



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR FİRMALARI AÇISINDAN
BORÇ DOLARİZASYONUNUN DEĞERLENDİRİLMESİ:
TCMB SEKTÖR BİLANÇOSU ÖRNEĞİ**

NESLİHAN BURGAZ

MALİYE ANABİLİM DALI

OCAK 2020



**TÜRKİYE’DE REEL SEKTÖR FİRMALARI AÇISINDAN BORÇ
DOLARİZASYONUNUN DEĞERLENDİRİLMESİ: TCMB SEKTÖR
BİLANÇOSU ÖRNEĞİ**

Neslihan BURGAZ

**DOKTORA TEZİ
MALİYE ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

OCAK 2020

Neslihan BURGAZ tarafından hazırlanan “Türkiye’de Reel Sektör Firmaları Açısından Borç Dolarizasyonunun Değerlendirilmesi: TCMB Sektör Bilançosu Örneği” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi Maliye Anabilim Dalında Maliye Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi İsmail ENGİN

Maliye Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Başkan : Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Doç. Dr. Eren ÇAŞKURLU

Maliye, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Elif PÜRSÜNLERLİ ÇAKAR

Mali Hukuk Anabilim Dalı, Kırıkkale Üniversite

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Doç. Dr. Barlas ARSLAN

Mali Hukuk Anabilim Dalı, Kırıkkale Üniversite

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Tez Savunma Tarihi: 16/01/2020

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Neslihan BURGAZ

16/01/2020



TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR FİRMALARI AÇISINDAN BORÇ
DOLARİZASYONUNUN DEĞERLENDİRİLMESİ: TCMB SEKTÖR BİLANÇOSU
ÖRNEĞİ
(Doktora Tezi)

Neslihan BURGAZ

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Ocak 2020

ÖZET

Firmalar finansman ihtiyaçlarını özkaynak veya yabancı kaynaklara başvurarak karşılamaktadır. Firmalar maliyetlerini minimize eden ve firma değerini arttıran kaynağa başvurmaktadır. Türkiye'deki firmalar genellikle yabancı para birimi cinsinden borçlanmak suretiyle finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Firmaların borç dolarizasyonunu arttıran unsurlar firma büyüklüğü, yurtdışı satışlar gibi firma içi değişkenlerden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda borç dolarizasyonunu atıran unsurlar ilk günah sorunu, sermaye piyasasının gelişmemesi, para politikası kredibilitesinin düşük olması, ekonomide yüksek faiz politikası, sabit kur sistemi, kamunun özel sektörü dışlama etkisi (crowding out) olarak sıralanabilmektedir. Bu bakımdan çalışmada, Türkiye'deki firmaların borç dolarizasyonunu arttıran unsurlar belirlenmiştir. Çalışmanın yöntem kısmında mikro veriler için 1996-2016 tarihleri arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) sektör bilançolarında yer alan 12 alt imalat sanayi firmalarına ve 10 alt sektör imalat dışı firmalarına ait bilanço, gelir tablosu ve kur riskini gösteren sektör kimliğinden yararlanılarak oluşturulan veri seti kullanılmıştır. Makro veriler için ise TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nin (EVDS) kur endeksi ve parasal gelişmeler tablosundan elde edilen veri setinden yararlanılmıştır. Yapılan panel veri analizinde borç dolarizasyonunu belirleyen değişkenler ve etkisi incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre; tüm firma grubu düzeyinde mikro değişken olarak ihracat, firma büyüklüğü, maddi duran varlıkların borç dolarizasyonunu arttırdığını, makro ekonomik değişken olarak ise finansal piyasaların gelişmemesi ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin azalması nedeniyle borç dolarizasyonu artmaktadır.

Bilim Kodu : 112007

Anahtar Kelimeler : Reel sektör, borç dolarizasyonu, sermaye yapısı, panel veri analizi

Sayfa Adedi : 260

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi İsmail ENGİN

EVALUATION OF LIABILITY DOLLARIZATION IN TERMS OF REAL SECTOR
FIRMS IN TURKEY:AN EXAMPLE OF TCMB SECTOR BALANCE SHEET
(Ph. D. Thesis)

Neslihan BURGAZ

GAZİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
January 2020

ABSTRACT

Firms meet their fund needs with equity or foreign resources. Firms use resources that minimize costs and increase firm value. By means of foreign currency borrowing, firms obtain an important source to finance their investments in Turkey. The factors that increase the debt dollarization of firms are caused by internal variables such as firm size and foreign sales. The causes of liability dollarization can be listed as the origin sin problem, the failure of the capital market to develop, the low credibility of monetary policy, the high interest rate policy in the economy, the fixed exchange rate system, and the crowding out effect of the public sector. As liability dollarization increases, the negative impact on the balance sheet increases and firms may face bankruptcy risk. In this context, micro and macro variables determining the debt dollarization of firms and balance sheet effect of firms. In the method part of the study, the data set gained by using the balance sheet, income statement and sector identity demonstrating the currency risk of 12 manufacturing industry firms and 10 non-manufacturing firm in the sector balance sheets of TCMB between 1996 and 2016 are used for micro data. For macro data, The data set gained from Central Bank of the Republic of Turkey Electronic Data Dissemination System (EDDS) 's exchange rate index and tables of monetary developments are used. In the panel data analysis, variables determining debt dollarization and the effect of debt dollarization are examined. According to the results of the analysis, as a micro variable at the whole firm group level, exports, firm size, tangible fixed assets increased debt dollarization, and as a macroeconomic variable, debt dollarization increased due to the failure of financial markets to develop and the decline in the Public Sector Borrowing Requirement.

Science Code : 112007

Key Words : Real sector, liability dollarization, capital structure, panel data analysis

Page Number : 260

Supervisor : Asst. Prof. İsmail Engin

TEŞEKKÜR

Çalışmalarım boyunca değerli yardım ve katkılarıyla beni yönlendiren, sabırla yol gösteren, kıymetli tecrübelerinden faydalandığım danışmanım Dr. Öğr. Üyesi İsmail Engin'e teşekkürü bir borç bilirim. Manevi destekleriyle beni hiçbir zaman yalnız bırakmayan, her zaman yanımda olan anneme ve babama sonsuz emekleri için çok teşekkür ederim. Ayrıca çalışmamda katkılarından dolayı değerli arkadaşım Dr. Emin Ahmet Kaplan'a teşekkür ederim. İyi ve kötü anlarımda sabırla ve sevgisiyle yanımda olan biricik eşim Mustafa Burgaz'a desteği, emeği ve anlayışı için sonsuz teşekkür ederim.



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
1.2. Sermaye Yapısı Kaynakları	3
1.2.1. Özsermaye İle Finansman	4
1.2.1.1. Hisse senetleri	5
1.2.1.2. Otofinsanman kaynakları	9
1.2.2. Yabancı Kaynaklar	9
1.2.2.1. Banka kredileri	10
1.2.2.2. Ticari krediler	10
1.2.2.3. Finansman bonoları	12
1.2.2.4. Tahviller	13
1.2.2.5. Finansal kiralama (leasing)	16
1.2.2.6. Forfaiting hizmetleri	17

Sayfa

1.2.2.7. Factoring hizmetleri	19
1.3. Sermaye Yapısı İle İlgili Teorik Yaklaşımlar	21
1.3.1. Net Gelir Yaklaşımı	21
1.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	22
1.3.3. Geleneksel Yaklaşım	22
1.3.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	23
1.3.5. Ödünleşme Teorisi.....	24
1.3.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi.....	25
1.4. Sermaye Yapıları Karar Vermede Etkili Olan Unsurlar.....	27
1.4.1. Firmanın Varlık Yapısı	27
1.4.2. Firmanın Büyüklüğü.....	29
1.4.3. Karlılık.....	31
1.4.4. Büyüme.....	31
1.4.5. Borç Dışı Vergi Kalkanı.....	33
1.4.6. Borcun Vergi Kalkanı	34
1.5. Borcun Vergi Kalkanı Etkisini Engelleyen Maliyet Unsurları.....	38
1.5.1. İflas Maliyeti	38
1.5.2. Temsilci Maliyeti	40

İKİNCİ BÖLÜM**BORÇ DOLARİZASYONU OLGUSU**

2.1. Dış Borçlanma.....	43
2.2. Dış Borçlanma Nedenleri	45
2.3. Dış Borçların Sınıflandırılması.....	46
2.3.1.Vadelerine Göre Dış Borçlar	46
2.3.2. Finansman Türlerine Göre Dış Borçlar	46

Sayfa

2.3.2.1 Proje-program kredileri	46
2.3.2.1.1. Proje kredileri	46
2.3.2.1.2. Program kredileri	48
2.3.2.2. Bağlı-serbest krediler.....	49
2.3.2.3. Borç ertelemeleri ve röfinansman kredileri.....	49
2.3.2.4. Satıcı kredileri.....	50
2.3.3. Borçlulara Göre Dış Borçlar	50
2.3.3.1. Kamu kesimi borçları	50
2.3.3.2. Özel kesim borçları.....	51
2.3.4. Geri Ödeme Şekline Göre Dış Borçlanma	51
2.3.4.1. Yabancı para cinsinden ödenecek dış borç.....	51
2.3.4.2. Yerli para cinsinden ödenecek dış borç	52
2.4. Dolarizasyon Olgusu	52
2.4.1. Borç Dolarizasyonunun Nedenleri	56
2.4.1.1. Original günah sorunu	57
2.4.1.2. Finansal sistemin yeterince derinlememiş olması.....	61
2.4.1.3. Kur sistemi.....	65
2.4.1.4. Kredibilite sorunu	68
2.4.2. Borç Dolarizasyonunun Etkileri	70
2.4.2.1. Borç dolarizasyonunun büyümeye etkisi	71
2.4.2.2. Borç dolarizasyonunun bilanço etkisi.....	71
2.4.3. Borç Dolarizasyonu Literatür Tartışması.....	73

Sayfa

2.4.3.1. Mundell-Fleming modeli	73
2.4.3.2. Marshall-Lerner modeli	76
2.4.3.3. Calvo-Reinhart modeli	78
2.4.4. Borç Dolarizasyonu Kriz İlişkisi: Ülke Örnekleri	83
2.4.4.1. Kriz modelleri.....	83
2.4.4.1.1. Birincil nesil kriz modeli	83
2.4.4.1.2. İkinci nesil kriz modeli.....	84
2.4.4.1.3. Üçüncü nesil modeli	85
2.4.4.2. Kriz örnekleri.....	87
2.4.4.2.1. Meksika krizi	87
2.4.4.2.2. Doğu Asya krizi	95
2.4.4.2.3. Arjantin krizi.....	102

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**TÜRKİYE'DE BORÇ DOLARİZASYONU GELİŞİMİ, NEDENLERİ: TCMB SEKTÖR BİLANÇOLARI ÖRNEĞİ**

3.1. 1923-2018 Doneminde Dış Borç Stoku	109
3.1.1. 1923-1950 Döneminde Dış Borçlanma	109
3.1.2. 1950-1960 Döneminde Dış Borçlanma	111
3.1.3. 1960-1970 Dönemi Dış Borçlanma	113
3.1.4.1970-1980 Dönemi Dış Borçlanma	114
3.1.5. 1980-1990 Dönemi Dış Borçlanma	117
3.1.6. 1990-1999 Sonrası Dış Borçlar	120
3.1.6.1. 1990-1993 dönemi dış borçlanma	120
3.1.6.2. 1994-1999 dönemi dış borçlanma	123

Sayfa

3.1.7. 2000-2008 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Dış Borçlanma	127
3.1.7.1. 2000-2008 dönemi Türkiye ekonomisi	127
3.1.7.2. 2002-2008 dönemi Türkiye ekonomisi	131
3.1.7.3. 2000-2008 dönemi dış borçlanma	134
3.1.8. 2008 Sonrası Türkiye Ekonomisi ve Dış Borçlanma	136
3.1.8.1. 2008 küresel krizi	136
3.1.8.2. 2008 sonrası Türkiye ekonomisi	139
3.1.8.3. 2008 sonrası dış borçlanma	145
3.2. Borç Dolarizasyonuna Neden Olan Unsurlar	148
3.2.1. Tasarruf Eksikliği	149
3.2.2. Borcun Vergi Kalkanı Kapsamında Finansman Gider Kısıtlaması	153
2.3. Küresel Likidite Bolluğu	157
3.2.4. Sermaye Piyasasının Gelişmemiş Oması	160
3.2.5. Yasal Kısıtlamalar	166
3.3. Borç Dolarizasyonu: TCMB Sektör Bilanço Örneği	170
3.3.1. İmalat ve İmalat Dışı Sektörlerin Bilanço Göstergeleri	170
3.3.2. İmalat ve İmalat Dışı Alt Sektörlerin Borç Dolarizasyon ve İhracat Oranları	180

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR FİRMALARININ BORÇ DOLARİZASYON ORANINI ARTTIRAN UNSURLAR ÜZERİNE BİR ANALİZ**

4.1. Panel Veri Analizi	191
4.1.1. Panel Veri Analizi Kavramı ve Tahmin Yöntemleri	191
4.1.2. Panel Veri Analizinde Model Tercihi	193

Sayfa

4.1.3. Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Sorunları	194
4.2. Analizin Amacı ve Kapsamı.....	195
4.2.1. Literatür Taraması	195
4.2.2. Analizin Amacı	198
4.2.3. Araştırma Modeli ve Veri Seti	200
4.2.4. Analiz Sonuçları	203
4.3. Modelin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Sorunlarına Yönelik Dirençli Model Uygulamaları	204
SONUÇ ve ÖNERİLER	211
KAYNAKÇA.....	223
EKLER.....	255
Ek-1	256
ÖZGEÇMİŞ.....	259

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 3.1. 1990-1993 Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)	123
Çizelge 3.2. 1994-2000 Dönemi Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (Milyar Dolar) ..	125
Çizelge 3.3. 2000-2008 Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	134
Çizelge 3.4. 2008-2018 Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	145
Çizelge 3.5. Reel sektör ve bankacılık sektörü dış borç stoku (Milyon Dolar)	146
Çizelge 3.6. Dış borç stoku-döviz dağılımı	147
Çizelge 3.7. Tasarruf oranları/GSYH (%)	150
Çizelge 3.8. Menkul kıymet stokları (Milyon TL)	163
Çizelge 3.9. SPK kurul kaydına alınan bazı menkul kıymet stokları (Milyon TL)	164
Çizelge 3.10. Hisse senedi ve tahvil bono piyasası işlem hacmi (Milyar TL)	165
Çizelge 4.1. İmalat ve İmalat Dışı Alt Sektörler	199
Çizelge 4.2. Modelde Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	201
Çizelge 4.3. Sektörler Bazında Analizde Uygulanan Model Türleri	203
Çizelge 4.4. Modelin Sonuçları	204
Çizelge 4.5. Modelin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyonun Test Edilmesi	205
Çizelge 4.6. Modele Göre Dirençli Tahmin Sonuçlar	206

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 3.1. İmalat Firmaları Varlık Yapısı	171
Şekil 3.2. İmalat Dışı Firmaların Varlık Yapısı	172
Şekil 3.3. İmalat Sanayi Firmaların Ekonomik ve Mali Rantabilite Oranı	173
Şekil 3.4. İmalat Dışı Firmaların Ekonomik ve Mali Rantabilite Oranı	173
Şekil 3.5. İmalat ve İmalat Dışı Firmaların Ticari Krediler Dengesi.....	174
Şekil 3.6. İmalat ve İmalat Dışı Firmaların Borç Dolarizasyon Oranları	175
Şekil 3.7. İmalat ve İmalat Dışı Firmaların Ölçek Bazında Borç Dolarizasyon Oranları.....	177
Şekil 3.8. İmalat Sanayi Ve İmalat Dışı Sanayi Firmalarının Nakdi Kredilerin Vadesi	178
Şekil 3.9. Kısa Vadeli Yp Nakdi Krediler/ Yurtdışı Satış	179
Şekil 3.10. İmalat Sanayi ve İmalat Dışı Firmaların İhracat-Borç Dolarizasyon Ortalamaları.....	182
Şekil 3. 11. İmalat Sanayi Firmaların Dönemsel İhracat ve Borç Dolarizasyon Ortalamaları.....	184

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
BİST	: Borsa İstanbul
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
IFC	: Uluslararası Finans Kuruluşu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Firmalar yatırımlarını finanse etmek için kaynağa ihtiyaç duymakta ve bu finansmanı özsermaye veya yabancı kaynakla karşılamaktadırlar. Firmaların hangi kaynaktan ne kadar kullanacağı konusu bilanço kalitesi açısından önem arz etmektedir. Firmaların sürekli borçlanarak finansman elde etmesi hem iflas riskine neden olmakta hemde kırılgan sermaye yapıları nedeniyle uygun koşullarda fon elde edememektedirler. Özkaynak yapısı güçlü olan firmalar iflas riskine karşı bilançolarını korumaktadırlar.

Türkiye’de firmalar özkaynakla finansman imkanının yetersiz olması sebebiyle yabancı kaynağa başvurmakta ve yabancı kaynak olarak da en çok banka kredileri yoluyla borçlanmaktadırlar. Özkaynakla finansman imkanının yetersiz olmasının sebepleri; halka açılmada yaşanan zorluklar, vergiden kaynaklı dezavantajlar, hisse senedi ihraç maliyetlerinin yüksekliği, ikincil piyasalarının gelişmemesi, yatırımcıların çekinceleri, yüksek riskli olması, devlet garantisinin olmaması gibi nedenler sıralanabilmektedir.

Firmaların banka kredileri ile finansman temin etmesinde en dikkat çekici husus, borcun yerli para birimi cinsinden ziyade yabancı para birimi cinsinden olmasıdır. Firmaların yükümlülüklerinin yabancı para birimi cinsinden olmasına borç dolarizasyonu adı verilmektedir. Firmaların yerli para birimi cinsinden yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan borçlanamaması, ülkede faiz oranlarının yüksekliği, yerli para birimine olan güvensizlik, sermaye piyasalarının gelişmemesi, dışlama etkisi, küresel likidite bolluğu nedeniyle borç dolarizasyon oranları artmaktadır. Firmalar borç dolarizasyonun artışı ile hem yatırımlarını finanse etmekte hem de negatif bilançosu etkisi ile karşılaşmaktadır.

Borç dolarizasyon oranının yüksek oluşu kur riskini de beraberinde getirmekte, kurun artışı para-vade uyumsuzluklarına neden olmakta ve firmaların yükümlülüklerinin değerini arttırmaktadır. Çalışmada kur artışının oluşturduğu risk nedeniyle hangi firmaların negatif bilanço etkisine maruz kaldığı ve firmaların borç dolarizasyon nedeniyle oluşan risklere karşı hangi unsurlarla önlem aldığı incelenecektir.

Çalışmada ayrıca, Türkiye'deki firmaların borç dolarizasyon oranlarının yüksekliği sebebiyle, borç dolarizasyon oranını arttıran unsurlar belirlenecektir.

Tezin ilk bölümünde sermaye yapısı kavramı, kaynakları ve sermaye yapısına yönelik teorik yaklaşımlar açıklanacak, ikinci bölümde borç dolarizasyon olgusu, borç dolarizasyonunu arttıran unsurlar ve borç dolarizasyon ile kriz ilişkisi incelenecek, üçüncü bölümde Türkiye'de borç dolarizasyonu arttıran değişkenler ve TCMB sektör bilançolarında yer alan firmalar özelinde borç dolarizasyona ilişkin veriler incelenecek ve dördüncü bölümde ise borç dolarizasyonu arttıran mikro ekonomik ve makro ekonomik değişkenler üzerine panel veri analize yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

İşletmeler, tüketicilerin talep ettikleri mal ve hizmetleri üretmek ve yatırımlarını finanse etmek için kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Bu kaynaklar bilançonun pasifinde yer alan işletme dışındaki yabancı kaynaklardan veya işletme içinde ortakların ortaya koydukları özsermayeden oluşmakta ve işletmelerin sermaye yapısını meydana getirmektedir.

İşletmeler, fon gereksinimi sağlamak için hangi finansman kaynaklarına başvuracağı ve bu kaynakların oranının ne olacağı hususunu, kaynakların maliyetine göre belirlemektedir. Özsermayenin maliyeti beklenen kar oranı, yabancı kaynakların maliyeti ise faizdir. İşletmeler bu maliyetlere katlanarak en düşük ortalama sermaye maliyetini belirlemek zorundadır. İşletmelerin ortalama sermaye maliyeti en düşük olduğu nokta optimal sermaye yapısını göstermektedir (Büker ve diğerleri, 2010:499).

Finans literatüründe finansal yapı ve sermaye yapısı kavramı ile aynı anlamda kullanılmakta bu iki kavram birbirleriyle karıştırılmaktadır. Finansal yapı; işletme tarafından kullanılan kısa vadeli fon kaynakları ile birlikte uzun vadeli fon kaynaklarını, sermaye yapısı ise işletme tarafından kullanılan uzun vadeli fon kaynaklarının bileşimini ifade etmektedir. Ancak finansal yapı tanımı çerçevesinde yer alan kısa vadeli fonlar işletmeler için sürekli fon kaynağı durumunda ise sermaye yapısı kavramına dâhil edilebilmektedir. Bu nedenle sermaye yapısı ve finansal yapı kavramı aynı anlamda kullanılması olağan bir durum haline gelmektedir (Yener ve Karakuş, 2012).

1.2. Sermaye Yapısı Kaynakları

Sermaye yapısı kaynaklarını, özsermaye ve yabancı kaynaklar olarak iki alt başlıkta incelemek mümkündür.

1.2.1. Özsermaye İle Finansman

Literatürde özsermaye ve özkaynak kavramları birbiri yerine kullanılmaktadır. Özsermaye firmaların fon ihtiyacı için işletme sahiplerinden veya ortaklarından, işletmenin kuruluş ya da faaliyet döneminde sağladığı finansmandır. İşletmenin kuruluş aşamasında yeni ortak alarak, faaliyet döneminde hisse senedi ihraç ederek veya ortaklara verilen kar paylarını dağıtmayarak bu kaynağı elde etmektedir (Usta, 2008:50).

Ortaklarca şirkete konulan varlıklar olarak karşımıza çıkan özsermaye kullanımının işletme açısından çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır.

İşletmeler için özsermaye kullanımının avantajları; (Bolak, 2005:236)

- a) Özsermaye kullanmak konusunda herhangi bir kısıtlayıcı zaman yoktur.
- b) İşletme için süreklilik arz eden gelir kaynağıdır.
- c) Özsermaye fazlalığı sayesinde işletmelerin likidite sıkışıklığı yaşamasının önüne geçilmektedir.
- d) Özsermaye kullanımı için herhangi bir sabit yükümlülük bulunmamaktadır.
- e) Özsermaye koyan yatırımcılar hem getiri elde etmekte hem de işletmelerin yönetimde söz hakkına sahip olmaktadır.
- f) Özsermaye yüksekliği bir şekilde firmaların iflas riskine karşı teminat görevi görmektedir. Firmaların özsermaye oranı ne kadar yüksek olursa yabancı kaynağa başvurduğu zaman kredi koşulların o kadar avantajlı olmaktadır.

İşletmelerin yeteri kadar özsermayeye sahip olması işletmenin borçlanma imkânı arttırmaktadır. Ancak yeterli düzeyde özsermayeye sahip olmayan işletmenin sürekli borçlanarak ile finansman ihtiyacını karşılaması söz konusu

değildir. İşletmelerin düşük özsermaye ve yüksek borçlanma durumu sermaye yapısını kırılgan hale getirmekte ve iflas riski söz konusu olmaktadır.

İşletmede özsermaye kullanımının dezavantajları bulunmaktadır. Bu dezavantajların en önemlisi, firmaların özsermaye yoluyla finansman ihtiyacı karşılaması durumunda ortaklara ödenen kar paylarının vergi matrahından indirme avantajı bulunmamaktadır. Ortaklara ödenen kar paylarının yarısı istisna, kalan yarısı ise gelir vergisi tarifesinin ikinci dilimini aşması durumunda beyan edilmektedir. İkinci dezavantaj ise hisse senedi ihraç edilmesi ile yeni ortaklar gelmekte ve bu durum mevcut ortaklar için hem karın azalması hem de işletmenin yönetim ve denetim hakkının paylaşılması anlamına gelmektedir (Bolak, 2005:236). Bir diğer dezavantaj; ortakların şirkete koydukları sermayeye faiz yürütememeleridir.

Özsermaye kalemlerini; hisse senetleri ve otofinansman kaynakları olarak iki alt kategorisinde incelemek mümkündür.

1.2.1.1. Hisse senetleri

Hisse senetler, anonim şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak için çıkarılan, şekil şartları yasalarla belirlenmiş, ortaklık hakkı veren (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:32), nama ve hamiline yazılı olarak çıkartılan kıymetli evraklardır (Taner ve Akkaya, 2009:120). Hisse senetleri, literatürde esham, aksiyon, pay, pay senedi olarak da bilinmektedir.

Hisse senetleri kıymetli evrak niteliğinde olması nedeniyle belli başlı bazı şekil şartları bulunmaktadır. Hisse senetleri, 6102 Türk Ticaret Kanunu'nun 487. maddesine göre "*Şirketin ticaret unvanı, şirketin sermaye tutarı, şirketin kuruluş tarihi, şirketin kuruluş tarihindeki sermaye tutarı, çıkarılan pay senedinin tertibi, çıkarılan pay senedinin tertibinin tescilli tarihi, senedin türü ve itibarî değeri ve senedin kaç payı içerdiğinin*" belirtilmesi gerekmektedir.

Hisse senetleri kıymetli evrak niteliğinde olduğundan, alınıp satılabilmekte ve alım-satım anında temsil ettiği tüm haklar da devredilmektedir. Ayrıca bu

senetler şirket sermayesinin bir parçasını temsil etmekte ve bölünmesi mümkün olmayan senetlerdir (Taner ve Akkaya, 2009:121,122).

Hisse senetleri “hakkı” temsil eden belgelerdir. Bu hak kapsamında hisse senetleri sahipleri; kâr payı alma hakkı, yönetime katılma hakkı, oy kullanma hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı, rüçhan hakkı ve şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkına sahiptirler. Üçüncü şahıslara devri durumunda da hem üzerinde yazılı değerler hem de senede bağlı haklar devredilmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010:22,23).

Şirket hakkında bilgi alma hakkı: Hisse senedi sahibi olan yatırımcılar hisse senedine sahip oldukları firmaların faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkına sahiptir¹.

Tasfiye bakiyesinden pay alma hakkı: Şirketin tasfiyesinin gerçekleşmesi halinde, öncelikle borçlulara ve imtiyazlı hisse senetleri sahiplerine alacakları ödenmektedir. Hisse senedi sahiplerine ise bu iki alacaklıya ödeme yapıldıktan sonra kalan tutar payları oranında dağıtılmaktadır².

Kâr payı alma: Şirketler her yıl elde ettikleri karın bir kısmını ortaklarına dağıtmaktadırlar. Ancak şirketler elde ettikleri kardan önce ödeyecekleri vergileri düşmekte ve daha sonra kalan net tutar üzerinden belli bir tutarı kanuni ve yedek akçe ayırmaktadır. Geriye kalan tutarı hisse senedi sahiplerine payları oranında dağıtmaktadır. Bu pay dağıtımı da şirket sözleşmelerine uygun olarak yapılmaktadır (Civan, 2010:81,82).

Rüçhan hakkı: Yeni hisse senetleri ihraç edilmesi durumunda mevcut ortakların bu yeni senetlerden öncelikli olarak alma hakkına denilmektedir. Bu öncelikli pay alma hakkı yatırımcının hisseleri oranında gerçekleşmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010:23).

Şirket yönetimine katılma hakkı: Pay senedi sahipleri şirketin genel kurul, yönetim kurulu ve denetim kurulu üyesi olabilecekleri gibi şirketin yönetim

¹ TTK 437 maddesinde yer almaktadır.

