal güvenlik hizmetleri için fon kaynakları yaratıp, bu kaynakları etkin ve verimli bir şekilde yöneterek sosyal güvenlik sisteminin sürdürülebilirliğini sağlamaktır. Sosyal güvenlik sisteminin finansman yöntemi iki türdür. Birincisi, tamamen devlet tarafından karşılanması, ikincisi, işçi ve işverenden sağlanmasıdır. Yanlış bir yöntem seçimi, kurumun finans açısından sıkıntı çekmesine, dolayısıyla sosyal güvenliği sağlanan kişi ve kurumların da zor durumda kalmasına sebep olacaktır (Boyacıoğlu ve Öçal, 2018). Sosyal güvenlik kurumları gelirleri ile sosyal güvenlik harcamalarını karşıladıktan sonra kalan fon fazlalığını finansal sistemde değerlendirmektedir.

Bireysel Emeklilik Şirketleri: Bireysel Emeklilik Sistemi, güvenli bir şekilde tasarruf yapmayı ve bu tasarrufları yatırıma dönüştürmeyi sağlayan özel bir sistemdir. Yatırımlar ile elde edilen birikim emeklilikte ister toplu para, ister emeklilik maaşı olarak getiri sağlar. Bireysel Emeklilik şirketi 28.03.2001 tarihli ve 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na göre Maliye ve Hazine Bakanlığı adına Sigortacılık Genel Müdürlüğü izni ile anonim şirket olarak kurulan ve bu kanuna göre emeklilik kolunda faaliyet göstermek üzere ruhsat almış şirkettir. Bireysel emeklilik şirketlerinin sigortacılık denetimi Sigorta Denetim Kuruluna aittir. Emeklilik şirketlerinin kurduğu fonların izni ve denetimi de SPK'ya aittir. Emeklilik şirketleri Hazine ve Maliye Bakanlığının belirlediği esaslara uygun olarak, finansal araçlardan oluşan emeklilik fonu kurmakta, katılımcılarından aldıkları katılma payları ile bu fonlara yatırım yapmakta ve katılımcılarının emeklilik planları için yaptıkları tasarruflarının değerine değer katmaya çalışmaktadır. Emeklilik şirketlerinin kurduğu fonlar SPK tarafından denetlenmektedir⁴.

Finansman Şirketleri: Gerçek ve tüzel kişilere, her türlü mal ve hizmeti almak amacıyla kaynak sağlayan kredi kuruluşlarıdır. Bu finansman modelinde finansman şirketi malı alan kişi adına satıcıya ödeme yapar, malı ya da hizmeti alan kişilerde bu kredinin geri ödemesinin finansman şirketine yaparlar. Konut alımı, taşıt alımı, dayanıklı tüketim malları alımı, stok finansmanı gibi krediler finansman şirketlerinin kullandıkları kredilerdir⁷.

1.7. Finansal Sistemin Düzenlenmesi ve Denetlenmesi

Finansal düzenleme, otorite sağlayıcının, finansal birimlerin kararlarına ve davranışlarına kendi amaçlarını en yüksek seviyede gerçekleştirmek için getirdiği kurallar ve kısıtlamalardır. Alternatif olarak finansal düzenleme, hükümetlerin finans piyasalarında rekabeti teminini ve bu rekabetin sürdürülmesi için takip ettiği yasal ve politik uygulamalar olarak tanımlanabilir. Finansal düzenleyici olarak sayılabilecek hizmetler, finansal kurumların davranışlarını izleme, disipline sokma veya koordine etme çabalarıdır. Finansal piyasalar ekonominin işleyişinde diğer piyasalara göre daha fazla etkili olduğundan finansal düzenleme diğer düzenlemelerden daha fazla dikkat çeker ve daha fazla önemsenir. Finansal düzenleme ekonomik düzenleme ve ihtiyatlı düzenleme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Ekonomik düzenlemede; kaynakların dağıtımındaki piyasa başarısızlıkları azaltma amacı (örnek: Faiz oranı kontrolleri) güdülür. İhtiyatlı düzenlemede; finansal sistemin istikrarının korunması amaçlanır. Finansal serbestleşmeyle birlikte birçok ülkede ekonomik düzenlemeler kaldırılmış, ihtiyatlı düzenlemeler ise artırılmıştır (Erdem, 2016).

Finansal sistemin düzenlenmesinin gerekliliği açıklanırken, genellikle piyasadaki başarısızlığın önüne geçilmesi veya kamunun faydasının gerçekleştirilmesi olarak açıklanmaktadır. Piyasa başarısızlığı teorisine göre finansal düzenlemenin amacı, sistemdeki aksak tarafların giderilmesi ve kaynak dağılımının etkin olarak sağlanmasıdır. Kamu yararı teorisine göre finansal düzenlemenin gerekçesi, piyasa mekanizmasının en uygun kaynak dağılımını sağlayamamasıdır. Finansal sistemin düzenlenmesine gerekçe oluşturan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Erdem, 2016);

- Bilgi edinimi,
- Finansal sisteme olan güvenin gerekliliği,
- Piyasa başarısızlıkları,
- Finansal güvenlik ağı sorunlarının ortaya çıkardığı riskler,
- Finansal sistemin gözetleme gerekliliği,

- Bankaların para yaratma ve para politikasında oynadıkları rol,
- Diğer politika amaçlarının geliştirilmesi,
- Kamuoyunun düzenleme talebi.

1.7.1. Finansal Kurumların Karşılaştığı Riskler

Faiz Riski: Alacakları ya da varlıklarını paraya çevirmek isteyen kurumun borçlarının vadesi ile bu varlıklarının nakde çevrilme süresi açısından olumsuz bir zaman farkı bulunuyorsa, yani kurum alacaklarını geç tahsil ediyor borçlarını daha erken ödüyor ise kurum bu vade uyumsuzluğundan etkilenecek ve faiz oranlarının artışından dolayı zarar riski artacaktır. Faiz riski çözümlenememesi durumunda likidite riskine dönüşebilmektedir. Finansal kurumların bu riske maruz kalmamak için yapmaları gereken varlıklarının vadeleri ile borçlarının vadelerinin eşleştirmeleridir.

Kur Riski: Kur riskine maruz olmak demek, farklı para cinsinden gelire ve bu gelirden farklı bir para cinsinden ödeme ve borca sahip olmak demektir. Örneğin gelirleri Türk Lirası olan bir şirket, yatırımları için kullandığı kredileri yabancı para cinsinden kullanmış ise döviz kurundaki artış, bu şirketin borçları karşısında gelirlerinin azalmasına neden olacaktır. Buda şirketin nakit akışının bozulmasına ve ödemelerinde aksamalar yaşamasına neden olabilecektir. Kur riski, döviz kurlarında meydana gelen beklenmedik değişimlerin, kur etkisine açık olan söz konusu kurumların nakit akımlarında olumsuz bir değişmeye yol açmasıdır. En basit şekliyle, kur riski; kurlardaki değişimler nedeniyle zarara uğrama olasılığıdır. Bir kurumun varlıklarının döviz cinsi ile borçlarının döviz cinsi aynı değilse bu kurum kur riski taşıyor demektir.

Kredi Riski: Banka, leasing, finansman şirketleri gibi finansal kurumların vermiş oldukları kredileri tahsil edememe riskidir. Kredi riskinin doğru bir şekilde ölçülebilmesi için rating sistemi oluşturulmuştur. Borç veren finansal kurumlar kredi riskini minimuma indirmek için borç talep eden kurumların kredi değerliliğini iyi tespit etmeli, kredi değerliliğine göre teminat yapısı oluşturmalı, kredi verdikten sonra da belirli periyotlarla kredi verdikleri kurumların kontrollerini yapmalıdırlar.

Likidite Riski: Finansal kurumların ani ortaya çıkan ödemelerinde mevcut varlıklarını hızlı bir şekilde nakde çevirememesi ve ödemeyi yapamama riskidir. Kurumlar bu riskle karşı karşıya kalmamak için belirli bir miktar nakit bulundurmak zorundadır. Nakit bulundurmak demek o paradan gelir elde edememek olduğu için kurumlar likidite yönetimini iyi yapmalıdır. Ani ödemeler için gerekecek düzeyin

altında tutulan nakit likidite sıkışıklığına, ani ödemelerden fazla hazırda tutulan nakitte gelirden mahrum kalmaya neden olacaktır.

Piyasa Riski: Varlık ve yükümlülüklerin ticari amaçla değişimi esnasında faiz oranı, döviz kuru ve diğer aktif fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak zarar etme riskidir. Piyasa riski; faiz oranı, döviz kuru ve diğer aktif fiyatlarındaki değişimlere bağlı olduğundan volatilité (oynaklık) riski olarak adlandırılmaktadır.

Operasyonel Risk: İşlerin ilerleyişinde çalışanların şahsi hatalarından veya kötü niyetli emellerinden, şirket içindeki sistemsel aksaklıklardan dolayı veya dolaysız olarak zarar edilmesi riskidir. Operasyonel riskin bileşenlerini; personel riski, teknolojik risk, organizasyon riski, yasal risk ve dış etkenler oluşturmaktadır. Personel riski, finansal kurumun yönetiminin ve çalışanın yetersizliğinden, ihmali davranışından, sorumluluklarını unutmasından ya da kötü niyetli olarak kullanmasından doğan risklerdir. Teknolojik risk, bilgisayar ve iletişim sistemlerindeki teknik sorunlar ve aksamalar, virüs problemleri, yetersiz ya da eskimiş sistemlerden kaynaklanan risklerdir. Organizasyon riski, örgüt yapısı ve işleyişiyle ilgili sorunlardan doğan risklerdir. Yasal risk, finansal kurumun yeni tip bir işlem yapması ya da yabancı bir ülkede bir işlem yapması durumunda yapılan işlemin hukuki olarak uygun olmaması riskidir. Dış etkenler, üçüncü kişilerle ilgili sahtekârlık olayları, risk doğurması muhtemel konulara ilişkin hukuki düzenlemelerdeki değişiklik ve boşluklar, doğa olaylarından doğan felaketlerden kaynaklanan riskler, sosyal kargaşalardan doğan zarar gibi risklerden oluşur.

Ülke Riski: Merkezi hükümet ile ve/veya onun ihraç etmiş olduğu yatırım araçları ile ilgili kredi riskidir. Ülke riski bağımsız kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu not ile ölçülmektedir. O ülkede faaliyet gösteren kurumların merkezi hükümetten daha iyi bir kredi notuna sahip olmayacağı kabul edilmektedir. Finansal kurumlar tarafından diğer ülkelerde yapılan yatırımlardan ya da verilen borçlardan oluşan alacakların geri alınamama riskidir.

Bilanço Dışı Risk: Bilanço dışı işlemler borç araçları (kredi taahhütleri, teminat mektubu, akreditif gibi gayri nakdi krediler) ve türev ürünler (forward, futures, swap, opsiyon) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bilanço dışı riskte bu faaliyetler sonucunda finansal kurumların zarara uğrama riskidir.

1.7.2. Türkiye’de Finansal Sistemdeki Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar

Yukarıda bahsedilen riskler finansal kurumların karlılığının sağlanması ve sürdürülebilmesi konusunda ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Yaşanan finansal krizler, kurumların sahip olduğu bu risklerin finansal piyasaların güvenilirliği ve işleyişi açısından ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Risk yönetimi kurumlar tarafından yürütülecek herhangi bir faaliyet olmayıp dikkatle uygulanması ve denetlenmesi gereken bir faaliyet alanıdır. Bu nedenle de Türkiye’de finansal sistemin düzenleyici ve denetleyici kurumları vardır. Bu kurumlar kanunen yetkilendirilmiş kurumlar olup, yatırımcıları korumak, sosyal politikalar oluşturmak, finansal sistemin güvenli ve etkin bir şekilde işlemesi için düzenleme ve denetleme faaliyetinde bulunurlar.

1.7.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

Sermaye Piyasası Kurulu, birikimlerin menkul kıymetlerde değerlendirilerek toplumun ekonomik kalkınmaya katılmasını sağlamak ve bu menkul kıymetlerin alınıp satıldığı sermaye piyasasının güven ve şeffaflık içinde çalışmasını sağlamak, tasarruflarını değerlendirenlerin haklarını ve yararlarını korumak, düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1981 senesinde 2499 sayılı kanun ile kurulmuştur. Bu kanunda Aralık 2012’de yürürlükten kaldırılmış ve 36362 sayılı kanun yürürlüğe konmuştur.

SPK idari ve mali özerkliğe sahip bir kamu tüzel kişisidir ve kendisine verilen görev ve yetkileri kendi sorumluluk alanında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır. Kurul başkan dâhil 7 üyeden oluşmaktadır. Kurul Başkanını Cumhurbaşkanı atamaktadır. Kurulun ilgili olduğu bakanlık, Hazine ve Maliye Bakanlığıdır. Kurulun merkezi

Ankara'dadır.

Sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamak hedefleri doğrultusunda, SPK’nın temel amaçları;

- Sermaye piyasalarının ve kurumlarının işleyişiyle ilgili kuralları belirlemek,
- Fon ihtiyacı olan ve piyasadan fon kullanan şirketlerin belirlenmiş kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmasını temin etmek,
- Sermaye piyasalarında yatırım yapan tasarruf sahiplerinin haklarını ve yararlarını korumak,
- Sermaye piyasaların adil ve etkin bir şekilde çalışmasını sağlamaktır.

SPK'nın bu amaçlara ulaşmak için sahip olduğu temel fonksiyonlar; düzenleme, izahname ve ihraç belgesi onayı, izin verme, gözetim, denetim, tedbir ve yaptırım uygulama, finansal raporlama ve bağımsız denetim standartları, uyuşmazlık çözme, lisanslama faaliyetleridir⁸.

1.7.2.2. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)

BDDK, finansal piyasalarda gerçekleştirilen denetim ve gözetim sisteminin etkinliğinin artırılması ve bağımsız karar mekanizmalarına kavuşturulması için oluşturulan politikalar uyarınca, Haziran 1999 tarihli ve 23734 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 4389 sayılı Bankalar Kanunu ile kamu tüzel kişiliğini sahip olmuş, idari ve mali açıdan bağımsız olan bir otorite olarak kurulmuş, 01.11.2005 tarihinde ve 25983 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile de bağımsızlık, etkinlik ve kapasite açısından güçlendirilmiştir. BDDK Kurulu biri başkan olmak üzere yedi üyeden oluşmakta olup, 5411 sayılı Kanunun 84. maddesine göre Kurul Başkanı ve üyeler Bakanlar kurulu tarafından atanmaktadır. BDDK'nın temel amaçları kanun ve kanun dışındaki düzenlemelerde belirlenen görev ve yetkiler kapsamında düzenleme ve denetim kapsamındaki bulunan kuruluşların;

- Faaliyetlerini güvenilir ve sağlam şekilde gerçekleştirmesini sağlamak,
- Piyasalardaki kredi sisteminin etkili bir şekilde çalışmasını sağlamak,
- Tasarruf sahiplerinin haklarının ve menfaatlerinin korunmasını sağlamak,
- Finansal piyasaların gelişmesine ve finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktır.

5411 sayılı kanunun 93. Maddesi gereğince; bankalar, finansal holding şirketleri, finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri, finansman şirketleri BDDK'nın denetiminde olup, BDDK bu şirketlerin, kuruluş ve faaliyetlerini, yönetim ve teşkilat yapısını, birleşme, bölünme, hisse değişimini ve tasfiyelerini düzenlemek, uygulamak, uygulanmasını sağlamak, uygulamayı izlemek ve denetlemek ile görevlidir⁹.

1.7.2.3. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)

Finansal sistemin temeli tasarruftur. Tasarruf sahipleri ellerindeki fonlarla sermaye malı alarak yatırım yapabilir, bir başka ekonomik birimin kullanmasını sağlamak üzere finansal kurumlar aracılığıyla borç verebilirler. Mevduat sigortası kredi kuruluşlarınca toplanan bu fonların güvencesiyle ilgilidir. Mevduat sigortası sistemi mevduat sahiplerinin mevduatlarının korunmasına yönelik oluşturulmuş ve

günümüze kadar ulaşmış bulunan kurumların en gelişmişidir. Bu sistem tasarruflarını bankalarda değerlendiren mevduat sahipleri, mevduatı kabul eden banka ve bankaya yatırılmış olan bu mevduatları sigorta altına alan kurum arasında işlemektedir. Yaptırım gücünü ise ülkede yürürlükte bulunan mevzuata dayalı hukuk kurallarından almaktadır. Sigorta eden bu sigorta işlemi karşılığında prim tahsilatı gerçekleştirir. Sigorta eden sigorta ettiren bankanın bu mevduatı geri ödeyememesi durumunda devreye girerek mevduat sahibine sigorta kapsamındaki tutarı öder. Ödediği tutarları geri almak üzere de ödeme güçlüğüne düşen banka hakkında yasal süreci başlatır.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), 22.07.1983 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde bireysel mevduat sahiplerinin mevduatlarını sigortalamak üzere kurulmuştur. 1994 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra TMSF'nin yetkileri genişletilmiş, tasarruf mevduatını sigorta etmenin yanı sıra bankaların mali bünyelerini güçlendirme ve gereğinde yeniden yapılandırma görevi TMSF'ye verilmiştir. 1999 yılında BDDK'nın kurulmasıyla TMSF'nin temsil ve idaresi TCMB'den alınarak BDDK'ya devredilmiştir.

Kasım 2005'de yürürlüğe giren 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile TMSF'in yetkileri genişletilmiştir. Merkezi İstanbul olan TMSF 5411 Sayılı Bankacılık Kanunun 111. Maddesine göre kamu tüzel kişiliğine sahip, idari ve mali özerkliğe sahip bir kurum haline gelmiştir. Başkan, başkan yardımcısı dâhil olmak üzere yedi üyeden oluşan fon kurulunun atamaları Bakanlar Kurulu tarafından yapılmaktadır. 5411 Sayılı Bankacılık Kanununa göre;

- Sigortaya tabi mevduatın kapsamı ve tutarını belirleme yetkisi (25.09.2019 tarihinde TMSF tarafından Resmi Gazetede yayımlanan yönetmelikle, çek keşide etmek dışında ticari işlemlere konu olmayan gerçek kişilere ait olan mevduat ve katılım fonlarının toplamı (tek bir kredi kuruluşunda) 150.000 TL'ye kadar sigorta kapsamındadır),
- Risk esaslı sigorta priminin tarifesini belirleme yetkisi,
- Tahsil zamanını ve şeklini belirleme yetkileri TMSF'ye verilmiştir¹⁰.

2. BÖLÜM FİNANSAL GELİŞMİŞLİK

2.1. Finansal Gelişmişlik Kavramı

Finansal serbestleşme ile finansal gelişmişlik benzer kavramlar olsa da farklı anlamlar içermektedir. Finansal gelişmişliği arttırabilmenin ilk yolu finansal sistemi düzenlemektir. Finansal gelişmişlik, finansal serbestleşmeden sonraki evre olup, finansal serbestleşmenin ne kadar başarılı olduğunun göstergelerinden birisidir. Finansal gelişme, finansal serbestleşmeyle birlikte finansal sistemin ulaştığı büyüklüğü ve finansal sistemin uğradığı değişimi ifade etmektedir (Erdem, 2016).

Finansal sistemin temel işlevi fon fazlası bulunanlardan aldığı fonları fon eksikliği bulunanlara aktarmaktır. Bu amacı doğru bir şekilde yerine getirebilmek için finansal sistemde aracılık yapan kurumların, diğer kurumların artırılması ve finansal araçların genişletilmesi gerekmektedir. Çünkü istikrarlı bir finansal sistem hem finansal gelişmişliği hem de ekonomik kalkınmayı arttırmanın temel yollarından biridir. Finansal sistem üzerine düşen görevi yerine getirirken bankalardan, sermaye piyasalarından yararlanmaktadır. Bu nedenle de finansal sistem banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere iki şekilde sınıflandırılmaktadır. Finansal sistemin banka temelli olduğu durumda finansal araç olarak tercih edilen ürünler mevduat ve kredilerdir. Finansal sistemin banka temelli değil piyasa temelli olması durumunda da tercih edilen ve kullanılan araçlar türev ürünler ve menkul kıymetlerdir. Finansal gelişmişlikleri düşük olan ülkelerde finansal sistem banka temelli gelişirken, finansal gelişmişlik yüksek olan ülkelerde bankacılık sisteminin yerini zamanla sermaye piyasaları almaktadır (Bağcı, 2018). Bağcı (2018), OECD ülkelerinin finansal gelişmişliğini incelemiş ve Japonya, İsviçre, ABD'nin finansal gelişmişlik açısından iyi durumda olduğunu, Türkiye'nin ise OECD ülkeleri içinde finansal gelişmişlik açısından en düşük ülkelerden biri olduğunu tespit etmiştir.