² TTK 507 ve 543 maddelerinde yer almaktadır.

kademelerinde de çalışabilme hakkına sahip olmaktadırlar (Karabıyık ve Anbar, 2010:23).

Oy kullanma hakkı: Ortaklar, hisse senetlerine sahip oldukları zaman oy kullanma hakkına da sahip olmakta (Ceylan ve Korkmaz, 2013:448) ve her ortağın bir oy hakkı bulunmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2010:23).

Hisse senetleri devredilme durumlarına, taşıdıkları önceliklere, sahip olduğu ayrıcalıklara ve sermayeyi temsil yetkilerine göre çeşitli gruplara ayrılmaktadır. Bu senetler; nama ve hamiline yazılı hisse senetleri, adi ve imtiyazlı hisse senetleri, kurucu ve intifa hisse senetleri, primli ve primsiz hisse senetlerdir.

a) Nama-Hamiline Yazılı Senetler

Hisse senetlerinin devredilme olanaklarına göre nama ve hamiline yazılı senetler olarak ikiye ayrılmaktadır.

Nama yazılı hisse senetleri, şirket pay defterinde ismi yazılı olarak belirtilen ve yatırımcının adına düzenlenen hisse senetleridir. Şirket defterine senetlerin sahibinin adı, soyadı, açık adresi, pay sayısı ve numarası yazılarak kaydedilmektedir. Devir ve teslim durumunda şirket defterine kaydı ile gerçekleşmektedir (Gönenli, 1979:559,560).

Nama yazılı hisse senetlerinde ortakların kim olduğu belli olduğu için herhangi bir çalınma ve kaybolma durumunda ispatı ve tespiti kolay olmaktadır. Ancak gizlilik sağlayamaması, devrinin zor olması ve halka açılmada engellerin olması bu senetlerin olumsuz yönlerindendir (Karabıyık ve Anbar, 2010:26,27).

Hamiline yazılı senetler, ortağın kim olduğu belli olmayan ve bu senetler kimin elindeyse mülkiyet hakkının da sahibi olduğu senetlerdir (TSPAKB, 2012:20). TTK'ya göre bu senetlerin çıkartılabilmesi için bedelinin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir.

Hamiline yazılı senetler, kime ait olduğu belli olmaması sebebiyle, nama yazılı senetlerin aksine gizliliği sağlamaktadır. Ancak bu durum senetlerin

çalınması veya kaybolması durumunda tespit edilip bulunmasını zorlaştırmaktadır. Hamiline yazılı senetlerin devir kolaylığı ve bu senetlerin mülkiyeti tabana yayılması gibi konularda avantajları bulunmaktadır (Karabıyık, Anbar, 2010:25).

b) Adi-İmtiyazlı Hisse Senetleri

Adi hisse senetleri, sahiplerine yasada belirlenen eşit oy hakkı, kar dağıtımı ve tasfiye durumunda eşit pay alma hakkına sahiptir. Adi hisse senetleri nominal değerli veya nominal değersiz olarak çıkarılmaktadır (Sarıkamış ve diğerleri, 2004:65,66).

İmtiyazlı hisse senetleri ise sahiplerine ayrıcalıklar tanımaktadır. Bu ayrıcalıklar taraflar arasında yapılan sözleşmelerle açıkça belirtilmiş olmalıdır. İmtiyazlı hisse senetleri sahipleri kâr payı ayrıcalığı, rüçhan hakkı, yönetime katılma ve oy kullanma ayrıcalıklarına sahiptirler³.

Hisse senetleri değişik nitelikte çıkarılabilmektedir. Çıkarılan bir hisse senedinin başka bir hisse senedine göre ayrıcalıklı olması durumunda bu hisse senedinin imtiyazlı olduğu söylenebilmektedir. Ancak tek tip hisse senetleri çıkarılmışsa bu senetlerin ayrıcalıklı olduğu söylenememekte ve bu senetler adi senetler statüsünde yer almaktadır (Akt. Ünal, 2000).

c) Primli-Primsiz Hisse Senetleri

Üzerinde yazılı bedelle ihraç edilen hisse senetleri primsiz hisse senetleri, nominal bedelinin üzerinde bir değerle ihraç edilen hisse senetleri ise primli hisse senetlerdir (SPK, 2007:6).

d) Kurucu-İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, karşılığında herhangi bir bedel olmadan şirket kurucularına ya da şirkette emeği geçen ortaklara belli bir oranda kâr payı

³ TTK 401 ve 403 maddelerinde yer almaktadır.

ayrıcalığı verilmek için çıkarılan senetlerdir. Oy hakkı ayrıcalığı bulunmamaktadır (Sayılğan, 2008:66).

İntifa hisse senetleri ise, şirketin kuruluşundan sonra emeğe geçenlere şirketin genel kurul kararı ile çıkarılan hisse senetleridir (Taner, Akkaya, 2009:124).

1.2.1.2. Otofinansman kaynakları

İşletmenin faaliyetleri sonucunda elde ettiği karın bir kısmını ya da tamamını dağıtmayarak finansman ihtiyacı için kullanmasına otofinansman denilmektedir. Otofinansman yöntemini açık ve gizli olmak üzere iki alt kategori de incelemek mümkündür (Sarıaslan ve Erol, 2008:99). İşletmenin elde ettiği karın dağıtılmayarak şahıs işletmelerinde şahsın hesabında tutularak, anonim ortaklıklılarda ise yedek akçe ayrılarak hesaba geçirilmesi durumu açık otofinansman denilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2009:168). Gizli otofinansman ise, elde edilen kar gizlenerek ya da gösterilmeyerek oluşan gizli yedeklerdir (Usta, 2008:248).

Otofinansman kaynakları firmalar için kendi gücü ile özsermaye yaratmasıdır. Bu yöntemde, işletme herhangi bir yere başvurmadan finansman ihtiyacını kendi iç sisteminden karşılamaktadır. Bu yöntem, en çok yeni kurulan işletmeler tarafından tercih edilmektedir. Çünkü bu firmalar banka kredisine başvurmak için yeterli düzeyde kredibiliteye sahip firmalar değildir (Usta, 2008:246,250).

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

İşletmeye üçüncü kişiler tarafından verilen, alacak hakkı doğuran, belirli bir süre sonunda faiziyle birlikte alacaklıya ödenmesi gereken finansman türüdür. Yabancı sermayenin ücreti faizdir. Faiz, işletmenin maliyet unsurudur. Ancak yabancı sermayenin faizi vergi matrahından indirebilmektedir (Akgüç, 1994:639,641).

Yabancı kaynakları; banka kredileri, ticari krediler, finansman bonoları, tahviller, leasing, forfaiting ve factoring olarak alt kategorilerde incelemek mümkündür.

1.2.2.1. Banka kredileri

Banka kredileri, bankalardan belli bir faiz karşılığında geri ödenmek üzere alınan ödünç paradır. İşletmeler kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla banka kredilerine başvurmaktadır (Parasız, 2000:199).

Banka kredilerinin farklı vade imkânının olması, sabit faizli olması ve özkaynakla finansmana göre daha az maliyetli olması sebebiyle işletmelerin sıklıkla başvurdukları yöntemlerden biridir. İşletmeler ve bankalar arasında yapılan kredi sözleşme sürecinde avantajlı hükümler konulabilmesi ve faizi vergi matrahından indirilebilmesi nedeniyle işletmeler banka kredilerine başvurmaktadır (Akgüç, 1998:646,647).

İşletmelerin fon ihtiyacını karşılamak için banka kredilerinden faydalanması kolay olmamaktadır. Bankalar ticari işletmeler hakkında yeterli bilgiye sahip olduktan sonra kredi imkânı sağlamaktadırlar. Bankalar işletmelerin bilanço yapılarının sağlam olmasına ve ticari itibarlarına göre işletmelere farklı düzeyde kredi verebilmektedir.

Bankalar firmaların borç/özsermaye oranlarına göre kredi vermektedir. Firmalar, beklediği satışları gerçekleştirememesi durumunda aldıkları kredinin anapara ve faizini vadesinde ödeyememe riski bulunmaktadır. Firmalar borcun ödenmeme riskini satışları ile dengeleyemezse bankalardan fon temin elde etme imkânı kalmamaktadır (Akgüç, 1998:646,647).

1.2.2.2. Ticari krediler

Ticari krediler, satıcı kredisi olarak da adlandırılmaktadır. Ticari kredilerde alıcı işletme ve satıcı işletme olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Satıcı firmalar, mal satışı sırasında alıcı firmadan herhangi bir bedel almamakta ve alıcı firmada herhangi bir ödememe yapmamaktadır. Satıcı firma alacaklı olduğu bedeli

vadelere yayarak tahsil etmekte ve alıcı firmaya kredi imkânı sağlamaktadırlar (Berk, 2000:174).

Ticari krediler, yeni kurulan işletmelerin ve küçük ölçekli işletmelerin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılmaktadırlar. Finansal ödeme güçlüğü bulunan bu işletmelerin bankalardan kredi alma imkânının sınırlı olması sebebiyle büyük ölçekli işletmeler bu işletmelerin ticari itibarlarına göre kredi imkânı sağlamaktadır (Türko, 2002:538,539).

Ticari kredilerde alıcı işletmelerin vadeli satıştan dolayı faiz yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak satıcı firma malın peşin ve kredili satış için farklı fiyat uygulaması yapmakta ve bu iki satış fiyatı arasındaki fark alıcı firmanın katlandığı maliyet olmaktadır (Gürgen, 1972:137).

Satıcı işletmenin alıcı işletmeye sağladığı ticari kredi imkânının sürdürülebilir olması için hem rekabet koşullarının geçerli olması hem de alıcı firmanın borcunu ödeyebilme gücünün olması gerekmektedir. Bu sayede alıcı firma ticari kredilerden daha fazla yararlanabilmekte hem de daha uzun vadeli kredili satış imkânı elde etmektedir (Aydın ve diğerleri, 2009:150,151).

Ticari krediler açık hesap ve borç senedi olarak iki şekilde uygulanmaktadır. Açık hesap süreci, alıcı ve satıcı arasında herhangi bir senet olmaksızın satın alınan malın faturalandırılması ve bedelin ödenmesi için belirli bir süre verilmesidir. Bu hesap türünde satıcı firma alıcı firmanın kredibilitesine dayanarak işlem yapmaktadır. Borç senedi ise alıcı ve satıcı firma arasında yapılan satış senedi üzerinden borç yasal hale getirilmekte ve alacak garanti altına alınmaktadır (Dağlı, 1999:223). Açık hesap sürecinde alıcı ve satıcı arasında güven esasına dayalı olarak alış-satış faaliyeti yapılmakta borç senedi işleminde ise böyle bir ilişkiden söz etmek mümkün olmamaktadır.

1.2.2.3. Finansman bonoları

Büyük işletmelerin fon ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardıkları borç senetleridir. Emre ve nama yazılı olarak çıkartılmaktadır. En az 60 gün en çok 720 gün vadelidir (Poyraz, 2008:368).

Finansman bonolarının vadeleri ihraç edenler tarafından belirlenmektedir. Bonolar vadelerine uygun olarak belirlenen iskonto oranları ile iskonto edilerek satılmaktadır (Gündoğdu, 2017:96). Nominal değeri anapara ve faiz içermektedir. Bonolara ödenen faizler bankalara ödenen faizlerden daha yüksektir ve faize ek olarak komisyonlar ve karşılık oranı gibi maliyet arttırıcı ek maliyetler bulunmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008:413).

Finansman bonoları halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin iki türlü satışa çıkarılmaktadır. Halka arz edilebilir finansman bonolarının aracı kurumlar vasıtasıyla satışı zorunludur. Halka arz edilmeksizin çıkarılan finansman bonoları ise nama yazılı olarak çıkarılma zorunluluğu bulunmaktadır (Karabıyık, Anbar, 2010: 41).

Finansman bonoları güvencesiz olarak çıkarılmaktadır. Ancak güvencelerine göre 5 şekilde sınıflandırılabilir. A tipi, B tipi, C tipi, D tipi ve E tipi finansman bonolarıdır (Karslı, 1994:351).

A Tipi Bonolar: Finansman bonolar garanti kaydı taşımamaktadır.

B Tipi Bonolar: Banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonolarıdır.

C Tipi Bonolar: Banka garantisi taşıyan finansman bonolarıdır.

D Tipi Bonolar: Hazine garantisi taşıyan finansman bonolarıdır.

E Tipi Bonolar: Başka bir ortaklığın garantisini taşıyan bonolardır (SPK, 2007:10).

Finansman bonosu diğer yöntemlere göre düşük maliyetli finansman sağlaması ve daha az prosedüre sahip olması gibi avantaja sahiptir. Ancak itibarı düşük firmaların bu yöntemle fon sağlamanın mümkün olmaması, bu bonolar talep edenlerin sınırlı olması, piyasasının dar olması ve vadesi geldiği zaman ödeme zorunluluğu olması gibi dezavantaja sahiptir (Toroslu,1998).

1.2.2.4. Tahviller

Anonim ortaklıklar, KİT'ler ve yerel yönetimler tarafından finansman ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardıkları nominal değerli uzun vadeli borçlanma senetleridir. Seri halde çıkarılmaktadır. Tahvil sahiplerine yalnızca anapara ve faiz ödemeyi taahhüt eden menkul kıymettir (Karabıyık ve Anbar, 2010:34).

SPK'ya göre tahvil, vadesi bir yıl veya daha uzun vadeli olan, ihraç edenlerin borçlu olarak nitelendirildiği, vade bitiminde borcun ödendiği ve nominal değerli borçlanma aracıdır.

Tahvillerin anapara ödemeleri tahvilin vadesinin iki yıl olup olmamasına göre değişmektedir. İki yıldan daha az vadesi olan tahvillerin anapara ödemesi vade bitiminde ödenmekte, iki yıldan daha uzun vadeli olan tahviller ise iki taksitte ödenmektedir. İlk taksit vadenin başladığı tarihte, son taksit ise vadenin bitiminde yapılmaktadır. Faiz ödemelerinin vadeleri ise değişmekte, 3 ve 6 ayda bir veya yılda bir defa olmak üzere ödenmektedir (Aydın ve diğerleri, 2009:157).

Tahvil sahipleri firmalar üzerinde herhangi bir denetim yetkisi veya şirketlerin yönetimine katılma hakkı bulunmamaktadır. Tahvil sahiplerinin firma üzerindeki tek hakkı anapara ve faizin ödenmesidir (Aydın ve diğerleri, 2009:158).

Tahviller işletmelerin uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılama imkânı sağlamanın yanı sıra bazı avantajları da bulunmaktadır. Tahvillerin en önemli avantajı, tahvil sahibinin hisse senedi sahibine göre yatırdıkları fon açısından daha az risk altında olmasıdır. Firmaların kar elde edip etmemesine göre hisse senetleri sahipleri gelir elde ederken, tahvil sahiplerinin kar ve zarara göre alacakları değişmemektedir. Diğer en önemli avantajları ise tahvillerin faizinin vergi

matrahından düşürülmesi ve hisse senetlerine göre ihraç maliyetlerinin daha düşük olmasıdır (Sarıkamış ve diğerleri, 2004:41).

Tahvillerin değeri piyasa faiz oranına göre belirlenmektedir. Tahvillerin değeri ile piyasa faiz oranı arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Piyasa faiz oranı düştüğünde ikincil piyasada tahvilin değeri yükselmekte, piyasa faiz oranı yükseldikçe tahvilin değeri düşmektedir (Akbulak ve Akbulak, 2004: 151).

a) Devlet tahvili-Özel sektör tahvili

Devlet tahvili, devletin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla uzun vadeli çıkardığı borçlanma senedir. Devlet tahvillerinin üzerinde faiz kuponu bulunmakta ve bu tahvillerin faiz oranı düşük olmaktadır. Bunun nedeni devlet tahvillerinin istenildiği zaman paraya çevrilebilme ve ihalelerde teminat olarak kullanılabilmesidir. Devlet tahvilleri kuponlu veya iskontolu olarak satılmaktadır (Civan, 2010:108). Tahvillerin riskinin düşük olması, güvenilir olması ve vadesi dolmadan paraya çevrilmesi nedeniyle tercih edilmektedir (Ulusoy, 2009:286,295).

Özel sektör tahvili ise özel sektörün uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla çıkardığı borçlanma senedir. Özel sektör tahvilleri 1 yıldan uzun vadeli olan borçlanma senetleridir. Sabit veya değişken faizli olarak çıkarılmaktadır. Özel sektör tahvil faizi devlet tahvili faizine nazaran yüksektir. Özel sektör tahvillerinin daha yüksek faizli olmasının nedeni, firmaların iflas etme riski ve borcun anapara ve faizinin ödenmesinde temerrüde düşme ihtimalinin olmasından kaynaklanmaktadır⁴. Özel sektör tahvili vadesi geldiği zaman ödeme esasına dayanmaktadır (Süer, 2011).

Özel sektör tahvilleri, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyacı için en önemli finansman kaynağıdır. Türkiye gibi sermaye piyasası gelişmemiş ülkelerde ise şirketlerin tahvil ihraç ederek finansman ihtiyacını karşılaması sınırlı düzeyde kalmaktadır.

⁴Borsa İstanbul. Borçlanma Araçları.

İnternet:<http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari> adresinden 27 Şubat 2018 tarihinde alınmıştır.

Özel sektörün finansman ihtiyacı için tahvil ihracının sınırlı düzeyde kalmasının nedeni devletin yüksek borçlanma gereği ve vergi sistemi olarak ortaya çıkmaktadır. Kamunun borçlanma gereksinimindeki artışın özel sektör üzerinde dışlama etkisi, devlet tahvili ve hazine bonolarından elde edilen getirilerin yüksek oluşu, faiz konusunda kamunun üstün olması, devlet tahvil ve bonolarının özel sektör tahvil ve bonolarına göre alım-satım nedeniyle elde edilen getirilerinden alınan vergilerin düşük olması gibi nedenlerle özel sektör tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasalarından finansman imkânı elde edememektedir (Ersoy, 2012).

b) Nama- Hamiline Yazılı Tahviller

Nama yazılı tahviller, tahvilin üzerinde tahvilin kime ait olduğu yazılı olan borçlanma senedir. Tahvili ihraç eden şirket, tahvil sahibinin kim olduğunu tahvile yazmaktadır. Eğer tahvil başka kişilere devredilirse şirket defterine gerekli kaydın tutulması gerekmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010:37).

Hamiline yazılı tahviller, tahvil sahibinin kim olduğu belli olmayan tahvillerdir. Tahvilin el değiştirmesi durumunda tahvil kimin elindeyse o kişinin malı sayılmaktadır. Bu tahviller kayıt altına alınmamaktadır (Gürsoy, 2007:685).

c) Güvenceli-Güvencesiz Tahviller

Tahvil ihraç eden şirketler anapara ve faiz ödemesini yatırımcılara garanti etmektedir. Ancak şirketler bu garantiye ek güvencelerde vermektedir. Taşınmaz mallar, banka teminatı ve hisse senetleri olarak adlandırılan varlıklar bu güvenceler kapsamında yer almaktadır. Bu sayede yatırımcılar alacaklarını garanti altına almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013:469,470).

Güvencesiz tahviller ise tahvil ihraç eden şirketin anapara ve faizi ödeme garantisi dışında başka güvence vermediği tahvillerdir. Yatırımcılar bu tür tahvilleri alırken firmanın itibarına ve varlıklarına göre değerlendirme yapmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013:470,471).

d) Primli-İskontolu Tahviller

Primli ve iskontolu tahviller nominal değerlerine göre ayrılmaktadır. Tahviller değerinin altında ihraç ediliyorsa iskontolu, değerinin üzerinde ihraç ediliyorsa primli tahviller olarak adlandırılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:207). Hisse senetlerinin iskontolu olarak satılması TTK 'da yasaklanmasına rağmen tahvillerde böyle bir durum söz konusu değildir.

e) Sabit-Değişken Faizli Tahviller

Tahvillerin ihraç edildiği anda ödenecek faizin belli olduğu ve bu faizin vade bitimine kadar değişmediği tahvillere sabit faizli tahvil denilmektedir. Değişken faizli tahvil ise tahvillerin ihraç edilirken faiz oranı belli olmamakta ve bu faiz belirli koşullara göre ödeme zamanında değişmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007:505).

1.2.2.5. Finansal kiralama (leasing)

İşletmeler faaliyetlerini gerçekleştirmek için sabit sermaye yatırımlarına ihtiyaç duymaktadır. Bu sabit yatırımlar bina, arsa, arazi, makine-teçhizat, araç ve gereçlerden oluşmaktadır. Firmalar bu yatırımları satın alabileceği gibi kiralayabilmektedir. Söz konusu kiralama yöntemi alternatif finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır (Türko, 2002:361,362). Kiralama kavramı literatürde “Leasing” kavramı ile anılmaktadır.

Leasing de kiralayan (lessor) ile kiracı (lessee) olmak üzere iki taraf bulunmakta ve taraflar aralarında sözleşme imzalamaktadırlar (Poyraz, 2008:386). Bu sözleşmenin içeriğinde malın kira bedeli, süresi ve diğer hususlar yer almaktadır. Leasing yönteminde kiracı kiraladığı malın bedelini ödeyerek kullanım hakkını elde etmektedir (Akgüç, 1998:628).

Leasing faaliyeti ikiye ayrılmaktadır. Faaliyet ve işletme kiralaması olarak adlandırılan “operating leasing” ve finansal kiralama olarak adlandırılan “financial leasingtir”.

Operating leasing, kiralayan ve kiracı arasında yaptığı sözleşme ile kiralanan malın bakım ve onarım masraflarının kiralayan şirkete bırakıldığı leasing türüdür. Bilgisayar, fotokopi makinesi ve ulaşım araçları kiralamaları operating leasing kapsamında değerlendirilmektedir. Operating leasingde kira sözleşmeleri kısa süreli olmaktadır. Kiracı şirket, kira sözleşmesinde yer alan kira süresi dolmadan sözleşmeyi feshetme hakkı bulunmaktadır (Erol,1999:4).

Finansal leasing işleminde ise üç aşama bulunmaktadır. İlk aşama yatırım yapmak isteyen firma ile malın satıcısı arasında yapılan anlaşmadır. Bu aşamada yatırımcı firma ürün hakkında bilgi almakta ve satın alma koşullarını öğrenmektedir. İkinci aşamada ise yatırımcı firma gerekli bilgileri öğrendikten sonra ilgili malın satın alınıp tarafına kiralınması için leasing şirketine başvuruda bulunmaktadır. Leasing şirketi de bu başvuruyu değerlendirerek yatırımcı firma hakkında gerekli denetimleri yapmakta ve daha sonra yatırım malını satın alarak, yatırımcıyı firmaya devretmektedir. Son aşama ise sözleşmeden doğan hak ve yükümlüklerin bittiği aşamadır (Usta, 2008:210).

Finansal leasing uzun vadeli bir anlaşma şeklindedir. Kiracı ve kiralayan taraflar sözleşme hükümlerinde yer alan kullanım süresi dolmadan sözleşmeyi feshetme hakkı bulunmamaktadır. Kiralanan malın ekonomik ömrü kiralama süresi kadarsa ilgili malın bedeli belirlenerek kiracıya satılmakta veya bedelsiz olarak bırakabilmektedir (Türko, 2002:363,364).

Finansal leasing de firmalar ihtiyaç duyduğu sabit yatırımların kiralama bedelini ödeyerek kullanabilmekte, bu işlem bilançonun pasif kısmında yer alması sebebiyle kaldıraç oranını etkilememekte ve firmanın kredibilitesini arttırmaktadır (Yavuz, 2009:7).

1.2.2.6. Forfaiting hizmetleri

İhracatçı firmaların (forfaitist) vadeli mal ve hizmet satışından doğan alacak haklarının bir banka ya da finans kuruluşu (forfaiter) tarafından satın alınmasıdır (Yavuz, 2009:23).

Forfaiting hizmeti 1960'lı yılların başında İsviçre'de ilk kez uygulanmış ve 1970'li yılların başında ise Londra bu hizmet faaliyetinin önemli merkezi haline gelmiştir. Daha sonraki yıllarda ise ihracat yapısının değişime uğradığı gelişmekte olan ülkelerde yatırım mallarının ihracatının artması ile birlikte yaygınlaşma imkânı bulmuştur (Doğukanlı, 2008:308).

Forfaiting işlemlerinde dört taraf bulunmaktadır. İhracatçı firma, ithalatçı firma, forfaiter ve garantör bankadır. Forfaiting işlemi birkaç aşamada gerçekleşmektedir. Forfaiting hizmeti ilk başta ihracatçı firma ve ithalatçı firma arasında yapılan sözleşme ile başlamaktadır. Bu sözleşmenin içeriğinde ihracata konu olan mal ve hizmetin fiyatı, ödeme planı gibi bilgiler yer almaktadır. Sözleşme aşamasından sonra ihracatçı, ithalatçıya malları teslim etmektedir. İthalatçı, ihracatçıya borç senetlerini teslim etmek için bir bankayla anlaşma yapmakta ve bu senetler bankalar üzerinden ihracatçıya teslim edilmektedir. İhracatçı daha önce anlaşmış olduğu forfaitere bu belgeleri teslim etmekte ve forfaiter de belli bir iskonto oranından ihracatçıya nakit ödeme yapmaktadır. Senetler daha sonra forfaiter tarafından garantör bankalara teslim edilmekte ve vadesi geldiğinde garantör banka aracılığıyla ödeme yaparak forfaiter alacağını teslim almaktadır (Türko, 2002:561,562).

Forfaiting hizmeti orta vadeli finansman yöntemi olarak yer almaktadır. Forfaiter, piyasa koşullarını inceleyerek risk grubuna göre için vade belirlemektedir. Forfaiter 6 aydan 6 yıla kadar vadeli işlem yapabilmektedir (Özdemir, 2005).

Forfaiting hizmetinde ilgili taraflar bu hizmet sayesinde birtakım avantajlar elde etmektedir. İthalatçı açısından avantajı; vadeli alış yapması sebebiyle malı önceden alıp, ödemeyi sonradan yapmakta ve bu sayede söz konusu işlem için maliyetini önceden bilme hakkını elde etmiş olmaktadır. İthalatçı açısından diğer önemli avantaj ise, satıcının risklerinin korunduğunu bilmesi sebebiyle sözleşme şartlarını belirlerken daha iyi pazarlık yapabilmesidir (Yavuz, 2009:26).

Forfaiting hizmetinin ihracatçı firma açısından avantajı ise, ihracatçının sattığı malın bedelini nakit olarak hemen alabilmesi, mal ve hizmetlerini

müşterilerine vadeli şekilde satabilmesi ve vadeli satış sayesinde ihracatta rekabet edilebilirliğini arttırmasıdır. İhracatçı firma nakit olarak sattığı malın bedelini hemen almasına karşın ithalatçı firmanın forfaitere ödeme yapmama riski bulunmaktadır. Bu riski ihracatçı firma forfaitere bırakmış olmaktadır (Aşık, 2013:52,53).

Garantör banka için de bu hizmetin avantajı bulunmaktadır. Uluslararası işlemler nedeniyle oluşan bu hizmetler sayesinde garantör banka uluslararası düzeyde hem prestij elde etmekte hem de tanınmaktadır. Bankacılık hizmetleri açısından ise portföy çeşitliği sağlayarak müşterilerine yeni imkanlar sağlamakta ve komisyon geliri elde etmektedir (Usta, 2008:246).

Forfaiting işleminde forfaiterin amacı hiç kuşkusuz kar elde etmektir. Forfaiter ihracatçıya yaptığı satıştan dolayı elde ettiği bedeli hemen ödemektedir. Ancak forfaiter ise ithalatçıdan alacağı bedeli daha uzun vadede almaktadır. Kısa sürede ödeme yapıp alacağını daha uzun vadede tahsil edeceği için forfaiter ihracatçıya bir bedel öderken belli bir iskonto üzerinde yapmaktadır. Forfaiterin ödediği bedelle tahsil ettiği bedel arasındaki fark forfaiterin kazancı olmaktadır (Dikmen, 1992).

1.2.2.7. Factoring hizmetleri

Factoring ticari hayatı kolaylaştırmak için ABD’de 1890’lı yıllarda ortaya çıkmış ve 1960’lı yıllarda ABD’de bulunan factoring şirketleri sayesinde Avrupa’ya, 1970’li yıllarda ise Japonya ve Doğu Asya ülkelerine yayılmıştır (Usta, 2008:223).

Factoring hizmetleri; satıcı işletmelerin piyasada gerçekleştirmiş oldukları vadeli satışlarından doğan kısa vadeli alacaklarını belirli bir komisyon ve faiz karşılığında factor denilen kuruluşlara devretmesidir (İvanovic ve diğerleri, 2011). Factoring hizmeti, factoring kuruluşu tarafından satıcı işletmeye ait alacaklarını devralmasıyla başlayıp, belirli bir vade sonunda söz konusu işletmenin alacağının factoring kuruluşu tarafından tahsil edilmesiyle biten süreçtir (Yavuz, 2009:12).

Factoring bir kredi değildir ve işletmenin finansmanın ihtiyacı için fon sağlıyor olsa da işletmenin bilançosunda ek yükümlüğü bulunmamaktadır (Ivanovic ve diğerleri, 2011).

Factoring hizmetlerinde üç taraf bulunmaktadır.

- Satıcı işletme
- Factoring kuruluşu
- Borçlu işletmedir. Uluslararası factoring hizmetlerinde ise dördüncü bir taraf olarak ithalat ülkesindeki muhabir factor yer almaktadır (Toroslu, 2000:29).

Sözleşmede belirlenen bu üç tarafın rücu hakkı bulunmamaktadır. Satıcı işletme borçlularının vadeli satışlarını, factoring kuruluşu ise borçlu işletmenin vadeli ödemelerini satın almaktadır. Ayrıca factoring kuruluşu borçlu işletmenin muhasebe ve tahsilat işlemlerini yürütmektedir (Yolcu ve Sağlam, 2013:26).

Factoring şirketleri, satıcı işletmelerin sattıkları mal ve hizmetlerin bedelinin %80'nini vadesi gelmeden ödemekte, geri kalan kısmını ise alacağın tahsil edildiği zaman belirli bir komisyon kesildikten sonra satıcı firmaya ödemektedir (Poyraz, 2008:377). Factoring şirketinin komisyon kesmesinin nedeni ise alacağını tahsil edememe riski nedeniyle oluşan risk primi, factoring hizmeti için gerekli olan giderler (personel gider, sabit giderleri vb.) ve kâr marjından kaynaklanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013:179).

Factoring hizmeti, satıcı işletmelerin mal satışından doğan alacaklarını factore devretmesine denilmektedir. Bu devir sözleşmelere göre belirlenmektedir. Sözleşmede hangi alacağın devredileceği ilgili taraflar, başlangıç ve bitiş süresi, tarafların hak ve yükümlükleri, faiz ve komisyon oranı gibi bilgiler yer almaktadır. Bu sözleşme ile factoring hizmeti başlamış olmaktadır (Toroslu, 2000:28).

Factoring hizmeti ile satıcı firma sattığı mal ve hizmetlerden kaynaklanan alacaklarının takibi ve tahsili, alış ve satış işlemleri için ilgili muhasebe kayıtlarının

tutulması ve danışmanlık hizmeti gibi imkânlardan yararlanmaktadır (Berk, 2000:185).

Factoring sayesinde birçok küçük işletme uluslararası ticarete yer alabilmekte ve rekabet imkânı artmaktadır. Factoring, bazı yazarlara göre "mali özgürlüğe pasaport" imkânı sunmaktadır. Avantajlarından dolayı, gelişmiş piyasa ekonomilerinde factoring dış finansman için çok önemli bir kaynaktır. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin banka kredilerine ulaşma imkanının olmadığı veya küresel likiditenin daraldığı durumlarda finansman kolaylığı sağlamaktadır. Gelişmiş ülkelerde, factoring, finansal kaynakların daha hızlı dolaşımını sağlar ve reel ekonominin likidite ve ödeme gücünü sağlaması nedeniyle dış finansman kaynağı olarak görülmektedir (Ivanovic ve diğerleri, 2011).

1.3. Sermaye Yapısı İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

İşletmeler sahipleri sermaye yapısı oluştururken firma değerini maksimize edecek optimal sermaye yapısını belirlemesi gerekmektedir. Literatürde optimal sermaye yapısı ile ilgili teoriler bulunmaktadır. Bu amaçla bu bölümde optimal sermaye yapısı ile ilgili teoriler alt başlıklar halinde incelenecektir.

1.3.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımına göre bir firmanın finansman ihtiyacı için hangi kaynağı seçtiğinin bir önemi bulunmamaktadır. Çünkü bu fonların maliyetleri değişmemekte ve sabit kalmaktadır. Maliyetlerin değişmemesi nedeniyle firmalar sermaye yapısı kararlarını farklılaştırarak hem maliyetlerini minimize etme imkânı elde etmekte hem de işletmenin piyasa değerini yükseltmesi mümkün hale gelmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2013:241,242).

Net gelir yaklaşımı üç kritere dayanmaktadır. i) özsermayeye göre yabancı kaynak maliyetinin daha düşük olması nedeniyle işletme yabancı kaynağa başvurarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve dolayısıyla piyasa değerini arttırabilmektedir. ii) Sermaye yapıları ne olursa olsun yabancı kaynağın veya özsermayenin maliyeti sabit kalmaktadır. iii) İşletmenler fon tercihlerini

değiştirmeye karar verdiklerinde oluşabilecek herhangi bir risk karşısında işletmeye ortak olanlar veya borç verenler herhangi bir talepte bulunmayacaktır (Büker ve diğerleri, 2010:500).

Net gelir yaklaşımının yukarıda bahsedilen kriterlerine birtakım eleştiriler getirilmiştir. Bu eleştiriler (Akgiç, 1994:490):

- İşletmeler finansman ihtiyacı için aşırı boyutta yabancı kaynağa başvurması durumunda faiz yükü de artmaktadır. Faiz yükünün artışı risk artışı anlamına gelmektedir. Risk artışı nedeniyle ortaklar yatırımlardan daha fazla pay almak isteyeceklerdir. Bu durumda hem ortaklara ödenen pay artacak hem de faiz yükü nedeniyle işletmelerin yeni yatırımlar yapması imkânsız hale gelecektir.

1.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre firmanın sermaye yapısını değiştirmesinin ortalama sermaye maliyeti ve firma değeri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığını ifade eden görüştür (Usta, 2008:67).

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, işletmeler finansman ihtiyacı için yabancı kaynağa başvurduklarında özsermaye maliyeti artmakta, ancak bu artış borçlanma maliyetinin düşük olması sebebiyle dengelenmekte ve ortalama sermaye maliyetinde herhangi bir artışa neden olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013:240). Bu yaklaşım, firmaların aşırı borçlanması durumunda borçlanma maliyetinin artacağı ve bu durumunda iflas riskini beraberinde getireceği görüşü ile tutarlı olmamaktadır. Firmalar finansman ihtiyacı yabancı kaynağa başvurduğunda borçlanma maliyetlerinin düşük olması sebebiyle ortalama sermaye maliyetinin değişmeyeceği görüşü tutarlı olmamaktadır (Aydın ve diğerleri, 2009:175).

1.3.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, işletmeler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. İşletmeler bu yapıya ulaşmak için sermaye yapılarını değiştirmekte ve

borçlanma düzeylerini arttırmaktadır. Borçlanma düzeyi arttıkça ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve piyasa değeri artmaktadır (TSPAKB, 2005:32).

Geleneksel yaklaşıma göre, işletmeler yabancı kaynak maliyetinin özsermaye maliyetine göre daha düşük olması sebebiyle yabancı kaynağa başvurmaktadır. Yabancı kaynağın maliyetinin düşük olması iki nedenden kaynaklanmaktadır. Başlangıçta işletmenin borçlanma düzeyinin düşük olması sebebiyle iflas riski taşınamamasıdır. Riski düşük olan işletme hem düşük faizle borçlanabilme avantajı elde etmekte hem de bu faizi vergi matrahından indirebilmesi sayesinde ortalama sermaye maliyetini düşürebilmektedir. Ancak işletmeler sınırsız şekilde borçlanmaya başvurarak finansman ihtiyaçlarını karşılayamamakta ve borçlanma sınırı optimal sermaye yapısına ulaşıncaya devam etmektedir. Bu sınır aşıldığı takdirde işletmelerin riski artmakta ve tüm finansman kaynak maliyetinin artmasıyla firmanın değeri düşmektedir (Aydın ve Başar, 2009:177).

1.3.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani ve Miller (1958) yaptıkları çalışmada sermaye yapısı ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi piyasaların etkin çalıştığı ortamda incelemişler ve sermaye yapısının değiştirilerek ortalama sermaye maliyetinin ve dolayısıyla işletmenin değerinin değişmeyeceğini ileri sürmüşlerdir (Modigliani ve Miller,1958).

Modigliani ve Miller teorisine göre piyasaların etkin çalıştığı ve verginin dâhil olduğu sistemde aynı risk grubuna sahip işletmelerin karlarının eşit olması halinde piyasa değerleri de eşit olmaktadır. Aynı risk grubuna ve eşit kara sahip işletmelerin sermaye yapısını değiştirerek işletmenin değeri değişmemektedir. Yaklaşıma göre, yatırımcılar ellerinde bulunan hisse senetlerini satarak daha yüksek gelir getiren hisse senetlerini satın almaktadırlar. Bu durum da yatırımcıların sattığı hisse senetlerinin fiyatı düşerken, yüksek getirili hisse senetlerinin fiyatları artmaktadır. Bu sayede bu hisse senetlerinin değeri dengeye gelmekte ve işletmeler borçlanma ile optimal sermaye yapısını değiştirerek işletmenin değerini etkilenmektedir (Akgiç, 1994:499).

Modigliani-Miller yaklaşımının dayandırdıkları görüşlere karşı yapılan eleştiriler (Akgiç, 1994:500):

- Hisse senetlerinin alım ve satımında yatırımcılar bu işlemler karşılığında birtakım maliyetlere katlanmak zorundadırlar.
- İşletmelerin iflas etme riski vardır. İşletmeler iflas ettiği zaman iflas nedeniyle oluşan giderler ve değer kayıpları iflas maliyetleri olarak yer almaktadır. Modigliani-Miller işletmelerin iflas etmesi durumunda katlandığı iflas maliyetlerinin ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisinin ne olacağı hususunu açıklamamaktadır.
- Gerçek hayatta sermaye piyasalarının etkin olduğu söylenememektedir.

Modigliani-Miller (1963), 1958 yılında yaptıkları çalışmada öne sürdükleri önermeleri yeniden gözden geçirmiş ve sermaye yapısı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiye kurumlar vergisini de dâhil etmişlerdir. Modigliani-Miller bu ikinci önermesine göre borcun faizinin vergiden istisna olmasına karşın kâr payının vergiden istisna olmaması sebebiyle firmalar en yüksek piyasa değerine %100 borçlanma ile ulaşacağını ileri sürmüşlerdir.

1.3.5. Ödünleşme Teorisi

Myers (1984) yaptığı çalışmada ödünleşme teorisine değinmiş ve firmaların yabancı kaynağa başvurması durumunda borcun maliyetinin vergi matrahından indirilmesi sayesinde iflas ve sıkıntı maliyetleri ile dengeye ulaştığını savunmuştur. Firma değeri maksimuma çıkana kadar yabancı kaynağa başvurmanın herhangi bir riski bulunmamaktadır (Myers, 1984).

Frank ve Goyal (2005), ödünleşme teorisi kavramını iki kısma ayırmaktadır. Statik ödünleşme teorisi ve dinamik ödünleşme teorisidir. Statik ödünleşme teorisine göre, firma borcun vergi avantajına ve iflas maliyetine göre kaldıraç oranını belirlemektedir. Dinamik ödünleşme teorisine göre ise, firma sermaye yapısı kararı verirken gelecek dönem de öngörülen borcun marjinal maliyeti ve

marjinal faydasını dikkate almaktadır. Bazı firmalar gelecek dönemde hissedarlarına fonları dağıtabilir veya ortaklardan fon toplayabilir. Firma, bu eylemlere karar verirken fon toplama ve dağıtmanın da vergiye tabi olduğunu dikkate alarak karar vermesi gerekmektedir.

Ödünleşme teorisine göre ise firmalar, finansman ihtiyacı için borçlanması durumunda borcun faizini vergi matrahından indirilmesiyle vergi avantajı elde etmektedir. Bu avantaj sebebiyle işletme faaliyetlerini finanse etmek için daha fazla borçlanmakta ve vergi kalkanından daha fazla faydalanmaktadır (Shahar ve diğerleri, 2015). Ancak yüksek oranda borçlanma durumunda şirketin iflas olasılığı ve iflas maliyetleri de artmaktadır (Ghazouani, 2013).

İşletmeler, optimal sermaye yapısına ulaşıncaya kadar borcun vergi avantajından faydalanmaktadır. Optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanmaya devam etmesi durumunda iflas maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda ödünleşme teorisine göre işletmeler borcun marjinal faydasının borcun marjinal maliyetine eşit olduğu noktada optimal sermaye yapısını belirleyerek değerini artırmaktadır (Gülşen ve Ülkütaş, 2012).

Borçlanma arttıkça borcun vergi avantajından daha ağır basan artan maliyetler bulunmaktadır. Literatürde en büyük maliyet iflas maliyetidir. Firmanın kaldıraç oranı arttıkça, ana para ve faiz ödememe riski de artmaktadır. Eğer firmalar bu anapara ve faiz ödeme konusunda temerrüte düşerse firma iflas maliyetine maruz kalmaktadır. Böylece, beklenen iflas maliyetleri artan borç kadar büyümekte ve bu durumda firmalar, beklenen iflas maliyetindeki marjinal artışın sadece vergi avantajını dengeleyeceği noktaya kadar borçlanabilmektedir (Scherr, 1988).

1.3.6. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Myers ve Majluf (1984), bilgi asimetrisinin farklı finansman seçenekleri üzerindeki etkilerini incelemiş ve firmaların iç kaynaklara öncelikli olarak başvurmalarını, dış finansman gerektiğinde ise borçlanmayı hisse senedi ihracına tercih etme eğilimini içerisinde olmaları gerektiğini savunmuşlardır.

Myers ve Majluf (1984), yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetri sorununun olduğunu ve firma yöneticilerinin yatırımcılara kıyasla şirketin gelirleri, riskleri ve değerleri hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğunu ifade etmiştir (Myers ve Majluf, 1984). Finansman hiyerarşisi teorisine göre, asimetrik bilgi sorunu iç ve dış finansman, borçlanma ve hisse senedi ihracı konularındaki seçimleri etkilemektedir. İşletmeler için herhangi bir optimal sermaye yapısından bahsedilmemektedir (Myers, 1984). Firmaların kullandıkları fonların yatırımcı ve firma açısından bakıldığında farklılıklar bulunmaktadır. Yatırımcı açısından bakıldığında, firmanın finansman ihtiyacı için öz sermaye kullanması borçla finansmandan daha risklidir. Firma perspektiften bakıldığında, otofinansman daha iyi bir fon kaynağıdır ve borçlanma ise özkaynak finansmanından daha iyi bir fon kaynağıdır. Buna göre, firma fon ihtiyacını otofinansman ile finanse etmesi gerekmektedir. Dağıtılmamış kârın yetersiz olması durumunda, borçlanma ile ihtiyacını karşılamalıdır (Frank ve Goyal, 2003). Bu nedenle firma ve yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle, firma oto finansmanı borca, borcu özkaynağa tercih etmektedir (Roerink, 2014). Myers ve Majluf (1984), firmalar yatırım fırsatlarını desteklemek için sadece otofinansmanı kullanırsa bilgi asimetrisi sorunun çözülebileceğini savunmuşlardır.

Firmaların öncelikle otofinansmana başvurmalarının nedeni hisse senedi veya borçlanma maliyetinin daha yüksek olmasıdır. Hisse senedi ihraç maliyetinin yüksek olması ve dış denetime açık hale gelmesi sebebiyle tercih edilmemektedir. Borçlanmaya başvurulmamasının nedeni ise yüksek borçlanmanın firma için gerekli fon kaynağını azaltmasıdır (Öztürk ve Demirgüneş, 2008). Finansman hiyerarşisi teorisinde firmaların finansman ihtiyaçlarına göre kaynak tercih ederken vergi avantajına daha az ağırlık vermektedir.

Myers (2001) finansal hiyerarşisi teorisini özetle şu şekilde açıklamaktadır:

- Firmalar dış finansmandan ziyade iç finansmanı tercih etmektedirler. (Asimetrik bilgi sadece dış finansman için geçerlidir.)
- Eğer dış finansman gerekiyorsa, firmalar güvende hissetmek için borçlanmakta ve dış finansman gereksinimi arttıkça da firma daha riskli

şekilde borçlanmakta belki de konvertibl menkul kıymet ihraç etmektedir. Firmalar finansman ihtiyacı için son olarak hisse senedi ihraç etmektedirler.

Finansman hiyerarşisi teorisinde hedeflenen borç/özkaynak oranı bulunmamaktadır. Çünkü iç ve dış olmak üzere iki çeşit sermaye vardır. Daha karlı işletmeler yeterli özkanağa sahip olmasından dolayı borçlanmaya daha az başvurmaktadır. Daha az karlı firmalar ise yeterli düzeyde iç kaynağa sahip olmadıkları için borçlanmaya daha çok başvurmaktadır (Brealey ve diğerleri, 2004). Firmalar borçlanmanın yeterli olmadığı zaman hisse senedi ihracı yoluyla finansman ihtiyacı gidermektedir. Öncelikli olarak borçlanmanın tercih edilmesinin sebebi ise borçlanmanın hisse senedi ihracından daha az maliyetli olmasından kaynaklanmaktadır (Kayalı ve Terim, 2009).

1.4. Sermaye Yapıları Karar Vermede Etkili Olan Unsurlar

Firmalar sermaye yapısı kararı verirken varlık yapısı, büyüklük, karlılık, büyüme, borcun vergi kalkanı ve borç dışı vergi kalkanını dikkate almaktadır.

1.4.1. Firmanın Varlık Yapısı

Maddi ve maddi olmayan duran varlıklar işletmenin ana bileşenleridir. Maddi duran varlıklar, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğinde “*İşletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere edinilen ve tahmini yararlanma süresi bir yıldan fazla olan fiziki varlık*” şeklinde tanımlanmıştır. Maddi duran varlıklar, makine, bina gibi sabit varlıklar ile stok gibi mevcut varlıkları da içermektedir.

Maddi duran varlıklar içinde gayrimenkul varlığı önemlidir. Çünkü şirketlerin kredi alma süreçleri önemli ölçüde gayrimenkul ipoteğine dayanmaktadır. Bu da kredibilitiyi arttırmaktadır.

Maddi duran varlıklar teminat olarak gösterildiğinden sermaye yapısı kararını etkilemekte ve borçlanma riskini azaltan bir unsur olmaktadır (Huang ve Song, 2002). Bilançodaki maddi varlıkların oranı ne kadar büyük olursa borç verenler kredi vermeye daha istekli olmaktadır. Literatürde maddi duran varlık

oranı ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki tespit eden birçok çalışma mevcuttur.

Rajan ve Zingales (1995), G-7 ülkelerinin 1987-1991 yıllarına ait finansal olmayan şirketler (Banka ve sigorta şirketleri gibi finansal şirketler kaldırıcı güçlü bir şekilde etkilediği gerekçesiyle örnekleme yer almamıştır.) üzerine yaptıkları çalışmada maddi duran varlıkla kaldıraç arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Huang ve Song (2006), 2000 yılına kadar Çin'de listelenen 1200 şirket üzerinde yaptıkları çalışmada maddi duran varlıklarla borçlanma arasında pozitif ilişkiyi tespit etmişlerdir.

Literatürde yukarıdaki öngörüye yapılan eleştiriler de bulunmaktadır. Maddi duran varlıkların payının yüksek olması sayesinde yöneticiler daha kolay borçlanabilmekte ve bu rahatlık nedeniyle bu oran optimalin çok üzerinde gerçekleşmesine neden olabilmektedir. Optimalin üzerinde yapılacak bu borçlanma da işletmenin iflas riskini arttırmaktadır. Ayrıca borç verenlerin şirketi yakından takip etme ve denetleme fikri nedeniyle yöneticiler daha az borçlanmaya başvurabilmektedirler. Bu nedenle maddi duran varlıklarla borçlanma arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu yönünde çalışmalar da bulunmaktadır (Kayalı ve Terim, 2009).

Finansal hiyerarşi teorisi de maddi duran varlıklarla borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu desteklemektedir. Teoriye göre maddi duran varlıkların yüksek olması yatırımcılara güven vermektedir. Payın yüksek oluşu ile yatırımcının işletmelere yatırım yaparken daha az bilgi asimetrisi problemi ile karşılaşmasına neden olmakta ve bu nedenle yatırımcılar işletmeye borç vermektense ortak olmayı arzu etmektedirler. Bu durumda işletmeler daha az borçlanmaya başvurmakta ve finansman ihtiyacını daha çok özsermaye yoluyla karşılamaktadır (Mazur, 2007).

Literatürde Booth ve diğ. (2001), gelişmekte olan 10 ülkede bulunan firmaların sermaye yapısı tercihlerini analiz etmişlerdir. Gelişmekte olan on ülke Hindistan, Pakistan, Tayland, Malezya, Türkiye, Zimbabve, Meksika, Brezilya,

Ürdün ve Kore'dir. Booth ve ark., IFC verilerinden yararlanarak 1980'den 1990'a kadar, her bir ülkedeki en büyük 100 halka açık şirketin yıllık mali tablolarını baz alarak yaptıkları çalışmada maddi duran varlıklarla borçlanma arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Akinlo (2011), 1999-2007 döneminde Nijerya Borsasında (NSE) listelenen 100 reel sektör firma arasından seçilen 66 şirketin verileri kullanarak yaptığı çalışmada finansal hiyerarşi teorisi ile tutarlı olarak maddi duran varlıklarla borçlanma arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir.

1.4.2. Firmanın Büyüklüğü

Firma büyüklüğü BASEL II⁵ kriterlerinde yer almıştır. Basel II'de küçük ve orta ölçekli işletmelerle ilgili kritere yer verilmiştir. Basel II'ye göre yıllık cirosu 50 milyon Euro'dan az olan işletmeler küçük ve orta boy büyüklükte işletmeler olarak tanımlanmıştır.

Basel II'de firma büyüklüğü olarak tek kriter yıllık ciro olmasına rağmen 2003/361/EC sayılı tüzük çerçevesinde Avrupa Birliği'nde 1 Ocak 2005'te yürürlüğe giren KOBİ tanımına göre, yıllık ciro yanında çalışan kişi sayısı, bilanço büyüklüğü ve bağımsız kriterlerden oluşmaktadır. Avrupa Birliği'ne göre mikro ölçekli küçük ve orta ölçekli işletmelerde 10 çalışan kişi sayısı, yıllık net satış hasılatı ve bilanço büyüklüğü 2 milyon EURO, küçük ölçekli küçük ve orta ölçekli işletmelerde 50 çalışan kişi sayısı, yıllık net satış hasılatı 10 milyon Euro, bilanço büyüklüğü ise 5 milyon Euro, orta ölçekli küçük ve orta ölçekli işletmelerde 250 çalışan kişi sayısı, yıllık net satış hasılatı 50 milyon Euro, bilanço büyüklüğü ise 43 milyon Euro olması gerektiği ile ilgili kriterlerden oluşmaktadır.

Büyük şirketler, çeşitlilik arz eden bir iş portföyüne sahiptir ve finansal sıkıntı ve iflas ihtimali küçük şirketlere nazaran düşüktür. Bu durum borçlanma için daha güçlü bir pazarlık gücü ile daha iyi şartlar da fonlara erişim anlamına gelmektedir (Mugoša, 2015). Bu nedenle, ödünleşme teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

⁵ On ülke grubu Merkez Başkanlarının biraraya gelerek oluşturdukları Basel Komitesi 1974 tarihinde kurulmuştur. Basel Komitesi, bankacılık alanında gözetim standartları geliştirmek üzere oluşturulan komitedir. 1988 yılında Basel I uzlaşısı yayınlamış ve sermaye ölçüm sistemi oluşturmuştur. Basel Komitesi sermaye yeterliliği mevzuatının uluslararası faal bankalar arasında önemli bir rekabet eşitsizliği kaynağı olmasını engellemekteki tutarlılığını sürdürmek ve uluslararası bankacılık sisteminin istikrarını ve sağlamlığını güçlendirmek için 2004 yılında Basel II uzlaşısını yayınlamıştır.

Rajan ve Zingales (1995) G-7 ülkelerinde yer alan reel sektör firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada Almanya dışındaki tüm diğer ülkelerde büyük firmaların yüksek oranda borçlandığını tespit etmişlerdir.

Booth ve diğ. (2001) yaptıkları çalışmada büyük firmaların yüksek oranda kaldıraç oranına sahip olduğu tespit etmişlerdir.

Deesomsak ve diğ. (2004) 1993-2001 yılları arasında Asya Pasifik bölgesinde bulunan Tayland, Malezya, Singapur ve Avustralya'da faaliyet gösteren farklı yasal statü ve finansal yapıya sahip firmaları analiz etmiştir. Analizde örneklem 294 Taylandlı, 669 Malezyalı, 345 Singapurlu ve 219 Avustralya firmasından oluşmaktadır. Yapılan analizde büyüme ve kaldıraç arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Güler (2010), 1996-2007 yılları arasında İMKB'de işlem gören 24 KOBİ'nin sermaye yapılarını incelemiştir. Yapılan analizde işletme büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki ortaya çıkmıştır.

Literatürde firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı arasında pozitif ilişkiye karşıt görüşlerde bulunmaktadır. Büyük firmalar borsaya bilgi vermek zorundadırlar ve finansal analistler bu firmaları düzenli olarak izlemektedirler. Oysaki küçük firmalar sadece yılda bir kez yıllık rapor hazırlamakta ve analistler tarafından nadiren izlenmektedirler. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşları, büyük firmaların bilançolarını yakından izleyerek firma ile yatırımcılar arasındaki şeffaflığı artırarak bilgi asimetrisi problemini azaltmaktadırlar (González ve González, 2012). Finansal hiyerarşi teorisine göre büyük şirketler ve yatırımcılar arasındaki düşük bilgi asimetrisi nedeniyle büyük şirketler özsermayeye başvurarak daha az borçlanmakta ve şirketin büyüklüğü ile borçlanma arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Nilssen, 2014).

Can (2013) tarafından 2005-2012 arasında hisse senetleri BIST 100 Endeksinde işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 35 firmanın verilerinden yola çıkarak panel veri yöntemi analizi yapmış ve sonuç olarak büyüklük ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

1.4.3. Karlılık

Kârlılık, şirketlerin sermaye yapısı kararlarında en önemli belirleyici unsurdur. Ödünleşme teorisine göre karlı şirketler kaldıraç etkisinden daha fazla yararlanmaktadır. Bunun öncelikli nedeni şirketlerin kârlılığı arttıkça iflas maliyetinin azalmasıdır. İkinci neden ise borçlanma nedeniyle oluşan faiz maliyetinin vergi matrahından düşürülmesi ile işletmelerin borçlanmaya daha çok başvurması ve karlılığını arttırmasıdır (Pinková, 2012).