Finansal serbestleşmenin amacı ekonomik gelişimin sağlanmasıdır. Bu nedenle finansal gelişmişlik ile ekonomik gelişme arasında da sıkı bağ bulunmaktadır. Çalışmalarda elde edilen sonuçlarda bu yöndedir. Saci ve Holden (2008), Al-Yousif (2002), gelişmekte olan otuz ülkede, finansal gelişmenin büyüme ile olan ilişkisini incelemiş, finansal sistemi gelişmiş ülkelerin ekonomilerinin daha hızlı büyüdüğünü tespit etmişlerdir. Luintel ve Khan (1999), 10 ülkenin (Kosta Rika, Kolombiya, Yunanistan, Hindistan, Filipinler, Sri Lanka, Kore, Güney Afrika, Tayland, Malezya) finansal piyasa gelişmişliği ile ekonomik büyümesi arasında çift yönlü nedensellik

tespit etmişlerdir. Ahmed ve Ensari (1998), Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka'yı incelemiş, bu ülkelerde de finansal piyasaların gelişmesinin ekonomik büyümeyi sağladığı sonucuna varmışlardır. Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda bulunan sonuçlarda literatürde diğer ülkeler için yapılmış çalışmaların sonuçları ile örtüşmektedir. Aslan ve Küçükaksoy (2006), Aslan ve Korap (2006) yaptıkları çalışmalarda Türkiye'de finansal piyasalardaki gelişme ile ekonomik gelişme arasında nedensellik tespit etmişlerdir. Finansal gelişmişliğin hesaplanmasına yönelik farklı ölçüm yöntemi mevcuttur. Finans piyasalarında faaliyet gösteren kurumların sayısının artması, kullanılan finansal araç çeşitliliğinin artması finansal gelişmişlik göstergeleri arasında kabul edilmektedir (Öztürk vd. 2010).

2.2. Finansal Gelişmişlik Ölçütleri ve Göstergeler

2.2.1. Miktar Ölçütleri

Finansal gelişmişliğin ilk göstergesi olan miktar ölçütleri üç başlıkta toparlanmaktadır. Bu ölçütler parasal büyüklüğü gösteren parasal ölçütler, kredilere ilişkin büyüklüğü gösteren kredi ölçütleri ve sermaye piyasası göstergeleridir.

2.2.1.1. Parasal Ölçütler

Parasal büyüklük ölçütleri arasında dar tanımlı (M1) ve geniş tanımlı para arzı (M2, M2Y, M3) değişkenlerinden üretilmiş olan M1/GSYH, M2/GSYH, M2Y/GSYH, M3/GSYH gibi farklı ölçütler bulunmaktadır. M1 para arzı, dolaşımdaki paraya bankalardaki vadesiz mevduatın eklenmesiyle elde edilmektedir. M1/GSYH oranının, finansal piyasalardaki gelişme ile birlikte düşmesi gerekmektedir. Çünkü dolaşımdaki para azalıyor, tasarruflar finansal sistemdeki araçlarda değerlendiriliyor demektir. Bu oranın artıyor olması finansal olarak geri kalmışlığın göstergesidir (Öztürk ve Çorlu,2018). Kullanılan bir diğer parasal büyüklük göstergesi geniş anlamda para arzının GSYH'ya oranıdır (M2/GSYH). M2 para arzı, M1 para arzına bankalardaki vadeli mevduatın eklenmesiyle elde edilmektedir. Bu gösterge ülke vatandaşlarının bankacılık sistemine duydukları güveni göstermekte olup (Darıcı, 2009), hane halkının bankacılık hizmetlerini kullanma oranlarını da göstermektedir (Öztürk ve Çorlu,2018). M3 para arzı ise en geniş para arzıdır. M2 para arzına repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul kıymetlerin eklenmesiyle bulunur. Fon açığı olan ve fon talep kurumlara finansal piyasalarda borç verebilmeyi ifade eden M3/GSYH göstergesi finansal olarak gelişmişliğin sağlandığı durumlarda oransal olarak yükselmektedir (Erim ve Türk, 2005). Ülkede dolarizasyonun derecesini

gösteren M2Y para arzı, M2 para arzına yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduatın eklenmesi ile bulunmaktadır. Kırılgan ekonomilerde M2Y/GSYH oranının yükseldiği dönemler genellikle enflasyon ile ilgili beklentilerin olumsuz olduğu dönemlerdir. Bu durum enflasyon neticesinde dövizin koruma aracı olmasından dolayı döviz alımına sevk etmektedir. Ekonominin istikrara kavuşmasıyla birlikte döviz hesapları tekrardan yerel paraya çevrilmektedir. Bu durum M2Y/GSYH oranını azaltmakta M2/GSYH oranını artırmaktadır (Öztürk ve Çorlu,2018).

TCMB 2007 yılına kadar yukarıda bahsedilen para arzı tanımlarını kullanmıştır. Ancak 2007 yılında Avrupa Merkez Bankası istatistik tanımları ve standartlarına uyum çalışması çerçevesinde para arzı tanımlamalarında revizyona gitmiştir. TCMB yeni düzenlemede para arzlarını, M1= Dolaşımdaki para + TL ve YP vadesiz mevduatlar, M2=M1+TL ve YP Vadeli Mevduatlar, M3= M2+Repo+Para Piyasası Fonları şeklinde tanımlamıştır¹¹.

TCMB, 2005 başlangıç yılı olmak üzere veri paylaşımı yapmaktadır. Aşağıdaki Çizelge 1, TCMB'nin bu düzenlemesine göre hazırlanmıştır. Para arzlarında yabancı para mevduatlarda dâhildir. Çizelgede Türkiye'de M2 para arzındaki gelişim dikkat çekmektedir. 2005 yılında %35 ile en düşük seviyesinde olan M2/GSYH oranı git gide yükselmiş ve 2018 yılında %52 seviyesine gelmiştir. Tasarruf sahipleri tasarruflarını döviz olarak değerlendirmeyi tercih etmişlerdir. Bu da başta faiz ve döviz kurlarında artış olmak üzere finansal sistemde bozulmalara neden olmuştur.

Çizelge 1: Para Arzı Gelişimi

Yıl	M1/GSYH	M2/GSYH	M3/GSYH
2005	0.09	0.35	0.39
2006	0.09	0.38	0.41
2007	0.09	0.39	0.42
2008	0.08	0.44	0.46
2009	0.11	0.49	0.52
2010	0.12	0.51	0.53
2011	0.11	0.48	0.50
2012	0.12	0.48	0.50
2013	0.12	0.50	0.53
2014	0.12	0.50	0.52
2015	0.13	0.51	0.53
2016	0.15	0.54	0.56
2017	0.14	0.52	0.54
2018	0.14	0.52	0.53
Kaynak: TCMB EVDS			

2.2.1.2. Kredi Ölçütleri

Finansal derinleşme ve gelişme süreçlerinin olumlu sonuçlarından birisini kredi hacminde meydana gelen genişleme oluşturmaktadır (Öztürk ve Çorlu,2018). Finansal gelişmenin bir diğer belirleyicisi olan kredi büyüklükleri de üçe ayrılmaktadır. Bunlar; yurtiçindeki toplam kredi hacminin gelir içindeki payı (YİKH/GSYH), özel sektörün kullandığı kredilerin gelir içindeki payı (ÖSKH/GSYH), özel sektörün kullanmış olduğu toplam kredilerin toplam kredi içindeki payı (ÖSKH/YİKH) olarak tanımlanmıştır (Yeldan, 2003). Bu göstergeler fonların yatırımlara aktarılması ile ilgili oranları göstermesi nedeniyle, finansal gelişimin arttığı durumlarda bu oranların da artması beklenmektedir (Oruç ve Turgut, 2014). TCMB verilerine göre (Çizelge 2) Türkiye’de bankalar tarafından kullanılan krediler 2001 krizi neticesinde her iki oranda %10 seviyelerine kadar inmiştir. Ancak 2002 yılından sonraki süreçte her iki oranda hızla yükselmiş ve %50 seviyelerinin üzerine çıkmıştır. Her iki oranda 2017 yılında %64 (YİKH/GSYH) ve %62 (ÖSKH/GSYH) ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. 2018 yılında ise %60 (YİKH/GSYH) ve %58 (ÖSKH/GSYH) seviyesine gerilemiştir. 2018 yılındaki bu gerilemenin nedeni TL’de yaşanan yüksek değer kaybı ve yükselen kredi maliyetleri nedeniyle ekonomik aktivitelerdeki yavaşlama olmuştur.

Çizelge 2: Kredi Göstergeleri			
Yıl	YİKH/GSYH	ÖSKH/GSYH	ÖSKH/YİKH
2000	0.17	0.16	0.93
2001	0.15	0.13	0.90
2002	0.10	0.10	0.93
2003	0.12	0.11	0.95
2004	0.14	0.14	0.95
2005	0.20	0.19	0.96
2006	0.24	0.23	0.96
2007	0.26	0.25	0.95
2008	0.28	0.27	0.95
2009	0.31	0.30	0.94
2010	0.39	0.37	0.95
2011	0.43	0.41	0.97
2012	0.45	0.44	0.97
2013	0.53	0.51	0.97
2014	0.58	0.57	0.97
2015	0.61	0.59	0.97
2016	0.63	0.61	0.97
2017	0.64	0.62	0.96

2018	0.60	0.58	0.96
Kaynak: TCMB EVDS			

2.2.1.3. Sermaye Piyasalarına İlişkin Göstergeler

Borsa kapitalizasyonu, borsaya kote edilmiş şirketlerin hisse senedi adedinin piyasa fiyatı ile çarpılması sonucunda bulunmaktadır. Finansal sistem içerisinde sermaye piyasalarına yönelik göstergelerin başında borsa işlem hacminin GSYH oranı olan borsa kapitilizasyon oranı gelmektedir. Sermaye piyasalarının gelişimi firmaların kredibilitesini arttırmaktadır. Borsada hisselerinin satışı çıkaran firmalar bu sayede yatırımlarında ihtiyaç duyduğu fonu kredi dışında doğrudan kaynak olarak temin edebilmektedir. Borsa kapitalizasyon oranı yükseldikçe borsada yatırımcı artacaktır. Bu anlamda borsa kapitilizasyon oranlarının yüksek olması finansal derinleşmenin göstergesi olarak ifade edilmektedir (Yetiz, 2008). Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) verilerine göre 2018 yılında dünya borsalarında değerlendirilen tasarrufların tutarı 76,6 Trilyon USD ‘dir. 2018 yılında ise Dünya Bankası verilerine göre dünya GSYH’sı 85,8 Trilyon USD olarak gerçekleşmiştir. Buna göre 2018 yılında borsalarda değerlendirilen tasarrufların GSYH’ya oranı %89 olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki Çizelge 3’te ise Türkiye ve örnek olarak seçilmiş diğer ülkelerin borsalarının büyüklüklerinin GSYH’larına oranı bulunmaktadır. Türkiye’de borsada değerlendirilen tasarrufların GSYH’ya oranı %20 seviyesini aşamamıştır. Türkiye sermaye piyasalarının büyüklüğü ile ekonomik büyüklüğü kıyaslandığında dünya ortalamasının altında bir performansa sahiptir. ABD ve Japonya gibi ülkelerin borsalarında değerlendirilen tasarrufların değeri ise GSYH’nın üzerinde seyretmektedir.

Çizelge 3: Borsa Büyüklükleri

Borsa/Ülkesi	2018 Büyüklük Milyon USD olarak.	GSYH'ya oranı	2017 Büyüklük Milyon USD olarak.	GSYH'ya oranı
ABD (Nasdaq+NYSE)	30.438.330	1.49	32.122.719	1.65

Japan Exchange Group/Japonya	5.296.811	1.07	6.372.337	1.31
National Stock Exchange of India/Hindistan	2.056.337	0.75	2.157.607	0.81
Borsa Istanbul/Türkiye	149.263	0.19	162.886	0.19
Kaynak: The World Federation of Exchanges (WFE)/Dünya Borsalar Federasyonu				

2.2.2. Yapısal Ölçütler

Finansal sistemin gelişmişliğini yapısal olarak ölçen gösterge geniş anlamdaki para arzının dar anlamdaki para arzına oranıdır (M2/M1). M2/M1 oranının yükselmesi vadeli mevduatların finansal sistem içerisinde kullanıldığı, yani tasarruf sahiplerinin tasarruflarını finansal sistemden çıkarmadıkları anlamına gelmektedir. Bu finansal sistemin gelişimi ile birlikte vadeli mevduat miktarının efektif olarak talep edilen para miktarına göre daha hızlı artmasıdır. Bu oranın yükseliyor olması tasarruf sahiplerinin tasarruflarını nasıl değerlendirildiği ile ilgili tavrı yansıttığından önemli bir göstergedir (Yetiz, 2008). M2/M1 oranındaki yükselme ekonomik birimlerin tasarruflarının giderek daha büyük bölümünü vadeli mevduat şeklinde finansal sistemde değerlendirdiğini ortaya koyduğundan finansal sistemin yapısına ilişkin önemli bir gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir (Lynch, 1996). Bir diğer yapısal gösterge Toplam Finansal Varlıklar/ GSYH şeklinde ifade edilir. Finansal İlişkiler Oranı olarak adlandırılan bu oranlamada finansal varlıklar GSYH'ya göre ne kadar yüksekse ülkenin finansal gelişmişlik oranı da o oranda yüksek demektir (Goldsmith, 1987, Lynch, 1996).

Çizelge 4: M2/M1 ve Top. Fin. Var./GSYH Rasyosu		
Yıllar	M2/M1	Top. Fin. Var./GSYH
2010	4.39	1.60
2011	4.48	1.19
2012	4.12	1.36
2013	4.04	1.14
2014	4.04	1.20
2015	3.83	1.05
2016	3.68	1.06
2017	3.61	0.97
2018	3.79	0.84
Kaynak: TCMB EVDS		

M2/M1 oranı Türkiye’de 2012 yılına kadar yükselmiş, 2012 yılında sonrada düşüşe başlamıştır. M2/M1 oranının düşmesi tasarruf sahiplerinin birikimlerini mevduat olarak değerlendirmek istememesinden kaynaklıdır. Özellikle TL’nin değerinin volatil olması, tasarruf sahiplerinin döviz alımına yönlendirmektedir. Bu durumda tasarruf sahipleri birikimlerini vadeli mevduat olarak değerlendirmekten kaçınırlar. Yabancı para alımı ve satımını takip ederler. Bu da finansal sistemde mevduat ve kredi faizlerinin yükselmesine sebep olarak olumsuzluk yaratır. Toplam finansal varlıkların GSYH’ya oranı da 2014 yılından sonra düşmeye başlamıştır. Bunun nedeni ekonomi büyürken gerekli kaynağın finansal varlık ihracı ile değil, borçlanma ile yapılmış olmasıdır.

2.2.3. Finansal Fiyat Ölçütleri

Finansal sistemleri gelişmiş ekonomilerde fiyatlar piyasa şartlarına göre belirlendiğinden, fiyatlar pozitif olarak gerçekleşmektedir. Finansal sistemi yeterince gelişmemiş ve finansal araçların fiyat ve getirilerindeki esneklik arttıkça yatırımcılar getirisi beklentisi pozitif olmayan yatırım araçlarından uzak duracak ve ekonominin gelişmesi için gerekli kaynağı finansal sistemden çekmiş olacaktır. Çünkü yatırımcı yatırım yaptığı finansal aracın fiyatının esnekliğini tahmin edememektedir. Bu nedenle yatırım araçlarının fiyat değişimleri finansal gelişmişlik açısından önemlidir. Dolayısıyla faiz oranlarının seviyesi ve esnekliği çok önemlidir. Çünkü reel faiz oranı en önemli finansal fiyatları oluşturmaktadır (Kar ve Ağır, 2005). Reel faiz, enflasyon etkisinden arındırılmış faizdir. Net nominal faiz (vergi esintisinden sonraki faiz) oranından beklenen enflasyon oranı arındırılarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki formül ile ifade edilmektedir.

$$(1 + \text{Net Nominal Faiz}) / (1 + \text{Beklenen Enflasyon Oranı}) - 1$$

Ekonomide reel faiz oranlarının pozitif olması finansal gelişmenin temel şartıdır. Geri kalmış ekonomilerde yüksek enflasyon nedeniyle genellikle negatif reel faiz oranı oluşmakta ve bu durum tasarrufları da olumsuz etkilemektedir. McKinnon Shaw hipotezi reel faiz oranlarındaki artışın, iç tasarrufları finansal sistemde toplayacağını, dış tasarrufların ülkeye gelmesini sağlayacağını, dolayısıyla yatırıma ve büyümeye neden olacağını savunmaktadır (Erim ve Türk, 2005). Aşağıdaki çizelge, (Çizelge 5) Türkiye’deki reel faiz ve dış tasarruf yatırımlarının ilişkisini göstermek için reel faiz tarafımızca hesaplanarak oluşturulmuştur. Türkiye’de Bankaların uyguladığı 1 yıllık ortalama TL faiz oranından vergi düşüldükten sonra yılsonu

enflasyon beklentisi arındırılmıştır ve reel faiz bulunmuştur. Reel faizdeki azalma yabancı yatırımcının portföy yatırımlarını azaltmış, tasarrufları olumsuz etkilemiştir.

Çizelge 5: Reel Faiz Getirisi

Yıl	1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli TL Mevduat Oranı Ağırlıklı Ortalaması (%)	En Büyük Cari Yıl Sonu Yıllık TÜFE Beklentisi (%)	Reel Faiz(%)	Yıllık Net Yabancı Portföy Yatırım-Milyon USD	Yıllık Stok Yabancı Portföy Yatırımı-Milyon USD
2013	7.07	8.00	-0.87	21,419.00	167,660
2014	8.05	9.75	-1.55	20,962.00	191,006
2015	8.40	9.40	-0.92	-9,329.00	143,847
2016	9.29	8.50	0.73	7,850.00	139,550
2017	10.09	13.50	-3.00	24,082.00	173,571
2018	13.74	24.00	-8.27	32.00	140,322
Kaynak: TCMB EVDS					

2.2.4. Ürün Çeşitliliği Ölçütü

Finansal gelişmişlik göstergelerinden bir tanesini de finansal piyasalardaki ürün bolluğu oluşturmaktadır. Sermaye piyasaları ve finansal sistemleri gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarda ürün çeşitliliği fazladır. Finansal piyasalarda kullanılan ürün çeşitliliği ne kadar fazla ise o piyasa gelişmiş bir piyasa olarak adlandırılmaktadır. Finansal gelişimi düşük olan piyasalarda yatırım araçları kredi ve tahvil gibi temel finansman araçlarından oluşurken, gelişmiş piyasalarda ise swap, futures, forward ve opsiyon gibi türev ürünlerde kullanılmaktadır (Aksoy, 2000). Finansal sistemde daha fazla yatırım aracının kullanılır olması daha fazla yatırımcının ilgisini çekecektir ve finansal sistemdeki yatırım miktarı artacaktır. Bu da ekonomide artan fon talebinin karşılanmasını ve ekonominin büyümesini sağlayacaktır.

2018 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)¹² verilerine göre Türkiye’de toplam mevduatların GSYH’ya oranı %55 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye’de tasarruf araçları ile ilgili olarak yapılmış (ING Bank Tasarruf Eğilimi Raporu)¹³ bir çalışmada bu durumu ortaya koymaktadır. 2019 yılı 2. Çeyreğini kapsayan araştırmaya göre Türkiye’de tasarruf sahipleri tasarruflarını %28

mevduat, %19 finansal sistem dışında yastık altı, %12 finansal sistemde altın, %28 oranında ise Bireysel Emeklilik Sisteminde (BES) değerlendirmektedir. Türkiye ile ilgili bu veriler göstermektedir ki Türkiye’de finansal serbestlik uygulanır olsa da finansal gelişmişlik tam anlamıyla sağlanamamıştır. Finansal sistem bankalar temelli olarak gelişmektedir.

2.2.5. Değişim Maliyet Ölçütleri

Uzun dönemli sürdürülebilir bir büyüme sağlamak için finansal sistemdeki değişim maliyetleri önem taşımaktadır. Değişim işleminin finansal sistemde etkin bir şekilde yerine getirilmesinde aracılık maliyetlerinin düşürülmesi önemlidir. Finansal aracılığın işlem maliyeti genellikle faiz oranı ile ölçülmektedir. Bankalar açısından iki tip oran fiyatlama bulunmaktadır. Bunlardan ilki mevduat oranı, ikincisi kredi oranıdır. Bankalar tasarruf sahiplerinden faiz vererek topladıkları kaynakları fon talep edenlere kredi olarak tahsis ederler ve karşılığında faiz geliri elde ederler. Mevduat faiz oranı ile kredi faiz oranı arasındaki fark aracılık maliyetidir (BDDK, 2006).

Finansal sistem, fon fazlası olan tasarruf sahiplerinin birikimlerini fon talep edenlere aktarılmasını sağlamaktadır. Bu işlevini yerine getirirken fon talep edenlerden sağladığı gelir ile fon arz edenlere ödediği maliyet arasındaki farkı kendisi için alıkoymaktadır. Bu alıkoyma tutarı ne kadar yüksek olursa yatırım yapmak için fon talep edenlere aktarılacak fon miktarı o kadar azalacak demektir. Bu ikili işlem arasındaki alıkoyma azaldıkça da yatırımlara aktarılabilecek fon miktarının optimal seviyede tutulması sağlanır. Dolayısıyla bir finansal sistemin hedefi işlem maliyetini azaltmak olmalıdır (Kar ve Ağır, 2005).

3. BÖLÜM FİNANSAL SERBESTLEŞME

3.1. Finansal Kontrol Uygulamaları

Sermaye hareketlerinde kontrol getirilmesi uluslararası olarak hareket eden sermayenin tutarında, yönünde, niteliğinde ve zamanlamasında değişiklik yapmaya yönelik getirilmiş resmi düzenlemelerdir (Vergil, 2002). Ülkeler, doğrudan (idari) kontroller, dolaylı (piyasa temelli) kontroller ve Tobin Vergisi uygulamasıyla sermaye hareketlerine kontrol uygulamıştır. Modern anlamda sermaye kontrolleri ise 1. Dünya Savaşıyla başlamış 1970’li yıllara kadar sürmüştür. 1. Dünya Savaşına katılan ülkeler gereken vergi tabanını sağlamak, savaş harcamalarını finanse etmek için sermaye hareketlerine kontrol uygulamıştır. Sermaye hareketlerine kontrol uygulanmasının fikir babası ve savunucusu da Keynes olmuştur. Keynes, ülke ekonomisinde hasar yaratacağı, ülkenin bağımsız bir ekonomi politikası uygulamasına engel olacağı gerekçesiyle sermaye hareketlerine kontrol getirilmesi gerektiğini savunmuştur (Keskin, 2009). Yeni Keynesyen yaklaşım dışı açılma sonucunda artan faiz oranları ve piyasa istikrarsızlığı gibi nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmeye sorgulayıcı bakmıştır. Post Keynesyen yaklaşım da finansal serbestleşmenin belirsizlik yaratarak yatırımcıların spekülatif alanlara yatırım yapmasına neden olacağını ve bu nedenle yatırımlardaki kalitenin düşeceğini savunmuştur (Atamtürk, 2007).

Sermaye hareketlerine uygulanan kontroller 1944 yılında 44 ülkenin katılımı ile imzalanan Bretton Woods anlaşması ile başlamıştır. Bu anlaşmanın amacı uluslararası para sisteminin kurallarının belirlenmesidir. Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) da bu anlaşma ile kurulmuştur. Bu anlaşma ile USD altına dönüşebilen tek para birimi olarak kabul edilmiş ve 1 ons altın (31,1 gr.)’ın değeri USD (35 USD) olarak belirlenmiştir. Diğer ülke para birimlerinin değerinin de USD’ye göre belirlenmesi kararlaştırılmış ve ABD talep eden ülkenin parasını USD karşılığında altına çevirmeyi kabul etmiştir.

Anlaşmaya göre özel durumlar haricinde hiçbir ülke parasının değerini USD karşısında artırmayacak ve azaltmayacaktır. Ancak çok özel durumlarda ülkelere USD karşısında paralarını %10 devalüasyon ve revalüasyon etme hakkı verilmiştir. Bu oranın üzerinde bir uygulama olması durumunda ise IMF’in izni gerekli kılınmıştır. Bretton Woods anlaşması ülkelere cari işlem ödemelerini kısıtlamadan, taahhüt edilen ödemelerin yapılmasını ertelemeden sermaye kontrolleri uygulamasına izin vermiştir.

Pek çok ülkede ödemeler bilançosunda sorunları aşmak için sermaye kontrollerini uygulamıştır (Keskin, 2009).

Ülkelerin sermaye hareketlerine kontrol getirme nedenleri de farklılık gösterebilmektedir. Genel olarak sermaye hareketlerine kontrol uygulanmasının amaçlarını; sıcak para girişleri ile oluşabilecek kur istikrarsızlığı ve ödemeler dengesi krizlerini önlemek, yurtiçindeki tasarrufların yurtiçinde kalması ve yatırımlarda kullanılmasını sağlamak, yabancıların yurtiçinde üretim faktörlerine sahip olmasını engellemek, yurtiçindeki ekonomik dengeleri uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından korunmak olarak sıralayabiliriz (Uzunoğlu, Alkin, 1995).

3.2. Finansal Serbestleşme

İkinci Dünya Savaş'ı ile 1970'li yıllar arasında, dünyada ekonomi politikaları açısından Keynesyen görüş hüküm sürmüştür. Keynesyen görüş devletin ekonomiye müdahale etmesinin temellerini oluşturmuştur. Finansal sistemin çok fazla gelişmediği ve devletlerin kalkınmasındaki etkisinin kısıtlı olduğu bu yıllarda, devletin ekonomiye müdahil olması doğal bir hareket olarak kabul edilmiştir. 1970'li yıllara gelindiğinde ise özellikle gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde çıkan krizlerin sonrasında serbestleşme kavramı ekonomiye giriş yapmıştır. Gelişmiş ülkelerde başlayan finansal serbestleşme daha sonra gelişmekte olan ülkelere sirayet etmiştir ve bu ülkeler de finansal serbestleşme ile karşılaşmıştır. Bunun sonucunda Keynesyen ekonomi yaklaşım yerini Neo-Klasik yaklaşıma terk etmiştir (Oktayer, 2009).

Finansal liberalleşmenin olumlu tarafları ile ilgili ilk çalışma McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından yapılmıştır. Bu yaklaşıma da McKinnon-Shaw Hipotezi adı verilmiştir. Bu hipoteze göre kredi faiz oranlarındaki müdahaleler, kamu bütçe açıklarının banka temelli finansmanlarla karşılanmasına yönelik politikalar finansal baskı olarak nitelendirilmiştir (Ongun, 1993). McKinnon-Shaw hipotezi, finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmiş ve finansal olarak dışa açılmış ülkelerin tasarruflarını ve yatırımlarını artıracaklarını ve ekonomilerini büyüteceklerini savunmaktadır (Atamtürk, 2007). 1970'lerin başında gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yaşanan problemler ve Bretton Woods sisteminin son bulmasıyla birlikte de finansal serbestleşme süreci dünyaya yayılmaya başlamıştır. İlk olarak 1973 yılında Kanada, Almanya, İsviçre finansal serbestleşmeye geçip sermaye hareketlerini serbest bırakmıştır. 1974 yılında ABD, 1979 yılında İngiltere, 1980 yılında Japonya, 1990

yılında Fransa ve İtalya, 1992 yılında ise Portekiz ve İspanya finansal serbestleşmeye geçerek sermaye hareketlerindeki kontrolleri kaldırmıştır (Keskin, 2009).

Liberalizasyon ya da serbestleşme, siyasal ve yönetsel mekanizmalar ile ticari ve finansal piyasalar üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve sonrasında ticari ve finansal piyasaların uluslararası hale getirilmesini amaçlayan kavramdır (Emsen vd, 2006). Finansal liberalizasyon öncelikle yurtiçindeki bankacılık ve diğer finansal araçlar üzerinde devletin müdahale ve kontrollerinin kaldırılmasını öngören politikalardır (Dağdelen, 2004). Finansal serbestleşme iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlar dar anlamda serbestleşme ve geniş anlamda serbestleşmedir. Dar anlamda finansal serbestleşmede faiz oranlarındaki otorite kontrolü son bulmaktadır. Dar anlamda serbestleşmede yurtiçinde mevduat ve kredi faiz oranları piyasada oluşmaktadır. Geniş anlamda finansal serbestleşme ise, yurtiçindeki serbestliğe uluslararası serbestleşmenin de eklenmesidir. Geniş anlamda finansal serbestleşmede kurumların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar, döviz üzerindeki kontrol veya kısıtlamalar, ulusal finansal sisteme girmek isteyen yabancı şirket ya da kuruluşların karşılaştığı, yerleşiklerin yabancı finans piyasalarına girerken karşılaştığı kısıtlamalar azaltılmakta ya da ortadan kaldırılmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002).

3.2.1. Finansal Serbestleşme Türleri

Finansal serbestleşme kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Sadece finansal piyasalarda kontroller kaldırılıyor ama yabancı sermaye girişlerinde kısıtlama varsa iç finansal serbestleşme, ülkeye yabancı yatırımcının kısıtlama olmadan girebilmesi, yurtiçi yerleşiklerinde başka bir ülkede yatırım yapabilmesi ise dış finansal serbestleşmedir (Ağır, 2010).

3.2.1.1. İç Finansal Serbestleşme

İç finansal serbestleşme finansal serbestleşmenin ilk adımı, dış finansal serbestleşmenin bir önceki evresidir. Bir ekonominin finansal serbestleşmeye geçebilmesi için öncelikle ülke içinde finansal serbestleşmeyi sağlamış olması gerekmektedir. İç finansal serbestleşme ülke içinde finansal daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılmasıdır. Bunun ilk adımı faiz oranlarının hükümet tarafından değil para piyasasındaki arz ve talebe göre piyasa tarafından belirlenmesidir (Yılmaz ve Tuncay, 2012).

İç finansal serbestleşmedeki amaç faiz oranları üzerindeki baskının ortadan kaldırılması, yeni finansal araçların oluşturulması, tasarrufların ve yatırımların artırılması ve ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Finansal serbestleşme ile ilgili ilk çalışmaları yapan McKinnon ve Shaw'a göre iç finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranları serbest piyasada belirlenecek ve artacaktır. Faizlerdeki bu artışta tasarrufların artmasını sağlayacaktır. Bu sayede artan tasarruflar yatırımlara dönüşerek kalkınmayı sağlayacak, yatırım yapılan finansal araçları artıracak, finansal derinleşmeyi sağlayacaktır (Öztürk ve Kuşçu, 2010). Bunlarla beraber iç finansal serbestleşme amacına ulaşacak ve ekonomik büyüme sağlanacaktır.

Türkiye'de iç finansal serbestleşme Temmuz 1980'de başlamıştır. Bu dönemde borçlanma ve mevduat faiz oranları serbest bırakılmış, bankalar arasında kısa vadeli faiz rekabeti başlamıştır (Öztürk ve Kuşçu, 2010). Bankaların başlattığı bu faiz yarışı 1982 yılında büyük bir finansal kargaşa ile sonuçlanmıştır. Mevduat sertifikalarını ve holding tahvillerinin kendi borç senetleriyle birlikte pazarlayan bankerler ekonomik çöküntüye neden olmuştur. Bu Türkiye'de ki liberalleşme politikasının ilk başarısızlığı olmuştur (Borataş, 2018).

3.2.1.2.Dış Finansal Serbestleşme

Dış finansal serbestleşme iç piyasadaki serbestleşmelerden sonra uluslararası piyasalar ile bütünleşmenin sağlanmasıdır. Dış finansal serbestleşmeyle birlikte döviz kurları müdahalelerden arındırılarak serbest piyasa koşullarında belirlenecektir (Yılmaz ve Tuncay, 2012). Dış finansal serbestleşme, finansal piyasaların uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmesidir (Williamson ve Mahar, 2002). Burada amaçlanan yurtiçi yerleşiklerin, yurtdışı piyasalardan borçlanabilmesi, varlık elde edebilmesi, yurtdışı yerleşiklerin ise yurtiçinde finansal piyasalarda işlem yapabilmesinin önündeki sınırların kaldırılmasıdır. Dış finansal serbestleşmede hedeflenen, iç finansal serbestleşmede olduğu gibi ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Bu sayede kaynak ihtiyacı olan ülke yurtdışından kaynak temin edebilecektir. Neo-klasik yaklaşım yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda uluslararası piyasalardaki tasarrufların ekonominin büyümesi için önemli bir kaynak sağlayacağını kabul etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yani dış finansal serbestleşmenin tesis edilmesi yurtdışındaki tasarrufların, sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasını sağlayacaktır. Türkiye'de dış finansal serbestleşmenin ilk adımı 1984 yılında atılmıştır. Bu dönemde yurtiçi yerleşiklerin ve yurtdışı yerleşiklerin

bankalarda döviz hesapları açmasına izin verilmiş, dış ticaret ile ilgili döviz işlemleri Merkez Bankasından ticari bankalara devredilmiş ve ticari bankalar yurtdışından borç almaya teşvik edilmiştir (Öztürk ve Kuşçu, 2010).

3.3. Türkiye'nin Finansal Serbestleşmeden Önce Uyguladığı Politikalar

Cumhuriyetin kuruluşunun ilk yıllarında, İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar doğrultusunda Türkiye liberal sayılabilecek bir ekonomi politikası izleme kararı almıştır. Türkiye aldığı bu kararlarla kalkınmayı sağlamak için özel sektör aracılığıyla gerçekleştirme yönünde adımlar atmış bu arada da yabancı sermayeye de olumsuz bir tavır takınmamıştır. Ancak bu politikaların gerçekleştirme aşamasında devletin gereken desteği vermesine rağmen özel sektör kendisinden beklenen başarıyı gösterememiştir. Bu dönemde uygulanan politikaların başarılı olmaması ve 1929 yılında dünya ekonomik krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri uygulanan ekonomi politikalarının tekrar gözden geçirilmesine ve genel ekonomi politikalarında ve dış ticaret politikalarında radikal değişiklik kararları almasına sebep olmuştur. Türkiye 1929 yılından sonra tekrar kontrolcü ve devletçi politikaları uygulamaya başlamıştır. İthalatta gümrük vergisi uygulaması başlatılması, dış ticaret rejiminin korumacı yönde güncellenmesi bunlardan ilkleridir. Bu kararların alınmasındaki sebep Türkiye'yi kendi kendine yetebilen bir ekonomi haline getirmektir. Ancak uygulanan bu politikalarla ihracat göz ardı edilmiştir. Bu yıllarda ihracat, dış ticaret ve dış ekonomik ilişkiler 1930 tarihinde çıkarılan 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ve 1705 sayılı Ticarete Tağışın Men'i ve İhracatın Murakabesi ve Korunması Hakkındaki Kanun kontrol edilmeye başlanmıştır. Bu kanunlardan sonra da 1940 yılında çıkarılan Milli Korunma Kanunu ise hükümete ihracat ve ithalatı sınırlama yetkisi vermiştir (Özmen, 2011).

1930'lu yıllara kadar liberalleşmeye çalışan ancak dünya genelinde yaşanan gelişmelerden sonra korumacı politikalar uygulamaya başlayan Türkiye 1950'li yıllara geldiğinde geçmişte denediği liberal politikaları bir kez daha deneme kararı almıştır. Alınan bu karar ve dışa açılma çabaları sonucunda 1950-1952 yılları arasında Türkiye'nin ithalatı % 65 oranında serbestlemiştir. Ancak ikinci kez denenen bu liberalleşme bir kez daha sekteye uğramıştır. 1953 yılına gelindiğinde döviz sıkıntısı oluşmaya başlamıştır. Oluşan bu döviz sıkıntısıyla birlikte Türkiye döviz talebin önünü kesmek için ithalattaki serbestliği tekrardan terk etmeye başlamıştır. Türkiye döviz sıkıntısını aşamayınca 1955 yılında Türk Parasının değerini düşürmüş ve

ithalattaki korumacı politikaları tekrar uygulamaya koymuştur. Cumhuriyetin kurulduğu yıldan itibaren 1960 yılına gelene dek geçen süreci özetlemek gerekirse, 1923-1940 yılları ekonomide ve kalkınmada devletin ön planda olduğu yıllar, 1940-1950 yılları devletin kalkınmada öncülüğe devam ettiği ama karma ekonomi modelinin uygulandığı yıllar, 1950-1960 yılları da ekonomide liberalleşmenin denendiği yıllar olmuştur (Özmen, 2011).

1960 yılından sonraki dönem ise tekrar devletin kontrolünün arttığı dönem olmuştur. Bu dönemde beşer yıllık kalkınma planlarıyla kalkınma sağlanmaya çalışılmıştır. Kalkınma planları ve ithal ikameci politikaların uygulanması ekonomik anlamda hızlı bir kalkınma sağlamıştır. Ancak kalkınma için oluşturulan yatırımların finansmanında enflasyona sebep olacak uygulamaların yapılması ve oluşturulan sanayi işletmelerinin ihracata yönelmemesi Türkiye'nin 1960'lı yılların sonunda 1950'lerde olduğu gibi tekrar döviz sıkıntısına girmesine neden olmuştur. 1970 yıllarında döviz sıkıntısı nedeniyle ithalat yapmak zorlaşmış, ithal ikameci olarak kurulan sanayi tesisleri eksik kapasite ile çalışmaya başlamışlardır (Keskin, 2008).

1960 ve 1970 yılları arası ithal ikameci politikaların uygulandığı, ihracatın göz ardı edilerek iç pazara üretim yapan firmaların ağırlıklı olduğu yıllar olmuştur. Bu dönemde devlet piyasalardaki kontrollerini artırmış, ihracata dayalı büyümenin önüne geçmiştir. Bu uygulamalar neticesinde Türkiye'de dışa olan bağımlılık artmış, 1970'lerin sonuna kadar finansal sistemdeki devlet baskısı, kontrolü devam etmiştir (Kılıç, 2012). 1970'lerden sonra Türkiye ekonomisi iyice bozulmuş, bu bozulmayla birlikte ticari serbestleşme ve finansal serbestleşme yönünde adımlar atılmıştır (Savrul vd. 2013).

1980 yılından önce Türkiye'de ki finansal sistemi, mevduat ve borç verme faiz oranları üzerinde devletin doğrudan denetiminin olduğu, yüksek enflasyon sonucunda negatif reel faiz oranlarının olduğu, yüksek likidite ve rezerv oranları tutma zorunluluğu olduğu, bankacılık işlemlerinde yüksek maliyetlerin olduğu, finansal kazançlara yüksek vergi yükünün olduğu, şirketlerin banka kredilerine bağımlı halde olduğu, sermaye piyasasının kurumsallaşmadığı, ulusal bankaların veya yabancı bankaların sermaye piyasası girişinde engellerle karşılaştığı, döviz işlemlerinde kısıtlamaların olduğu, kamu açıklarının parasallaşma yoluyla finanse edildiği bir sistem olarak tanımlamak mümkündür (Özer, 2003).

3.4. Türkiye'nin Finansal Serbestleşme Süreci

1970'li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik sorunlar bu ülkeleri finansal olarak darboğaza sokmuştur. Döviz sıkıntısı çeken ülkeler dış borçlarında dolayı kaynak bulmada zorlanmışlardır. Yaşadıkları bu sorunların çözümü olarak yabancı sermayeyi ülkeye çekmek çözüm olarak sunulmuş ve kabul edilmiştir. 1970'li yıllardan sonra finansal serbestleşme gelişmekte olan ülkelerde yayılmaya başlamıştır (Oktayer, 2009).

1970-1976 döneminde Türkiye ekonomisi yoğun biçimde aramalı ve tüketim mallarının yurtiçinde üretilmesine yönelmiş ve devlet öncülüğünde hızlı bir yatırım programı devreye alınmıştır. Bu dönemde kotalar ve yüksek tarife oranları ile ulusal sanayi sektörü korunmuştur. Devletin ekonomiye yoğun bir müdahalede bulunduğu bu model 1977 yılından sonra döviz finansmanı krizine dönüşmüş, 1980 yılında başlatılan dışa açılma ile sone ermiştir (Yeldan, 2011).

1980 yılında 24 Ocak Kararları olarak bilinen, Türkiye ekonomisinde liberalleşmeyi başlatan kararlar alınmış ve uygulamaya konulmuştur. Bu karardan sonra Türkiye ekonomik hayatta serbest piyasa kurallarının işlemlerini sağlamak ve dünya ticareti ile entegre olmayı sağlamak amacıyla dışa kapalı vaziyetteki ithal ikameci sanayi politikasını terk etmiştir ve ihracata dayalı sanayi politikalarını benimsemiştir (Özmen, 2011). Bu karar ile Türkiye'de serbestleşme süreci başlatılmıştır. Oluşturulan istikrar programlarıyla serbest piyasa ekonomisinin önemine değinilmiş, istikrar ve ekonomik büyümenin, kaynakların en etkin şekilde kullanılması ile mümkün olacağı ve bu nedenle finansal serbestleşmenin de programın ayrılmaz bir parçası olduğu ifade edilmiştir (Binay ve Kunter, 1998).

İlk olarak 1980 yılında faiz üzerindeki devlet kontrolü kaldırılmış, 1984 yılında 30 Sayılı Karar ile kambiyo rejimi serbestleştirilmiş, yabancı para cinsinden mevduat hesabı açmak serbest olmuştur. Daha sonra 1985 yılında bankalara kendi döviz kurlarını belirleme serbestliği verilmiştir. Ancak 1980 sonrasında uygulanan reformların 1988 yılına gelindiğinde ivmesini yitirmiş, ekonomide tıkanma yaratmıştır. Türkiye'de 1989 yılında 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmış, 1990'lı yıllara doğrudan doğruya dışa açık bir ekonomi olarak girmiştir (Yeldan, 2001).

3.4.1. Türkiye'nin Finansal Serbestleşme Uygulamaları

3.4.1.1.Faiz Piyasalarında Serbestleşme

Faiz oranının serbestleşmesi 1980 yılında alınan kararlar ile başlamıştır. Finansal serbestleşmeden önce Türkiye'de faiz oranları doğrudan devlet kontrolü altına alınmıştır. Devlet bu dönemde yatırımları artırmak, ekonomiyi büyütmek ve kamunun borçlanmasındaki maliyeti azaltmak için faizleri düşük seviyede tutmuştur. Ancak düşük seviyede tutulan bu faizler enflasyondaki hızlı artış ile tasarruf sahipleri için negatif faiz vermeye başlamıştır. Negatif faizin oluşması tasarruf sahiplerini olumsuz etkilemiştir. Tasarruf sahipleri tasarruflarını finansal sistemden çekerek döviz veya örgütlenmemiş piyasalara aktarmışlardır (Keskin, 2008). Hal böyle olunca da finansal sistemden tasarruflarını çeken tasarruf sahiplerini tekrardan finansal sisteme çekebilmek için bazı değişiklikler yapılması gündeme gelmiştir.