Titman ve Wessels (1988) 1974-1982 yılları arasında ABD'deki 469 imalat sanayi firmaları üzerinde araştırma yapmışlar, Rajan ve Zingales (1995) G-7 ülkelerini incelemiş, Wald (1999) gelişmiş ülkeleri analiz etmiş, Booth ve diğ. (2001) gelişmekte olan ülkeleri araştırmış ve Huang ve Song (2006) Çin'deki firmaları incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda karlılığın kaldıraç ile negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Gülşen ve Ülkütaş (2012) finansman hiyerarşisi ve ödünleşme teorilerinin test edilmesini amaçladıkları çalışmalarında 1990 – 2005 yılları arasında İMKB sanayi endeksinde yer alan 143 firmanın verilerinden yararlanarak panel veri analizi yapmış ve karlılık ile kaldıraç arasında negatif ilişki bularak finansman hiyerarşisi teorisinin tutarlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

1.4.4. Büyüme

Sermaye yapısını etkileyen bir faktör de firmaların büyüme kapasitesidir. Büyüme potansiyeli firmaya değer katmaktadır. Ancak teminat gösterilemeyen ve vergilendirilebilir kazanç sağlamayan unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Burucu ve Öndeş, 2016).

Finansman hiyerarşisi teorisine göre, büyüme potansiyeli ve kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Yüksek bir büyüme hedefi olan firmalar yatırımlarını finanse etmek için iç fonları yetersiz kalması durumunda ihtiyacı olan finansal kaynak için daha fazla borçlanmaya başvurmaktadır. Bundan

dolayı, büyümekte olan firmalardaki kaldıraç düzeyi, büyüme potansiyeli olmayan firmalara nazaran daha fazla olmaktadır (Nilssen, 2014).

Booth ve diğ. (2001) yaptıkları çalışmada büyüme potansiyeli ve kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Erol ve diğ. (2016) 2009-2013 yılları arasında BIST'te yer alan 130 imalat sektöründe faaliyet gösteren firma üzerinde analiz yapmış ve büyüme potansiyeli ve kaldıraç arasında pozitif ilişki olduğu tespit ederek finansal hiyerarşi teorisi ile tutarlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Finansal hiyerarşisi ile tutarlı bir diğer çalışma ise Can (2013) tarafından yapılmış ve büyüme olanakları ile kaldıraç oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

Ödünleşme teorisi ise kaldıraç ve büyüme potansiyeli arasında negatif bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Zira büyümekte olan firmalar, büyük firmalara kıyasla finansal sıkıntıya girdiklerinde değerlerinin çoğunu kaybetmektedirler. Bu nedenle borç verenler büyümekte olan firmaların gelecek için riskli projelere yatırım yapmalarından endişe ettikleri için bu firmalara daha yüksek faizle borç vermektedir. Bu nedenle, büyümekte olan firmaların kaldıraç oranı düşmektedir (Nilssen, 2014).

Ata ve Ağ (2010) 2003-2007 yılları arasındaki İMKB'de kayıtlı bulunan 42 firmanın verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada büyüme oranı ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulmuş ve firmanın büyüme potansiyeli arttıkça daha az borçlandıklarını tespit etmişlerdir. Bu firmaların içinde Metal Ana Sanayi sektöründe 13 firma, Metal Eşya, Makine, Gereç Yapımı sektöründe ise 29 firma bulunmaktadır. Yapılan analizde büyüme potansiyeli yüksek olan firmaların daha az yabancı kaynak kullandıklarını tespit etmişlerdir. Firmanın büyüme oranı ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır.

1.4.5. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Sermaye yapısı kararlarını etkileyen diğer bir faktör de borç dışı vergi kalkanıdır. Borç dışı vergi kalkanı, amortisman ve itfa giderlerinin kar ve zarara yansıtılmasıdır. Amortisman ve itfa payları, şirket içindeki sermaye kaynakları olarak nakit akışı kapsamında değerlendirilmekte ve böylece borcun finansmanını azaltabilmektedir (Suratno ve diğerleri, 2017). Bir başka tanıma göre ise borç dışı vergi kalkanı, hızlandırılmış amortisman ve yatırım teşvik kredileri gibi unsurların firmanın dönem sonu vergi borcunu azaltmasına denilmektedir. Amortisman ve vergi kredilerine ek olarak, firmalara sunulan borç dışı vergi kalkanları da bulunmaktadır. Araştırma ve geliştirme faaliyetlerine ait yapılan yatırımlar gerçekleştikleri yılda gider olarak yazılabilmektedir (Bradley ve diğerleri, 1984).

Amortisman kavramı, bir işletmede mamul üretim faaliyetinde, tedarikinde ve hizmet sunumunda kullanılan duran varlıkların uzun vadede kullanılması neticesinde dönemler itibarıyla değer kaybetmesidir (Çankaya ve Yılmaz, 2014).

Borç dışı vergi kalkanı borçla finansmanın sağladığı vergi avantajının yerini almakta ve yüksek oranda borç dışı vergi kalkanına sahip firmaların sermaye yapıları için borçla finansmana daha az başvurumaktadırlar (Lim, 2012).

Bradley ve diğ. (1984) göre, firmanın optimal sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü üç faktör bulunmaktadır. Bunlar; firma değerinin değişkenliği, borç dışı vergi kalkanlarının seviyesi ve finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğüdür.

Bradley ve diğ. (1984) borç dışı vergi kalkanı yıllık amortisman giderleri ve yatırım teşvik indirimleri ve kredilerin toplamının, faiz ve vergi öncesi kara bölünmesi suretiyle hesaplamışlar ve yaptıkları analiz sonuçlarına göre kaldıraçla borç dışı vergi kalkanı arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Güler (2010), İMKB’de faaliyette bulunan KOBİ’ler üzerine yaptıkları çalışmada amortisman miktarı arttıkça sermaye yapıları içinde borç miktarının arttığını ifade etmiş ve borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki tespit etmiştir.

Zabri (2012) Malezya'daki KOBİ'lerin Sermaye Yapısı Kararları adlı çalışmada KOBİ'lerin ülke ekonomisi için önemini vurgulamış ve KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını incelemiştir. Zabri, araştırmasında 1998-2010 yıllarında kurumsallaşmış 50 KOBİ arasında yaptığı analizde borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç arasında negatif korelasyon tespit etmiştir.

1.4.6. Borcun Vergi Kalkanı

Borcun vergi kalkanı, firmaların finansman ihtiyacı için borçlanmaya başvurması durumunda borçlanma faizinin vergi matrahından düşürülmesi ile sağlanan vergi avantajıdır (Kula, 2001). Borcun vergi kalkanı sayesinde borç gider olarak kabul edilmekte ve borcun faizinin vergi matrahından indirilebilmesi nedeniyle firma daha az vergi ödemektedir. Firmalar, borcun vergi kalkanı imkânından faydalanmak istiyorlarsa, sermaye yapılarında özkaynakla finansman yerine borçlanmaya daha fazla ağırlık vermesi gerekmektedir.

Borcun vergi kalkanından söz edilebilmesi için firmaların finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla başvurduğu borçtan elde edeceği getirinin borçlanma maliyetinden daha yüksek olması gerekmektedir (Çelik ve Uyar, 2012). Borcun vergi kalkanı, borçlanma maliyetinin nominal maliyetin altında kalmasını sağlamakta ve nihayetinde sermayenin ortalama maliyetini azaltmaktadır (Akt. Abosedo, 2012).

Literatürde borcun vergi kalkanından ilk bahseden yazarlar Modigliani ve Miller'dır. Modigliani ve Miller 1958 yılında yaptıkları çalışmada borç ve özsermaye oranları ne olursa olsun sermaye maliyetinin aynı kalacağını savunmuşlardır (Modigliani ve Miller, 1958).

Literatürde Modigliani ve Miller'in yaptıkları çalışmada vergilerin dâhil edilmemesi yoğun şekilde eleştirilmiştir. Bunun üzerine Modigliani ve Miller'in 1963 yılında American Economic Review dergisinde yayınlanan "Corporation Income Taxes and the Cost of Capital a Correction" adlı makalelerinde 1958 yılında yayınladıkları "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of

Investment” adlı makalelerinde bir düzeltme yaparak analizlerine vergi konusunu da dâhil ederek vergi kalkanı konusuna değinmişlerdir (Modigliani ve Miller, 1963).

Modigliani ve Miller (1963) borcun vergi kalkanı sayesinde borçlanma faizinin vergiden düşürülmesi ile firmaların optimal sermayeye ulaştıklarını savunmuşlardır. Ancak yazarlar firmaları uyararak borcun vergi kalkanı varlığı nedeniyle şirketlerin her zaman yüksek oranda borçlanacağı anlamına gelmeyeceğini vurgulamışlardır.

Firmaların borçlanmaya başvurması durumunda faiz yükünün kurumlar vergisi matrahından indirilebilmesi avantajının önemi kadar gelir vergisinin de firmanın sermaye yapısını belirlemede etkili olmaktadır. Yatırımcıların firmaya borç vermesi durumunda elde edeceği faiz geliri kişisel düzeyde vergilendirilmektedir. Hisse senedi gelirleri ise hem kişisel düzeyde hem de kurumsal düzeyde vergiye tabi olmaktadır. Bu kapsamda yatırımcı hisse senedinin sağladığı vergi sonrası gelirden daha fazla faiz geliri elde ediyorsa firma daha fazla borçlanma imkânı kazanmaktadır. Böylece kurumlar vergisi ve gelir vergisi arasındaki fark arttıkça firmalar daha fazla borçlanmaya başvurmakta ve borcun vergi kalkanından yararlanmaktadır (Korkmaz ve diğerleri, 2007).

Miller (1977) bu kapsamda yaptığı çalışmada, Modigliani ve Miller’in çalışmaları da kişisel vergilerin dâhil edilmemesini eleştirmiş ve şahsi gelir vergisinin, kurumlar gelir vergisi ile birlikte dikkate alınması gerektiğini ifade etmiştir. Çünkü vergi avantajından bahsedilirken tüm vergi ödemeleri ve gelirlerinin birlikte değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Borçla finansman durumunda elde edilen avantaj kişisel düzeyde ödenen vergilerle yeni bir dengeye oturmakta ve oluşan kaldıraç nedeniyle firma değeri değişebilmektedir (Miller, 1997).

Firmaların borçlanma düzeyleri ile borcun vergi kalkanı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Firmaların borçlanma düzeyleri arttıkça borcun faizinin vergi matrahından indirme avantajı artmakta ve finansman ihtiyaçları için borçlanmaya daha fazla başvurmaktadır. Literatürde bu pozitif ilişkiyi destekleyecek ampirik çalışmalar mevcuttur.

Bancel ve Mittoo (2002) Avusturya, Belçika, Yunanistan, Danimarka, Finlandiya, İrlanda, İtalya, Fransa, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsviçre, İsveç, İngiltere dâhil olmak üzere 17 Avrupa ülkesinde bulunan, 710 büyük ve küçük ölçekli firmaların yöneticilerine sermaye yapısı politikaları hakkında anket çalışması yapmışlardır. Anket çalışmasına göre, yöneticiler için vergi kalkanı avantajının sermaye yapılarını belirlemede önemli etkisi bulunmaktadır. Uluslararası yönü bulunan firmaların yöneticileri için vergi avantajı daha yüksek değere sahiptir.

Fıratoğlu (2005), İMKB’de işlem gören 196 reel sektör firmalarının 1992-2000 dönemine ait bilânço, gelir tabloları ve hisse senedi fiyatlarından elde edilen verilerini kullanarak firmaların sermaye yapısı kararlarını ve bu kararları etkileyen unsurlara yönelik panel veri analizi yapmıştır. Analizde kriz dönemleri de dikkate alınarak ilgili faktörler arasındaki değişim de incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre vergi kalkanının kaldıraç üzerindeki etkisinin pozitif olduğu ve vergi kalkanı etkisinin borçlanma oranını arttırdığı tespit edilmiştir. Bu etkinin kriz dönemlerinde aynı etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Ata ve Ağ (2010) yaptıkları çalışmada İMKB’de kayıtlı bulunan 42 firmanın 2003-2007 dönemine ait verileri kullanarak bu firmaların sermaye yapısıyla ilgili kararlarını panel veri analiz yöntemini kullanarak incelemiştir. Analizde kullanılan kısa ve uzun vadeli borçları kapsayan kaldıraç oranı sermaye yapısı kararları üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, kaldıraç oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Büyük firmalar küçük firmalara göre borcun vergi kalkanı imkanını kullanmak için daha fazla yabancı kaynak kullanmaktadırlar.

Literatürde borcun vergi kalkanının kaldıraç üzerindeki etkisinin negatif veya anlamsız sonuçlar veren ampirik çalışmalar da mevcuttur.

Kula (2001) yapmış olduğu çalışmada işletmelerin sermaye yapısını etkileyen unsurlar açısından verginin rolünü 1999 yılında Afyon’da bulunan 80 imalat işletmesine anket yaparak ortaya koymaya çalışmıştır. Yapılan anket çalışması sonucunda işletmelerin borç faizinin vergiden düşürülmesinin

borçlanmayı teşvik edip etmediği sorusuna işletmeler “kısmen katılıyorum” veya “katılmıyorum” ölçeği arasında cevap vermişler ve cevapların vergi kalkanının etkisine ilişkin teorik beklentiye uygun olmadığı tespit etmiştir. Ancak yazar bu anketin yapıldığı dönemin kriz dönemi olduğu dikkate alınması gerektiğini ve borcun vergi kalkanı etkisinin işletmelerin faiz giderinin yüksek seviyede olunca anlam kazandığını ifade etmiştir.

Yakar (2011) İMKB 100 Endeksinde faaliyet gösteren 76 şirketin 2000–2009 yılları arasındaki sermaye yapısı kararlarını etkileyen unsurları panel veri analizi kullanarak incelemiştir. Analizde, 76 şirketin yılsonu bilançolarına ait veriler kullanılmıştır. Analizde vergi etkisini ölçmek için ödenecek vergi/vergi öncesi kar değişkeni kullanılmıştır. Yapılan analizde sermaye yapısı kararlarında vergi kalkanı istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Sonucun anlamsız çıkması, firmaların sermaye yapısı kararını verirken vergi etkisinin önemli olmadığını göstermektedir.

Demirhan (2009) hisse senetleri İMKB’de işlem gören 20 hizmet sektörü firmasının 2003-2006 dönemini kapsayan verileri kullanarak, söz konusu firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen firma içi değişken saptanmaya çalışmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanılmış ve vergi değişkeninin hizmet sektörü firmalarının borçlanma düzeylerini etkilemediği ortaya çıkmıştır.

Taub (1975) “Determinants of the Firm's Capital Structure” adlı makalesinde firmaların borç-özkaynak oranını etkileyen unsurlara yönelik ampirik bir çalışma yapmıştır. Standard ve Poor Compustattape’den rastgele seçtiği toplam 89 firmayı 1960’dan 1969’a kadar on yıl boyunca incelemiştir. Çalışmasında hem geleneksel hem de Modigliani-Miller görüşüne paralel olarak vergi oranının firmanın borç-özkaynak oranıyla doğrudan ilişkili olduğunu ve vergi oranındaki artışın firmanın borç-özkaynak oranını arttırdığını iddia etmiştir. Analiz sonucunda vergi oranındaki artışların borç-özkaynak oranı arasında negatif bir korelasyon bulunmuştur. Yazar bu negatif korelasyonun kullanılan katsayı değişimden kaynaklanabileceği ve katsayının düşük belirlenmesinin boç/özkaynak üzerinde negatif bir etkinin çıkabileceğini ifade etmiştir.

1.5. Borcun Vergi Kalkanı Etkisini Engelleyen Maliyet Unsurları

Firmaların finansman ihtiyacı için borçlanmaya başvurması durumunda faizin vergi matrahından indirilmesi avantajına karşın firmaların sermaye yapılarında sınırsız şekilde borçlanmaya başvurmasını engelleyen iki tür maliyet unsuru bulunmaktadır. Bunlar; iflas maliyeti ve temsilci maliyeti olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.5.1. İflas Maliyeti

İflas, alacaklılara verilmesi gereken anapara ve faiz ödeme yükümlülüğünün yerine getirilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, bir mülkiyet devri ve firmanın sermaye yapısının resmi olarak yeniden düzenlenmesi söz konusu olmaktadır (Haugen ve Senbet,1978).

Warner (1977) iflas maliyetini, doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki ayırmıştır. Doğrudan maliyetler avukatların, muhasebecilerin ücretlerini ve iflas sürecinde harcanan giderlerin değerini içermektedir. Dolaylı maliyetler ise satış zararı, kar kaybı ve firmanın özellikle zorlu şartlar dışında kredi temin edememesi veya menkul kıymet ihracı yapamaması olarak sayılmaktadır.

İflasın doğrudan maliyetleri, iflas eden firmanın tasfiyesi veya yeniden örgütlenmesi ile ilgili üçüncü taraflara ödenen ücretler ve tazminatları içermektedir. Hem borçlunun hem de alacaklıların avukatları, mütevellî heyeti, hakemler, muhasebeciler, değer biçen kişiler, uzman tanıklar vb. kişiler dosyalama ücretleri, iflas işleminin idari maliyeti doğrudan iflas maliyetleri kapsamında yer almaktadır (Ang ve diğerleri, 1982).

İflas eden firmalar hemen hemen her zaman alanında profesyonel kişileri istihdam etmektedirler. Özellikle, avukatlar, muhasebeciler, banka uzmanları gibi tecrübeli kişilerin firma varlıklarının satışında yer almaktadır. Bu profesyoneller genellikle yüksek ücretle çalışmaktadır. Benzer profesyoneller iflas süreci dışında normal ekonomik faaliyet dönemlerinde de kullanılmaktadır. Bununla birlikte, sözkonusu profesyoneller bir firmanın ciddi finansal zorluk yaşadığı zamanda daha

fazla istihdam edilmektedir (Branch, 2002). İflasla ilgili hizmetleri yerine getiren bu profesyonel uzmanlara, iflas eden firmanın mal varlığından ödeme yapılabilmesi için mahkemeden onay alması gerekmektedir. Ödemeler hem borçlular hem de alacaklılar için vekiller, hakemler, muhasebeciler, bilirkişiler, bilirkişi tanıkları vb. için avukatlar tarafından talep edilebilmekte ve bunlar firmaların doğrudan iflas maliyetlerini oluşturmaktadır (Ang ve diğerleri, 1982).

Doğrudan ve dolaylı maliyeti birbirinden ayırt etmek önemlidir. Doğrudan maliyetler için iflastan dolayı, hak sahipleri arasında çıkan anlaşmazlıkları ile ilgili işlem maliyetleri olması yeterlidir. Ancak dolaylı maliyetlerin ortaya çıkması piyasanın durumuna bağlıdır. Çünkü iflasın dolaylı maliyetleri esas olarak “kayıp fırsatlar”dır, çünkü ölçülmesi imkânsız olmasa bile kaçınılmaz olan maliyetlerdir (Warner, 1977).

Firmalar borcun vergi kalkanı avantajına paralel olarak iflas maliyetleri ile karşılaşabilmektedir. Firma, borcun vergi kalkanı avantajından daha fazla yararlanmak için borçlanmaya başvurursa her yeni borçlanma iflas riskinden kaynaklanan maliyetleri arttırmaktadır.

Borcun vergi kalkanı, faiz ödemelerinin vergiden düşürülmesinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Firma borçlanmaya daha fazla başvurması durumunda firmanın kurumlar vergisi borcu azalmakta ve vergi sonrası işletme kazancı artmaktadır. Firma ana para ve faiz ödeme yükümlülüğünü yerine getiremezse, iflasa zorlanmakta ve ilgili cezalara tabi olmaktadır (Kraus ve Litzenberger, 1973).

Scherr (1988) borcun vergi kalkanına göre iflas maliyetlerinin büyüklüğü ile ilgili yaptığı çalışmada iflas maliyetleri ve borcun vergi kalkanının arasındaki ilişki konusunda kesin bir yargıya varmak yetersiz olduğunu vurgulamıştır. Scherr firmaların beklenen iflas maliyetlerindeki artışın borcun vergi kalkanını telafi ettiği noktaya kadar sağlanacağı ve bu dengeye kadar borçlanması gerektiğini vurgulamıştır.

1.5.2. Temsilci Maliyeti

Temsil ilişkisi bir veya daha fazla kişinin (yöneticinin), kendi adına bir hizmet gerçekleştirmesi için lehine bir karar verme yetkisini başka bir kişiyle (temsilci) devretmeyi içeren bir sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Yönetici ve hissedarlar arasında kendi fayda maksimizasyonları için amaçlarının çelişmesi sonucu ortaya çıkan maliyetlere temsilci maliyetleri denilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

Temsilci maliyetleri en çok halka açık şirketlerde görülmektedir. Bu tür kuruluşlara ortak olan hissedarlar taleplerinin serbestçe savunulabileceği ve talep etmekte sınırsız hakka sahip olduğunu düşünmektedir. Karar mercii ise çıkarları hissedarlarla aynı olmayan profesyonel yöneticilerin elindedir. Halka açık şirketlerin hissesine sahip olanların sınırsız hak isteği ve yöneticilerin çıkarları arasındaki fark önemli bir temsil maliyeti sorununa yol açmaktadır (Fama ve Jensen, 1983).

Yöneticiler hissedarların çıkarlarına ters düşen faaliyette bulunmaktadırlar. Yöneticiler firmanın kar elde etmesini sağlamak konusunda isteksiz olabilmektedir. Bunun nedeni riskten kaçınmak veya yöneticilerin şirket imkanlarından yararlanarak çok fazla lüks harcama (Ryen ve diğerleri, 1997) yapmasıdır. Hissedarlar ve firma alacaklıları arasında uyumsuzluk da ortaya çıkmaktadır.

Hissedarlar ve firma alacaklıları arasındaki uyumsuzluk yatırım konusun da söz konusu olmaktadır. Alacaklıların getiri oranı önceden üzerinde mutabakata varılan faiz oranı iken hissedarlar için getiri oranı firmanın karına bağlıdır ve dolayısıyla değişkendir. Alacaklılar gelirlerini garanti altına almak isterken (Muijs, 2015) hissedarlar portföylerini farklı sektörlerde bulunan firmaların hisse senetlerinden oluşturmak suretiyle riskleri dağıtarak kendilerini korumaktadır (Akt. Çoban, 2018). Firma ise riskli projelere yatırım yapıp kar elde etmek için bir teşviğe sahiptir. Ancak firma riskli yatırım yapar ve başarısız olursa, alacaklılar getirilerini kaybetmektedirler. Oysa hissedarların sınırlı yükümlülüğü bulunmaktadır. Sonuç olarak “varlık ikame etkisi” olarak adlandırılan bu etki, rasyonel alacaklıların bu etkiyi dikkate alarak fiyatlandırma yapmasına neden

olmakta ve yüksek faiz talep etmektedirler (Muijs, 2015). Bu durumda temsilci maliyetlerine katlanan taraf hissedarlar olmaktadır.





İKİNCİ BÖLÜM

BORÇ DOLARİZASYONU OLGUSU

2.1. Dış Borçlanma

Borçlanma, para ve benzeri değerlerin belli bir vade bitiminde geri ödenmek koşuluyla ödünç alınmasıdır (Ulusoy, 2009:1). Bir başka deyişle, alınan bir borcun faiziyle birlikte geri ödenmesidir (Orhaner, 2000:223).

Sağlandıkları kaynaklara göre borçlanma, iç borçlanma ve dış borçlanma olarak iki kategoride ele alınmaktadır. İç ve dış borçlanma ayrımında piyasanın ve borç alınan kişinin uyruğu önemlidir. İç borçlanma, dar anlamda ülke sınırları içindeki kişi veya kurumlardan milli para birimi cinsinden borçlanılmasıdır. İç borçlanmada kişi ve kurumların uyruğu ile borcun milli para birimi cinsinden olması hususu önemlidir (Türk, 1999:258,259). Dış borçlanma ise bir ülkenin dış kaynaklardan borçlanmak suretiyle belirli bir vade sonunda anapara ve faiziyle birlikte geri ödenmesine denilmektedir (Egeli,1992).

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Uluslararası Para Fonu (IMF), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve Dünya Bankası tarafından 1984 yılında dış borçlanmanın gelişmiş ülkelerdeki artışı ve bu borçlanmanın ülkeler arasındaki etkisinin incelenmesi için yapılan toplantıda dış borçlanma kavramını tanımlanmıştır. Bu tanıma göre “Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki yurt dışı borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülüklerinin toplamıdır.” olarak tanımlanmışlardır (The World Bank, 1988:19).

Dış borçlanma uluslararası ilişkiler kaynaklı ortaya çıkan, dış kaynaklardan temin edilen ve borç alındığı ve ödendiği zaman milli gelirden artırıcı veya azaltıcı etkisi bulunan kaynak transferi olarak da tanımlanabilmektedir (Ulusoy,2009:57). Diğer bir tanıma göre ise dış borçlanma, yurtdışındaki yerleşik kişi ve kuruluşların yurtdışındaki yerleşik kişi ve kuruluşlardan kredi temin etmesidir (Evgin,1996). Dış borç uluslararası mali ve siyasi ilişkilerden kaynaklanan, ihtiyari ve idari şekilde

başvurulan, belirli bir süreliğine ve geçici olmak suretiyle sözleşmelere dayanmaktadır (Türk, 1999:261,262).

Dış borç denildiği zaman yalnızca kamu sektörüne ait dış borç akla gelmemelidir. Ülkenin dış borcu hem kamu sektörünün hem de özel sektörün dış borcunun toplamıdır (Eser ve Birinci, 2014). Dış borçlanma genellikle yurtiçindeki tasarrufların yatırımları finanse etme de yetersiz olması nedeniyle başvurulmaktadır. Tasarrufların yetersizliği nedeniyle yatırımların finanse edilememesi tüm ekonomide olabileceği gibi yalnızca kamu sektöründe ya da yalnızca özel sektörde olabilmektedir (Çevik ve Cural, 2013).

Ülkeler dış borçlanmaya iç kaynakların yetersiz kalması durumunda ve döviz geliri arttırmak suretiyle cari işlemler açığını finanse etmek amacıyla başvurmaktadır (Ezeabasili ve diğerleri, 2011).

Ekonomik büyüme için gerekli olan tasarrufların yetersiz olması durumunda o ülkede tasarruf açığı olduğu anlamına gelmektedir. Aynı şekilde ekonomi için gerekli olan ihracat kaleminin ithalat kaleminden az olması durumunda ise o ülkede döviz açığı olduğu anlamına gelmektedir. Ekonomik büyümeyi sağlamak için hangi etken daha sınırlayıcı ise büyüme o etkinin sınırı kadar büyümektedir. Tasarrufların yetersizliği daha büyük sınırlayıcı etken ise dış borçlanmaya başvurarak tasarruflar arttırılmaktadır. Döviz açığı daha büyük sınırlandırıcı etken ise dış borçlanmaya başvurulmaması durumunda ithal edilecek girdileri ithal etmeden büyümeyi sağlamak yurtiçi tasarrufları atıl bırakmak anlamına gelmektedir (Evgin, 1996).

Dış borçlanma ülke ekonomisinin dış ödeme gücünü ve ödemeler dengesini etkilemektedir. Dış borçlanma yabancı para birimi cinsinden olması ve bu dış borcu yabancı para birimi değerinden ödenmesi dış ödemeler dengesi üzerinde etki yaratmaktadır (Akt. İnce, 2001:75).

Dış borçlar ülke dışından kaynak imkânı sağladığı için milli geliri artırıcı etkisi bulunmaktadır. Bu kaynaklar sermaye birikimi ve yatırımları arttırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Ancak alınan borç lüks tüketim mal

ve hizmetlerin ithalatında kullanılması durumunda alınan borcun geri ödenmeme riski ortaya çıkmaktadır. Eğer borç geri ödenmezse yeniden borçlanmaya başvurularak eski borç kapatılmakta ve bu yeni borç da ekonomik açıdan faydalı olmaktan uzaklaşmaktadır (Akt. Opuş, 2002).