1980 yılında uygulanmaya başlayan serbestleşme politikası ile faiz oranları üzerindeki devlet kontrolünün kaldırılması, tasarrufların tekrar finansal sisteme çekilmesi ve finansal kurumlar arasında faiz rekabeti oluşturarak, finansal derinleşmenin sağlanması amaçlanmıştır. Finansal sektörün derinleşmesini amaçlayan bu süreçte büyük bankalar, faiz oranlarındaki artışın önüne geçmek için aralarında anlaşma imzalamışlar ve ortak bir faiz oranı belirleme kararı almışlardır. Bankaların aralarında yaptığı bu düşük faiz anlaşması krediye olan talebi artırmıştır. Artan bu talep faiz oranlarının tekrardan artmasına neden olmuştur. Faiz oranları arttıkça küçük sermayeli bankalar ödemelerini yapamaz hale gelmiş ve batmıştır. Bu durum bir kez daha faiz kontrolünün yapılması gerektiğini dile getirmiştir. 1983 yılında faizlerin kontrolü Merkez Bankası'na devredilmiştir (Saraçoğlu, 1997). 1988 yılına kadar devlet kontrolü ile devam eden faiz piyasası 1988 yılının Ekim ayında tekrardan serbest bırakılmıştır (Yülek, 1998). Mevduat ve kredi faiz oranları 1988 yılında tamamıyla serbest bırakılsa da çeşitli aralıklarla devlet müdahalesinin gerçekleştiği görülmektedir. 1994 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik krizin ardından faiz oranları yüksek seviyelere ulaşmış, Merkez Bankası faiz oranlarına bir kez daha müdahale etmiş ve 1995 yılı başlarına kadar kontrolü devam ettirmiştir. 1995 yılı Ocak ayında faiz oranları bir kez daha serbest bırakılmıştır (Yülek, 1998).

3.4.1.2.Döviz Kurunun Serbestleşmesi

Finansal serbestleşme piyasanın ön planda olduğu politikalara ağırlık verilmesinin ikinci aşaması kambiyo rejiminde yapılan düzenlemeler olmuştur. Türkiye 1980 yılından önce sabit kur politikası uygulamıştır. Bu dönemde Türk Lirasının değeri hükümet tarafından koşullara göre ayarlanmıştır. Her ne kadar ayarlamalar yapılsa da bu ayarlamaların zamanlamasında gecikmeler olmuştur. Türk Lirası bazı dönemler aşırı değerli olmuştur. 1980 yılında yürürlüğe giren istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürürlüğe konmuştur. Bu amaçla 1981 yılında günlük kur ayarlamalarına başlanmıştır. Bu uygulamada Merkez Bankası tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları aşmadan işlem yapmalarına imkân tanınmıştır. Yurtiçi yerleşiklerin yurt dışından borçlanması, aynı zamanda yabancılarında kendi tasarruflarını Türkiye’de değerlendirmelerine imkân verilmiştir (Keskin, 2008). Bunun amacı finansal sistemdeki özellikle bankacılıktaki döviz miktarının artırılmasıdır. 1982 yılında da bankacılık sistemine döviz girişini artırmak ve sermaye kaçışını engellemek için ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir (Oktayer, 2009).

7 Temmuz 1984 tarihinde 30 sayılı Karar ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesindeki en önemli adım atılmış, ticari bankaların döviz yükümlülükleri oranında döviz işlemleri yapmasına imkân sağlanmıştır (Yülek, 1998). Bu kararın hemen ardından 29 Haziran 1985 tarihinde bankaların ticari, ticari olmayan ve bankalar arası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine izin verilmiştir. Alınan tüm bu tedbirler ile bankaların yabancı para faaliyetleri önemli ölçüde büyümüş ve döviz cinsinden mevduatları geniş para arzının (M2Y) temel bileşeni haline gelmiştir (Saraçoğlu, 1997). Bankalardaki döviz mevduatların hızla artması negatif bazı etkiler de yaratmış, para politikası uygulamasının karmaşık ve zor hale gelmesine neden olmuştur. Döviz mevduatlardaki artış parasal genişlemeye neden olmuştur. Parasal genişlemedeki bu artışa engel olmak, kontrol etmek için 1986 yılında döviz mevduatlara zorunlu rezerv uygulanmaya başlanmıştır. Zorunlu rezerv uygulamasıyla yetinilmeyerek 1988 yılında döviz mevduatlara stopaj uygulaması başlatılmıştır (Saraçoğlu, 1997).

Ağustos 1989 tarihinde Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kararla Türk Parası’nın tam konvertibiliteye geçişinin ilk adımları atılmış, kambiyo sisteminde serbestleştirme

artırılmıştır. Şubat 1990’da tam konvertibiliteye geçilmiştir. Yine 32 Sayılı Kararla bankaların kendi faaliyetlerinde kullanacakları döviz kurlarını kendilerinin belirlemelerine izin verilmiştir (Oktayer, 2009).

3.4.1.3.Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi

Önceki bölümlerde finansal serbestleşmenin iç finansal serbestleşme ve dış finansal serbestleşme olarak ikiye ayrıldığı ve dış finansal serbestleşme ile amaçlananın yurtiçi yerleşiklerin, yurtdışı piyasalardan borçlanabilmesi, varlık elde edebilmesi, yurtdışı yerleşiklerin ise yurtiçinde finansal piyasalarda işlem yapabilmesinin önündeki sınırların kaldırılması olduğu belirtilmiştir. Dış finansal serbestleşmede hedeflenen ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Çünkü bu sayede kaynak ihtiyacı olan ülke yurtdışından kaynak temin edebilecektir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yurtdışındaki tasarrufların, sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasını sağlayacaktır (Öztürk ve Kuşçu, 2010). Bu sayede A ülkesindeki fonlar B ülkesindeki yüksek faiz oranlarından ya da sermaye piyasasındaki değer artışlarından faydalanabilmek için bir engellemeye tabi olmadan B ülkesine transfer edilerek finansal piyasalarda değerlendirilecektir. Bu transferde tasarruflarını transfer eden fon sahiplerinin riski kredi riski ve arbitraj riskidir. Kredi riski, verilen borcu geri alamama ihtimalidir. Arbitraj riski, yatırımcının alacağının vadesi geldiğinde anapara ve getirisiyle birlikte alacağını tahsil etmesine rağmen, ilk başta ülkeye getirdiği yabancı paradan daha az tutarda yabancı para satın alabiliyor olmasıdır. Fon sahibi kişi ya da kurumların riskleri bunlarken, yabancı sermayenin gittiği ülkelerinde maruz kaldığı risklerin başında yerel paranın değerlenmesi gelmektedir (Barbaros ve Kalaycı, 2019). Günümüzde serbest ticaretinde katkısıyla değerlenen yerel para ithalatın artış göstermesine ve ülke ekonomisinin git gide ithalata bağımlı, kırılgan bir hal almasına neden olmaktadır (Yeldan, 2001; Alkin, 2010; Boratav, 2018).

1970-1976 döneminde Türkiye ekonomisinde kotalar ve yüksek tarife oranları ile ulusal sanayi sektörü korunmuştur. Devletin ekonomide bulunduğu bu model 1977 yılından sonra döviz krizine dönüşmüştür (Yeldan, 2001). Bu döviz krizini çözmek için 1980 tarihinde serbestleşme süreci başlatılmıştır. Serbestleşme sürecinin başlamasıyla finansal piyasaların yeniden yapılandırılması ve geliştirilmesi için kararlar alınmış ve adımlar atılmıştır. İlk olarak 1982 yılında Sermaye Piyasası (SPK) kurulmuştur. SPK’nın kurulmasından sonra 1985 yılında, bugünkü adı Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyetlerine başlamıştır.

Menkul kıymetler piyasalarının gelişmesiyle birlikte, finansman bonoları, yatırım fonları katılım belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, gelir ortaklığı senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve kar-zarar ortaklığı belgeleri gibi birçok yeni enstrümanın da ihracına imkân doğmuştur (Saraçoğlu, 1997). Sermaye piyasalarının geliştirilmesi için kurumların kurulması yanı sıra yatırımcılar için sermaye piyasası araçlarının cazibesini artıracak uygulamalar da gerçekleştirilmiştir. Menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından doğan değer artışı kazançları ve kar payları getirilen vergi istisnaları ile ya vergi dışı bırakılmış ya da diğer gelir unsurlarına göre oldukça düşük oranlarda vergilendirilmiştir (Oktayer, 2009). Ancak 1980 sonrasında uygulanan reformlar 1988 yılına gelindiğinde tekrar etkisini yitirmiş ve yetersiz kalmıştır. Türkiye bu sefer ihtiyaç duyduğu kaynağa ulaşmak için 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldırmıştır.

Türkiye’de sermaye hareketleri 1989 tarihli 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı karar ile serbest bırakılmıştır. Türkiye’de sermaye hareketlerine ilişkin usul ve esasların düzenlemesi Sermaye Hareketleri Genelgesi ile TCMB tarafından yapılmaktadır. TCMB bu genelge ile sermaye ihracına ve sermaye ithaline ilişkin düzenlemeleri yapmaktadır. Genelgenin 4. maddesinde, yabancı yatırımcıların Türkiye’de yeni şirket kurmaları, doğrudan ya da dolaylı olarak şirketlere ortak olmaları 05.06.2003 tarihli ve 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe serbesttir şeklinde buyurulmaktadır¹⁴. Bu genelgeye göre yabancılar Türkiye’de bir engelleme olmadan doğrudan ya da dolaylı olarak yatırım yapabilecektir.

3.4.1.4.Dış Ticaretin Serbestleşmesi

Türkiye’de 1980 yılına gelene kadar ihracata yönelik dış ticaret politikasına yeterince önem verilmemiştir. Bu durumda Türkiye’de döviz darboğazı yaşanmasına neden olmuş, ithalat kontrol edilmeye çalışılmıştır. 1958 yılında açıklanan İstikrar Kararları ile Türkiye’de ilk defa ithalat rejimi uygulanmasına başlanmıştır. Bu kararlar birlikte; Türk Lirasının değeri düşürülmüş, ihraç mallarının cinsine göre prim uygulanmış, ithalat rejimi yeniden düzenlenmiş ve üç aylık kotalara bağlanmış, ihracatı artırıcı kur sistemleri uygulanmıştır. Uygulanan rejimin esasları 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Programı yürürlüğe girene kadar değişikliğe uğramamıştır. 1958-1980 yılları arasında Türkiye’de yürürlükte olan ithalat rejiminde ithalat, liberasyon,

tahsisli ithal malları ve anlaşmalı ülkeler kontenjan listeleri olmak üzere üç ayrı liste ile yapılmıştır. Liberasyon ve tahsisli ithal malları listesinde yer alan maddelerin ithaline izin verilmiş, liste dışında kalan malların ise ithaline izin verilmemiştir. Tahsisli ithal malları listesinde yer alan malların ithali belli bir miktar döviz ile sınırlandırılmıştır. Anlaşmalı ülkeler listesinde ilk iki listede bulunmayan mallar yer almıştır. Liberasyon listesindeki mallar, sanayi ham maddeleri, ara malları, ilaç ve diğer zorunlu tüketim mallarından oluşmaktadır. Bu malların ithalatında kısıtlama ve sınırlama getirilmemiştir (Karluk, 2009).

1970 – 1980 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye’de enflasyon oranı (1971, 1974, 1978 ve 1980 yıllarında) aşırı yükselerek üç haneli rakamlara gelmiştir. 1979 ve 1980 yıllarında ise ekonominin daraldığı gözlenmiştir. TÜİK verilerine göre 1975 ve 1977 yıllarında ithalatın ihracatı karşılama oranı %30 seviyelerine gerilemiştir. Ekonomideki bu darboğaz nedeniyle en acil malların dahi ithalatı yapılamaz hale gelmiştir. Türkiye bu darboğazdan kurtulmak amacıyla IMF ile kredi anlaşmaları yapmış ve kısa vadede ekonomideki darboğazı sonlandırmak, uzun vade de ise Türkiye’nin dış desteğe ihtiyaç duymamasını sağlamak amacıyla 24 Ocak 1980 Kararlarını uygulamaya koymuştur. Bu kararlar ile birlikte Türkiye; devletin ekonomideki payını azaltıcı önlemler almış, Türk Lirası devalüe edilmiş, dış ticaretteki engelleri kaldırarak dış ticareti serbestleştirmiş, ithalatı liberalize etmiştir.

4. BÖLÜM FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA (1998Q1-2019Q2)

4.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Cari Açık İle İlişkisi

4.1.1. Kavramlar

4.1.1.1. Sermaye Hareketleri

Sermaye, işletmeyi kuranlar tarafından işletmeye konulan mal, emek ve paradır. Mal ya da hizmet üretmek için mutlaka sermayeye ihtiyaç vardır. Bu nedenle de ekonomik büyümenin sağlanması için gereklidir. Sermaye öz sermaye ve yabancı sermaye olmak üzere iki şekilde temin edilmektedir. Öz sermaye işi kuran ortaklar tarafından konulan sermaye iken, yabancı sermaye ise borç olarak temin edilen kaynaklardan oluşmaktadır. Fon fazlası olanlar tasarruflarını finansal piyasalarda arz ederken sermaye açığı olanlar ise finansal piyasalarda fon talep eden olarak yer almaktadır. Bu nedenle de finansal serbestleşmenin amacı yabancı sermayeyi ülkeye çekmek, sermayeye daha kolay ulaşmayı sağlamak ve ekonomik büyümeyi sağlamaktır.

Finansal olarak serbestleşmiş ve sermaye giriş çıkışlarının bir engellemeye tabi olmadığı ekonomilerde ülkeye yabancı yatırım gelebileceği gibi o ülkenin vatandaşları tarafından da yurt dışında yatırımlar yapılabilecektir. İşte bir ekonomide yabancı yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar ile ülke vatandaşlarının yurtdışında yaptığı yatırımları gösterir pozisyona Uluslararası Yatırım Pozisyonu denilmektedir. Bu pozisyonun yükümlülükler kısmında yabancıların yatırımları, varlıklar kısmında ülke vatandaşlarının yurtdışındaki yatırımları bulunmaktadır. Bu yabancı yatırımlar zaman zaman artmakta zaman zaman azalabilmekte hatta negatif değer olarak stok bakiyeyi azaltabilmektedir. Bu yatırımların net olarak artıp azaldığı TCMB tarafından oluşturulan ödemeler dengesinin içinde sermaye hesabı kaleminin altında görülmektedir.

Uluslararası Yatırım Pozisyonunda yatırımlar; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar olmak üzere üç bileşenden oluşmaktadır. Doğrudan yatırımlar, bir şirketin satın alınması, yeni kurulacak bir şirket için öz sermaye konulması, karların öz kaynakta değerlendirilerek tekrardan yatırıma aktarılması şeklinde bir ülkeye yapılan yatırımlardan oluşmaktadır. Doğrudan yatırımlar, borçlanmanın aksine faiz borcu oluşturmaması, teknoloji ve üretim bilgisi transferi

sağlaması nedeniyle diğer sermaye hareketlerinden ayrılmaktadır. Doğrudan yatırımlar sermaye hareketlerinin bileşenleri içerisinde en önemlisi ve en istikrarlısıdır. Bir diğer bileşen portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları belirli bir ülkede ihraç edilen hisse senedi veya tahvillere yabancıların yatırım yapmasıdır. Portföy yatırımları, yatırım araçlarında çeşitlendirme yapma ve anlık yüksek kazançlardan yararlanmak amacıyla giderek artan şekilde ve özellikle de gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmektedir. Portföy yatırımları ani çıkış yapabilme kabiliyetlerinden dolayı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre daha az istikrarlıdır. Üçüncü ve son bileşen de ticari bankalardan, özel bankalardan ve diğer özel finansal kurumlardan alınan borçlardan oluşan diğer yatırımlardır. Diğer yatırımlarda portföy yatırımları gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin en dalgalı bileşenini oluşturmaktadır (Cengiz ve Karacan, 2015).

4.1.1.2.Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)'nın artış hızı olup, harcamalar yöntemiyle, üretim yöntemiyle ve tüketim yöntemiyle olmak üzere üç farklı şekilde hesaplanmaktadır. Eğer bu hesaplamalar cari fiyatlar ile yapılıyorsa Nominal GSYH elde edilirken, belirli bir dönem baz alınarak sabit fiyatlar ile hesaplanıyorsa Reel GSYH elde edilmektedir. Ekonominin reel olarak büyümesini ifade edende Reel GSYH verisidir. Türkiye’de GSYH verileri TÜİK tarafından nominal ve reel olarak hazırlanarak yılın haziran, eylül, aralık ve mart aylarında yayınlanmaktadır.

Harcamalar açısından oluşturulan GSYH, bir ekonomide belli bir dönemde tüketime ve yatırıma yönelik harcamalar ile ihracat ve ithalatın farkından oluşmaktadır. Harcamalar yöntemiyle oluşturulan GSYH’nin formülü aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadır. Bu eşitliğe göre harcamalardaki artış ve ihracatın ithalattan fazla artması ekonomiyi büyütecektir.

Harcamalar Yöntemiyle GSYH: Özel Nihai Tüketim Harcamaları+ Devlet Nihai Tüketim Harcamaları + Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu +/- Stok Değişimi + Mal ve Hizmet İhracatı-Mal ve Hizmet İthalatı.

Üretim yöntemiyle oluşturulan GSYH, ekonomide belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin değerinin toplamından bu mal ve hizmetlerin üretimi için kullanılan

girdilerin deęerinin toplamı dūşūlmesiyle elde edilir. Aşğıdaki bileşenlerden oluşmaktadır.

Üretim Yöntemiyle GSYH: Sanayi Üretimi + İnşaat Sektörü Üretimi + Tarım Sektörü Üretimi + Hizmet Sektörü Üretimi.

Gelirler yöntemiyle oluşturulan GSYH, ekonomide üretici birimlerin elde ettiği maaş, ücret gelirleri, işletme karları ve devletin elde ettiği vergilerin toplamından oluşmakta olup, bileşenleri aşğıdaki gibidir.

Gelirler Yöntemiyle GSYH: Üretim ve İthalat Vergileri – Sübvansiyonlar + Sabit Sermaye Tüketimi + İş Gücü Ödemeleri + İşletme Artığı (Net Katma Değer – Çalışanlara Ödenen Ücret – Vergiler + Sübvansiyonlar).

4.1.1.3.Cari Açık

Cari açık bir ülkenin döviz talebi demektir. Eğer bir ülke cari açık veriyorsa bunun finansmanı için yabancı yatırımcıyı ülkeye çekecek, yabancı yatırımcıdan elde ettiği finansman ile cari açığı finanse edemiyorsa bu sefer merkez bankası rezervlerini kullanacaktır. Rezervler ile de karşılayamıyorsa da cari açığı finanse edemeyecek ve ciddi ekonomik sorunlar yaşayacak demektir. Cari açığın nasıl finanse edildiğini gösterir dengeye de ödemeler dengesi denilmektedir ve TCMB tarafından yayımlanmaktadır. Cari açık TCMB tarafından açıklanmaktadır. Cari işlemler dengesi dört bileşenden oluşmaktadır. Bunlar; dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, birincil gelir dengesi, ikincil gelir dengesidir. Çıkan sonucun negatif olması durumunda cari açıktan, pozitif olması durumunda cari fazladan söz edilmektedir.

Dış Ticaret Dengesi: İhraç edilen malların FOB (teslim şekillerinde güvertede teslim olarak bilinmektedir. Bedel içerisinde navlun ve sigorta gibi giderler bulunmamaktadır.) değerinden ithal edilen malların FOB değerinin çıkarılması ile bulunmaktadır. İthal edilen malların değeri daha yüksek ise dış ticaret dengesinde açık var anlamına gelmektedir.

Hizmetler Dengesi: Bir ülkenin ihraç ettiği taşımacılık, seyahat, inşaat, sigorta, finansal hizmet, hizmet, tamir ve bakım gibi gelirleri ile ithal ettiği hizmet gelirlerinin dengesini göstermektedir. İhraç edilen hizmet gelirleri daha büyük ise o ülkenin hizmet ihracatı hizmet ithalatından daha fazla demektir.

Birincil Gelirler Dengesi: Bir ülke ile dış âlem arasındaki ücret ödemeleri dengesi ve yatırım gelirleri dengesinin toplamından oluşmaktadır.

Ücret ödemeleri Dengesi: Ücret ödemeleri gelir ve gider kalemi olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır. Gelir kalemi yurtdışına giden işçiler ile Türkiye’de yabancı ülkelerin diplomatik misyonlarında çalışan Türk çalışanlara ödenen ücretleri kapsar. Gider kaleminde ise Türkiye’de çalışan diğer ülke vatandaşları ile Türkiye’nin yurtdışındaki diplomatik misyonlarında çalışan diğer ülke vatandaşlarına ödenen yer alır.