Dış kaynaklara başvuran ülkeler bu kaynakları marjinal getirisi fazla yatırım ve alanlarda kullanması sayesinde ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Borçlu ülke alınan dış borcukatma değeri yüksek ürünlerin üretiminde ve ihracatında kullanması halinde bu borcun verimli şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir. Bunu sağlamanın en önemli unsuru kamu sektörü gibi özel sektörün de bu borcu ekonomik büyümeyi sağlayacak şekilde verimli alanlarda kullanmasıdır. Özel sektör dış borç kaynak elde ettiğinde bu finansmanı üretim alanında kullanması hususu önemlidir. Özellikle ihracata konu olan malların üretilmesi bu fonların daha verimli alanlarda kullanıldığı anlamına gelmektedir (Gögül, 2016).

2.2. Dış Borçlanma Nedenleri

Dış borçlanmaya dünyada yaşanan politik, ekonomik, askeri, ahlaki, kültürel, tarihi ve sosyal gelişmelere bağlı olarak başvurulmaktadır. Az gelişmiş ülkelerin kalkınma çabaları, II. Dünya Savaşı sonrası uluslararası yakınlaşmalar, doğu batı arasındaki bloklaşmalar, gelişmiş ülkelerin az gelişmiş ülkelerle din ve dil birliği çabaları, ekonomik ve politik çıkarlar gibi nedenlerle dış borçlanmaya başvurulmaktadır (İnce, 2001:142,144).

Gelişmekte olan ülkeler de milli gelirini artırmak, kalkınmanın finansmanını sağlamak, hammadde ve aramalı ithalatı için gerekli olan döviz temin etmek için dış borçlanmaya başvurmaktadır (Erdem, 2012:48,50).

Kamu sektörünün dış borçlanmaya başvurma nedenleri ile özel sektörün dış borçlanmaya başvurma nedenleri birbirinden farklıdır. Bu kapsamda özel sektörün dış borçlanmaya başvurma nedenlerini borç dolarizasyonu başlığı altında incelenecektir.

2.3. Dış Borçların Sınıflandırılması

2.3.1.Vadelerine Göre Dış Borçlar

Vadelerine göre dış borçlar kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli olarak üçe ayrılmaktadır. Kamu ve özel sektör tarafından kullanılan dış borçların, vadesi 1 yıldan az olanlarına kısa vadeli, vadesi 1 yıldan 5 yıla kadar olanlara orta vadeli ve vadesi 5 yıldan uzun olanlara ise uzun vadeli dış borç olarak adlandırılmaktadır (Engin ve Şahin, 2014:150).

2.3.2. Finansman Türlerine Göre Dış Borçlar

Dış borçlar finansman türlerine göre altıya ayrılmaktadır. Bunlar; proje kredileri, program kredileri, bağlı krediler, serbest krediler, borç ertelemeleri, röfinansman kredileri ve satıcı kredileridir.

2.3.2.1 Proje-program kredileri

2.3.2.1.1. Proje kredileri

Proje kredileri, devletin yıllık kalkınma planlarında yer alan projeler, kamu sektörü projeleri, milli savunma projeleri, işletme hakkı devri ve yap-işlet-devret gibi modeller çerçevesinde yapılan projelerdir (Adıyaman, 2006).

Proje kredileri genellikle azgelişmiş ülkeler tarafından başvurulmuş bir kredi türüdür. Büyük projelerin finansman ihtiyacı için bu ülkelerin tasarruflarının yetersiz olması sebebiyle başvurulmaktadır (Seyidoğlu,1982:458).

Proje kredileri ilgili projelerin finansmanında kullanılmaktadır. Ancak istisna olarak bu krediler yerli para birimi ile ilişkili giderlerin finansmanı için de başvurulmaktadır (Zerenler, 2003).

Ticari bankalardan sağlanan ihracat kredileri, satıcı kredileri ve uluslararası finans kuruluşlarından sağlanan krediler proje kredileri kapsamında yer almaktadır (Zerenler, 2003).

Proje kredisine başvuran ülkeler, projeyi ilgili ülke ya da kuruluşlara teslim ederek kredi başvurusunda bulunmaktadırlar. Bu ülkeler ya da kuruluşlar kredi için projenin yapılabilirliğini çeşitli kriterlere göre incelemektedirler. Proje kredisine onay verilirse kredi anlaşması yapılmaktadır. Bu anlaşma üç usule göre yapılmaktadır (Ulusoy, 2009:64).

Birinci usule göre, proje kredilerine başvuran ülke ile proje kredisine onay veren ülke ya da kuruluş arasında anlaşma imzalanmaktadır. Proje kredisini alan ülke, bu krediyi ilgili kamu ya da özel sektöre aktarmaktadır. Bu durumda krediyi kullanan kamu ya da özel sektör kendi devletine, krediyi alan devlette krediye veren ülkeye ya da kuruluşa karşı sorumlu olmaktadır (Ulusoy, 2009:65). Bu kredilerin devlet garantisi altında olduğunu söylemek mümkündür.

İkinci usule göre ise, krediyi veren ülke hem kredi talep eden ülkeyle hem de krediyi kullanacak olan kamu ya da özel sektörle ayrı ayrı anlaşma yapmasına dayanmaktadır. Bu usulde hem krediyi alan ülke hem de krediyi kullanan kamu veya özel sektör alacaklı ülke ya da kuruluşa karşı sorumluluğu bulunmaktadır (Ulusoy, 2009:65).

Üçüncü usule göre ise, kredi veren ülke, krediye başvuran ülke ve krediyi kullanacak olan kamu veya özel sektör arasında üçlü bir anlaşmaya dayalı usuldür. Bu anlaşma ile hem krediye başvuran ülke hem de krediyi kullanan kamu ya da özel sektör alacaklı ülkeye karşı ortak sorumluluğu bulunmaktadır (Ulusoy, 2009:66).

Alacaklı ülke kredi başvurusunda bulunan ülkeyi kontrol altında tutmak istediğinde bu usullerden birini uygulamaktadır. İlk usule göre anlaşma yapıldığında alacaklı ülkeye yalnızca kredi başvurusunda bulunan ülke sorumlu olmakta ve ülkeyi kısmi olarak kontrol altına almaktadır. İkinci usule göre hem krediyi alan ülke hem de krediyi kullanan kamu ya da özel sektör sorumlu olmakta ve ülke kontrolü derinleşmektedir. Üçüncü usulde ise hem krediyi alan ülke hem de krediyi kullanan kamu ya da özel sektör birlikte olarak sorumlu olmakta ve ülke kontrolü daha da derinleşmektedir (Açba, 1991:23).

Proje kredisine başvuran ülke borcun anapara ve faiz ödeme sorumluluğunu üstlenmektedir. Krediyi alan ülke, kredi anlaşmasında belirlenen faiz oranından daha yüksek faiz oranından krediyi ile ilgili kamu ya da özel sektöre devretmekte ve ödeme süresini projenin olanaklarına göre belirlemektedir (Ulusoy, 2009:65,66).

Proje kredilerinde krediye başvuran ülkenin amacı yatırımların finansmanı için uygun finansman kaynağı bulmak ve ilgili projenin yatırıma dönüşmesini sağlamaktır. Kredi veren ülkenin amacı ise krediyi alan ülkenin alım gücünü artırarak kendi ihracatını arttırmaktır (Adıyaman, 2006).

2.3.2.1.2. Program kredileri

Program kredileri özellikle gelişmekte olan ülkelerin dış ödeme açıklarını kapatmak ve yatırımlar için ihtiyaç duyulan yedek parça, hammadde, yarı mamul ve mamul malların ithalatı için gerekli finansmanı sağlamak amacıyla alınan kredilerdir (Erdem, 2012:58).

Program kredisi genel olarak proje kredileri dışında kalan kredileri kapsamakta ve kalkınma hedefleri için ihtiyaç duyulan ithalatın yapılması amacıyla kullanılabileceği gibi dış borcun dış borçla kapatılması amacıyla da kullanılmaktadır. Bu krediler devletten devlete şeklinde ikili anlaşmalar çerçevesinde alınmakla birlikte bazen uluslararası kuruluşlardan da alınmaktadır (Zerenler, 2003).

Program kredileri herhangi bir projeye bağlı olmadıkları için proje kredilerine göre oldukça esnektir. Kullanımdaki serbestlik nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin en çok başvurduğu krediler arasında yer almaktadır (Erdem, 2012:58,59).

Program kredileri borç alan ülkenin yatırımları için gerekli olan hammaddenin finansman nedeniyle başvurulmaktadır. Kredilerin sağlanış biçimlerine göre hammadde temini daha ucuza ithal etme imkânı sağlamaktadır. Program kredilerini veren ülke ise kredinin şekli, büyüklüğü ve bağlılık derecesine

göre avantaj sağlamaktadır. Program kredisi bağlı kredi şeklinde olursa kredi veren ülkenin üretim ve ihracatı açısından avantajlı olmaktadır (Açba, 1991:24).

2.3.2.2. Bağlı-serbest krediler

Bağlı krediler, ülkeye ve mala bağlı krediler olarak sınıflandırılmaktadır. Ülkeye bağlı krediler, herhangi bir ülke başka bir ülkeden kredi aldığı durumunda elde edilen fon, borçlanılan ülkeden mal ve hizmet alımı için kullanılması şartına bağlanmasına denilmektedir. Mala bağlı krediler ise, borçlanılan fonun kredi veren ülkenin belirlediği mal ve hizmetler için kullanılmasıdır (Ulusoy, 2009:67,68).

Bağlı krediler krediyi alan ülke açısından serbest ticaret hareketlerine zarar verecek niteliktedir. Krediyi alan ülke ihtiyaç duyduğu mal ve hizmeti anlaşıma yaptığı ülkeden alma şartı nedeniyle üçüncü ülkeden daha düşük fiyatta ürün alma şansını kaybederek daha düşük kaliteli ürünü daha yüksek fiyattan satın alma durumu ile karşı karşıya kalabilmektedir (Adıyaman, 2006). Bu durum, uluslararası rekabet kapsamında borçlu ülkenin zarara uğramasına neden olmaktadır.

Serbest krediler ise alınan kredilerin nasıl kullanılacağı konusunda ülkelerin serbest kullanım hakkına sahip oldukları kredilerdir. Bu kredileri kullanan ülkeler kredi kullanma konusunda insiyatifin kendilerinde olması sebebiyle ihtiyaç duyduğu mal ve hizmeti uluslararası rekabete uygun şekilde temin etme hakkına sahip olmaktadır (Işık ve diğerleri, 2005:7).

2.3.2.3. Borç ertelemeleri ve röfinansman kredileri

Borç erteleme, borcun süresi dolmuş olmasına rağmen borç ödenmediği durumda ortaya çıkmaktadır. Borç veren, borcun ödemesini ileri bir tarihe erteleyerek borç verdiği faiz oranından daha yüksek faiz oranıyla borcunu tahsil etmektedir. Borç ertelemesine neden olan en önemli unsur borçlu ülkede meydana gelebilecek ekonomik krize engel olmasıdır (Ulusoy, 2009:70).

Borcun röfinansmanı ise süresi dolmuş olan bir borcun borç veren tarafından yeniden kredi verilmek suretiyle borcu yeniden yapılandırmasıdır. Borç

ertelemeleri ve röfinansman kredilerine genellikle az gelişmiş ülkeler tarafından başvurulmaktadır (İnce, 2001:26).

2.3.2.4. Satıcı kredileri

Yurtiçindeki özel sektör firmaların yurtdışındaki satıcı firmalarla yaptığı kredili alış sonucunda elde ettiği kaynağa satıcı kredileri adı verilmektedir (Ulusoy, 2009:69).

Satıcı firmalar, satıcı kredilerini bazı özel ya da yarı kamu kurumu niteliğindeki mali kuruluşların teminatı altında vermekte ve kredinin ödenmeme riskini büyük çoğunluğu bu kuruluşlar üstlenmektedir. Bu kuruluşlar arasında ABD’de Export-Import Bank, İngiltere’de Export-Credit Guaranties Department, Fransa’da COFACE, Almanya’da Credit Anshtalt, İtalya’da Istituto Nazionale Della Assicurazioni yer almaktadır (Açba, 1991:26).

Satıcı kredilerin faiz oranı diğer kredilere nazaran oldukça yüksektir. Yüksek faizli bu kredilere sigorta giderleri de eklenince oldukça yüksek maliyetli bir kredi türü haline gelmektedir (Erdem, 2012:62).

2.3.3. Borçlulara Göre Dış Borçlar

Borçlulara göre dış borçlar, kamu borçları ve özel kesim borçları olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.3.3.1. Kamu kesimi borçları

Kamu kesimi dış borçlanma, devletin ya da herhangi bir kamu kuruluşunun dış kaynaklardan borçlanmak suretiyle mali veya reel gelir elde etmesidir (Adıyaman, 2006).

Kamu kesimi yurtdışındaki bankalardan kredi almak, tahvil ihraç etmek, devletlerden borçlanmak ya da IMF, Dünya Bankası, yatırım bankaları, kalkınma bankaları gibi uluslararası kurumlardan borçlanmak suretiyle dış kaynak elde etmektedir (Eğilmez, 2013).

2.3.3.2. Özel kesim borçları

Özel kesim borcu, özel sektörün yabancı devletlerden, uluslararası mali kuruluşlardan, uluslararası sermaye piyasalarından ve yabancı bankalardan aldıkları kredi ve benzeri dış borç türüdür (Eğilmez,2013).

Özel kesimin dış borç kapsamında en çok başvurduğu borçlanma türü kredilerdir. Özel kesimin yurt dışı kredi borçları kapsamında kısa vadeli ve uzun vadeli olarak borçlanmaktadır. Özel kesimin kısa vadeli kredi dış borcu “Kamu bankaları hariç özel bankalar, bankacılık dışı finansal kuruluşlar ile finansal olmayan kuruluşlar (Kamu İktisadi Teşebbüsleri hariç) ve gerçek kişilerin yurtdışından sağladığı kısa vadeli nakit kredileri” içermektedir⁶.

Özel kesimin uzun vadeli kredi dış borcu ise “*Kamu bankaları hariç özel bankalar, bankacılık dışı finansal kuruluşlar ile finansal olmayan kuruluşlar (Kamu İktisadi Teşebbüsleri hariç) ve gerçek kişilerin yurtdışından sağladığı uzun vadeli nakit krediler, yurtdışındaki tahvil ihraçları ile ithalatın finansman şekillerinden mal mukabili⁷ ve kabul kredili mal mukabili⁸ ödeme haricindeki diğer vadeli ödeme şekillerine göre oluşan vadesi bir yıldan (365 günden) uzun ticari kredileri*” içermektedir⁹.

2.3.4. Geri Ödeme Şekline Göre Dış Borçlanma

2.3.4.1. Yabancı para cinsinden ödenecek dış borç

Yabancı para birim cinsinden ödenecek dış borç, bir ülkedeki kamu ya da özel sektörün finansman ihtiyacı için dış borçlanmaya başvurması durumunda

⁶ TCBM. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu.

Web:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e1f98e1f-bf84-4187-9297-1cb33ee4c88f/OzelSektorMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e1f98e1f-bf84-4187-9297-1cb33ee4c88f-ml2CRBr> adresinden 17Haziran 2018 tarihinde alınmıştır.

⁷ Mal Mukabili: Dış ticarete ödeme yöntemlerinde biridir. İthalatçı malın bedeli ödemedi malı teslim almakta ve malın bedelini ihracatçıya ileriki bir tarihte ödeme yaptığı yöntemidir.

⁸ Kabul kredili mal mukabili: İthalatçı malı teslim alıp ve poliçeyi kabul etmesinden sonra malın bedelini ithalatçıya gönderdiği bir ödeme türüdür.

⁹ TCBM. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu.

Web:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e1f98e1f-bf84-4187-9297-1cb33ee4c88f/OzelSektorMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e1f98e1f-bf84-4187-9297-1cb33ee4c88f-ml2CRBr> adresinden 17Haziran 2018 tarihinde alınmıştır.

borçlanılan ülkenin para birimi veya uluslararası finans sisteminde geçerli olan yabancı para birimi cinsinden dış borcun geri ödemesi yapılmasıdır (Kozalı, 2007:15).

2.3.4.2. Yerli para cinsinden ödenecek dış borç

Yerli para birim cinsinden ödenecek dış borç, bir ülkedeki kamu ya da özel sektörün finansman ihtiyacı için dış borçlanmaya başvurması durumunda dış borç geri ödemesinin borçlanılan ülkenin yerli para birimi cinsinden yapılmasıdır. Ancak uluslararası finans sisteminde etkin olmayan ülkelerin yerli para birimi cinsinden dış borç geri ödeme yapma olasılığı neredeyse imkânsızdır (Kozalı, 2007:15).

Bir ülkede hükümet, hanehalkı, şirketler veya bankalar milli para birimi cinsinden borçlanamaması durumu dolarizasyon olgusu karşımıza çıkarmaktadır.

2.4. Dolarizasyon Olgusu

Dolarizasyon, paranın değer saklama, hesap birimi olma ve ödeme aracı olma gibi üç temel işlevi için yerli para birimi yerine yabancı para biriminin tercih edilmesine denilmektedir (Özen,2018). Bir başka tanıma göre ise hükümetlerin yerli para birimi yerine yabancı para birimini resmi para birimi olarak kabul etmesidir (Duffy ve diğerleri, 2006).

Dolarizasyon, birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisinin belirleyici bir özelliğidir. Hükümetler genellikle yabancı para birimi cinsinden borçlanabilmekte, bireyler banka hesaplarında yabancı para cinsinden mevduat tutabilmekte veya firmalar ve hanehalkları hem yurt içinde hem de yurt dışında yabancı para birimi cinsinden borçlanabilmektedir. Dolarizasyon olgusu para politikasının yürütülmesi ve döviz kuru rejimi seçimi üzerindeki etkileri nedeniyle literatürde büyük ilgi görmüştür (Reinhart ve diğerleri, 2003).

Dolarizasyon tanımı son yıllarda oldukça zorlaşmıştır. 1990'lı yılların sonlarına doğru yirmi yılı aşkın süre boyunca, dolarizasyonunun belirleyici özelliği, yurt içi yerleşiklerin, varlık portföyünün bir parçası olarak yabancı para birimi cinsinden finansal varlıkları tutmalarıdır. Bununla birlikte, 1990'ların sonlarında

yaşanan Asya Krizinden sonra, dolarizasyon terimi birçok kişi tarafından, yerel para birimini kullanmayan veya ulusal paralarını daha istikrarlı bir ülkenin parasıyla değiştirmeyi tercih eden ülkeler için kullanılmaya başlanmıştır. Aynı zamanda, farklı bir literatür dizisi, dolarizasyon kavramını geliştirerek, özel ve kamu sektörlerinin yabancı para birimi cinsinden borçlanmasının gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin dışsal şoklara karşı olan kırılganlığı üzerindeki rolünü ve dolayısıyla makroekonomik etkilerini vurgulamıştır (Reinhart ve diğerleri, 2003).

Dolarizasyon destekçileri, yerli para birimini kullanmayı bırakan ülkelerin para politikası ve makroekonomik açıdan yanlış bir karar almadıklarını iddia etmişlerdir. Kamu mali dengesi, makro ekonomik politikalarla uyumlu olacak, dış borçlar makul sınırlar içinde hareket edecek ve dolarizasyon büyüme üzerinde pozitif etkisi olacaktır. Buna göre, dolarizasyonun ekonomik performans üzerinde iki büyük olumlu etkisi vardır: Birincisi, enflasyon, dolarizasyonu tercih etmemiş ülkelere göre daha düşük olacaktır. İkincisi, yerli para birimini bırakan ülkeler, dolarizasyon uygulamayan ülkelere göre daha hızlı büyüyecektir. Bu büyüme etkisinin iki kanal üzerinden gerçekleşmesi beklenmektedir: (a) dolarizasyon ile daha düşük faiz oranları, daha yüksek yatırım ve daha hızlı büyüme sağlanacaktır. (b) döviz kuru oynaklığını ortadan kaldırarak uluslararası ticareti teşvik edecek ve daha hızlı ekonomik büyümeye sağlanacaktır. Ancak bazı yazarlar, dolarizasyonun büyüme ve genel makroekonomik performans üzerindeki olumlu etkileri ile ilgili şüphelerini dile getirmişlerdir. Parasal rejimler ile büyüme arasındaki ilişki hakkındaki kanıtlar yetersiz olduğunu ve dolarizasyonunun büyümenin önemli bir belirleyicisi olduğu iddiasını desteklemediğini belirtmişlerdir (Edwards ve Magendzo, 2001).

Dolarizasyon olgusunun varlığı ve gittikçe artmasının en önemli nedeni enflasyon riskidir. Ekonomik ajanlar, enflasyonun yerel para biriminde değer kaybına neden olması sebebiyle tasarruflarını yerel para biriminde tutmak istememektedirler (Ize ve Levy Yeyati, 1998). Yüksek enflasyon ve döviz kurlarının aşırı hareketliliği gibi etkenler varlıkların yerli para birimi cinsinden tutulması için bir fırsat maliyeti yaratarak, varlık sahiplerinin satın alma gücünü azaltmaktadır (Raheem, 2017). Bu nedenle ekonomik ajanlar varlıklarının bir kısmını döviz cinsinden tutma eğilimindedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik birimler yüksek enflasyon ya da ulusal paranın değer kaybından kaçınmak için yabancı para birimi cinsinden varlık ve yükümlülükleri tutmayı tercih etmektedir. Son on yılda enflasyon tüm dünyada başarılı bir şekilde azalmış olsa da gelişmekte olan ülkelerde yabancı para birimi cinsinden varlık ve yükümlülüklerin yükseliş eğilimini korumaktadır. Bu durum, enflasyon ve devalüasyon gibi temel faktörlerin yanı sıra, dolarizasyonu arttıran başka faktörlerinde olduğu ve ülkelerin kamu borcunun maliyetini azaltmak, sermaye çıkışını önlemek gibi nedenlerle de dolarizasyona başvurduğunu göstermektedir (Uzun, 2005).

Dolarizasyon olan bir ekonomi şu şekilde tanımlanabilir: (a) hanehalkı ve firmaların varlık portföylerinin bir kısmının yabancı para birimi cinsinden olması (b) özel ve kamu sektörünün yabancı para birimi cinsinden borçlanması (c) her iki durumun da ekonomide mevcut olması gerekmektedir (IMF, 2005:54,55).

IMF (2005) dolarizasyonu üç türe ayırmaktadır. (a) para ikamesi: nakit, vadesiz mevduat veya Merkez Bankası rezervlerinin yabancı para birimi cinsinden olması; (b) finansal dolarizasyon (varlık ikamesi): yerleşiklerin yabancı para birimi cinsinden finansal varlık veya yükümlülüklerinin olması; (c) reel dolarizasyon, fiyat ve ücretlerin resmi veya fiili olarak yabancı para birimine endekslenmesidir (IMF, 2005:54,55).

Dolarizasyonunun resmi veya gayri resmi kullanım alanlarına göre üç ana çeşidi bulunmaktadır: Resmi (tam) dolarizasyon, resmi olmayan dolarizasyon ve yarı-resmi (kısmi) dolarizasyondur.

Resmi dolarizasyon olarak da adlandırılan tam dolarizasyon, tüm ekonomik işlem ve faaliyetlerde yerli para birimi yerine yabancı para biriminin yasal ödeme aracı olarak kullanılmasıdır. Ancak ülkeler yasal olarak tam dolarizasyon sistemini kabul etmiş olsalar dahi vergiler, ücretler ve günlük harcamalar sözkonusu olduğunda yerli para birimini kullanabilmektedir (Bogetic, 2000). Tam dolarizasyon, durumunda yalnızca devlet işlemlerinde yasal ödeme aracı olarak yabancı para birimi kullanılmakta taraflar arasındaki özel sözleşmelerde ise yabancı para birimi kullanılması zorunluluğu bulunmamaktadır (Schuler, 1999).

Tam dolarizasyon durumunda para politikasının kredibilitesi artmakta, fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme ile tutarlı politikaların uygulanmasını sağlamaktadır. Dolarizasyon, devalüasyon sorununu gidermekte ve ödemeler dengesindeki kriz riskini azaltmaktadır. Devalüasyon riskini ortadan kalkmasıyla faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı uygulamakta ve daha düşük faiz sayesinde enflasyonun düşüşünü sağlamaktadır (Rodriguez ve Dombrow, 2015).

Gayri resmi dolarizasyon, yabancı para biriminin kullanılmasının hukuki bir zorunluluğu olmamasına rağmen, ekonomik aktörlerin varlıklarının veya yükümlülüklerinin çoğunun yabancı para birimi cinsinden tutmasıdır. Gayri resmi dolarizasyon kapsamında yer alan varlık ve yükümlülükler (Schuler, 1999);

- Genellikle yurt dışında bulunan yabancı tahviller ve diğer parasal olmayan varlıklar;
- Yurtdışındaki yabancı para birimi cinsinden mevduatlar;
- Yurtiçi bankacılık sisteminde yabancı para birimi cinsinden mevduatlar;
- Yabancı kâğıt paradır.

Resmi olmayan dolarizasyon genellikle paranın değer saklama, ödeme aracı ve hesap birimi olma gibi paranın fonksiyonlarına karşılık gelen aşamalarda ortaya çıkmaktadır. İktisatçıların bazen “varlık ikamesi” dedikleri ilk aşamada, bireyler yurtdışında yabancı para birimi cinsinden mevduatları değer biriktirme aracı olarak tutmaktadırlar. Bunun nedeni enflasyon ve devalüasyon nedeniyle yerli para biriminin değer kaybedeceği endişesiyle tasarruflarını korumak istemelerinden kaynaklanmaktadır. Ekonomistlerin bazen “para ikamesi” dedikleri resmi olmayan dolarizasyonun ikinci aşamasında, bireyler yerel bankacılık sisteminde ödeme aracı ve değer biriktirme aracı olarak büyük miktarlarda yabancı para birimi cinsinden mevduatı bulundurmaktadırlar. Ücretler, vergiler, yiyecek ve elektrik faturaları gibi günlük harcamalar yerli para birimi cinsinden ödenmeye devam etmekte, ancak otomobiller ve evler gibi pahalı kalemler genellikle yabancı para birimi cinsinden ödemektedirler. Resmi olmayan dolarizasyonun son

aşamasında, ekonomik aktörler yerel para birimindeki fiyatları döviz kuruna endekslemektedir (Schuler, 1999).

Kısmi dolarizasyon ise enflasyonun olumsuz etkilerini önlemek amacıyla resmi olarak yerli para biriminin kullanılmasının yanısıra ekonomik aktörlerin yükümlülük ve varlıklarına ait işlemler için yerli para birimi yerine yabancı para birimini ikame etmesidir (Agnoli,2002).

Kısmi dolarizasyon, yerli para birimi cinsinden ifade edilen varlıklar değerini yitirdiğinde yabancı para birimi cinsinden varlıklar ve yükümlülükler artmaktadır. Kısmi dolarizasyon bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Finansal istikrarsızlığa yol açan ani sermaye çıkışları durumunda döviz kurlarında yaşanan dalgalanma ekonomik ajanların yükümlülükleri nedeniyle ekonomide hassasiyet yaratmaktadır (Studart, 2001).

Kısmi dolarizasyon durumunda yabancı para birimi cinsinden yasal ödeme aracı olarak kullanılmakta, bankalar yabancı para birimi cinsinden mevduat toplayabilmektedir. Ancak ücretler, vergiler ve faturalar gibi günlük masraflarda yerel para birimiyle ödeme yapılmaktadır. Resmi dolarizasyon uygulayan ülkelerden farklı olarak, kısmi dolarizasyon uygulayan ülkelerde Merkez Bankası ya da başka bir para otoritesi kendi para politikalarını yürütebilmektedir (Schuler, 1999).