Yatırım Gelirleri Dengesi: Doğrudan yatırımlar veya portföy yatırımlarının gelirlerini/giderlerini (kar, faiz transferi) kapsamaktadır. Bir ülkenin dış alemde yaptığı doğrudan ve portföy yatırımlarından elde ettiği gelirlerden, dış alemin o ülkede yaptığı yatırımlarından elde ettiği gelirlerin çıkarılması ile bulunur. Yatırımların tutarı ile karıştırılmaması gerekmektedir. Yatırımların tutarı ödemeler dengesinde finans hesabında kaydedilmektedir.

İkincil Gelir Dengesi: İki ülke arasında karşılık beklemeden gerçekleştirilen bağış ve hibe şeklindeki transferler, uluslararası kuruluşlara yapılan aidat ödemeleri, yurtdışında çalışan işçilerin ülkelere gönderdikleri dövizler, yerleşmek üzere ülkeye göç edenlerin yollarında getirdikleri paralar bu hesaba gelir olarak kaydedilir.

4.1.2. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme

TCMB EVDS Uluslararası Yatırım Pozisyonuna (UYP) göre Türkiye’de gerçekleşen yabancı yatırımların detaylarına baktığımızda stok bakiye olarak yabancı yatırım tutarı 2018 yılında toplam 597 Milyar USD’dir. Bu yatırımlar içinde doğrudan yabancı yatırımların bakiyesi 143 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımların yatırımcı ülkeler bakımından dağılımına baktığımızda %69(98 Milyar USD) pay ile ilk sırada Avrupa ülkeleri gelmektedir. Kalan kısmın ise %16’sını (23,9 Milyar USD) Asya ülkeleri, %3,7’sini (5,3 Milyar USD) Amerika Kıtasındaki ülkeler gerçekleştirmiştir.

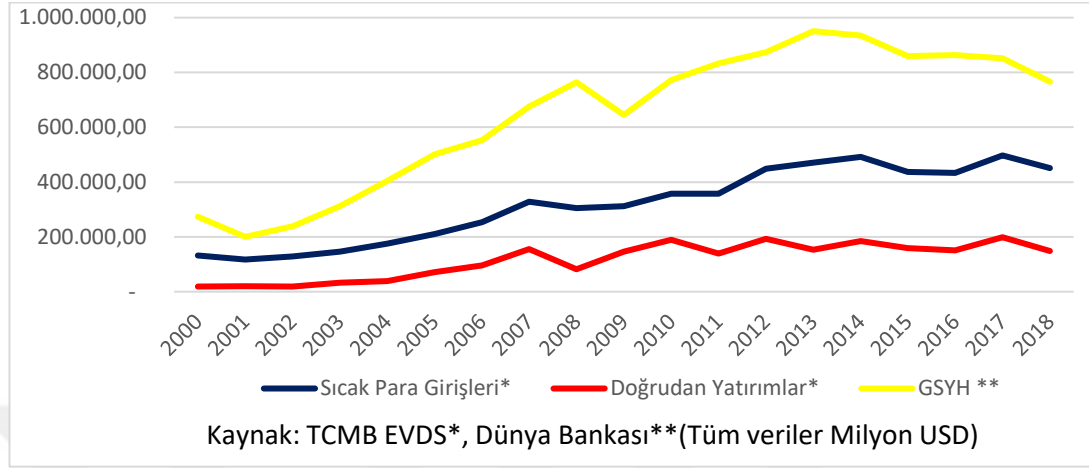
Portföy yatırımlarının stok bakiyesi 2018 yılında 139 Milyar USD’ye ulaşmıştır. Hisse senedi ve borç senedi yatırımlarından oluşan portföy yatırımlarının detayına baktığımızda da 139 Milyar USD portföy yatırımının 29,7 Milyar USD’lik kısmı hisse senedi yatırımından, kalan 110 Milyar USD’lik kısmı borç senedi yatırımlarından oluşmaktadır. Yabancıların hisse senedi yatırımlarının detayına

baktığımızda bu yatırımların 11,6 Milyar USD’lik kısmının mali sektörlerde, 8,6 Milyar USD’lik kısmının sanayi sektöründe, 7,4 Milyar USD’lik kısmının da hizmet sektöründe faaliyette bulunan şirketlerin hisselerine yapılan yatırımlardan oluştuğu görülmektedir. 110 Milyar USD tutarındaki borç senetlerinin de 33 Milyar USD’lik kısmı bankaların ihraç ettiği borç senetlerinden, 66,6 Milyar USD’lik kısmı hükümet borçlarından, 10,5 Milyar USD’lik kısmı da diğer sektörlerin ihraç ettiği borç senetlerinden oluşmaktadır. 66,6 Milyar USD’lik devlet borç senetlerinin de 18,4 Milyar USD’lik kısmı Devlet İç Borçlanma Senetlerinden (DİBS) oluşmakta olup, bu borcunda %62’si(11,4 Milyar USD) Avrupa ülkelerinin, %26’sı (4,8 Milyar USD) Amerika Kıtası ülkelerinin, %8’i (1,5 Milyar USD) de Asya ülkelerinin portföylerinde yer almaktadır. Doğrudan yatırımlarda olduğu gibi DİBS yatırımlarında da Türkiye’de ki en büyük yabancı yatırımcı Avrupa ülkeleridir. UYP de ki bir diğer kalemden diğer yatırımlar kalemidir. Diğer Yatırımlar UYP’de 3. sırada yer almakta olup, 2018 yılında 597 Milyar USD yabancı yatırım stoğu içinde 313 Milyar USD stok bakiyeye ulaşmıştır. Diğer yatırımlar bu haliyle Türkiye’deki yabancı sermaye toplamında en büyük paya sahiptir. Bu nedenle Türkiye için önemli bir kaynaktır. Sıcak para girişleri içinde volatilitesi en düşük kaynak diğer yatırımlardır. Bu borç verenler açısından Türkiye’nin kredibil olduğu göstergesi olsa da faiz maliyetinin olduğu unutulmamalıdır.

Aşağıdaki grafik (Grafik 1) Türkiye’de ki stok bakiye olarak yabancı sermaye yatırımları ile USD bazında GSYH ‘nin gelişimini göstermektedir. Grafik tarafımızca oluşturulmuştur. Yıllar genelinde en fazla yatırım sıcak para yatırımlarından oluşmuştur. Sıcak para girişleri 2000 yılında 132 Milyar USD iken 2018 yılında 451 Milyar USD’ye ulaşmıştır. Türkiye finansal serbestleşme ile birlikte doğrudan yatırımdan çok sıcak paraya ev sahipliği yapmıştır. Bu da kaynak açısından sıcak para girişlerinin Türkiye açısından önemli kılmıştır. Türkiye ekonomik büyüme anlamında 2002 yılından 2009 yılına kadar aralıksız gelişim göstermiştir. Ancak 2009, 2015 ve 2018 yıllarında net sıcak para girişleri azalmış, ekonomi küçülmüştür. 2009 yılında net sıcak para girişleri %117, GSYH %15, 2015 yılında net sıcak para girişleri %58, GSYH %8, 2018 yılında net sıcak para girişleri %87, GSYH %10 azalmıştır. 2001 yılından sonraki yıllarda 2009, 2015 ve 2018 hariç olmak üzere net sıcak para girişi ile birlikte GSYH’da artmıştır. Kaya ve Kahreman (2017), Aslan vd. (2014), Söylemez

ve Yılmaz (2012) da farklı zaman aralıklarını inceledikleri çalışmalarında Türkiye’de sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında nedensellik tespit etmişlerdir.

Grafik 1: Sermaye Girişleri ve GSYH



4.1.3. Sermaye Hareketleri ve Cari Açık

1980’lerden sonra sermaye hareketleri için uygulanan kısıtlamalar kalktıktan sonra cari açık sıkça konuşulur olmuştur. Her ne kadar ülkelere cari açığın finansmanı için yeterli sermaye girişi olsa da cari açığın sürdürülebilirliği ayrı bir tartışma konusu olmuştur. Türkiye’de benzer durumlarla karşılaşmıştır. 2001 yılında GSYH’sına oranla %2 cari fazla veren Türkiye’de 2002 yılından sonra cari açık önemli sorunlardan olmuştur (Altunöz, 2014).

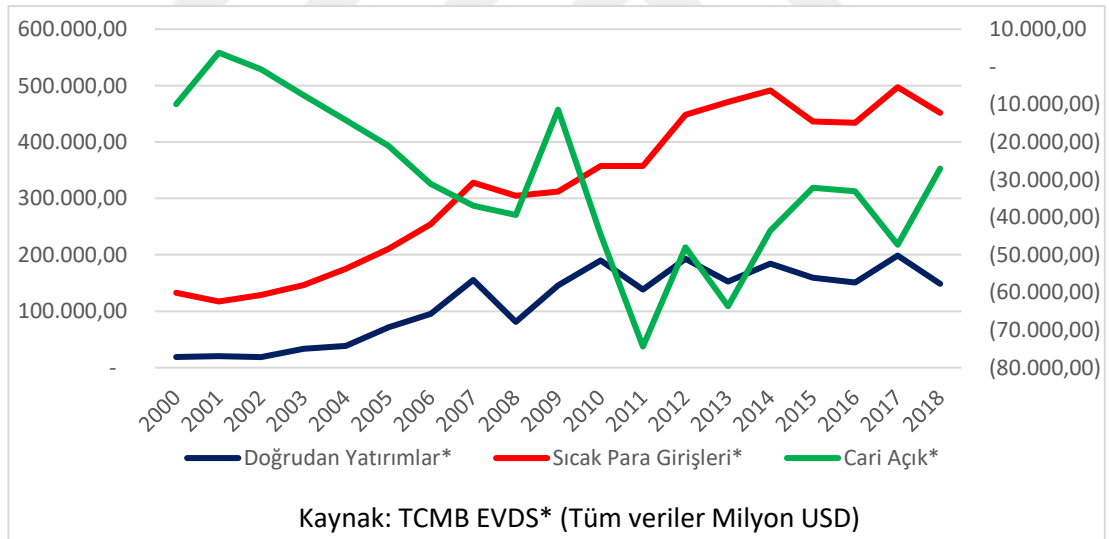
Önceki kısımlarda cari açığın bileşenlerinden bahsederken cari açığın dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, birincil yatırım gelirleri dengesi ve ikincil yatırım gelirleri dengesinden oluştuğu belirtilmiştir. Türkiye’nin cari açığına sebep olan en büyük bileşen de dış ticaret dengesidir. Çizelge 6 bu durumu göstermektedir. Görüldüğü üzere dış ticaret açığının en yüksek olduğu yıllarda cari açıkta en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Çizelge 6:Dış Ticaret Dengesi ve Cari Açık

Tarih	Dış Ticaret Dengesi*	Cari Açık**
2013	- 99,341.00	- 55,858.00
2014	- 84,637.00	- 38,848.00
2015	- 62,637.00	- 27,314.00
2016	- 52,942.00	- 26,849.00
2017	- 74,220.00	- 40,584.00
2018	- 53,983.00	- 20,745.00
Kaynak: TÜİK*.EVDS**(Milyon ABD \$)		

Oluşturduğumuz grafik (Grafik 2) Türkiye’de sermaye girişleri ve cari açık ilişkisini kırılmalılık açısından göstermektedir. Grafikten anlaşılacağı üzere doğrudan yatırımlar daha istikrarlı bir performans sergilerken sıcak para girişleri daha dalgalı bir performans sergilemektedir. Buna karşılık cari açıkta sıcak para girişleriyle benzer bir performans sergilemektedir. 2009, 2015 ve 2018 yılları bu duruma örnek gösterilmektedir. 2009 yılında net sıcak para girişlerinin toplamı %117, cari açık %71, 2015 yılında net sıcak para girişlerinin toplamı %58, cari açık %26, 2018 yılında net sıcak para girişlerinin toplamı %87, cari açık %49 azalmıştır. Bu veriler sıcak para girişlerinin cari açığın finansmanında önemli bir kaynak haline geldiğini göstermektedir. Türkiye ve finansal serbestleşme ile ilgili yapılmış çalışmalarda da (Yeldan, 2001, Güloğlu ve Altunoğlu, 2002, Boratav, 2003, Alkin, 2010, Savrul vd. 2013, Başaran, 2018) araştırmacılar finansal serbestleşmeyle birlikte Türkiye’nin ekonomik olarak kırılmalı ve yabancı kaynağa bağımlılığı yüksek bir ekonomi hale geldiğini dile getirmişlerdir.

Grafik 2: Sermaye Girişleri ve Cari Açık



4.2.Literatür Özeti

Finansal serbestleşme ekonomik hayatta önemli bir yer tutmuş ve literatürde de çok fazla çalışmaya konu olmuştur. Araştırmacılar solo halde ülkeleri ya da çeşitli metotlarla ülke gruplarını incelemişlerdir. Çizelge 7 ülke gruplarında finansal serbestleşmeyle birlikte oluşan sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve cari açıkla ilişkisini ampirik olarak inceleyen araştırmacıların araştırma sonuçlarını göstermektedir. Çalışmalarda kullanılan yöntemlere göre bulgular farklılık gösterse de bu çalışma sonuçlarından elde edilen genel sonuç, ülke gruplarında sermaye

hareketleri ile ekonomik büyüme arasında ve sermaye hareketleri ile cari açık arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Çizelge 7: Ülke Grupları İçin Yapılmış Ampirik Çalışmalar

Araştırmacı/Araştırma Yılı	Ülke/Dönemi/Veri Seti	Yöntem	Bulgu
Calderon, Chong ve Loayza/2002	44 gelişen ülke/ 1966–1994 dönemi/Net yabancı yatırım stoğu, cari açık/GSYH rasyosu.	Panel Veri Analizi	Net yabancı yatırım stoğu ile cari açık/GSMH arasında ilişki olduğu bulgusuna rastlanmışlardır.
Chinn ve Prasad/ 2003	18 sanayileşmiş ve 71 gelişmekte olan ülke/1971–1995 dönemi/Net yabancı yatırım stoğu, cari işlemler açığı.	Panel Veri Analizi	Yabancıların sahip olduğu varlıkların stok bakiyesi ile cari işlemler dengesi arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur.
Aristovnik/2007	17 Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri/1971–2005 dönemi/Doğrudan yabancı yatırım, cari işlemler açığı.	Dinamik Panel Veri analizi	Yabancılar tarafından yapılan yatırımların cari işlemler açığını arttırdığı bulgusuna rastlanmıştır.
Vergil ve Karaca/ 2008	Türkiye'nin de dahil olduğu 25 gelişmekte olan ülke/1980-2005 dönemi/Doğrudan yabancı yatırım (DYY), portföy yatırımları (PY), kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), GSYH.	Panel Veri Analizi	DYY ve PY'lerinin GSYH'yı pozitif etkilediği, KVSH'lerinin ise GSYH'yı negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.
Mencinger/2008	Avrupa Birliğine sonradan üye olan ülkeler/1996-2006 dönemi/doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık.	Panel EKK Analizi	1 birim doğrudan yabancı yatırımlardaki artış cari açığı 0.225 birim artırmaktadır.
Razmi/2009	Gelişmekte olan ekonomiler/1970-2005 dönemi/	Genel Denge Analizi	Doğrudan yabancı yatırımlar

	doğrudan yabancı yatırımları ve cari açık.		ülkelerin cari dengesini olumsuz etkilemiştir.
Ağayev/2010	25 geçiş ülkesi/ 1994-2008 dönemi/Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, GSYH.	Pedroni Panel Eşbütünleşme, Granger Nedensellik Hata Düzeltme Modeli	25 geçiş ülkesinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile GSYH serileri eşbütünleşiktir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve GSYH serileri arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur.
Göçer ve Peker/2014	Türkiye, Hindistan, Çin/1980-2011 yıllık veriler/Doğrudan yabancı yatırım, cari açık, yabancıların kar transferleri.	Maki (2012) Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Testi	Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımdaki %10’luk artış cari açığı %3 azaltmaktadır. Çin’de doğrudan yabancı yatırımdaki %10’luk artış cari fazlayı %3,8 artırmaktadır. Hindistan’da doğrudan yabancı yatırımdaki %10’luk artış cari açığı %4,1 azaltmaktadır.
Değer ve Ay/2013	30 Gelişmekte olan ülke/1990-2011 dönemi/Doğrudan Yabancı Yatırım/GSYH oranı, Cari İşlemler Dengesi/GSYH oranı.	Dinamik Panel Nedensellik Testi	Doğrudan yabancı yatırımların GSYH’ya oranı ile cari işlemler dengesinin GSYH’ya oranı arasında çift yönlü

			nedensellik mevcuttur.
Ayhan/2014	BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye/1994-2009 dönemi yıllık veriler/Portföy yatırımları ve cari açık.	Dinamik Panel Granger Nedensellik Testi	Portföy yatırımları cari işlemler dengesini pozitif etkilemektedir. Portföy yatırımları arttıkça cari açık da artmaktadır.
Kılınç ve Kılınç/ 2014	15 geçiş ekonomisi/1998-2012 dönemi/Finansal serbestlik, mali serbestlik, GSYH.	Pedroni Panel Eşbütünleşme	Geçiş ülkelerinde ekonomik serbestleşme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki vardır. Kısa dönemde finansal ve mali serbestlikteki %1'lik bir artış GSYH'yi sırasıyla %0,15 ve %0,12 oranında artırmaktadır.
Kamacı ve Konya/2016	Türkiye'nin de dahil olduğu Kırılğan Beşli ülkeleri/1994-2013 dönemi/Yabancı Hisse Senedi Yatırımları, Yabancı Tahvil Yatırımları ve GSYH verileri.	Panel Regresyon Modeli	Kırılğan Beşli Ülkelerinde hisse senedi yatırımları GSYH 'yı pozitif etkilerken tahvil yatırımlarının GSYH üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir.

Literatür özetinin bu kısmından sonra Türkiye'de sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme ve cari açık ilişkisini konu alan değerlendirmelere ve ampirik çalışmalara yer verilecektir. Türkiye'de konuyla ilgili yapılmış çalışmalarda da genel

olarak sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olumlu cari açığa olumsuz etki ettiği belirtilmiştir.

Yeldan (2001), 1970’ yılından sonra ortaya çıkan finansal serbestleşme kavramını öncelikle genel olarak gelişmekte olan ülkeler bazında ve sonra Türkiye ekonomisi özelinde incelemiştir. Yeldan, Türkiye ekonomisinde de dışa açılmanın gerçekleşmesiyle birikim ve yatırım önceliklerinin uluslararası finans piyasalarının denetimine girdiğini, Türkiye’ye giren kısa vadeli kaynakların bir yandan kamu açıklarını finanse ederken bir yandan da Türkiye’nin ithalatını artırdığını, sabit sermaye yatırımlarını azalttığını ve krizlere neden olduğunu belirtmiştir.

Güloğlu ve Altunoğlu (2002), finansal serbestleşme ve finansal krizleri araştırdıkları çalışmalarında Latin Amerika, Meksika, Asya krizleri yansırı Türkiye’nin maruz kaldığı 1994, 1998, 2000 ve 2001 krizlerini incelemiştir. Bu çalışmanın sonucunda ekonomilerde makroekonomik dengesizliklerin olması, kontrol mekanizmalarının istendiği gibi işlememesi, kırılgan bir bankacılık sisteminin bulunması durumunda sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin finansal krize neden olabileceğini belirtmişlerdir.

Mangır ve Yılmaz (2009), finansal serbestleşmeyi gelişmekte olan ülkeler açısından incelemiştir. Finansal serbestleşme sayesinde gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve yatırımlar için kaynak sağladığını belirtmişlerdir. Yazarlar bununla birlikte bir ekonomide toplam rezervlerde kısa vadeli sermaye arttıkça ülkedeki finansal kriz riskinin de artacağını ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşmenin büyüme ve yatırımlar için kaynak sağlarken ülkeleri yabancı sermayeye bağımlı hale getirdiğini, gelişmekte olan ülkelerin ani sermaye giriş ve çıkışlarına bağlı krizler yaşadıklarını belirtmişlerdir.

Alkin (2010), finansal serbestlik sonrası sermaye sınırlarını kaldıran ülkelerde, sermaye hareketlerinin yerli parayı değerli hale getirerek ithalatın artmasına neden olduğunu ve yerli üretimi azalttığını belirtmiştir. Bu durumunda ülkelerin ekonomilerini kırılgan hale getirerek portföy yatırımlarına daha fazla bağımlılık yarattığını belirtmiştir.

Savrul, vd. (2013), Türkiye’de finansal serbestliğin tarihsel gelişimini araştırdıkları çalışmada 1989-2000 ve 2001-2010 yıllarını kapsayan bir inceleme yapmışlardır. Araştırmacılar finansal serbestleşme sonucunda Türkiye’ye yönelik

spekülatif sermaye hareketlerinin arttığını ve Türkiye ekonomisinin kırılgan bir yapıya dönüştüğünü belirtmişlerdir.

Cengiz ve Karacan (2015), gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin ekonomilerine etkilerinin incelemiştir. Yazarlar 2003 yılından sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin arttığını dile getirmişlerdir. Yazarlar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının istihdamı olumlu etkilediğini, yeni teknolojiler getirdiğini, rekabeti yaygınlaştırdığını, ekonomik büyümeyi desteklediğini dile getirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye problemini çözümlerin en olumsuz yolunun kısa vadeli sermaye hareketleri olduğunu, portföy yatırımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru, faiz ve ödemeler dengesinde krizlerine neden olabileceğini dile getirmişlerdir.

Boratav (2018), Türkiye iktisat tarihini incelediği çalışmasında sermaye girişlerini dönem dönem ayırarak incelemiştir. 1989-1997 dönemini kapsayan 9 yıllık süreçte sermaye girişlerinin cari açık oluşumunun 4 katı olduğunu tespit ederek, sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkı sağlamadığını, ekonomide kırılganlığı artırdığını savunmuştur. Buna ilave olarak 1998-2002 döneminde sermaye girişlerinin ekonominin büyümesine katkı sağladığını, artan büyümenin de cari açığı artırdığını belirtmiştir.

Başaran (2018), kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin üretken sektörlere doğrudan yatırım şeklinde olmadığını, daha çok yüksek faiz ve düşük kur arbitrajına dayanan kısa vadeli yatırımlara dayandığını belirtmiştir. 1989 yılından sonraki ekonomik büyüme oranlarını da inceleyen Başaran, inişli çıkışlı istikrarsız bir performans gösteren Türkiye ekonomisinin yabancı sermayeye bağımlı hale geldiğini ve bu nedenle kırılgan bir yapıda olduğunu belirtmiştir.

Çizelge 8 Türkiye'de finansal serbestleşmeyle birlikte oluşan sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve cari açıkla ilişkisini ampirik olarak inceleyen araştırmacıların araştırma sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar Türkiye'de de sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme, sermaye hareketleri ile cari açık arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çizelge 8: Türkiye İçin Yapılmış Ampirik Çalışmalar

Araştırmacı/ Araştırma Yılı	Ülke/Dönemi/Veri Seti	Yöntem	Bulgu
Kula/2003	Türkiye/1980-2000 dönemi/Ekonomik büyüme, doğrudan yabancı yatırımcı, finansal sermaye hesabı (portföy yatırımları+diğer yatırımlar).	Korelasyon	Ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ama anlamsız, ekonomik büyüme ile portföy yatırımları ve diğer yatırımlar toplamı arasında pozitif ve anlamlı korelasyon vardır.
Tarı ve Kumcu/2005	Türkiye/1983-2003 dönemi yıllık veriler/Enflasyon, Reel Faiz, Kamu Açıkları, Sermaye Hareketleri, Cari açık.	Korelasyon Analizi	Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Sermaye hareketlerinin istikrarsız olduğu dönemlerde büyümede istikrarsız hale gelmiştir.
Şimşek ve Behdioğlu/2006	Türkiye/1980-2002 dönemi/GSMH, doğrudan yabancı yatırımlar, yurtiçi sabit sermaye yatırımı, istihdam edilen işgücü.	Korelasyon Analizi	Türkiye'de GSMH ile yabancıların doğrudan yaptığı yatırımlar arasında pozitif ve istatistiki açıdan anlamlı korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır.
Yapraklı/2007	Türkiye/1990-2006 dönemi üçer aylık/GSYH, finansal dışa açıklık, ticari dışa açıklık oranları.	Johansen Eşbütünleşme Testi, Hata Düzeltme Granger Nedensellik Testi	GSYH büyüme oranı ile finansal açıklık verisinin oranı arasında uzun dönemde negatif ilişki bulunmuştur. Finansal dışa açıklıktaki 1 birimlik artış GSYH büyüme oranını 0,50 birim azaltmaktadır. GSYH oranı ile finansal dışa açıklık oranında çift yönlü, GSYH oranı ile ticari dışa açıklık oranı arasında da karşılıklı nedensellik vardır.

Demir/2007	Türkiye/1996:2-2005:9 aylık veriler/GSYH, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları.	Johansen Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi	GSYH serisi doğrudan yatırımlar ile ve portföy yatırımları ile uzun dönemde eşbütünleşiktir. Doğrudan yatırımlardan GSYH'ya doğru tek yönlü, portföy yatırımları ile GSYH arasında karşılıklı nedensellik mevcuttur.
Örnek/2008	Türkiye/1996:4-2006:1 üçer aylık seriler/bürüt tasarruflar, doğrudan yabancı yatırımlar, kısa vadeli sermaye girişleri, GSYH.	Johansen-Juselius Eş Bütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi.	Doğrudan yabancı yatırım ile kısa vadeli sermaye girişleri GSYH büyümesi arasında uzun dönemli ve pozitif bir ilişki mevcuttur. GSYH büyüme oranından hem doğrudan yabancı yatırıma hem kısa vadeli sermaye girişlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır.
Mangır/2008	Türkiye/2001-2006 aylık veriler/ Sermaye Hesabı Dengesi, GSYH, Özel Sektör Kredileri ve Tüketici Kredileri.	Regresyon Modeli	Sermaye Hareketleri özel sektör kredileri ve tüketici kredileri aracılığıyla GSYH'yı etkilemektedir.
Korkmaz vd./2010	Türkiye/1990-2008 dönemi çeyreklik veriler/GSYH'sı ve finansal dışa açıklığı ((Net Sermaye Girişi+Net Sermaye Çıkışı)/GSYH)*100)	Düzeltilme Etkidi Modeli	Finansal dışa açıklık GSYH üzerinde pozitif olarak %0,17 etkiye, krizler üzerinde %0,0031 negatif etkiye sahiptir.
Yalta/2011	Türkiye/1974-2009 dönemi/Doğrudan yatırımlar, cari açık.	Var analzi	Doğrudan yabancı yatırımlardaki 1 standart sapmalık artış, cari açığı 0.11 birim olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Kıran ve Gürış/2011	Türkiye/1992-2006 dönemi/GSMH büyüme oranı, finansal ve ticari serbestlik oranı.	Sınır Testi, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Değişkenler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Finansal açıklık ile GSMH büyüme oranı arasında nedensellik yoktur. Ticari dışa açıklık ile GSMH büyüme oranı arasında karşılıklı nedensellik mevcuttur.
Erden ve Çağatay/ 2011	Türkiye/1992-2009 dönemi aylık veriler/Cari İşlemler Hesabı, Sermaye Hesabı, Sıcak Para Girişleri, Diğer Finansal Yatırımlar.	Granger Nedensellik Testi, Etki-Tepki analizi	Sermaye hareketlerinden ve sıcak para girişlerinden cari işlemler hesabına doğru tek yönlü nedensellik bulunmaktadır. Sermaye hesabındaki şoklara cari işlemler hesabı tepki verirken, cari işlemler hesabındaki şoklara sermaye hesabı tepki vermemektedir.
Söylemez ve Yılmaz/2012	Türkiye/1992-2012 dönemi aylık veriler/Sermaye Girişleri, GSYH.	Granger Nedensellik Testi, İlişkisiz Regresyon Analizi, Varyans Analizi	Sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye tek yönlü nedensellik bulunmuştur.
Özel/2012	Türkiye/1992-2004 çeyreklik veriler/ Finansal Açıklık, GSYH verileri.	Johansen Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi.	GSYH ile finansal açıklık arasında uzun dönemde negatif bir ilişki tespit edilmiştir. finansal açıklıktaki 1 birimlik bir artış GSYH'ı 10,3 birim azaltmıştır. Kısa dönemde de finansal açıklık ile GSYH arasında çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

Kaygusuz ve Direkçi/2013	Türkiye/1991-2012 dönemi üçer aylık veriler/GSYH, kısa vadeli sermaye girişleri, cari açık, enflasyon, reel kur.	ARDL Sınır Testi Yaklaşımı, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kısa vadeli sermaye hareketleri ile GSYH arasında hem uzun hem kısa dönemde pozitif ilişki mevcuttur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinden GSYH'ya doğru tek yönlü nedensellik mevcuttur. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari açık arasında ise istatistiki olarak anlamlı bir ilişki ve nedensellik bulunmamaktadır.
Aslan ve Terzi/2014	Türkiye/1998-2011 dönemi çeyreklik veriler/Türkiye'nin GSYH, kısa vadeli sermaye girişleri ve reel döviz kuru verileri.	Granger Nedensellik analizi, Etki-Tepki analizi, Varyans Ayırıştırma Analizi.	Kısa vadeli sermaye hareketleri tek yönlü olarak GSYH'ya neden olmaktadır.
Keskingöz ve Karataş/2016	Türkiye/1992-2001 ve 2002-2015 dönemi/Cari açık, yabancı sermaye yatırımları.	Granger Nedensellik Testi	İki dönemde de yabancı sermaye yatırımlarından cari açığa doğru nedensellik bulunmazken cari açıktan yabancı sermaye hareketlerine doğru nedensellik tespit edilmiştir.
Kaya ve Kahreman/2017	Türkiye/2001:1-2015:3 dönemi çeyreklik veriler/ Türkiye'nin GSYH'sı ve Türkiye'de ki doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY).	Johansen-Juselius Eş Bütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi.	GSYH ile DYSY uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Aralarında Eş Bütünleşme vardır. Kısa dönemde ise GSYH ile DYSY arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur.

Keskin/2019	Türkiye/1998-2018 dönemi üçer aylık veriler/Cari açık, kısa vadeli sermaye hareketleri, doğrudan yatırımlar.	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kısa vadeli sermaye hareketlerinden cari açığa doğru tek yönlü nedensellik mevcuttur. Cari açıktan doğrudan yatırımlara doğru tek yönlü nedensellik mevcuttur. Doğrudan yatırımlar ile cari açık arasında nedensellik mevcut değildir.
-------------	--	---------------------------------	--

4.3.Yöntem

Bu bölümde sermaye hareketleri ile GSYH ve cari açık arasındaki ilişki ampirik olarak test edilecektir. Ancak önemli bir husus finansal serbestleşmenin sermaye hareketleri açısından etkisini ölçmek için hangi verinin kullanılacağıdır. Yabancı sermayenin hangi bileşenlerden oluştuğu önceki kısımlarda açıklanmıştır. Doğrudan yatırımlar uzun vadeli olarak ve üretim odaklı ülkeye giriş yapmakta, beraberinde teknoloji getirmektedir. Bu yönüyle ülkeye girişine olumlu bakılmaktadır. Portföy yatırımları ve diğer yatırımların ise spekülasyon kazanç ve faiz geliri elde etmek için ülkeye giriş yaptığı, hedeflediği karı elde edince de ülkeden çıktığı ve gelirirken yarattığı olumlu havayı tersine çevirdiğine yönelik eleştiriler yapılmaktadır. Bu nedenle çalışmada sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye ve cari açığa etkisi, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar yönünden incelenecektir. Bu iki değişkenin toplamı sıcak para girişi olarak kullanılacaktır.

Çalışmada incelenecek olan veriler; USD olarak sıcak para girişleri, zincirlenmiş hacim endeksiyle harcama yöntemine göre 2009 sabit fiyatlarıyla GSYH ve USD bazında cari açıktır. Veriler 1998Q1-2019Q2 dönemini kapsayan üçer aylık serilerdir. Çalışmada amaçlanan sıcak para girişleri ile GSYH ve cari açık arasında bir nedensellik olup olmadığının araştırılmasıdır. Bu nedenle de serilere Granger Nedensellik Testi uygulanacaktır. Ama öncelikle serilerin birim kök sorunu içerip içermediği test edilecektir. Birim kök sorunu olan serilerin farkı alınarak durağanlaştırılacaktır ve VAR model kurularak nedensellik testi uygulanacaktır.

Çizelge 9: Veri Seti

Veri Simgesi	Veri	Kaynak
CA	Cari Açık	TCMB EVDS
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Harcama Yöntemiyle(2009=100))	
SPG	Portföy Yatırımları Net Oluşumu+Diğer Yatırımlar Net Oluşumu	

4.3.1. Augmented Dickey-Fuller Testi (ADF)

Finansal serbestleşme sonucunda ülkeye giriş yapan sıcak para girişlerinin ekonomik büyümeyi (1) ve cari açığı (2) nasıl etkilediğini tahmin edilmesi için kurulacak t 'nin zaman, ε_t 'nin hata terimi olduğu modeller aşağıdaki gibidir.

$$GSYH_t = \alpha + bSPG_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$CA_t = \alpha + bSPG_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Ancak zaman serileri ile çalışılan analizlerde bu şekilde kurulan modeller ile çalışılması doğru değildir. Zaman serilerinin öncelikle durağan olup olmadıkları kontrol edilmelidir. Bir zaman serisinin ortalaması ve varyansı zamanla değişmiyorsa, iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de sadece iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise durağandır (Gujarati, 1999). Bu şekilde durağan olmadığı tespit edilen zaman serileri ile çalışılması sahte regresyon probleminin oluşmasına neden olmaktadır. Bu durumda regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular gerçek ilişkiyi yansıtmayacaktır. Durağan olmayan seriler arasındaki regresyonun gerçek ilişkiyi yansıtmaması için seriler arasında eşbütünleşim ilişkisinin olması gerekmektedir (Gujarati, 1999). Dickey ve Fuller'in geliştirdikleri ADF testi, zaman serilerinin birim kök içerip içermediğini arayan DF birim kök testinin geliştirilmiş halidir. Bu yöntemde H_0 hipotezine göre seriler birim kök içerip durağan değilken, alternatif hipoteze göre durağandır (Pata vd. 2016). Bu nedenle çalışmada kullanılacak olan serilerin durağanlık testleri Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilmiş olan ADF Birim Kök Testine göre yapılmıştır. Durağanlık analizinde aşağıdaki (3) denklem kullanılmıştır.

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Burada ΔY_t , birim kök sorunu içerip içermediği yani durağan olup olmadığı araştırılan değişkenin birinci farkını, t genel eğilim değişkeni, ΔY_{t-i} gecikmeli fark terimleridir. Gecikmeli fark terimlerinin eklenme nedeni, hata teriminin ardışık

bağımsız olmasının sağlanmasıdır. ADF testinin sağlıklı sonuç vermesi için, tahmin edilen modelde ardışık bağımlılık probleminin olmaması gerekmektedir. Denklemden k olarak ifade edilen gecikme uzunluğu, genelde Akaike veya Schwarz bilgi kriterleri yardımıyla tespit edilmektedir. ADF testi, (3) numaralı eşitlikte δ katsayısının istatistiki açıdan sıfıra eşit mi diye test eder. Bu test, elde edilen ADF-t istatistiğinin MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılmasıyla yapılır. t istatistiği değeri, kritik değerden mutlak olarak büyükse incelenen zaman serisi durağan demektir. t istatistiği değeri, mutlak olarak kritik değerde küçükse bu sefer incelenen zaman serisi durağan değildir ve durağanlığı sağlanıncaya kadar farkının alınması gerekir (Karaca, 2003).

4.3.2. Granger Nedensellik Testi

Ekonometrik olarak uygulama yapılan çalışmalarda, zaman serilerinin arasında nedensellik ilişkisinin tespit edilmesi için en sık kullanılan yöntem Granger (1969) tarafından geliştirilen nedensellik testidir. Granger Nedensellik Testi, herhangi iki değişken arasında bir nedensellik olup olmadığı, eğer nedensellik var ise bu nedenselliğin yönünün ne olduğunun belirlenmesinde kullanılır (Aslan vd. 2014).

Nedensellik testinden önce serilerin durağanlık testi yapılmalıdır. Birim kök testi uygulanarak durağanlık testleri yapılan ve durağan olmamaları durumunda farkı alınarak durağan hale getirilen seriler ile Granger Nedensellik Testi uygulanabilir. Nedensellik testinde kullanılacak serilerin durağan olması önemlidir. Durağan olmayan seriler ile yapılan testler sahte bir regresyon ortaya koyabilir. Granger Nedensellik Testi bağımsız değişkende meydana gelen bir değişikliğin, bağımlı değişkende bir değişiklik oluşturup oluşturmadığına cevap aramak için kullanılır (Öner vd. 2018).

VAR model birbirleri ile bağlantılı olan değişkenlerin birlikte nasıl hareket ettiklerini gösteren bir denklemdir (Tarkun vd. 2014). Bunun için durağan haldeki seriler ile VAR model oluşturulmalıdır. Ancak VAR model oluşturulurken bir diğer önemli husus gecikme uzunluğudur. Gecikme uzunluğu belirlenirken yararlanılan bilgi kriterleri; Olabilirlik Oranı Testi (LR), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC), Son Öngörü Hatası (FPR) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteridir (HQ).

Granger Nedensellik Testi aşağıdaki (4) ve (5) numaralı denklemler kullanılarak analiz edilmektedir. Granger Nedensellik Testi, modellerde bağımsız değişkenin gecikmeli değerinin katsayısının sıfıra eşit olup olmadığını test eder. (4) nolu denklemdeki β_i katsayısı istatistiki olarak anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı ise,

X 'in Y 'nin nedeni olduğu söylenir. (5) nolu denklemde δ_i katsayısının istatistiki açıdan anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olması da Y 'nin X 'in nedeni olduğunun göstergesidir. Bu durumda Y ile X arasında çift yönlü nedensellik var demektir. Sadece (4) nolu denklemdeki β_i katsayısı sıfırdan farklı ise X 'den Y 'ye doğru tek yönlü, sadece (5) nolu denklemdeki δ_i katsayısı sıfırdan farklı ise Y 'den X 'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Hem β_i hem de δ_i katsayılarının sıfırdan farklı olmaması ise bu iki değişken arasında nedensellik yok demektir (Karaca, 2003).

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4)$$

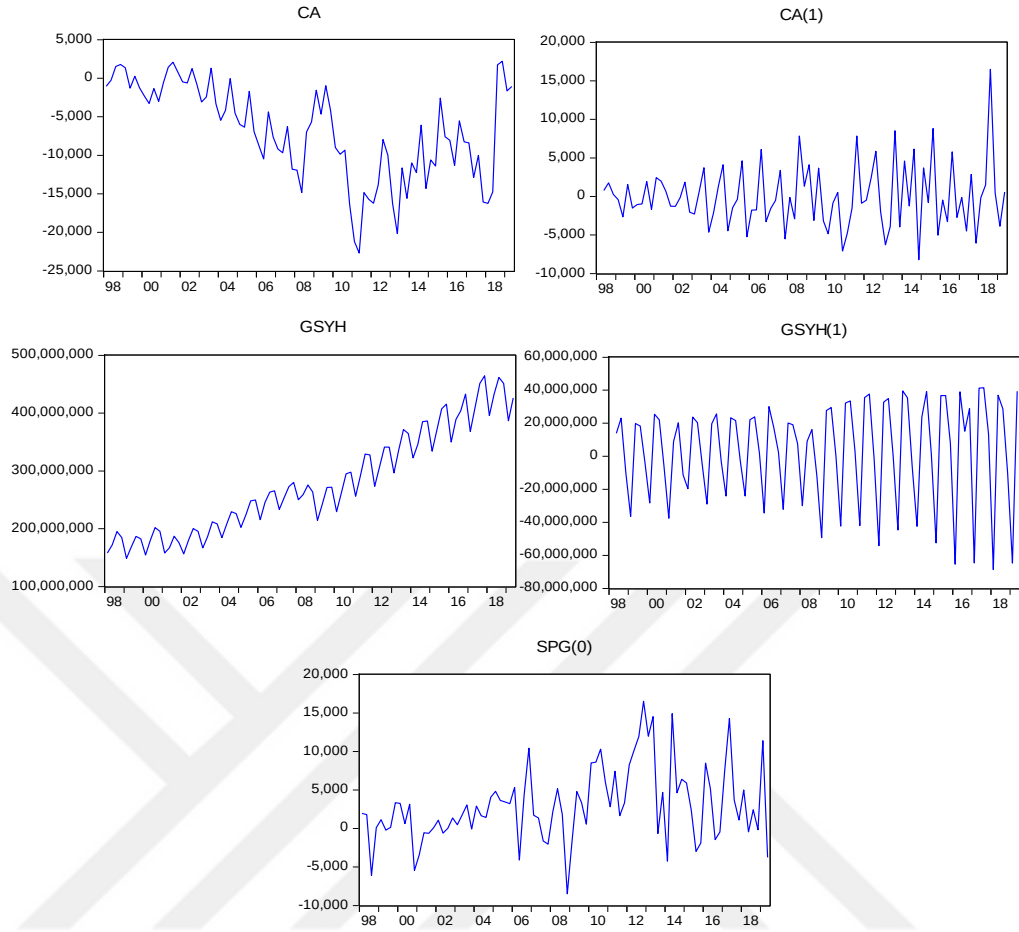
$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + V_t \quad (5)$$

4.4.Bulgular

4.4.1. Augmented Dickey-Fuller Testi Sonuçları

ADF Birim Kök Testi sonuçlarına göre CA serisi düzeyde durağan olmayıp, birinci farkı alındığında ise %1 kritik değerde durağandır. GSYH serisi de düzeyde durağan değildir ancak birinci farkı alındığında %5 kritik değerde durağandır. Bu nedenle analizlerde CA serisi ve GSYH serisi birinci farkları alınmış halleriyle kullanılmıştır ve CA(1), GSYH(1) olarak ifade edilmiştir. SPG serisi ise düzey halinde %1 kritik değerde durağandır. SPG serisi analizlerde düzey haliyle kullanılacak olup, SPG(0) olarak ifade edilmiştir. Grafik 3 serilerin durağan ve durağan olmayan hallerini göstermektedir. Çizelge 10'da durağan haldeki serilerin değerlerini göstermektedir.