Borç dolarizasyonu olgusunu, kısmi dolarizasyon kapsamında değerlendirmek gerekmektedir.

Borç dolarizasyonu, ülkedeki firmaların, bankaların ve hükümetlerin yerli para birimi yerine yabancı para birimi cinsinden borçlanmasıdır (Antinolfi ve Keister, 2001).

2.4.1. Borç Dolarizasyonunun Nedenleri

Ekonomik aktörlerin yerli para birimi cinsinden borçlanmak yerine yabancı para birimi cinsinden borçlanmasının birtakım nedenleri bulunmaktadır. Bu

nedenler arasında orijinal günah sorunu, finansal sistemin yeterince derinleşmemiş olması, kur sistemi ve kredibilite sorunudur.

2.4.1.1. Original günah sorunu

Eichengreen ve Hausmann (1999) orijinal günah kavramını “Bir ülkenin iç piyasada milli para birimi cinsinden uzun vadeli olarak veya yabancı piyasalardan kısa vadeli dahi olsa milli para birimi cinsinden borçlanamaması” olarak tanımlamışlardır.

Uluslararası para ve maliye politikaları ve makroekonomik koşullar piyasalar temelinde belirli ülkeler tarafından belirlenmekte ve hâkim uluslararası mali sistemde bu ülkelerin konvertibl para birimleri oldukça değerli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler de yerli para biriminden uluslararası piyasalardan borçlanamaması ve bu ülkelerin büyük çoğunluğunun sadece güçlü para birimleri cinsinden borçlanmalarına izin verilmesi (Arısoy ve Özmen, 2004) bu ülkelerin orijinal günah sorunuyla karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır.

Orijinal günah geliştirmekte olan ülkeler için önemli bir problem kaynağıdır. Gelişmiş ülkelerin; yüksek tecrübesi, gelişmiş finansal yapıları, yüksek kredibilitesi, kendi para birimi cinsinden tahvil ihraç edebilmesine ve dalgalı döviz kuru rejimini dikkatli bir şekilde yönetebilmesi sebebiyle orijinal günah sorunu neredeyse bulunmamaktadır (Bordo ve Meissner, 2005). Ancak orijinal günah bugün dünya ekonomisine daha fazla entegre olmaya çabalayan geliştirmekte olan ülkelerin karşılaştığı büyük bir sorundur (Céspedes ve diğerleri, 2003).

Orijinal günah kavramı nedeniyle finansal kırılganlık kaçınılmaz hale gelmektedir. Finansal kırılganlığın nedeni ya kamu ya da özel sektörün yurtiçi yatırımlarını finanse etmek için yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda ortaya çıkan para birimi veya vade uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Yapılan yatırımlardan yerel para birimi ile çıktı elde edilirken bu yatırımların yabancı para birimi cinsinden finanse edilmesi para birimi uyumsuzluğuna neden olmaktadır. Vade uyumsuzluğu ise uzun dönemli projelerin

kısa vadeli finansman kaynakları ile finanse edilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır (Eichengreen ve Hausmann, 1999).

Finansmana ihtiyaç duyan firmalar, uzun vadeli yabancı para birimi cinsinden borçlanma veya kısa vadeli yerel para birimi cinsinden borçlanma arasında seçim yapmak zorunda kalmaktadır. Eğer firma yerel para birimi ile çıktı alınan bir projeyi finanse etmek için yabancı para birimi cinsinden borçlanırsa, para birimi uyumsuzluğu sorunu ile karşılaşmaktadır. Bu uyumsuzlıkla karşılaşmamak için uzun vadeli projelerini kısa vadeli yerel para birimi cinsinden kredilerle finanse etmek zorunda kalabilmektedir. Ancak firmalar kısa vadeli kredi borcunu ödemek için yeniden kısa vadeli krediye başvurursa faiz oranlarının artmasına neden olmakta ve daha yüksek faizden borçlanmak durumunda kalmaktadır. Kredilerin yenilenmemesi ise firmaların iflas etmesine neden olmaktadır. Kaçınılmaz olarak firmalar ya para birimi uyumsuzluğuna ve/veya vade uyumsuzluğuna maruz kalmaktadır (Eichengreen ve Hausmann, 1999).

Bir ülkenin yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda para ve vade uyumsuzluklarından kaynaklanan bilanço kırılganlığı bir krize yol açabilmektedir. Yabancı para birimi cinsinden borçlanmak, yerel piyasayı döviz kuru riskine açık hale getirmekte ve yerli para birimi değer kaybettiğinde borcun yerli para birimi cinsinden değerini arttırmaktadır. Bu durum düşük büyümeye sahip yerli firmaların yurt dışından borçlanma imkânı azaltmakta ve yatırımların düşmesiyle firmalar büyüme sorunu ile karşılaşarak finansal sıkıntıya düşmektedirler. Eğer bu şok yeterince büyük olursa firmaların temerrüt ve iflas riskiyle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır (Céspedes ve diğerleri, 2003).

Eichengreen ve Hausmann (1999) orijinal günah sorununu, para birimi ve vade uyumsuzluklarından kaynaklı bir finansal kırılganlığa neden olabileceğini ve finansal piyasaların yetersizliğinin de bu kırılganlığın sebebi olacağını iddia etmişlerdir.

Bordo ve diğ. (2003) orijinal günah konusunu tarihsel bir perspektiften incelemişlerdir. Orijinal günah sorununu aşmış Birleşik Krallık, Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda ve Güney Afrika gibi eski İngiliz sömürgelerinden oluşan ülkeleri

inceleyerek bu ülkelerin yerli ve yabancı para birimi cinsinden borç geçmişini dikkate almışlardır. Orijinal günah sorunu için güçlü mali kurumlar, para politikası rejiminin yüksek kredibilitesi ve gelişmiş finansal piyasaların önemli faktörler olmasına rağmen, bu unsurların yeterli olmadığını ortaya koymuşlardır. Onlara göre beş ülkenin bugünkü gelişmelere göre daha sağlam mali ve parasal kurumları bulunmamaktaydı. Bu ülkelerin finansal politikaları (aradaki savaşlar hariç) daha güvenilir ve borçlar çoğunlukla uzun vadeli olduğu için vade uyumsuzluklardan kaynaklı bilanço risklerinin nispeten küçük olması para birimi uyumsuzluklarına daha az maruz kalmasını sağlamıştır. Savaşlar, küresel ekonomik krizler ve küresel piyasalar da ortaya çıkan şokların orijinal günah için önemini vurgulamışlardır.

Eichengreen ve diğerleri (2003a), orijinal günah sorununun ülkelere yol açacağı problemlerin çözümü için döviz piyasasına müdahale etmek gerektiğini ve bunun için de uluslararası rezerv biriktirmenin gerekli olduğuna dikkat çekmişlerdir. Rezerv birikiminin büyük olduğu durumlarda döviz cinsi yükümlülüklerinin ödenme imkanını sağlayacağını savunmuşlardır.

Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003b) tarafından ülkelerin orijinal günah endeksleri hesaplanması için bir formül geliştirmişlerdir. Bu formül;

$$OSIN: 1 - \frac{\text{Bir ülkenin kendi para birimi cinsinden ihraç ettiği uluslararası menkul kıymetler}}{\text{Ülke tarafından ihraç edilen menkul kıymetler}}$$

Orijinal günahın ilk göstergesi (OSIN1) bir eksi, hisse senedi stokunun oranıdır. Bir ülkenin kendi para birimi cinsinden ihraç ettiği menkul kıymetlerin ülke tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere oranıdır.

OSIN1'in iki dezavantajı var. İlk olarak, sadece menkul kıymetleri kapsarken diğer borçlanma araçları dikkate almamaktadır. İkincisi, swap yoluyla kur riskini hedge etme fırsatlarını dikkate almamaktadır.

$$EndeksAi = \frac{\text{Menkul kıymetler} + i \text{ Ülkesi tarafından büyük para birimi cinsinden ihraç ettiği krediler}}{\text{Menkul Kıymetler} + i \text{ ülkesi tarafından ihraç edilen krediler}}$$

Endeks A'nin kapsama alanı genişletilmiştir. Swap yoluyla kur riskini hedge edilen borçlanma fırsatlarını dikkate alınarak formüle edilmiştir.

$$Endeks B_i = \frac{i \text{ para biriminden menkul kıymetler}}{i \text{ ülkesi tarafından ihraç edilen menkul kıymetler}}$$

Endeks B_i diğer ülkeler tarafından ihraç edilen menkul kıymetin, bir ülkenin para birimindeki değerini swap piyasası yoluyla döviz kuru riskini hedge edilen borçlanma fırsatını yaratarak hesaplamaktadır. Ülkeler, riskleri hedge etmeleri sayesinde ek faydalar elde etmektedir. Bu nedenle orijinal günahın üçüncü endeksini ortaya koyulduğunda;

$$OSIN3_i = \max\left(1 - \frac{i \text{ para biriminden menkul kıymetler}}{i \text{ ülkesi tarafından ihraç edilen menkul kıymetler}}, 0\right)$$

$$OSIN2_i = \max (INDEXA_i, OSIN3_i), OSIN2_i > OSIN3_i \text{ ve } OSIN1_i \geq OSIN2_i \text{ 'dir.}$$

Böylece, tüm menkul kıymetlerini kendi para birimi cinsinden ihraç eden bir ülkenin orijinal günahı “0” olurken, bunların hepsini yabancı parayla ihraç eden bir ülkenin orijinal günah endeksi “1” olacaktır (Eichengreen ve diğerleri, 2003b).

Orijinal günah endekslerinin aldıkları değerler belirli kriterler göre değişiklik göstermektedir. Bu kriterler ülkelerin gelişmiş düzeyleri, para politikasının kredibilite sorunu ve döviz kuru rejim tercihlerine göre farklılık göstermektedir (Ardor ve Varlık, 2008).

Eichengreen ve diğerleri (2003b) 1993-1998 ve 1999-2001 tarihleri arasında orijinal günah ölçümü yapmıştır. 1993-1998 dönemi OSIN1 ve 1999-2001

dönemi OSIN2 döneminde Türkiye orijinal günah endeksi “1”dir. 1993-1998 dönemi OSIN2 ve 1999-2001 dönemi OSIN2 döneminde Türkiye orijinal günah endeksi “1”dir. 1993-1998 dönemi OSIN3 ve 1999-2001 dönemi OSIN3 döneminde de Türkiye orijinal günah endeksi “1”dir. Her iki dönemde ve üç endekste de yapılan incelemeler sonucunda Türkiye kendi para birimi cinsinden borçlanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.1.2. Finansal sistemin yeterince derinlememiş olması

Finansal sistem, tasarruf sahibi olan fon sağlayanlar ile sistemden fon talep edenlerin bir araya gelmesini sağlayan ve bu konu da aracılık görevini yürüten finansal kurumların yer aldığı sistemdir. Bu sistemin gelişip derinleşmesi sayesinde kaynaklar etkin dağılmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:1,8).

Finansal derinleşme, tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlayan finansal araçların çeşitliğinin artması ve bu araçların sistemde sıklıkla kullanılmasıdır. Başka bir tanımla finansal derinleşme, finansal sistem içinde bulunan fonların reel kesim tarafından kullanma oranıdır. Bu oran ne kadar yüksek olursa finansal derinlikte o kadar yüksek olmaktadır (Erim ve Türk, 2005).

Finansal sistemde finansal derinleşmesinin düzeyini anlayabilmek için çeşitli ölçütler kullanılmaktadır. Finansal gelişmeyi/derinliği ölçmede kullanılan göstergeler miktar, fiyat, yapısal, ürün çeşitliliği ve değişim maliyetleri ölçütü olmak üzere beş başlık altında toplanmaktadır.

1) Miktar ölçütleri: Parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler, sermaye piyasası göstergeleri olarak 3’e ayrılmaktadır.

- Parasal büyüklükler: $M1^{10}/GSYH$, $M2^{11}/GSYH$, $M2Y/GSYH$, $M3^{12}/GSYH$ gibi ölçütler kullanılmaktadır. $M1$ dolaşımdaki para

¹⁰ $M1$: Dolaşımdaki paraya banka hesaplarında bulunan Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın eklenmesiyle bulunmaktadır.

¹¹ $M2$: Dolaşımdaki para, banka hesaplarında bulunan Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadesiz mevduata Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadeli mevduat eklenmesiyle bulunmaktadır.

¹² $M3$: Dolaşımdaki para, banka hesaplarında bulunan Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadesiz mevduat, Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadeli mevduata repo işlemlerinden sağlanan fonlar, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul değerlerin eklenmesiyle bulunmaktadır.

miktardır. $M1/GSYH$ oranının finansal derinlik arttıkça düşmesi beklenmektedir. Bu oranın yüksek olması ise finansal derinliğinin olmadığı anlamına gelmektedir. Diğer bir ölçüt ise $M2/GSYH$ 'dir. Geniş para arzının gelire oranıdır. Bu oran ülkedeki parasallaşma derecesini göstermektedir. Bankacılık sisteminden hane halkının faydalanma düzeyini göstermektedir. $M3/GSYH$ ise bankaların verebildiği fonlarının toplamını ifade etmektedir. Bu oran büyüdükçe finansal derinlik artmaktadır (Öztürk ve Diğerleri, 2010).

- Kredilere İlişkin Büyüklükler: Fonların ne kadarının yatırımlara aktarıldığını gösteren kredilere (Oruç ve Turgut, 2014) ilişkin büyüklükler 3'e ayrılmaktadır. Bu büyüklükler;

- ✓ *Yurt içi toplam kredi hacminin gelire oranı ($YİKH/GSYH$),*
- ✓ *Özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı ($ÖSKH/ GSYH$),*
- ✓ *Özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranıdır ($OSKH/TKH$).*

2) Yapısal ölçütler: Geniş anlamda para arzının, dar anlamda para arzına oranıdır ($M2/M1$). Bu oran vadeli mevduatların finansal sistem içinde değerlendirilmesini ifade etmektedir. İkinci ölçüt olarak ise hisse senedi, bono ve kısa vadeli borçlanma senetleri işlem hacminin, geniş para arzına oranıdır (Lynch,1996).

3) Finansal Fiyat Ölçütü: Reel faiz oranının artışı sayesinde hem yurtiçi tasarrufların finansal sistemde içinde toplanması sağlanmakta hem de dış kaynakların ülkeye girişi ile yatırıma ve büyümeye katkı sağlamaktadır (Oruç ve Turgut, 2014).

4) Ürün çeşitliliği ölçütü: Finansal araç çeşitliliğinin artışı finansal derinliği arttırmaktadır. Finansal derinliği olmayan sistemde yalnızca kredi ve tahvil vb. araçlar bulunurken, finansal derinliği olan sistemde ise bu esntrümanlara ek olarak opsiyon, forward, swap, future gibi türev ürünler kullanılmaktadır (Öztürk ve diğerleri, 2010).

5) Değişim maliyeti ölçütü: Finansal sistemin derinleşmesi için en önemli hususlardan biri aracılık maliyetleridir. Bu maliyetlerin ölçülmesinde faiz oranları

kullanılmaktadır. Yatırımcılarının aldığı kredi faiz oranı ile toplanan mevduat faiz oranı arasındaki fark, aracılık maliyet faiz oranını vermektedir (Oruç ve Turgut, 2014). Aracılık maliyetlerinin düşük olması finansal derinliğin göstergelerindendir.

Ekonomik büyüme ve finansal derinlik arasında literatürde çok sayıda ampirik çalışmalar yapılmıştır.

Nzotta ve Okereke (2009) 1986 ve 2007 yılları arasında Nijerya'da finansal derinlik ve ekonomik gelişmeyi incelemiştir. Çalışmanın odak noktası, ekonomik büyümenin hızlanması için bir finansal derinleşmenin gerekliliğinin şart olmasıdır. Bunun nedeni olarak finansal sistemin tasarrufları seferber etmesinde ve kalkınma süreci için tahsis edilmesindeki merkezi rolden kaynaklanmaktadır. Teorik temellere dayanan çalışma için dokuz açıklayıcı değişken belirlemiştir. Bu değişkenler ile finansal derinleşme endeksi arasında bir ilişki kurmaya çalışmışlardır. Çalışmanın sonunda, Nijerya'da finansal derinleşme endeksinin yıllar içinde düşmüş olduğu ortaya konulmuştur. Değişkenler; kredilendirme oranları, finansal tasarruf oranı, çek/GSYH oranı ve banka mevduatlarının/GSYH oranı, finansal derinleşme ile anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu sonuca ulaşılmıştır. Sonuç olarak, finansal sistemin etkin bir finansal aracılık, özellikle kredi tahsisi ve ekonominin yüksek düzeyde parasallaşmadığı sonucuna varılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşmenin zayıf olmasının nedenlerini, doğrudan yabancı yatırımların düşüklüğü, sıkı sermaye piyasası, faiz oranındaki çarpıklıklar ve finansal açıklık ile finansal derinleşme arasındaki zayıf ilişkiden kaynaklandığını ifade etmişlerdir.

Ndebbio (2004) Sahra-altı Afrika ülkeleri için finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada finansal derinleşme değişkeni olarak M2/GSYH oranı kullanılmıştır. Çalışma, bu ülkelerin finans sektöründeki derinleşmesinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini ortaya koymuştur.

King ve Levine (1993) 1960-1989 dönemi boyunca 80 ülkeye ilişkin verileri kullanarak, finansal derinleşmenin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü ülkeler arası kanıtlar sunarak açıklamıştır. Finansal derinleşme düzeyinin

ekonomik büyümeyle, fiziki sermaye birikimi oranıyla ve ekonomilerin fiziki sermayeyi kullanma verimlilikleriyle ilgili olduğu analizini yapmışlardır. Yüksek finansal derinleşme daha yüksek büyümeye, fiziki sermaye birikimi oranına ve ekonomilerin fiziki sermayeyi kullanma verimliliğini arttırdığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme göstergeleri arasındaki ampirik bağlantı incelenmiştir. Veriler, finansal hizmetlerin sermaye birikiminin oranını arttırdığını ve ekonomilerin bu sermayeyi kullanarak verimliliği arttırmak suretiyle ve ekonomik büyümeyi teşvik ettiği tespit etmiştir.

Alrabadi ve Kharabsheh (2016) yaptıkları çalışmada, Ürdün'de 1992-2014 tarihleri arasında finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki dinamik ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma da VAR, Granger nedensellik ve Johansen Eşbütünleşme testleri kullanılmıştır. Üç aylık verileri kullanarak, kısa vadede ekonomik büyümeye ilişkin finansal derinliğin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, eş-bütünleşme testleri, finansal derinleşme için kullanılan değerlerden bağımsız olarak, iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulmuşlardır. Ayrıca, Granger nedensellik testi, ekonomik büyüme ile finansal derinleşme arasında iki yönlü bir nedenselliğin ortaya çıktığını ve bunun özel sektöre verilen kredi miktarı ile ölçüldüğünü göstermektedir. Ancak, ekonomik büyümeden finansal derinleşmeye olan nedensellik ilişkisi, mevduat ve para arzının (M2) finansal derinleşme göstergeleri olarak kullanıldığı zaman ortaya çıktığını tespit etmişlerdir.

Oktayer (2008), 1987-2006 dönemine ait üçer aylık verileri kullanarak Türkiye'deki finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi Granger testi ile açıklamaya çalışmıştır. Finansal derinliğin ölçütü olarak, özel kesime verilen kredilerin yurtiçi toplam kredilere oranını, DİBS'lerin nominal gayri safi yurtiçi hasılaya oranını ve para arzının nominal gayri safi yurtiçi hasılaya oranını kullanmıştır. Uzun ve kısa vadede finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuştur.

Öztürk vd. (2010) Türkiye'nin de dâhil edildiği 10 gelişmekte olan piyasa ekonomisi için 1992–2007 dönemini kapsayan ve panel veri tekniğini kullanarak finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkileri test edilmiştir. Finansal

derinleşme göstergeleri olarak, M2/GSYH, M3/GSYH, bankaların verdiği kredi toplamı/GSYH, özel sektöre verilen kredi toplamının/ GSYH ve borsada işlem gören şirketlerin değerinin/GSYH oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda finansal derinliğin artışının ekonomik büyümeyi arttırdığı tespit edilmiştir. M2/GSYH oranı için elde edilen sonuçlar beklenenin tersine negatif çıkmış ve negatif etkinin sebebi ise söz konusu oranın kapsamının her ülke için farklılık göstermesinden kaynaklandığı ifade edilmiştir.

Finansal sistem özel sektörün fon taleplerini yerine getirebildiği ölçüde, ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Bu kapsamda finansal sistemin ne kadar derinleşirse ekonomik büyümeye katkısı o kadar fazla olmaktadır. Finansal araçların çeşitliliğinin artması ve yaygınlaşması için finansal piyasaların derinleşmesi gerekmektedir.

Finansal derinliği olan ülkelerde doğrudan ve dolaylı şekilde yabancı yatırımcı gelmektedir. Finansal derinlik sağlandığı durumda uluslararası finans piyasalarında ilişkiler gelişmekte ve özel sektörün ihtiyaç duyduğu fonlarda yurtdışından kolaylıkla elde edilebilmektedir (Demir ve diğerleri, 2007).

Finansal sistemin derinleşmesi ile birlikte özel sektörün yatırım yapmasını destekleyen finansman koşulları artmakta ve ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Ancak finansal derinliği olmayan ülkelerde büyümeyi destekleyen yerli para birimi cinsinden finansman olanaklarının bulunmaması ve yerli para birimi cinsinden alternatif finansal araçlarının yeterince olmaması özel sektörü yabancı para birimi cinsinden borçlanmaya yöneltmektedir.

2.4.1.3. Kur sistemi

Kur, bir ülke para biriminin diğer ülke para birimleri karşısındaki değerini gösteren birimdir. Literatürde döviz kuru sistemlerinin sınıflandırılmasında çeşitli ayrımlar bulunmaktadır. Ancak günümüzde döviz kuru sistemlerini sınıflandırmada iki temel görüş ön plan çıkmaktadır. LYS sınıflandırması ve IMF tarafından derlenen sınıflandırma sistemidir (Taban, 2004).

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001) tarafından yapılan LYS döviz kuru sistemleri, döviz kuru davranışına ilişkin üç değişkene dayanmaktadır: (1) döviz kuru davranışındaki mutlak aylık yüzde değişimin ortalaması olarak ölçülen döviz kuru oynaklığı (2) döviz kurundaki aylık yüzde değişikliklerin standart sapması olarak ölçülen döviz kuru değişikliklerinin dalgalanması ve (3) önceki ayın parasal bazına göre uluslararası rezervlerdeki mutlak aylık değişimin ortalaması olarak ölçülen rezervlerin volatilitesidir.

2018 yılında IMF'in yıllık raporlarında yer alan sınıflandırmaya göre döviz kuru rejimleri 4'e ayrılmaktadır. Bu rejimler; bant içinde dalgalanma rejimi, para kurulu rejimi, dalgalı kur rejimi ve diğer ara rejimlerdir (IMF, 2018:1).

Döviz kurunun arz koşullarına göre belirlendiği kur rejimleri ise ikiye ayrılmaktadır. Sabit kur sistemi ve dalgalı kur sistemi olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 1982:142). Dalgalı kur sisteminde, döviz kuru piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Para otoritesinin müdahalesinden bağımsızdır (Bağış, 2016:375). Sabit kur sisteminde ise döviz kuru para otoriterleri tarafından belirlenmektedir

Sabit kur sisteminin, dalgalı kur sisteminin karşı bazı üstünlükleri bulunmaktadır. Sabit kur sisteminde kur önceden belli olduğu için verimli iken dalgalı kur sisteminde belirsizlik hâkim olduğu için verimsizdir. Sabit kur sistemi esnek bir kur sistemine sahip değilken dalgalı döviz kuru sisteminde esnek bir yapıya sahiptir (Bağış, 2016:361,362).

Sabit döviz kuru sistemi, para politikası kredibiliteliği açısından avantajlıdır. Para politikasının kredilitesinin enflasyon üzerinde olumlu etkisi bulunmaktadır. Para otoriterleri ekonomide güvensizlik oluşması durumunda sabit kur sistemi ile hem güvensizliği ortadan kaldırmakta hem de enflasyon hedefini aşağıya doğru çekebilmektedir (Akt. Yanar, 2008).

Esnek döviz kuru sistemi, yurtdışında yaşanan gelişmelerden kaynaklı veya özel sektörden kaynaklı oluşacak şoklara karşı dirence sahiptir (İnan, 2002). Sermaye hareketliliğinin olduğu ekonomilerde esnek döviz kuru uygulanmaktadır.

Sabit kur sisteminin uygulanmamasının nedeni ülke ekonomileri gözlemlendiğinde para politikasının kura hemen tepki gösterememesinden kaynaklanmaktadır. Ancak ekonomiler, “imkânsız üçleme hipotezi” olarak adlandırılan sabit döviz kuru, para politikasının bağımsızlığı ve sermaye hareketleri serbestliği olarak üçünü birden doğrudan kontrol etme imkânına sahip olmamasından dolayı esnek kur sistemini uygulamaktadır. Bu üç unsurdan ikisi politika aracı seçilirken üçüncü unsur piyasa tarafından belirlenmektedir (Frankel,1999).

1990’lı yıllarda Meksika, Asya, Brezilya gibi ülkelerde ortaya çıkan krizleri imkânsız üçleme hipotezine göre değerlendirildiğinde bu ülkelerin kriz öncesinde kontrolsüz ve denetimsiz gerçekleştirilmiş finansal serbestlik kararı ve uyguladıkları ara rejimler bulunmaktadır. Hipoteze göre, bu ülkelerde sermaye girişinin yüksek olması ve ara rejim uygulamaları bağımsız para politikası uygulamasını ortadan kaldırmıştır. Artan sermaye girişi nedeniyle sabit döviz kuru sistemini uygulamak zorlaşmış ve spekülatif saldırılara maruz kalınca kriz kaçınılmaz hale gelmiştir (Kaya ve Güçlü, 2005).

Serbest kur sistemini genellikle gelişmiş ülkeler uygularken gelişmekte olan ülkelerde de uygulama alanı bulmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkeler rejim olarak serbest kur sistemi uyguladıklarını belirtmiş olsalar bile uygulamada ani devalüasyon endişesi veya ani kur değişimine müdahale etmek için sürünen pariteler/sürünen bant sistemi uygulamaktadırlar. Bunun nedeni para politikasının kredibilite eksikliğinden dolayı Merkez Bankasının görevlerini yerine getirememesi ve para politikası bağımsız şekilde uygulanmasının mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. İkinci bir neden ise ani oluşan devalüasyon etkisidir. Firmalar yüksek oranda yabancı para birimi cinsinden borçlanması neticesinde ani devalüasyonlar firmaların bilançolarındaki bozulmalara neden olmakta ve firmaların iflası ile sonuçlanmaktadır (Arat, 2003:6,8).

Kur seçimi tercihinde firmaların içinde bulunduğu durumun da dikkate alınması gerekmektedir. Esnek döviz kuru sistemini benimseyen ülkelerde özel sektörün yabancı para birimi cinsinden borçlanma durumunu göz önünde bulundurmamaları ve firmaların ulusal para birimi cinsinden gelirleri olması sebebiyle döviz kurunun aşırı değerlenmesi sonucunda bu firmaların

bilançolarında bozulmaya neden olmaktadır. Firma bilançolarının etkisi temel faktör olarak kabul edildiğinde, para krizleri hem sabit hem de esnek kur rejimlerinde gerçekleşebilmektedir.