Grafik 3:Durağanlık Grafikleri



Çizelge 10: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	T-İstatistik Değeri	Kritik Değer	P.
CA(1)	-4,6353	-3,5144*	0,00
GSYH (1)	-3,1653	-2,8976**	0,02
SPG (0)	-6,3952	-3,5092*	0,00
*%1 Kritik Değer			
**%5 Kritik Değer			
***%10 Kritik Değer			
Gecikme Uzunluğu Bilgi Kriteri: Schwarz Bilgi Kriteri			
Gecikme Uzunluğu: 10			

4.4.2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Granger Nedensellik Testinde ilk olarak SPG(0) ve GSYH(1) serileri arasındaki nedensellik test edilecektir. Granger Nedensellik Testinden önce önemli olan husus gecikme uzunluğunun tespit edilmesidir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kullanılan testler; Olabilirlik Oranı Testi (LR), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC), Son Öngörü Hatası (FPR) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)'dir. Bu kriterleri minimum yapan gecikme uzunluğu, optimal olarak

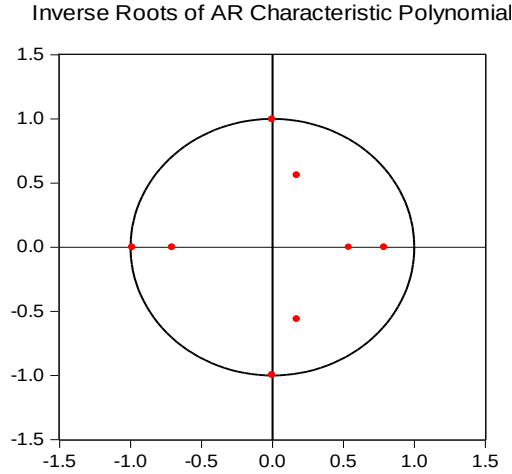
kabul edilmektedir. Çizelge 11'e göre SPG(0) ve GSYH(1) nedensellik analizi gecikme uzunluğunun belirlenmesinde LR, FPE ve AIC bilgi kriterlerinin en küçük yapan gecikme uzunluğu seçilmiştir. Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

Çizelge 11: SPG(0) ve GSYH (1) Gecikme Uzunluğu

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	- 2201.653	NA	2.47e+22	57.23775	57.29863	57.26210
1	- 2190.765	20.92907	2.07e+22	57.05882	57.24145	57.13187
2	- 2166.349	45.66082	1.22e+22	56.52854	56.83293	56.65029
3	- 2112.956	97.07731	3.38e+21	55.24561	55.67176	55.41607
4	- 2088.819	42.63205	2.00e+21	54.72257	55.27047*	54.94173*
5	- 2085.938	4.938117	2.07e+21	54.75165	55.42130	55.01950
6	-2079.51	10.68632*	1.94e+21	54.68857	55.47998	55.00513
7	- 2074.206	8.541034	1.89e+21*	54.65471*	55.56788	55.01997
8	- 2072.168	3.176089	1.99e+21	54.70567	55.74059	55.11963

Çizelgeye göre en uygun gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiş ve VAR model kurulmuştur. Belirlenen gecikme uzunluğunda VAR modelin istikrarının sınanması içinde Şekil 2'de AR Karakteristik Polinomunun Ters Köklerinin dağılımı incelenmiştir. AR karakteristik polinomunun ters kökleri de 1 yarıçaplı çemberin içerisinde dağılım göstermiştir. Buna ilave olarak Çizelge 12 Otokorlasyon Probleminin olup olmadığının da sınanması için LM Otokorelasyon testi de uygulanmış ve otokorelasyon olmadığı tespit edilmiştir.

Şekil 2: SPG(0) ve GSYH (1) AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri



Çizelge 12: SPG(0) ve GSYH (1) LM Otokorelasyon Testi

KÖK	MODÜL
-0.001562 - 0.996688i	0.996690
-0.001562 + 0.996688i	0.996690
-0.988168	0.988168
0.787745	0.787745
-0.706788	0.706788
0.171202 - 0.560317i	0.585889
0.171202 + 0.560317i	0.585889
0.538903	0.538903

Gecikme uzunluğu belirlendikten sonra SPG(0) ve GSYH(1)serileri arasındaki nedensellik analizi yapılmıştır. Bu testte iki eşitlik incelenmiştir. Bunlardan ilki $GSYH(1)_t = \alpha + bSPG(0)_t + \varepsilon_t$, ikincisi $SPG(0)_t = \alpha + bGSYH(1)_t + \varepsilon_t$ eşitliğidir. Çizelge 13 nedensellik testi sonuçlarını göstermektedir. Yapılan test sonucuna göre ilk eşitlikte SPG(0) serisinden GSYH(1) serisine doğru nedensellik mevcuttur. Yani sıcak para girişleri incelenen dönemde GSYH'nın nedenidir. İkinci eşitlikteki GSYH(1) serisinden SPG(0) serisine doğru ise bir nedensellik mevcut değildir.

Çizelge 13: SPG(0) ve GSYH (1) Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken: SPG(0)			
Dışlanan	KI-KARE	GECİKME	P.
GSYH (1)	5,4999	4	0,2397
Bağımlı Değişken: GSYH (1)			
Dışlanan	KI-KARE	GECİKME	P.
SPG(0)	19.10079	4	0,0008

İkinci olarak SPG(0) ve CA (1) serileri arasındaki nedensellik test edilecektir. Bu testte de ilk olarak gecikme uzunluğu belirlenecektir. Gecikme uzunluğu bir önceki nedensellik testinde belirlendiği gibi belirlenmiş ve Çizelge 14’te görüldüğü gibi 5 olarak tespit edilmiştir.

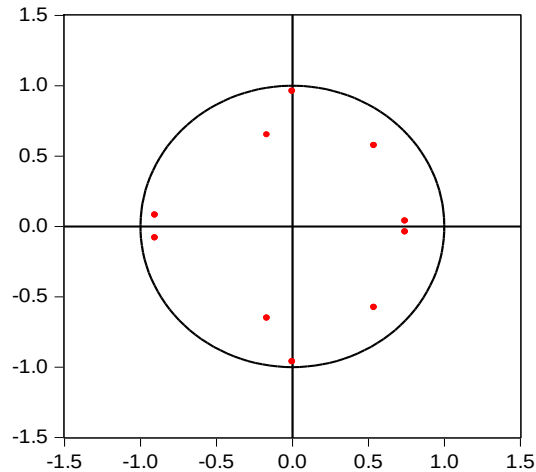
Çizelge 14: SPG(0) ve CA(1) Gecikme Uzunluğu

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1514.35	NA	4.37e+14	39.38565	39.44653	39.41000
1	-1507.76	12.656 44	4.08e+14	39.31851	39.50115	39.39157
2	-1505.48	4.2656 32	4.27e+14	39.36317	39.66756	39.48492
3	-1495.43	18.278 36	3.65e+14	39.20594	39.63209	39.37640
4	-1478.4	30.084 89	2.61e+14	38.86741	39.41532	39.08657
5	-1463.26	25.946 80	1.95e+14 *	38.57818 *	39.24783 *	38.84603 *
6	-1462.56	1.1584 49	2.14e+14	38.66397	39.45539	38.98053
7	-1460.32	3.6072 18	2.24e+14	38.70969	39.62286	39.07495
8	-1453.91	9.9893 38*	2.12e+14	38.64709	39.68202	39.06106

Gecikme uzunluğu belirlendikten sonra belirlenen gecikme uzunluğu ile SPG(0) ve CA(1) serileriyle VAR model kurulmuştur. Kurulan bu modelde de Şekil 3’te AR karakteristik polinomunun ters köklerinin dağılımı incelenmiş, LM Otokorelasyon testi uygulanmıştır. Çizelge 15’ e göre Otokorelasyon olmadığı tespit edilmiştir.

Şekil 3: SPG(0) ve CA(1) AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Çizelge 15: SPG(0) ve CA(1) LM Otokorelasyon Testi

KÖK	MODÜL
-0.000195 - 0.961470i	0.961470
-0.000195 + 0.961470i	0.961470
-0.904531 - 0.080854i	0.908138
-0.904531 + 0.080854i	0.908138
0.536724 - 0.575246i	0.786754
0.536724 + 0.575246i	0.786754
0.742596 - 0.038362i	0.743587
0.742596 + 0.038362i	0.743587
-0.166971 - 0.651930i	0.672972
-0.166971 + 0.651930i	0.672972

Son olarak SPG(0) ve CA (1) serileri arasındaki nedensellik analizi yapılmıştır. Bunun içinde ilk olarak $CA(1)_t = \alpha + bSPG(0)_t + \varepsilon_t$, ikinci olarak $SPG(0)_t = \alpha + bCA(0)_t + \varepsilon_t$ eşitliği kullanılmıştır. Çizelge 16 SPG(0) ve CA(1) nedensellik testi sonuçlarını göstermektedir. Yapılan test sonucuna göre ilk eşitlikte SPG(0) serisinden CA(1) serisine doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Yani sıcak para girişleri cari açığa neden olmuştur. İkinci eşitlikte ise CA(1)'den SPOG(0)'a doğru bir nedensellik tespit edilememiştir.

Çizelge 16: SPG(0) ve CA(1)) Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken: CA(1)			
Dışlanan	KI-KARE	GECİKME	P.
SPG(0)	16.95880	5	0,0046
Bağımlı Değişken: SPG (0)			
Dışlanan	KI-KARE	GECİKME	P.
CA (1)	9.158935	5	0,1029

SONUÇ

Çalışmada iki model kurulmuş ve nedensellik testi uygulanmıştır. Sıcak para girişleri ile ekonomik büyüme, sıcak para girişleri ile cari açık arasında bir nedenselliğin olup olmadığı, eğer nedensellik varsa bu nedenselliğin yönünün ne olduğu incelenmiştir. Granger Nedensellik Testi sonuçlarına göre sıcak para girişlerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü, yine sıcak para girişlerinden cari açığa doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Sonuçlar göstermektedir ki incelenen zaman diliminde Türkiye'ye giriş yapan sıcak para ekonominin büyümesine katkı sağlarken aynı zamanda cari açığın artmasına neden olmuştur. Bu durum Türkiye'nin ithalata dayalı üretim modeliyle ilgilidir. 2018 yılı TÜİK verilerine göre Türkiye'nin toplam ithalatının %76'lık kısmını hammadde ve ara malı ithalatı oluşturmaktadır. Türkiye'de üretim arttıkça ithalat artmakta, ithalattaki artış cari açığın artmasına neden olmaktadır. Sermaye girişi devam ettiği ve cari açık finanse edilebildiği sürece ekonomi büyümeye devam etmektedir. Sermaye girişleri azaldığında da cari açık azalmakta, ekonomik büyüme yavaşlamakta ya da ekonomi küçülmektedir.

Türkiye sıcak para girişlerinin azaldığı zaman ekonomik aktivitede olumsuzluk yaratan etkisini engellemek için neler yapılmalıdır? Öncelikle cari açığı yapısal olarak azaltıcı önlemler alınmalıdır. Cari açığı yapısal olarak azaltmak için iç talep yerine ihracata dayalı büyüme modeli oluşturulmalıdır. Bu modeli oluştururken yüksek teknolojili ürünlerin ihracatı artırılmalıdır. Türkiye'de 2019 Ocak ayında yüksek teknolojili ürünlerin ithalattaki payı %13, ihracattaki payı %3'tür¹⁷. 07.08.2019 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan kararla¹⁵ uygulamaya konulan ve T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından yürütülen Teknoloji Odaklı Sanayi Hamlesi Programı¹⁶ teknolojik ürünlerdeki bu olumsuzluğu gidermek için önemli ve olumlu bir adımdır. Bu programla Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından amaçlanan, yüksek teknoloji (makine, kimya, eczacılık, bilgisayar, elektronik ve optik, elektrikli teçhizat, ulaşım araçları) seviyesindeki yatırımları artırmaktır. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı bu kapsamda ileri teknolojili ürünlerin üretilmesi için yapılacak yatırımların finansmanında kullanılacak; TL kredilerde %10, döviz kredilerinde %2 faiz desteği vermektedir (Sabit yatırım tutarının %25'ini ve 50 Milyon TL'yi geçmemek şartıyla). 2019 yılının sonlarına doğru devreye alınan bu teşvik programının yüksek teknolojili ürünlerin üretiminin artmasında olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Bu sayede

Türkiye daha az kaynak tüketerek değeri daha yüksek ürünlerin üretimini ve ihracatını gerçekleştirecek, bu sayede cari açığını azalacaktır. Cari açığındaki ihracata dayalı bu azalma Türkiye ekonomisinde cari açığın finansmanına yönelik kaygıları azaltacaktır.

Ekonomik olarak dünya ile entegre olmuş Türkiye’de sermaye hareketlerine kontrol getirmek, sıcak para girişlerinin olumsuz yönlerini engelleyebilir ancak yatırımcılar nazarında yaratacağı olumsuz intiba ve üretimde hammadde ve ara malında %76 ithalata bağımlılık sebebiyle daha büyük ekonomik problemlere sebebiyet verebilir. Doğrudan yatırım yaparak ülkeye giren yatırımcı uzun vadeli ve üretim amaçlı yatırım yaptığı için sıcak para yatırımcısına göre daha kalıcı ve üretim odaklıdır. Türkiye sıcak para yatırımlarının olumsuz etkilerinden en az düzeyde etkilenmek için doğrudan yatırımcıyı Türkiye’de yatırım yapmaya özendirici politikalar uygulamalıdır. Bu cari açığın finansman kalitesini artıracak, ekonomide kırılganlığın artmasını önleyecek ve özellikle faiz maliyeti olan diğer yatırımların aksine maliyetsiz olacaktır.

Sıcak para yatırımcısının amacı arbitraj (portföy yatırımları) ve faiz kazancı (diğer yatırımlar) elde etmektir. Portföy yatırımcıları ülkeye giriş yaptıklarında dövizlerini satıp Türk Lirası satın alarak yatırım yapmaktadırlar. Daha sonra elde ettikleri kazanç ile birlikte Türk Lirası ile döviz satın almakta tasarruflarını Türkiye’den başka bir ülkeye transfer etmekte ya da yine Türkiye’de yatırım yapmaya devam etmektedirler. Bu durumda Türkiye açısından arzulanan ikinci seçenektir. Portföy yatırımcının Türkiye’de yatırım yapması, yatırımını Türkiye’de tutması için gelecekteki döviz kuru beklentisi önem kazanmaktadır. Türkiye kur hareketlerinden en az düzeyde etkilenmek ve yatırımcıya güven vermek için döviz rezervlerini makul seviyede tutmalı, özellikle döviz piyasasında olumsuz beklenti yaratacak kararlardan kaçınmalıdır. Yabancı yatırımcı gelecekte döviz kurunu tahmin edebildiği sürece Türkiye’de kalmaya devam edecektir. Diğer yatırımlar olarak alınan kredilerin ve mevduatların devamlılığının sağlanması içinde bankalar tarafından alınan bu borçların kredi olarak verilirken doğru tahsis edilmesi gerekmektedir. Bu Türkiye’ye yönelik yeni kredi kanallarının açık olmasını sağlayacaktır ve diğer yatırımlar ülkeye gelmeye devam edecektir. Bu sayede sıcak para çıkışı ve buna bağlı ekonomik olumsuzluklar yaşanmayacaktır.

Türkiye’nin sıcak para girişlerine ihtiyaç duyma nedeni tasarruflarının düşük olması, ürettiğinden fazla tüketmesidir. Yurtiçinde tasarruf yetersiz olduğu için

Türkiye yabancı yatırımcının tasarruflarını ithal etmektedir. Bu nedenle sıcak para girişlerine duyulan ihtiyacı azaltmak için yurtiçi tasarrufun artırılması gerekmektedir. Artırılan bu tasarruflarında finansal sistemde değerlendiriliyor olması gerekmektedir. Türkiye’de yastık altı diye tabir edilen klasik yatırımcılar halen mevcuttur. Türkiye’de tasarruflarını yastık altı olarak değerlendirenlerin oranı %19’dur¹³. Tasarruf açığını önlemek ve insanların daha çok tasarruf etmesini sağlamakla birlikte yastık altı tasarrufları finansal sisteme çekmek için düzenlemelere gidilmelidir. Bunlardan ilki de yastık altı tasarruf sahiplerinin çekinmesine neden olan finansal sistemdeki işlem masraflarıdır. İkincisi de tasarruf sahiplerinin geçmişteki olumsuz (batan bankalar, bankerler vb.) tecrübelerinden kaynaklı korkularıdır. Finansal sistemde uygulanacak masraflara kısıtlamalar getirilmeli, Türkiye’de finansal kurumların 2001 öncesine göre daha güvenilir olduğu ve belirli bir miktara kadar gerçek kişi tasarruflarının devlet güvencesinde olduğu doğru kanallardan tasarruf sahiplerine anlatılmalıdır. Bu sayede tasarruflarını kendisi muhafaza etmeye çalışan tasarruf sahiplerinin birikimleri finansal sisteme çekilerek finansal kurumlarda değerlendirilebilir ve sıcak para girişlerine duyulan ihtiyaç azaltılabilir.

KAYNAKÇA

- ASUNAKUTLU, T. (1998). Türkiye’de Sigorta İşletmelerinin Yatırımları, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13(2), 113-126.
- AL-YOUSİF, Y.K. (2002). Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries, Review of Financial Economics, 11(2), 131-150.
- AHMED, S. M. VE ANSARİ, M. I. (1998). Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience, Journal of Asian Economics, 9 (3), 503-517.
- ASLAN, Ö., KORAP, H . (2006). Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , (17) , 1-20. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/musbed/issue/23522/250632>
- ASLAN, A., KÜÇÜKAKSOY, Y. (2011). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, Istanbul University Econometrics and Statistics e-Journal,0(4),25-38. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/iuekois/issue/8986/112063>
- ATAMTÜRK, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 23(2).
- AĞIR, H. (2010). Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi, BDDK Kitapları No: 8, 13.
- ALKİN, E. (2010). Kapitalizm, Finansal Serbestlik ve Parasal Ekonomi: Bir Sistem Eleştirisi.
- ASLAN, N., TERZİ, N., SİAMPAN, E . (2014). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5 (10), DOI: 10.14784/JFRS.2014104497
- ALTUNÖZ, U. (2014). Cari Açık Sorununun Temel Nedenleri ve Sürdürülebilirliği: Türkiye Örneği, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1(2), 115-132
- AYHAN, D. (2014). BRICS-T Ülkelerine Yönelik Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 7 (1). <https://dergipark.org.tr/tr/pub/niguiibfd/issue/19754/211456>
- ARISTOVNIK, A. (2007). Short- and Medium-Term Determinants of Current Account Balances in Middle East and North Africa Countries, William Davidson Institute Working, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.988171>

- AĞAYEV, S. (2010). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Geçiş Ekonomileri Örneğinde Panel Eştümleşme ve Panel Nedensellik Analizi, Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 12, 159-184
- BAĞCI, H. (2018). Finansal Gelişmişlik Endeksi Oluşturması: OECD Ülkelerinde Bir Uygulama, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 16(1), 238-254. DOI: 10.11611/yead.446834
- BOYACIOĞLU, N., ÖÇAL, M. (2018). Sosyal Güvenlik Hizmetlerinin Finansal Yöntemleri: Türkiye’de ve Dünyada Sosyal Güvenliğin Finansmanına Kısa Bir Bakış, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 10 (26), 910-923.
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu) (2006), Finansal Sektör Değerlendirmesi, Finansal Piyasalar Raporu, BDDK Yayınları, İstanbul
- BORATAV, K. (2018). Türkiye İktisat Tarihi 1908-2015, Ankara: İmge Kitapevi.
- BİNAY, Ş., KUNTER, K. (1998). Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü: 1980-1997, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği: 9803.
- BARBAROS., M., KALAYCI., S. (2019). Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri: 1992 Q1-2002 Q4 ve 2003 Q2-2018 Q2 Dönemlerinin Analizi, Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi, 15 (2), 211-228.
- BAŞARAN, İ. (2018). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri, Politik Ekonomik Kuram, 2 (1) , 124-141. DOI: 10.30586/pek.423099
- CALDERON, C. A., CHONG, A., LOAYZA, N. V. (2002). Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. Contributions in Macroeconomics, 2(1).
- CHINN, M. D., PRASAD, E. S. (2003). Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an Empirical Exploration. Journal of International Economics, 59(1), 47-76.
- CENGİZ, V., KARACAN, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi , (15) , 327-344. DOI: 10.18092/ijeas.81461
- DEMİR, Y. (2007). Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi, Muhasebe Finansman Dergisi, 34, 152-161.
- DAĞDELEN, İ. (2004). Liberalizasyon, Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi, Sayı 1, No:1, 1- 66.

- DİREKÇİ, T., KAYGUSUZ, S . (2014). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi(AKAD),5(9),28-42.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/kilisibfakademik/issue/19257/204546>
- DARICI, H. K. (2009). Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar Örneği, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak
- DEĞER, Ö., AY, D. (2013). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Cari İşlemler Arasındaki Nedensel İlişkiler (1990–2011). Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi , 9 (2) , 5-22 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/paradoks/issue/16351/171220>
- ERİM, N., TÜRK, A. (2005), Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (10) / 2.
- EMSEN, Ö., DEĞER, M.K. VE KARAKÖY, Ç. (2006), Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkileri: Göreceli Gelişmiş ve Az Gelişmiş Geçiş Ekonomileri Deneyimleri, Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 16, 1-19.
- ERDEM, E. (2016). Para Banka ve Finansal Sistem, Ankara: Detay Yayıncılık.
- GÜLOĞLU, B., ALTUNOĞLU, E. (2011). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi , 0 (27).<https://dergipark.org.tr/tr/pub/iusiyasal/issue/608/6120>
- GOLDSMITH, RAYMOND W. (1987), Premodern Financial System, Cambridge University Press.
- GÖÇER, İ., PEKER, O. (2014). Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkisi: Türkiye, Çin ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırımlı Eşbütünleşme Analizi, Celal Bayar Üniversitesi İİBF Dergisi, 21 (1), 107-123
- GUJARATI, D.N. (1999). Temel ekonometri, (Çev. Ü. SENESEN & G.G. SENESEN). İstanbul, Literatür Yayınları.
- KARLUK, R. (2009) Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm, Beta Basım: İstanbul.
- KILIÇ., C. (2012). Finansal Liberalisasyon Sürecinde Türkiye'nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler, KAÜ İİBF DERGİSİ, 3 (4), 107-148.
- KAYA., A., KAHREMEN, Y. (2017). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi, Erzurum Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2(4), 25-36.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/etused/issue/35463/393999>
- KULA, F.(2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine

- KORKMAZ, E., ÇEVİK, E. İ. VE BİRKAN, E. (2010). Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, Journal of Yasar 17 (5).
- KIRAN, B., GÜRİŞ, B. (2011). Türkiye’de Ticari ve Finansal Dışa Açıklığın Büyümeye Etkisi: 1992-2006 Dönemi Üzerine Bir İnceleme, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi,(2); 69-80.
- KILINÇ, N., KILINÇ, E. (2014). Geçiş Ülkelerinde Ekonomik Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Avrasya Etüdları, 46(2),59-81.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/avrasya/issue/35345/392426>
- KAMACI, A., KONYA, S. (2016). Kırılgan Beşli Ülkelerinde Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi. Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi , (2), 136-155.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/bilgisosyal/issue/29144/311688>
- KESGİNGÖZ, H., KARATAŞ, A.R. (2016). Yabancı Sermaye Yatırımları ile Cari İşlemler Açığı İlişkisi ve Cari işlemler Açığı İçin Politika Önerileri, İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi, 5(3), 597-610.
- KARACA., O. (2003). Türkiye’de Enflasyon-Büyüme İlişkisi: Zaman Serisi Analizi, Doğuş Üniversitesi Dergisi, 4 (2), 247-255.
- KAR, M., AĞIR H. (2005). Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 42(496).
- KESKİN, N. (2009). Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri, Sosyoekonomi ,9 (9).
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/sosyoekonomi/issue/21069/226849>
- LUİNTEL, K. B. VE KHAN, M. (1999). A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR, Journal of Development Economics 60, 381-405.
- LYNCH, DAVID. (1996). Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries, Developing Economies, Vol. 33, No. 1, pp. 3-33.
- MANGIR, F., YILMAZ, M. (2009). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyonun Etkileri, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi , 12 (1-2) , 191- 212.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/selcuksbmyd/issue/11300/135073>
- MANGIR, F. (2014). Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası

Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 10 (1-2) , 237-262.

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/selcuksbmyd/issue/11299/135064>

MENCİNGER, J. (2008). Direct and Indirect Effects of FDI on Current Account. International Centre For Economic Research, Working Paper, No:16.

ORUÇ, S., TURGUT, A. (2014). Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2014, ss. 109-118

OKSAY, S. (2000). Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, 75 (10), 9-10.

OKTAYER, A. (2009). Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme, Akademik İncelemeler Dergisi, 4(1), s.73-100.

ÖZTÜRK, Y. K. VE KUŞÇU S. (2010). Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz. 27.02.2015. http://journals.manas.edu.kg/reforma_oldarchives/20111http://journals.manas.edu.kg/reforma_oldarchives/2011-1-49/2_10123922-1-PB.pdf49/2_1012-3922-1-PB.pdf.

ÖZEL, H. A. (2012), Küreselleşme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Yönetim Bilimleri Dergisi, 10(19): 1- 30.

ÖZMEN., Ç. (2011). Finansal Piyasaların Serbestleşmesinin Finansal Krizlere Etkileri ve Türkiye’deki Durum.

ÖZER., A.M. (2003). Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Yatırım-Tasarruf Üzerine Etkileri.

ÖRNEK, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye örneği. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 63(02), 199-207.

ÖZTÜRK, S., ÇORLU, S . (2018). Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi 2001-2016 Yılları Türkiye Örneği. Gaziantep University Journal of Social Sciences , 17 (4) , 1516-1535 . DOI: 10.21547/jss.375339

PATA, U.K., YURTKURAN, S., KALÇA, A. (2016). Türkiye’de Enerji Tüketimi ve Ekonomik Büyüme: ARDL Sınır Test i Yaklaşımı, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 38(2), 255-271, https://www.researchgate.net/publication/312041262_Turkiye'de_Enerji_Tuketimi_ve_Ekonomik_Buyume_Ardl_Sinir_Testi_Yaklasimi

- RAZMİ, A. (2009). Does Pleasing Export-Oriented Foreign Investors Help Your Balance of Paymnets? A General Equilibrium Analysis. Oxford Economic Papers, 61: 128-149.
- SACİ, K. VE HOLDEN, K. (2008). Evidence on Growth and Financial Development Using Principal Components. Applied Financial Economics, 18(19), 1549-1560.
- SARAÇOĞLU, R. (1997). Türkiye’de Finansal Liberalizasyon, İktisat- İşletme ve Finans, Yıl: 12, s. 32.
- SÖYLEMEZ, A , YILMAZ, A . (2012). Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , 33 (2) , 47-66 .
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/muiibd/issue/499/4501>
- SAVRUL, B., ÖZEKİCİOĞLU, H., ÖZEL, H . (2013). Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , (38)
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/dpusbe/issue/4780/65894>
- ŞİMŞEK, M., BEHDİOĞLU, S. (2010). Türkiye’de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,20(2),47-65.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/issue/2690/35370>
- TARI, R., KUMCU, F. (2005). Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi),Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi ,(9),156-179.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/kosbed/issue/25711/271302>
- TARKUN, S., ERGÜR. H.O., AYDIN, A.F. (2014). İşlem Bazlı Manipülasyon Şirketlerinin Vektör Otoregresif Analizi İle İncelenmesi, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, 5(1), 37-57, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/39500>
- UZUNOĞLU, S., KEREM, A., GÜRLESEL, C.F. (1995), Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul
- VERGİL, H., KARACA., (2008). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi, Ege Akademik Bakış Dergisi, 10(4), 1207-1216.
- VERGİL, H . (2002). Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , (3) , 19-33.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/kosbed/issue/25717/271370>
- YAPRAKLI, S. (2007). Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme

Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, (5), 67-89.

YALTA, Y. (2011). Uncovering the Channels Through Which FDI Affects Current Account: The Case of Turkey, Department of Economics, TOBB University of Economics and Technology, Working Paper No: 11-08.

YÜLEK, M. A. (1998). Financial Liberalization and the Real Economy: The Turkish Experience, Ankara.

YILMAZ, V., TUNCAY, M. (2012). Finansal Liberalizasyonun Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 26 (3-4), 345-363.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/issue/2707/35744>

YETİZ, F. (2008). Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türkiye Finans Sistemi.

YELDAN, E. (2001). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İstanbul: İletişim Yayınları.

WILLIAMSON, J. VE MAHAR, M. (2002). Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, (G.Delice, Çev.), Liberte Yayınları, Ankara.

¹<https://www.spl.com.tr/icerik/sinav-calisma-notlari>

²<http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/TKBB-Katilim-Bankaciligi-Nedir-Brosur.pdf>

³<http://www.teskomb.org.tr/index.asp?p=40>

⁴<https://www.spk.gov.tr/>

⁵<https://www.fkb.org.tr/sektorler/faktoring/>

⁶<https://www.fkb.org.tr/sektorler/finansal-kiralama/>

⁷<https://www.fkb.org.tr/sektorler/finansman/>

⁸<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/0/1/1>

⁹<https://www.bddk.org.tr/Mevzuat-Kategori/Kanunlar/1>

¹⁰<https://www.tmsf.org.tr/tr/Tmsf/Info/kanunlar>

¹¹https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/349e7c47-be96-4a98-b755-7cbf51d7ca24/paraarz%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS_PACE-349e7c47-be96-4a98-b755-7cbf51d7ca24-m3fznZd

¹²<https://www.bddk.org.tr/BultenAylik>

¹³<http://www.tasarrufegilimleri.com/>

¹⁴<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d58bd2eb-b966-4765-a0cc-626c507449d8/Sermaye+Hareketleri+Genelgesi+Yay%C4%B1m.pdf?MOD=AJPER>

[ES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d58bd2eb-b966-4765-a0cc-626c507449d8-mUXXII2](#)

¹⁵<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/08/20190807-2.pdf>

¹⁶<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/09/20190918-7.htm>

¹⁷<http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=33849>



EK 1: AUGMENTED DICKEY-FULLER TESTLERİ

Null Hypothesis: CA has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.901491	0.3301
Test critical values: 1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(CA)

Method: Least Squares

Date: 06/23/20 Time: 00:04

Sample (adjusted): 1999Q3 2019Q2

Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CA(-1)	-0.127639	0.067126	-1.901491	0.0612
D(CA(-1))	0.251635	0.109648	2.294934	0.0246
D(CA(-2))	-0.153321	0.103207	-1.485569	0.1417
D(CA(-3))	-0.244745	0.091369	-2.678644	0.0091
D(CA(-4))	0.567693	0.106380	5.336478	0.0000
D(CA(-5))	-0.417417	0.125004	-3.339225	0.0013
C	-898.2105	584.9510	-1.535531	0.1290
R-squared	0.539870	Mean dependent var	2.725000	
Adjusted R-squared	0.502051	S.D. dependent var	4196.990	
S.E. of regression	2961.627	Akaike info criterion	18.90830	
Sum squared resid	6.40E+08	Schwarz criterion	19.11673	
Log likelihood	-749.3319	Hannan-Quinn criter.	18.99186	
F-statistic	14.27513	Durbin-Watson stat	2.067529	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(CA) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.635393	0.0003
Test critical values: 1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(CA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 06/23/20 Time: 00:04
 Sample (adjusted): 1999Q3 2019Q2
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CA(-1))	-1.302943	0.281086	-4.635393	0.0000
D(CA(-1),2)	0.494581	0.262367	1.885073	0.0633
D(CA(-2),2)	0.254033	0.208428	1.218808	0.2268
D(CA(-3),2)	-0.050435	0.170080	-0.296537	0.7677
D(CA(-4),2)	0.483548	0.122172	3.957918	0.0002
C	16.85620	338.3603	0.049817	0.9604
R-squared	0.802907	Mean dependent var		40.50000
Adjusted R-squared	0.789590	S.D. dependent var		6569.611
S.E. of regression	3013.515	Akaike info criterion		18.93164
Sum squared resid	6.72E+08	Schwarz criterion		19.11029
Log likelihood	-751.2656	Hannan-Quinn criter.		19.00327
F-statistic	60.29132	Durbin-Watson stat		2.114508
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: GSYH has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.248379	0.9268
Test critical values: 1% level	-3.513344	
5% level	-2.897678	
10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(GSYH)
Method: Least Squares
Date: 06/23/20 Time: 00:05
Sample (adjusted): 1999Q2 2019Q2
Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GSYH(-1)	-0.003268	0.013158	-0.248379	0.8045
D(GSYH(-1))	-0.212842	0.084043	-2.532536	0.0134
D(GSYH(-2))	-0.229675	0.085922	-2.673065	0.0092
D(GSYH(-3))	-0.207571	0.084839	-2.446636	0.0168
D(GSYH(-4))	0.765188	0.084129	9.095373	0.0000
C	3750042.	3565491.	1.051760	0.2963
R-squared	0.915390	Mean dependent var		3428632.
Adjusted R-squared	0.909750	S.D. dependent var		30681951
S.E. of regression	9217386.	Akaike info criterion		34.98227
Sum squared resid	6.37E+15	Schwarz criterion		35.15963
Log likelihood	-1410.782	Hannan-Quinn criter.		35.05343
F-statistic	162.2844	Durbin-Watson stat		1.797943
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(GSYH) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.165376	0.0258
Test critical values: 1% level	-3.513344	
5% level	-2.897678	
10% level	-2.586103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(GSYH,2)
 Method: Least Squares
 Date: 06/23/20 Time: 00:06
 Sample (adjusted): 1999Q2 2019Q2
 Included observations: 81 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GSYH(-1))	-0.917179	0.289753	-3.165376	0.0022
D(GSYH(-1),2)	-0.304445	0.221010	-1.377515	0.1724
D(GSYH(-2),2)	-0.542815	0.148969	-3.643806	0.0005
D(GSYH(-3),2)	-0.758150	0.078724	-9.630509	0.0000
C	2933306.	1369883.	2.141282	0.0355
R-squared	0.963976	Mean dependent var		935318.5
Adjusted R-squared	0.962080	S.D. dependent var		47041126
S.E. of regression	9160309.	Akaike info criterion		34.95840
Sum squared resid	6.38E+15	Schwarz criterion		35.10620
Log likelihood	-1410.815	Hannan-Quinn criter.		35.01770
F-statistic	508.4304	Durbin-Watson stat		1.787368
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: SPG has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.395252	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.509281	
5% level	-2.895924	
10% level	-2.585172	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SPG)
Method: Least Squares
Date: 06/23/20 Time: 00:07
Sample (adjusted): 1998Q2 2019Q2
Included observations: 85 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SPG(-1)	-0.671537	0.105006	-6.395252	0.0000
C	2006.421	600.1971	3.342936	0.0012
R-squared	0.330101	Mean dependent var	-67.52941	
Adjusted R-squared	0.322030	S.D. dependent var	5655.007	
S.E. of regression	4656.273	Akaike info criterion	19.75307	
Sum squared resid	1.80E+09	Schwarz criterion	19.81054	
Log likelihood	-837.5053	Hannan-Quinn criter.	19.77618	
F-statistic	40.89925	Durbin-Watson stat	2.023821	
Prob(F-statistic)	0.000000			

EK 2: GRANGER NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: SPG GSYHFARK

Exogenous variables: C

Date: 02/21/20 Time: 00:19

Sample: 1998Q1 2019Q2

Included observations: 77

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2201.653	NA	2.47e+22	57.23775	57.29863	57.26210
1	-2190.765	20.92907	2.07e+22	57.05882	57.24145	57.13187
2	-2166.349	45.66082	1.22e+22	56.52854	56.83293	56.65029
3	-2112.956	97.07731	3.38e+21	55.24561	55.67176	55.41607
4	-2088.819	42.63205	2.00e+21	54.72257	55.27047*	54.94173*
5	-2085.938	4.938117	2.07e+21	54.75165	55.42130	55.01950
6	-2079.510	10.68632*	1.94e+21	54.68857	55.47998	55.00513
7	-2074.206	8.541034	1.89e+21*	54.65471*	55.56788	55.01997
8	-2072.168	3.176089	1.99e+21	54.70567	55.74059	55.11963

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: SPG GSYHFARK

Exogenous variables: C

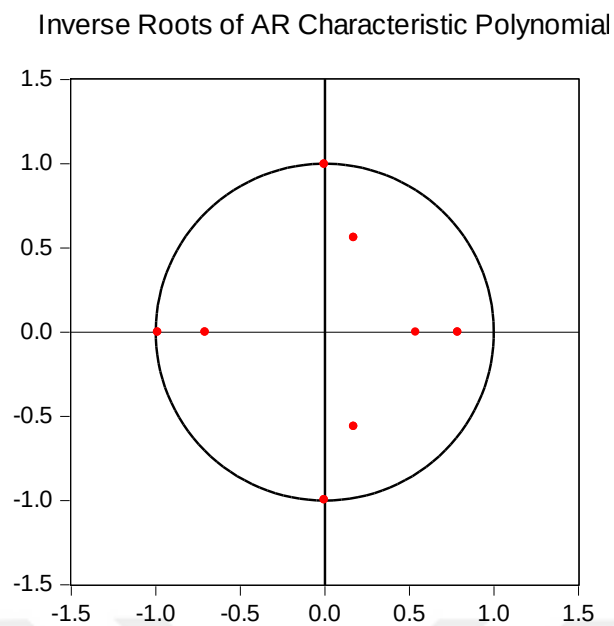
Lag specification: 1 4

Date: 02/21/20 Time: 00:20

Root	Modulus
-0.001562 - 0.996688i	0.996690
-0.001562 + 0.996688i	0.996690
-0.988168	0.988168
0.787745	0.787745
-0.706788	0.706788
0.171202 - 0.560317i	0.585889
0.171202 + 0.560317i	0.585889
0.538903	0.538903

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.



VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 02/21/20 Time: 00:23

Sample: 1998Q1 2019Q2

Included observations: 81

Dependent variable: SPG

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
YHFARK	5.499977	4	0.2397
All	5.499977	4	0.2397

Dependent variable: GSYHFARK

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
SPG	19.10079	4	0.0008
All	19.10079	4	0.0008

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: CAFARK SPG

Exogenous variables: C

Date: 02/21/20 Time: 00:24

Sample: 1998Q1 2019Q2

Included observations: 77

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1514.348	NA	4.37e+14	39.38565	39.44653	39.41000
1	-1507.763	12.65644	4.08e+14	39.31851	39.50115	39.39157
2	-1505.482	4.265632	4.27e+14	39.36317	39.66756	39.48492
3	-1495.429	18.27836	3.65e+14	39.20594	39.63209	39.37640
4	-1478.395	30.08489	2.61e+14	38.86741	39.41532	39.08657
5	-1463.260	25.94680	1.95e+14*	38.57818*	39.24783*	38.84603*
6	-1462.563	1.158449	2.14e+14	38.66397	39.45539	38.98053
7	-1460.323	3.607218	2.24e+14	38.70969	39.62286	39.07495
8	-1453.913	9.989338*	2.12e+14	38.64709	39.68202	39.06106

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: CAFARK SPG

Exogenous variables: C

Lag specification: 1 5

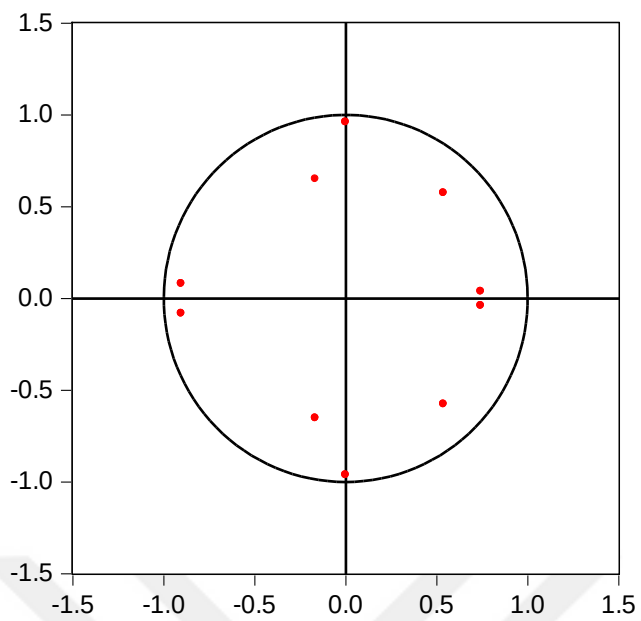
Date: 02/21/20 Time: 00:24

Root	Modulus
-0.000195 - 0.961470i	0.961470
-0.000195 + 0.961470i	0.961470
-0.904531 - 0.080854i	0.908138
-0.904531 + 0.080854i	0.908138
0.536724 - 0.575246i	0.786754
0.536724 + 0.575246i	0.786754
0.742596 - 0.038362i	0.743587
0.742596 + 0.038362i	0.743587
-0.166971 - 0.651930i	0.672972
-0.166971 + 0.651930i	0.672972

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 02/21/20 Time: 00:28

Sample: 1998Q1 2019Q2

Included observations: 80

Dependent variable: CAFARK

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
SPG	16.95880	5	0.0046
All	16.95880	5	0.0046

Dependent variable: SPG

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CAFARK	9.158935	5	0.1029
All	9.158935	5	0.1029

ÖZGEÇMİŞ

ADI SOYADI: Mutlu BARBAROS

DOĞUM YERİ ve TARİHİ: Serik – 02.02.1987

ADRES: Dumlupınar Mah. Selanik Caddesi No:22 B. Blok Daire: 7

Görükle/Bursa

Tel: (534) 523 30 64

E-posta : mutlubarbaros@hotmail.com

ÖĞRENİM DURUMU:

BURSA

Lisans: 2010-Uludağ Üniversitesi-İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü,

ANTALYA

Lise: 2004-Serik Lisesi,

ANTALYA

İlköğretim:2001-Tekeli İlköğretim Okulu

MESLEKİ DENEYİMİ:

Ocak 2011-Halen: T.C. Ziraat Bankası A.Ş.-Bursa Kurumsal Şube-Kurumsal Müşteri İlişkileri Yetkilisi

Ağustos 2010-Aralık 2010 (5 ay): AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.-Finansal Danışman