Yabancı para birimi cinsinden borçlanma oranı yüksek firmalar için ülkeler hangi kur rejimini seçeceği önemli hale gelmektedir. Asya Krizi sonrası çoğu yazar bu soruya cevap aramış ve sabit kur rejiminin, yabancı para birimi cinsinden yüksek borçlanma düzeyine sahip ülkeler için daha tehlikeli olduğu sonuca ulaşmışlardır. Sermaye hareketlerinin ani duruşu nedeniyle yerli para, sabit döviz kuru sisteminde esnek döviz kuru sistemine göre daha yüksek oranda değer kaybetmiştir. Bu değer kaybı bilançoları bozulan firmalar için keskin bir ekonomik daralmaya neden olmuştur (Varlık, 2011).

2.4.1.4. Kredibilite sorunu

Kredibilite, eylem ve söylemlerin birbirine eşleşmesi anlamına gelmektedir. Para politikası için kredibilite, politika yapıcısı olan Merkez Bankasının ifade ettiği söylemlere kişilerin inanması ve Merkez Bankasının vaatlerini yerine getirmesi olarak tanımlanabilmektedir (Blinder, 2000).

Para politikası uygulayıcısı olan Merkez Bankası fiyat istikrarı, sürdürülebilir büyüme ve finansal istikrar amaçlarına ulaşabilmek için para politikasını yönetmek ve uygulamak zorundadır. Merkez Bankası bu politikaları uygularken açık, şeffaf ve bağımsız kimliğe sahip olması gerekmektedir (TCMB, 2012:2,19). Merkez Bankası bu kimlik sayesinde para politikası kredibilitesini arttırmaktadır.

Merkez Bankasının bağımsız olması, para politikası araçlarına ilişkin kararlarda hükümetin veya devletin baskısı altında olmadan bağımsız bir şekilde karar almasıdır (TCMB, 2012:2). Merkez Bankasının para politikası amaçlarına ulaşmak için uygulayacakları para politikası araçlarına karar verirken tüm politik ve siyasi baskıdan uzak ve bağımsız şekilde karar alıp uygulaması sayesinde (Beşkaya ve Güdenoğlu, 2014) kredibilitesi artmaktadır.

Merkez Bankasının açık ve şeffaf olması ise kredibilitesini arttıran en önemli diğer unsurlardır. Merkez Bankasının bazı hedefleri gerçekleştirmek için uyguladıkları veya uygulayacakları politikalar konusunda tam bilgiye sahipken ekonomik aktörler bu konuda yeterli bilgiye sahip değildirler. Merkez Bankası'nın uyguladığı ya da uygulayacağı politikaların kamuoyuna aktarması sayesinde şeffaflık sağlanmış olmaktadır. Şeffaflık koşulunun sağlanması için öncelikli hedef, temel göstergeler açık bir biçimde belirlenmesi ve bu göstergelerle ilgili değerlerin sayısal olarak ifade edilerek kamuoyuna açıklanmasıdır. Merkez Bankasının bu politikaları uygulama sürecinde belirlediği hedeflere ulaşp ulaşmadığını açıklaması da ekonomik aktörlerin ileriki dönemlerde alacakları karar sürecinde etkili rol oynamaktadır (Karahana, 2006).

Merkez Bankasının para politikası hedeflerinde şeffaf ve açık olması sayesinde zaman tutarsızlığı problemi ortadan kalkmaktadır. Zaman tutarsızlığı, politika yapıcının her dönemin başında bir politika tasarlayıp ve ilan etmesiyle başlayan süreçte politik durumlar ve ani şoklar nedeniyle, politika yapıcıların ihtiyari bir para politikası izleyerek belirledikleri politikaların dışına çıkmasıdır (Özlale ve Özcan, 2005). Bir başka tanıma göre ise zaman tutarsızlığı, özel sektör birimlerinin para otoriteleri tarafından ilan edilen politikaların uygulanacaklarını beklemeleri ancak otoriterlerin belirledikleri bu politikalardan sapması olarak tanımlanabilmektedir (Barro ve Gordon, 1983). Zaman tutarsızlığı para politikalarını tutarsız, hileci ve ileri görüşlü (Taylor, 1993) bir hale getirmekte ve politikaların kredibilitesini azaltan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Para politikasının kredibilitesinin artmasının kritik önemi, Merkez Bankasının para politikası ile ilgili kararların netlik kazanması sayesinde ekonomik ajanlar tam bilgiye sahip olabilmekte ve gelecekleri ile ilgili doğru kararlar alabilmektedir (Poole ve diğerleri, 2002).

Para politikası kredibilitesinin ekonomi üzerindeki en büyük etkisi özel sektör üzerinde ortaya çıkmaktadır. Özel sektör para politikalarını veri alarak bilanço yükümlülüklerini belirlemektedir. Özel sektör, kredibilitesi yüksek para politikaları sayesinde ulusal para birimi cinsinden borçlanmaya başvurmaktadır. Kredibilitesi düşük para politikaları ise gelecekte firmaların bilançolarını belirsizlik

yaratması sebebiyle firmalar yabancı para birimi cinsinden borçlanmaya yönelmektedir.

Ize ve Parrado (2002) Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through adlı çalışmalarında “Dolarizasyon para politikasının bağımsızlığı tehlikeye atıyor mu? Dolarizasyon, er ya da geç dünya para birimlerinin tümünün yok olmasına yol açacak tek yönlü bir yol mu? Ülkeler dolarizasyonu her ne pahasına olursa olsun mücadele etmek için tehlikeli bir durum olarak görmeli mi yoksa artan küreselleşmenin kaçınılmaz bir sonucu olarak kabul etmeli mi?” sorularına cevap aramışlardır. Yazarlar çalışmalarında para politikası kredibilitesinin firmaların bilançoları yükümlülüklerini etkilediğini tespit etmişler ve kredibilitesi düşük para politikasının yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Jeanne (2003), “Gelişmekte olan piyasa ekonomileri neden yabancı para birimi cinsinden borçlanmaktadır?” adlı çalışmasında gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde borç dolarizasyonun yerli para birimine olan güvenine eksikliğinden kaynaklandığını tespit etmiştir. Para politikası, zaman tutarsızlığı sorunu, para politikasının kredibilite eksikliği ve borçluların yerli para birimi cinsinden gelecekteki gerçek değerinden emin olmamalarından dolayı temerrüde düşme olasılığını en aza indirmek için yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı seçtiklerini ifade etmiştir.

Luca ve Petrova (2003) 1990-2001 dönemini kapsayan Orta ve Doğu Avrupa ile Orta Asya’da bulunan yirmi iki ülkenin banka ve firmaların borç dolarizasyonu olgusuna yönelik panel veri analizi yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada para politikasının kredibilite eksikliği ve makroekonomik belirsizliğin dolarizasyon seviyelerini arttırdığını tespit etmişlerdir.

2.4.2. Borç Dolarizasyonunun Etkileri

Borç dolarizasyonun firmalar üzerinde büyüme ve bilanço etkisi olmak üzere iki etkisi bulunmaktadır.

2.4.2.1. Borç dolarizasyonunun büyümeye etkisi

Firmalar yatırımlarını finanse etmek için kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Firmalar ihtiyaç duyduğu finansman kaynağına sahip olamadığı zaman yatırımlarını finanse edememekte ve büyüme performansı da sınırlı olmaktadır. Firmaların yeterli finansman kaynağına sahip olduğu zaman yatırımlarını finanse edebilmekte ve bu yatırımlar sayesinde de firmanın büyümesi yanısıra ekonomik büyümeye de katkıda bulunmaktadır.

Firmalar fon ihtiyaçlarını özkaynaklardan ya da yabancı kaynaklardan karşılamakta ve firmanın sermaye yapısını oluşturmaktadır. Firmalar sermaye yapısı kararlarını verirken maliyetlerini minimize eden finansman tercihi yapmaktadır. Ancak bu finansman kararlarını verirken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar da bu kararın verilmesinde etken olabilmektedir. Ülkedeki iç tasarrufların yetersizliği, finansal derinliğin olmaması, sabit döviz kuru sistemi, faiz oranlarının yüksekliği gibi nedenler firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı tercih etmesine neden olmaktadır.

2.4.2.2. Borç dolarizasyonunun bilanço etkisi

Özel sektör yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda bir yandan fon ihtiyacını sağlayıp ekonomik büyümeyi sağlarken bir yandan da bazı risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Özel sektörün yabancı para birimi cinsinden borçlanması kur ve vade uyumsuzlukları üzerinden bilançolarını da etkilemektedir. Özel sektör aktiflerinin uzun vadeli yükümlülüklerinin ise kısa vadeli olması durumunda bilanço yapılarında kırılganlık meydana gelmektedir.

Özel sektörün bilançolarındaki kırılganlıklarının nedeni sermaye giriş ve çıkışlardaki ani duruş etkisinden kaynaklanmaktadır. Calvo ve diğerleri (2004) ani duruşu, uluslararası sermaye yatırımlarının ülkeye girişinin durması veya ani çıkması olarak tanımlamıştır. Ülkeden ani sermaye çıkışının nedenleri arasında, o ülkede yaşanan ekonomik durgunluk, politik gerginlikler, iş yaşamında gelişen negatif koşullar, finansal istikrarsızlık (Aslan ve diğerleri, 2014), politika başarısızlıkları, yatırımcıların risk alma konusundaki ani değişimi (Broto ve

diğerleri, 2008) büyük bütçe açıkları nedeniyle sıkı maliye politikası uygulanacağına olan inanç, tasarrufların vergilendirileceğine olan endişe (Demir ve Sever, 2009), yatırımcıların devaülasyon beklentisi, enflasyon ve spekülâtif saldırılar (Aytekin Koç, 2018) gibi içsel faktörlerden, merkez ülkelerdeki faiz oranları, sermaye piyasasındaki varlık fiyatları (Demir ve Sever, 2009), küresel likidite gibi dışsal faktörlere bağılı olarak uluslararası sermaye hareketlerinde ani duruş etkisi söz konusu olabilmektedir (Önder, 2007:8).

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerindeki ani duruş ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Özel sektörün bilanço etkisi kapsamında yerli paranın değer kaybetmesinin firmanın varlık ve yükümlülüklerine etkisi özel sektörün gelirlerinin ihracata bağılı olup olmamasına göre değişmektedir. Yerli para değer kaybettiğinde özel sektörün yükümlülüklerinin maliyetleri artmaktadır. Ancak ihracata dayalı bir gelir elde ediyorsa özel sektör bu yükümlülükleri karşılamada bir sorunla karşılaşmamakta ve temerrüde düşmemektedir. Ancak ihracata dayalı geliri az ve yüksek derece de yabancı para yükümlülüğü olan firmaların ile ulusal para değer kaybettiğinde bilanço aracılığıyla net servet değeri azalmaktadır (Aklan ve Nargaleçekenler, 2010).

Firmalar, uluslararası piyasalardan yabancı para birimi cinsinden borçlandıklarında ulusal paranın değer kaybetmesine bağılı olarak ödeme güçlüğüne düşmektedirler. Başlangıçta güçlü bir bilançoya sahip sağlıklı bir şirket bile, önemli miktarda yabancı para borcu varsa ani durmada iflasa sürüklenmekte ve bu da yatırımın ve üretimin hızla azalmasına yol açmaktadır (Mishkin, 1999).

Sermayenin ani çıkışı söz konusu olduğunda yabancı yatırımcıların dövize olan talebi artmaktadır. Döviz olan talebin artışı spekülâtif saldırıya dönüşmesiyle Merkez Bankası piyasaya müdahale etmektedir. Bu müdahaleyi yerli para birimini dövize karşı korumak için yapmakta ve bunun için ya faizi yükselterek ya da piyasa döviz enjekte ederek yapmaktadır. Artan bu faiz oranları, negatif bilanço etkisine neden olmaktadır. Ayrıca reel kur artışı bilanço yükümlülükleri yabancı para birimi cinsinden olan bankaların bilançolarının negatif etkiye neden olmaktadır. Bu süreçte iç talebin daralması, yüksek faiz oranları gibi sebepler nedeniyle üretimi azalan firmalar, bankalara olan kredi borcunu ödeme de sıkıntı yaşamakta

ve böylece bankaların takipteki kredilerinin artmasına sebep olmaktadır. Bütün bu gelişmeler, bankacılık kesiminde krizin tetikleyici unsuru olmaktadır. Özel sektörün borç dolarizasyon oranı yüksek olması durumunda, ani durma nedeniyle bir borç krizi ile de sonuçlanmaktadır (Varlık, 2011). Faiz oranındaki yükseliş firmaların faiz ödemelerinde büyük artışlara yol açarak, firmaların nakit akış pozisyonunu ve bilançolarını zayıflatmaktadır (Mishkin, 1999).

2.4.3. Borç Dolarizasyonu Literatür Tartışması

Literatürde borç dolarizasyon olgusunun Mundell-Fleming, Marshall-Lerner Modeli ve Calvo ve Reinhart Modeli kapsamında tartışılacaktır.

2.4.3.1. Mundell-Fleming modeli

Keynesyen IS-LM modeline göre bütçe açıkları ve dış ticaret açıkları arasındaki ilişkiyi inceleyen yaklaşım geleneksel yaklaşımdır (Uğur ve Karatay, 2009). Mundell 1960 yılında IS-LM modelini kullanarak döviz kurlarını sermaye hareketlerinden yola çıkarak açıklamaya çalışmıştır (Aizenman ve Ito, 2012). Bu modele göre para ve maliye politikalarını tam sermaye hareketliliği sabit ve dalgalı döviz kurları altında analiz etmektedir (Günaydın, 2004).

Model, sabit ve dalgalı döviz kurlarının faiz oranları üzerindeki etkisinin yanısıra farklı döviz kurlarının üretim düzeyi üzerindeki etkilerini açıklamaktadır. Bu model kısa vadede meydana gelen etkiler üzerinde yoğunlaşmış, uzun vadeli etkileri dikkate almamıştır (Tiryaki, 2002:5).

Mundell-Fleming ayrı ayrı yaptıkları çalışmalarda geleneksel modelin eksiklerini gidermeye çalışmışlar ve uluslararası sermaye akımlarının hem para ve hem de maliye politikaları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu modelde uluslararası sermaye akımlarının dâhil edilmesi sayesinde kurların açıklanmasının daha gerçekçi bir zemine oturmasını sağlamıştır (Kılıçarslan, 2016:12,13).

Mundell-Fleming modelinde sabit ve esnek kur sisteminde para politikası ve maliye politikası üzerindeki etkileri farklı olmaktadır. Modele göre esnek döviz kuru

sisteminde para politikası etkin iken, sabit döviz kuru sisteminde ise maliye politikası etkindir (Kılıçarslan, 2016:14).

Mundell-Fleming modeline göre sabit döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerde sermaye hareketleri serbest değilken yurtiçi faiz oranlarını yurtdışı faiz oranlarından farklı belirlenebilmektedir. Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları sermaye hareketlerinin serbest olduğu durumda eşitlenme eğilimindedir (Cömert, 2016).

Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur koşulları altında genişletici para politikası uygulandığında para arzının artışı ile birlikte ulusal faiz oranları düşmektedir. Bu durum ulusal faiz oranlarının uluslararası faiz oranının altında kalmasına ve sermaye çıkışına neden olmaktadır. Sermaye çıkışı ile birlikte ulusal paranın değeri düşmekte ve dövize olan talep artmaktadır. Bu talep artışı döviz kurunun yükselmesine neden olmaktadır. Kurun yükselmesi ile yurtiçi malların fiyatları düşmekte, yerli üretim ve net ihracat artmaktadır. Tam sermaye hareketliliği olduğu ortamda esnek kur sisteminde para politikası etkin olmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur koşulları altında genişletici maliye politikası uygulamasında ulusal faiz oranları yükselmekte ve uluslararası sermaye girişi neden olmaktadır. Sermaye girişi nedeniyle yerli paraya olan talep artmakta ve döviz bollaşmaktadır. Ancak yerli para birimine olan talep arttıkça yerli para değer kazanmakta ve bu durum neticesinde ihracat kanalını olumsuz olarak etkilenenmektedir. Reel döviz kur düşüşü ihracatı pahalı hale getirmektedir. Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur koşulları altında genişletici maliye politikası yerli paranın değer kazanmasına neden olmakta ve net ihracatı azaltacağı için maliye politikası etkin olmamaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında genişletici para politikası uygulandığında ulusal faiz oranları düşmektedir. Düşen faiz oranları nedeniyle sermaye çıkışına neden olmaktadır. Sermaye çıkışıyla birlikte dövize olan talep artmakta ve bu durum döviz kurlarının artması yönünde baskı ile sonuçlanmaktadır. Merkez Bankası artan kura karşı önlem almak için rezervlerindeki dövizini satarak kurun ateşini düşürmeye çalışmaktadır. Merkez

bankasının rezervlerindeki para arzının azalmasıyla para arzı düşmekte ve ulusal gelirden herhangi bir değişim olmamaktadır. Bu nedenle, tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında para politikası etkisiz kalmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında genişletici maliye politikası uygulandığında ise ulusal faiz oranları uluslararası faiz oranlarına göre artmakta ve faiz yüksekliğinden dolayı ülkeye sermaye girişi olmaktadır. Sermaye girişi ile yerli paraya olan talep artmakta ve döviz rezervleri artmaktadır. Merkez Bankasının piyasaya müdahale ederek yerli paranın karşılığında döviz satın almaktadır. Para arzındaki artış ulusal faizin uluslararası faiz oranları eşit olduğu noktaya kadar sürmektedir. Bu durum gelir düzeyinde artış meydana getirmektedir. Bu durumda tam sermaye hareketliliği ve sabit kur koşulları altında maliye politikası tam etkin olmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Mundell-Fleming modelinde, dış şoklar karşısında reel döviz kuru ihracatı etkileyen bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Yerli paranın değer kaybetmesi ihracatı arttırmak suretiyle genişletici bir etkisi olmakta ve ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (Alp ve Yalçın, 2015). Yerli paradaki değer kayıplarının ihracatçı şirketlerinin rekabet gücünün artırıp toplam talebin ithal mallardan yerli mallara kaymasını sağlayarak (Özmen, 2014) ekonomi de genişletici etkisi bulunmaktadır. Ancak Mundell-Fleming modelinde devalüasyon durumunda şirketlerin, reel kurdaki değer düşüklüğüyle karşı karşıya kaldıklarında, firmaların servetini aşındıran, çıktıların daralmasına neden olan olumsuz bilanço etkilerine yol açan, vade ve para birimi uyumsuzluklarıyla karşı kalabilmektedir. Standart Mundell-Fleming modelinin para birimi uyumsuzluğu olsa bile olumlu olabilmekte, ancak bilanço etkisi yeterince büyükse, devalüasyon daralmaya yol açabilmektedir (Bebczuk ve diğerleri, 2006). Döviz kurundaki artış ihracatı artırıcı işlev görse de ihracatı önemli ölçüde ithalata bağımlı firmalarda bu işlev daha sınırlı olmaktadır.

2.4.3.2. Marshall-Lerner modeli

Marshall-Lerner koşulu, uzun dönemli bir süreci ifade etmektedir. Yerli paranın değer kaybetmesinin dış ticaret üzerindeki olumlu etkisinin ilk koşulu olarak karşımıza çıkmaktadır (Vergil ve Erdoğan, 2009).

Sabit kur sistemi uygulayan ekonomilerde para otoritesi tarafından döviz piyasasına müdahale edilerek devalüasyon yapılabilir (Hepaktan, 2009). Devalüasyon yapılması durumunda ihracat ve ithalat talep esnekliklerine göre ekonomik kazanç değişmektedir. Bu koşula göre ekonomik kazancın elde edilmesinde ihracatın artırılması ve ithalatın azalması gerekmektedir (Bakan ve Akkaya, 2018). Sabit kurun uygulanmadığı esnek kur sisteminde ise para otoritesi kura müdahale ederek ulusal paranın değer kaybına neden olmaktadır (Hepaktan, 2009).

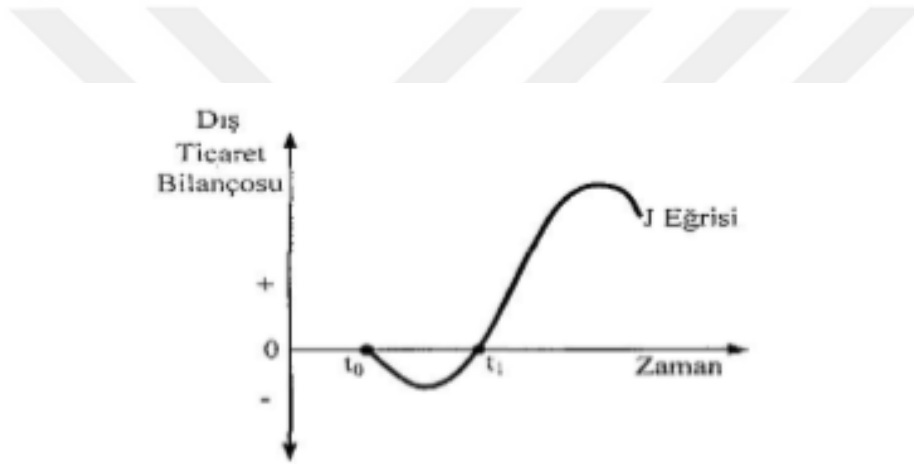
Marshall-Lerner koşulunda devalüasyon üzerine analiz esneklik yaklaşımıyla başlamaktadır. Esneklik yaklaşımına göre, devalüasyon ödemeler dengesini üç şekilde etkilemektedir; ilk olarak, ithal edilen malların fiyatlarındaki artış nedeniyle ithal edilen mal miktarındaki düşüş; ikinci etki, yurtdışındaki malların fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ihracatta artış, üçüncü etki devalüasyon nedeniyle oluşan dış ticaret fazlasıdır. Bu üç etkinin net sonuçları ihracat ve ithalat esnekliğine bağlıdır (Ara Begum ve Alhelal, 2016).

“Marshall-Lerner koşulunda, arz esnekliklerinin sonsuz olması varsayımı altında ihraç ve ithal edilen malların talep esneklikleri toplamının 1’e eşit veya 1’den büyük olması gerekmektedir. İthal malların talep esnekliği e_m , ihraç malların talep esnekliği e_x olarak ifade edildiğinde denklem şu şekilde ifade edilmektedir: $e_m + e_x \geq 1$ ”dir (Hepaktan, 2009).

İhracat ve ithalat esnekliğinin toplamı 1’den büyükse etki pozitif olmaktadır. Mevcut literatür, ihracatın ve ithalatın döviz kuru ile ilgili esnekliğinin kısa vadede çok düşük olduğunu, yani Marshall-Lerner koşulunun yerine getirilemeyeceğini tespit etmiştir. Bununla birlikte, uzun vadede esneklik yüksek olmakta ve esneklik toplamı 1’den daha yüksek olmaktadır. Böylece, devalüasyon kısa vadede ticaret

açığını artırmaktadır. Bunun nedeni, devalüasyonun ithalatı daha pahalı hale getirmesi ve kısa vadede ihracat değerinin daha ucuz olması ve ihracattaki artış ile ithalattaki azalış üzerinde daha az etkiye sahip olmaktadır. Diğer bir deyişle, ekonomik varlıkların kendilerini yeni fiyatlara uyarlamak için belirli bir zaman dilimine ihtiyacı bulunmaktadır. Ancak, bir süre sonra devalüasyonun beklenen etkileri görülmekte ve dış ticaret dengesi iyileşmektedir (Ara Begum ve Alhelal, 2016).

Devalüasyon sonrası net ihracattaki gelişim seyri J eğrisi ile gösterilmektedir.



Şekil 1: J Eğrisi

Seyidoğlu, H. (2015). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, (20. Baskı). İstanbul:Güzem Can Yayınları, 491.

J eğrisi, dış ticaret dengesi ile yerli para biriminin değerindeki ilişkiyi ifade etmektedir. Şekilde t_0 - t_1 dönemi devalüasyon öncesi dönemde dış ticaret açığını göstermektedir. t_1 dönemi ise devalüasyon sonrası dış ticaret açığını göstermektedir (Aksu, 2007:22).

J eğrisinin geçerli olduğu durumlarda kısa dönem döviz kurlarındaki artışlar dış ticaret açığının artmasına neden olmaktadır. Bu artışın nedeni ise hem üreticinin hem de tüketicinin mevcut duruma alışmanın getirmiş olduğu gecikmeden kaynaklanmaktadır (Akt. Durusoy ve Tokatlıoğlu, 1997). Üreticilerin faaliyetlerini sözleşmelere bağlı yürütmesi, tüketicilerin hayat tarzı ve kişisel tercihlerinin kısa sürede değiştirmelerinin mümkün olmaması nedeniyle kısa

dönemde dış ticaret açığı oluşmakta ve uzun dönemde ise tüketiciler ve üreticiler bu yeni fiyatlara uyum sağlaması ile birlikte uzun dönemde dış ticaret dengesi iyileşme sürecine başlamaktadır (Kösekahyaoğlu ve Karataşlı, 2018).

Marshall-Lerner koşulu sağlandığı sürece devalüasyonun dış ticaret dengeleri üzerinde olumlu etkisi bulunmaktadır. Devalüasyon durumunda hem ihracatta artış sağlanmaktadır. Bu durum dış ticareti olumlu etkilemesi yanı sıra büyümeye de katkı sağlamaktadır (Bebczuk ve diğerleri, 2006). Ancak reel kur düşüşlerinin borç dolarizasyonu olan ekonomiler için olumlu etkiye sahip değildir. Banka ve firmaların yüksek miktarda döviz borcu olması durumunda firma ve bankaların yükümlülüklerinin artmasına neden olmaktadır. Ekonomi genelinde firmaların üretimleri düşmekte ve yatırımların azalması nedeniyle ekonomik büyüme düşmektedir.

2.4.3.3. Calvo-Reinhart modeli

Literatürde “dalgalanma korkusu” ilk kez Calvo ve Reinhart (2000) tarafından ortaya atılmıştır. Dalgalanma korkusu, döviz kurunun serbestçe dalgalandığı iddia eden ülkelerin aslında buna izin vermediklerini ve uygulamada kura müdahale ettiklerini ifade etmektedirler.

Calvo ve Reinhart (2002) Ocak 1970-Kasım 1999 döneminde 39 ülkeye ait aylık veriler kullanarak döviz kurları, döviz rezervleri ve faiz oranlarının değişimini analiz etmiş ve söz konusu ülkelerin dalgalanma korkusu davranışlarını incelemiştir. Örneklemde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler kullanılmıştır. Döviz kuruna döviz rezervlerinin yanı sıra para politikası ile özdeşleşmiş olmasına rağmen faiz oranı da analize dâhil edilmiştir. Çünkü birçok ülke, özellikle son yıllarda, döviz kuru dalgalanmalarını düzeltmek için faiz politikasını rutin olarak kullanmaktadır. Enflasyon hedefi bağlamında döviz kuru dalgalanmalarını düzeltmek için faiz politikasının kullanılması, önemli bir konu haline gelmiştir. Analizin sonucunda kurların serbest dalgalanma içinde olduğunu sanan ülkelerin döviz kurunun serbestçe belirlenmesine izin vermede isteksiz olduklarını ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin dalgalanma korkusu olduğuna dair kanıtlar sunmuştur. Ayrıca dalgalanma korkusu yaşayan birçok gelişmekte olan

Ülkelerin faiz oranı politikası döviz kurundaki dalgalanmaların yumuşatılmasında rezervlerinin yerini aldığı tespit edilmiştir.

Ball ve Reyes (2004), Calvo ve Reinhart güvenilir bir enflasyon hedeflemesi, sabit döviz kuru rejimi veya dalgalanma korkusu arasında ayırım yapmadıkları için eleştirmişlerdir. Analizlerinde, Calvo ve Reinhart'ın "enflasyon hedeflemesi dalgalanma korkusunu açıklayabilir" sözlerini dikkate alarak kafa karışıklığı yarattıklarını iddia etmişlerdir. Ball ve Reyes (2004) günümüzde resmi olarak dalgalı kur uyguladıklarını iddia eden ülkelerin döviz kurundaki değişmeleri önlemek için dalgalanma korkusuyla faizle müdahale ettiğini ve enflasyon hedeflemesi içinde faizin kullanıldığını ancak bu iki gözlemin birbirinden bağımsız oldukları ileri sürmüşlerdir. İlk bakışta enflasyon hedeflemesi dalgalanma korkusuna benzeyebildiği çünkü kurun enflasyona geçişkenlik etkisi sebebiyle para otoriterleri kura faizle müdahale etmektedir. Ancak, enflasyon hedeflemesi ve dalgalanma korkusu aynı olmaması gerektiği, çünkü enflasyon hedeflemesi kapsamındaki faiz oranı hareketleri yalnızca, enflasyon hedefinin tehlikede olması durumunda kullanılmakta döviz kuru değer kaybetmediği zaman kullanılmamaktadır.

Dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerin Merkez Bankaları döviz kurunda yaşanan dalgalanmaları önlemek için uluslararası rezervleri kullanarak doğrudan, ya da faiz oranlarını kullanarak dolaylı olarak müdahale etmekte ya da iki aracı birlikte kullanmaktadırlar. Dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerin Merkez Bankaları döviz kurundaki dalgalanmalara önlemek için uyguladığı yöntem faiz oranlarını değiştirmektedir. Politika yapıcılar, döviz kurunda yaşanan dalgalanmaları yurtiçi faiz oranlarını yükselterek engellemeye çalışmaktadır.

Dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerin faiz politikası uygulaması ve faiz oranlarının sıklıkla değiştirmesinin finansal istikrarı bozucu etkisi bulunmaktadır. Merkez Bankasının sıklıkla faiz oranlarını değiştirmeleri piyasadaki belirsizliğin ve endişenin artmasına neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki belirsizliğin artması durumunda bankaların fonlama maliyetleri artmakta, kredi anlaşmalarını sürdürmekte zorluk çekmekte ve yeni kredi imkânı sağlama konusunda isteksiz davranmaktadır. Bankaların bu tutumu neticesinde yapılan borçlanmalar kısa

vadeli olmakta ve yurtiçinde uzun vadeli borçlanamaması nedeniyle orijinal günah sorunu ve vade uyumu sorunu ortaya çıkmaktadır (Akt. Varlık, 2014)

Faiz oranlarındaki değişkenlik para politikasının kredibilitesinin azalmasına neden olmaktadır. Heterojen bir yapıya sahip gelişmekte olan ülkeler döviz kurunun dalgalanmasına izin vermekte isteksiz görünmektedir. Bunun nedeni para politikasına olan güven eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Eğer para politikasına olan güven sağlanamazsa, parasal otoritenin bir gücü kalmamaktadır. Bu kredibilite sorunları, değişen faiz oranları ile ortaya çıkmaktadır. Kredibilite eksikliği ve faiz oranlarındaki değişkenlik borç dolarizasyonuna yol açmakta ve Merkez Bankasının etkili bir borç veren olarak hareket edebilme kabiliyetini sınırlandırarak büyük döviz kuru dalgalanmalarını besleyebilmektedir (Calvo ve Reinhart, 2000).

Dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerin para otoritelerince verilen faiz kararları enflasyon hedeflemesinden sapma noktasında da olumsuz bir tabloya neden olmaktadır. Dalgalanma korkusu nedeniyle belirlenen faiz oranı ile enflasyon hedeflemesi için olması gereken faiz oranı birbiriyle uyumlu olmamakta ve bu kapsamda Merkez Bankasının belirlediği enflasyon hedefinden uzaklaşılarak para politikasının kredibilite sorunu oluşmaktadır (Akt. Varlık, 2014).

Dalgalanma korkusunu önlemek için uluslararası rezervler de müdahale aracı olarak kullanılmaktadır. Merkez Bankası sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde piyasadan döviz alarak rezerv birikimi yapmaktadır. Sermayenin ani çıkışı durumunda ise Merkez Bankası rezervlerinde bulunan dövizleri piyasaya satarak döviz kurunun aşırı dalgalanmasını önlemektedir. Hiç kuşkusuz bu yüksek rezerv birikimi gelişmekte olan ülkeler için sözkonusu olmaktadır. Gelişmiş ülkeler makroekonomik göstergeleri güçlü olduğu için yüksek miktarda döviz biriktirmeye gerek duymamaktadır. Rezerv birikimi ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile ilişki olmasının yanında ülkelerin tercih ettiği döviz kuru rejimiyle de ilgili olmaktadır. Esnek döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerde döviz kurlarına müdahalenin söz konusu olmaması nedeniyle rezerv biriktirmenin bir gerekliliği bulunmamaktadır. Sabit döviz kuru sistemi uygulayan ülkelerde ise döviz kuru dalgalanmasının sözkonusu olmamasından dolayı rezerv biriktirme düşük düzeyde kalmaktadır. Rezerv biriktirmenin yüksek olduğu ekonomiler daha çok dalgalanma korkusu

yüksek olan ülke ekonomilerde görüldüğünü söylemek yanlış olmamaktadır (Akbakay, 2017). Yüksek düzeyde rezerv biriktirme dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerin ekonomiye müdahale aracı olarak kilit bir rol oynamaktadır. Döviz rezervlerinin ani duruş etkisi nedeniyle ülkede yaşanabilecek olumsuz tabloya yardımcı olmasına rağmen birtakım maliyetleri de bulunmaktadır. Uluslararası rezervler alternatif varlıklara yatırım yapılması durumunda daha yüksek getiri sağlama imkânı varken bu rezervler olası durumlar için tutulması yanlış kaynak tahsisine neden olmaktadır (Calvo, 2006).

Dalgalanma korkusu yaşayan ülkeleri dalgalanma korkusuna iten nedenler para politikasının kredibilite eksikliği, borç dolarizasyonu ve sermaye hareketlerinin ani durması veya çıkmasıdır.

Uluslararası sermaye girişlerinin keskin bir şekilde daralması ya da aniden kesilmesi olan Ani Duruş etkisi sonucunda büyük devalüasyonlar ve büyük finansal bozulmalar ortaya çıkmaktadır (Calvo ve diğerleri, 2004). Sermaye girişlerinde ani duruş veya çıkış nedeniyle dövizde olan talep artmakta ve reel kur artışı nedeniyle MB enflasyon hedefinden sapmayı önlemek için faiz oranlarını arttırmaktadır. Faiz oranlarında meydana gelen değişimler ise hem finansal istikrarı bozmakta hem de para politikalarının kredibilitesine zarar vermektedir. Enflasyon hedefinden sapmak istemeyen ülkeler para politikasının kredibilite sorunu için döviz kurunun istikrarlı olması önemli hale gelmektedir (Varlık, 2014).

Döviz kurunun finansal sistem üzerindeki potansiyel yıkıcı etkisi ve enflasyonun yükselme ihtimali, gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi olsa bile döviz kurlarının dalgalanmasının göz ardı etmemesi için bir neden teşkil etmektedir. Bilançolarını bozabilecek ve mali krizi tetikleyebilecek para birimlerindeki keskin devalüasyonları önlemek için, bu ülkelerdeki Merkez Bankaları döviz kuru dalgalanmalarını müdahale etmek zorunda kalmaktadır. Para politikası, enflasyon hedeflemesi rejimi altında bile olsa, döviz kuru hareketlerini sınırlamaya yönelmektedir (Mishkin, 2004).

Ani çıkış sonrasında döviz kurundaki büyük dalgalanmalara izin verilmesi, iç piyasadaki tüm finansal sistemde bozulmalara neden olmasının yanı sıra banka ve

firmalar için son derece zararlı olmaktadır. Ani çıkış durumunda, firmaların ve bankaların yabancı para birimi cinsinden olan yükümlükleri artarak genel bir iflas durumuyla karşılaşılabilir.

Gelişmekte olan ülkeler için borç dolarizasyonu sorunu karmaşıklığa neden olmaktadır. Hem firmaların hem de bankaların döviz cinsi yükümlülükleri, önemli bir kırılganlık kaynağıdır, çünkü büyük sermaye çıkışı yaşanması durumunda banka ve firmaların yükümlüklerinde önemli bir artışa yol açabilmekte (Honig, 2005) ve herhangi bir şok durumunda varlıklar yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli olamayabilmektedir. Öte yandan, borç dolarizasyonu, dalgalı kur rejiminin işleyişini ciddi biçimde kısıtlayabilmekte ve geliştirmekte olan piyasa ekonomilerde “dalgalanma korkusuna” yol açabilmektedir (Feridun, 2012). Gelişmekte olan ülkeler bilanço etkisi nedeniyle büyük döviz kuru hareketlerinin, özellikle devalüasyon konusunda endişe yaratmakta ve böylece politika yapıcılar döviz kuru oynaklığını sınırlamaktadır. Bu durum doğal olarak, bağımsız para politikası yürütme yeteneklerini kısıtlamaktadır (Honig, 2005).

Döviz cinsi borçların varlığı, dalgalı döviz kuru rejimlerinde bile para politikasının gücüne kısıtlamalar getirmektedir. Para politikasının bağlayıcı bir kısıt olarak döviz kurunun rolü önemlidir. Öncelikle, büyük oranda döviz borcuna sahip firma ve bankaların, kendi kendini gerçekleştiren bir kriz olasılığının yüksek olması ve ikincisi, böyle bir ekonomide para politikasının, döviz kurundan bağımsız olarak etkisiz kalmamasına neden olmaktadır (Goldfajn ve Olivares, 2001).

Firmaların varlıkları ve borçları arasındaki para birimi uyumsuzluğundan dolayı bilançoları olumsuz yönde etkilenmektedir. Yerli paranın değer kaybı firmaların döviz cinsinden olan borçlarının yükünü arttırmakta, varlıkların değerini düşürerek firmaların net değerini azaltmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların yurtiçi piyasalardan borçlanmasının zor olmasından dolayı yabancı para birimi cinsinden borçlanması ve varlıklarının da yerli para biriminden olması neticesinde oluşan para birimi uyumsuzluğu bilançolardaki bozulmalara, firmaların finansal maliyetlerinin artmasına, yeniden borçlanabilme durumunun zorlaşmasına ve sonuç olarak yatırımlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle borç dolarizasyonu sorunu olan ülkelerin dövizin aşırı dalgalanmasına izin

vermeyerek (Akbakay, 2017) döviz kuruna müdahale ettikleri görülmektedir. Bu durum bir yandan yüksek döviz pozisyon açığı olan firmaların temerrüde düşmesini engellerken, diğer yandan Merkez Bankasının kredibilitesini düşürerek ülkeden döviz çıkışına neden olabilmektedir.

2.4.4. Borç Dolarizasyonu Kriz İlişkisi: Ülke Örnekleri

2.4.4.1. Kriz modelleri

2.4.4.1.1. Birincil nesil kriz modeli

Birinci nesil kriz modeli öncelikle mal piyasasında incelenmiş ve daha sonra para krizleri modelinin temelini oluşturmuştur. Bu model ilk olarak Salant ve Henderson tarafından incelenmiştir. Mal piyasasında yaşanan kriz, devletin altın politika beklentilerinin altın fiyatına etkileri üzerine analiz ederek açıklamışlardır. Spekülatörler ellerinde bulundurdıkları malın fiyatının diğer malların fiyatına göre artacağını ve daha fazla getiri elde edeceğini düşündüğü sürece ellerindeki malı tutmaktadırlar. Ancak hükümetin fiyatları belirlemesi durumunda spekülatörler ellerindeki malı satmakta ve hükümetin elinde mal fazlası oluşmaktadır. Bu durumda hükümet belirlediği fiyatın üzerinde fiyat oluşmakta ve bu kez spekülatörler bu malları satın almaktadırlar. Hükümet fiyatları kendisi belirleme konusunda ısrar ederse stoklar erimeye başlamaktadır (Salant ve Henderson, 1978). Mal piyasasında yaşanan bu durum Krugman tarafından geliştirilmiş ve para piyasasında yaşanan krizleri açıklamıştır.

Krugman (1979) “Ödemeler Dengesi Krizi Üzerine Bir Model” adlı yaptığı çalışmada birinci nesil kriz modellerinden bahsederek krizin nedenini gevşek para ve maliye politikalarının döviz kuru hedefiyle çatışmasından kaynaklandığını ifade etmiştir. Birinci nesil modelde krizin kaynağı bütçe açıklarıdır. Genişletici maliye politikası uygulaması sonucunda bütçe açıkları artmakta ve hükümet bütçe açıklarını finanse etmek için MB kaynaklarına başvurmaktadır. MB, genişletici para politikası uygulamasıyla müdahale ederken aynı zamanda sabit kur sistemi uygulamasına devam etmektedir. Genişletici para politikası nedeniyle yerli para biriminin değeri düşerek ile döviz kuru üzerinde baskı oluşturmakta ve MB’de döviz

enjekte ederek bu baskıyı azaltmaya çalışmaktadır. Ancak bu süreçte yatırımcılar devalüasyon olacağı endişesi ile döviz olan talep artacak ve MB rezervleri eriyecektir. Rezervlerin erimesi yerli para birimine yönelik spekülasyon saldırıları başlayacak ve kriz kaçınılmaz olacaktır (Krugman, 1979).

Birincil nesil kriz modellerinde, döviz kuruna yalnızca Merkez Bankasının rezervleri ile müdahale edilmesi eleştirilmiştir. Döviz kuruna müdahale etmek için para politikası aracı olan faiz ve kambiyo denetimi gibi politikalar da döviz kurunu korumayı sağlayabilmektedir (Akt. Şişman, 2006).

Birinci nesil kriz modelleri 1970'li ve 1980'li yıllarda Latin Amerika Krizi ve 1994 Meksika Krizini açıklama imkânı vermektedir.

2.4.4.1.2. İkinci nesil kriz modeli

İkinci Nesil Kriz Modeli, 1992-1993 yıllarında yaşanan Avrupa Para Krizinden sonra ortaya koyulan modeldir. Yaşanan bu kriz hükümetleri sabit kuru terketmeye nasıl zorlayacağı konusunda çarpıcı bir örnek olarak gösterilmektedir (Obstfeld, 1994).

Obstfeld (1986) bu modelde makroekonomik göstergeler de olumsuz bir durum veya yetersiz rezev sorunu olmamasına rağmen yerli para birimine yönelik spekülasyon saldırıları gerçekleşebileceğini ve saldırılar kaçınılmaz olacağını ifade etmiştir.

Makroekonomik politikalar, sabit kur sistemi ile uyumlu olmasına rağmen piyasa aktörleri tarafında bu uyumun uzun süre sürmeyeceğine olan inanç spekülasyon saldırılara neden olmaktadır (Obstfeld, 1986). Hükümet spekülasyon saldırıları nedeniyle sabit kur sistemini korumak için yeterli güce sahip olmasına rağmen sabit kur sisteminin sürdürülüp sürdürülmemesi konusunda karar verirken avantaj ve dezavantajları dikkate alarak değerlendirme yapmaktadır. Hükümetler dış ticareti iyileştirmek için sabit kur sistemini devam ettirmek istemektedirler. Ancak sabit kur sisteminin devam etmesiyle reel faiz oranları yükselmekte ve işsizlik artmaktadır (Aydın ve Aksoy, 2012). Spekülatörler bu ikilemi fark ettiğinde

devalüasyon beklentisine girmekte ve yerli parayı ellerinden çıkararak devalüasyon sürecini hızlandırarak kriz kaçınılmaz hale gelmektedir.

2.4.4.1.3. Üçüncü nesil modeli

Asya Krizinden sonra ortaya konulan modeldir. Bu model parasal kriz ve banka krizleri üzerinde durmakta ve parasal krizlerin en önemli nedeninin bankacılık sisteminin bozulmasından kaynaklandığı temeline dayanmaktadır. Banka veya şirketlerin yurtdışından döviz cinsinden borçlanmaları ve bu borçlara hükümetin garanti vermesi sebebiyle ahlaki risk sorunu ortaya çıkmaktadır (Çelikel Danışoğlu, 2007).

Asimetrik bilgi literatürü, bir finansal sözleşmedeki farklı taraflar için mevcut olan bilgilerdeki farklılıklara odaklanmaktadır. Borçlular, borç verenlere göre bilgi avantajına sahiptir, çünkü borçlular yatırım projeleri hakkında daha fazla bilgi sahibidir. Bu bilgi avantajı, ters seçim ve ilk olarak Akerloff (1970) tarafından açıklanan "limon" sorununa yol açmaktadır. Borç piyasasında bir limon sorunu ortaya çıkmakta, borç verenler, borçluların düşük riskle iyi bir yatırım imkânına sahip olup olmadığını veya alternatif olarak yüksek riskli daha kötü yatırım projelerine sahip olup olmadığını belirleme konusunda sorun yaşamaktadırlar. Borç verenler projenin kaliteli olup olmadığını bilememekte ve kredi faiz oranı ortalama bir düzeyde belirlenmektedir. Sonuç olarak, bu limon sorununun bir sonucu da yapılması gereken karlı yatırım projelerinin gerçekleşmemesine neden olmaktadır (Mishkin, 1990). Bunun nedeni kredi verenler piyasada nitelikli projelere kredi vermemeye karar verebilmektedir (Mishkin, 1991).

Finansal piyasalardaki ahlaki risk, borç verenin bakış açısından bakıldığında istenmeyen projelere kredi verme tehlikesine maruz kalması durumunda, borcun ödenmeme olasılığını arttırdığı için ortaya çıkmaktadır. Ahlaki tehlike asimetrik bilgilerin bir sonucu olarak ortaya çıkmakta ve borç verenin borç alanın faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olmaması borçlunun ahlaki tehlikeye girmesine neden olmaktadır. Ancak, asimetrik bilgi ahlaki tehlike probleminin tek kaynağı değildir. Ahlaki risk ayrıca, borç verenin borç alanın faaliyetleri hakkında

tam olarak bilgilendirildiği durumlarda bile borç verenin ahlaki tehlikeyi önlemesini çok maliyetli hale getirebileceği için ortaya çıkabilmektedir (Mishkin, 1991).

Ahlaki risk, borçluya ait projenin başarılı olması durumunda yüksek riskli projelere yatırım yapma teşvikine sahip olması, ancak borç verenin proje başarısız olması durumunda kaybın çoğunu üstlenmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ayrıca borçlunun, kendi kişisel kullanımı için fonları yanlış tahsis etme, çok fazla çalışmama, kâr elde edemeyeceği projelere dahi yatırım yapma konusunda istekleri olabilmektedir. Borçlu ile borç veren arasındaki çıkar çatışması, ahlaki tehlikeden kaynaklanmaktadır ki, pek çok borç verenin kredi vermemesi durumunda ve yatırımın düşük seviyelerde kalması anlamına gelmektedir (Mishkin, 1991). Ancak bu kararı etkileyen unsur, bankaların firmalara verdikleri kredinin geri ödenmemesi durumunda bu borçların devlet garanti altında olması bankaları daha rahat davranmalarına sebep olmaktadır.

Krugman (1998) bankaların kredi vermesi durumunda bu kredilere hükümetin garanti vermesi gizli bir devlet bütçe açığını oluşturmakta, bankalara ödenmemiş borçların da gizli bir devlet borcu temsil ettiği ve bu durumda bütçe ve makroekonomik politikalarının sağlamlığı konusunda bir yanılsamadan ibaret olduğunu vurgulamıştır.

Krugman (1999) Asya Krizinden yola çıkarak krizden etkilen ülkelerde alacaklılar doğrudan devletten herhangi bir garanti almamasına rağmen basında çıkan haberler nedeniyle banka sahiplerinin güçlü siyasi bağlarına dayanarak riskten korunacağına inandıklarını belirtmiştir.

Bankalar firmalara kredi verirken hükümetin bu kredilere garanti vermesi sebebiyle risk değerlendirmesi yapmadan bu kredileri vermektedirler. Firmalar da yüksek karlı alanlarda yatırım yapmayı istemeleri ve aşırı yatırım veya aynı yatırım alanındaki artış sebebiyle firmalar aldıkları kredileri ödeyemez hale gelmektedir. Hükümetin bu kredileri ödeme garantisinden vazgeçmesi durumunda reel varlıkların fiyatlarında düşme meydana gelmektedir. MB, bankalara likidite desteği vererek varlık fiyatlarındaki düşüşü engelleneceğine olan inanç nedeniyle yerli paranın değer kaybedeceği beklenmektedir. Yabancı yatırımcı varlık fiyatlarındaki

düşüş nedeniyle ani sermaye çıkışı yaşanmasına ve devalüasyon beklentisi nedeniyle oluşan spekülasyon ise (Şişman, 2006) kriz yaşanmasını kaçınılmaz hale getirmektedir.

Üçüncü nesil kriz modelinde aynı zamanda firmaların bilançolarındaki sorunlara yoğun bir şekilde vurgu yapılmaktadır. Firmaların yüksek döviz borcuna sahip olması durumunda ve yerli para birimi değer kaybettiğinde firma bilançolarının kötüleşmesine neden olmakta ve krizin için önemli bir unsur olmaktadır (Krugman, 1999).

Birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil krizleri modelleri yaşanan krizlerin sebeplerini açıklamakta ve bu sebepler her ülke için farklı etki ve sonuçlar doğurmaktadır. Kuşkusuz her ülkenin makroekonomik göstergelerinin farklı olması ve yaşanan krizlerin de ülkelere özgü sorunları olması her bir krizin ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir. Çalışmamızın konusu borç dolarizasyon olması sebebiyle Meksika, Doğu Asya ve Arjantin Krizleri örnek alınarak hem bu krizlerin nedenleri açıklanacak hem de krizin borç dolarizasyonu ile ilişkisi açıklanacaktır.

2.4.4.2. Kriz örnekleri

2.4.4.2.1. Meksika krizi

Büyük Buhrandan bu yana, Meksika ithal ikameci büyüme stratejisi izlemiştir. İthal ikameci büyüme stratejisini kapsamında, Meksika yerel endüstrileri uluslararası rekabetten korumak için bir dizi politika ve düzenleme başlatmıştır. Bu yaklaşım sadece yüksek ithalat tarifeleri ile değil, aynı zamanda yabancı malların ithalatında uygulanan tarife dışı engelleri de kapsamaktadır. Bu modelin altında ülkedeki üreticilerin üretimlerini ihraç etmek için bir durum sözkonusu değildi. Çünkü rekabet gücü çok az olan ya da olmayan üretim iç pazara yönelik olarak yapılmaktaydı (Musacchio, 2012).

İthal ikameci büyüme stratejisine dayanan Meksika kalkınma modeli, 1970'lerde ve 1980'lerde sürekli olarak sıkıntıya girmiştir. Otomobil üreticileri ve

maquiladoras¹³ haricinde, ithal ikameci büyüme stratejisi modeli altında faaliyet gösteren şirketler, ihracat yapamamışlardır. İthal sermaye ve ara malını satın almak için yeterli dövize sahip değillerdi. Üstelik, ciddi döviz sıkıntısı da Meksika dış borç servisini tehlikeye atmış ve bu da döviz kuru krizini yaratmıştır. Aslında, ülke bu süre zarfında ödemeler dengesi krizleri yaşamış ve 1954, 1976 ve 1982'de yerli parayı devalüe etmek zorunda kalmıştır (Musacchio, 2012).

1954'te pesonun devalüasyonundan sonra, Meksika ekonomisi 1960'ların sonuna kadar sürecektir olan yüksek büyüme ve düşük enflasyon dönemine girmiştir. Bu dönem, İstikrarlı Kalkınma dönemi olarak bilinmektedir. İstikrarlı Kalkınma dönemi sırasında ekonomik politikanın temel hedefleri, özel sektör tasarruflarını ve sermaye birikimini artırmak, fiyat istikrarını, sabit kur sistemi ile sağlamak ve reel ücretleri artırmaktır. Bu hedeflere büyük ölçüde ulaşılmış ve analistler bu duruma "Meksika mucizesi" adını vermişlerdir. Döviz kuru, dolar başına 12.5 peso olarak sabit tutulmuş ve yıllık enflasyon oranı ortalama %3,8 olarak belirlenmiştir. Ekonomik büyüme ortalama %6,7 oranında gerçekleşmiştir. İmalat sektörü yıllık yaklaşık %4 oranında büyümüştür. Özel sermaye birikimini desteklemek için kârlar düşük bir oranda vergilendirilmiş ve kaynaklar özel sektör yatırımlarına (çoğunlukla sosyal altyapıya) yönelik projelere yönlendirilmiştir. Finansal aracılıkta önemli bir artış sağlamış ve bu durum özel yatırımların teşvik edilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Banka fonlarının ve özel sektör kredilerinin temini, ABD'de sunulan kredi imkânı ile rekabet edebilecek pozitif seviyelerde seyretmiştir. Reel olarak, özel sektöre verilen banka kredisi yıllık ortalama %14,8 oranında büyümüştür (Sachs, 1989).

Aralık 1970'de, "İstikrarlı Kalkınma Dönemi" (1958-1970) olarak bilinen düşük enflasyon ve sürekli büyüme dönemi durma noktasına gelmiştir. Orta sınıfın ekonomik ve politik modele duyduğu memnuniyetsizlik, 1968'deki öğrenci ayaklanmalarında ortaya çıkan toplumsal gerilimin sebebi olmuştur. Başkan Echeverria, kendi "ortak kalkınma" modelini açıklamıştır. Bu modelde, kamusal harcamaları artırarak toplumsal eşitsizliğin azaltılması, tarımda hükümet desteğinin

¹³ Maquiladoras, esas olarak kuzey Meksika'da bulunan ve düşük vasıflı işçileri çok düşük saatlik ücretlerle istihdam eden montaj tesisleridir.

artması ve kamu sektörünün hem doğrudan hem de dolaylı olarak artan istihdam yaratılmasında aktif olarak yer alması kararlaştırılmıştır (Sangine, 1989).

1970 yılında çok büyük bir cari işlemler açığı ve 1971 yılının ilk aylarında enflasyonunun hızlı artışı ile karşı karşıya kalan hükümet, son iki yılda kamu harcamalarını reel olarak düşürmüştür. Bu tedbir, işsizlik ve diğer sosyal sorunlara ek olarak, politikacıların arzu edilmeyen durum olarak kabul ettiği bir durgunluğa katkıda bulunmuştur (Sangine, 1989).

1971'de ekonomik büyümede yaşanan düşüş, özel firmaların kredi talebini keskin bir biçimde düşürürken, kamu harcamalarındaki daralma, hükümetin finansman ihtiyacını azaltmıştır. Bankalar, Meksika Merkez Bankası'nda faiz elde etmek için büyük miktarda rezerv biriktirmiştir. Kamu harcamalarını arttırmak isteyen yetkililer, bankacılık sistemindeki rezervleri kullanarak, toplumsal eşitsizliği azaltmaya çalışmışlardır. Hükümet ücretleri korumak için Eylül 1973'te %18 maaş artışı kararı vermiştir. Özel sektör ilk başta uyum sağlama konusunda isteksiz olduğu için, artış sadece devlet ücretlerine uygulanmış ve cari harcamaların artmasına yol açmıştır. Kamu harcamaları talep-çekişli baskılarının ve ücretin maliyet-itici etkilerinin bir araya gelmesi, enflasyonu daha da artırmıştır (Sangine, 1989).

1976'nın sonunda büyük bir kurumsal reform gerçekleşmiş ve yeni bir Programlama ve Bütçe Bakanlığı kurulmuştur. Hükümet, harcamalardan sorumlu bakanlıklar arasında bir değişiklik yapmıştır. Maliye Bakanlığı harcamalarla ilgili yetkiyi bırakırken, kamu gelirleri üzerindeki kontrol Maliye Bakanlığı'na bırakılmıştır. Hükümet gelirler ve harcamalar üzerinde idari ayırım yapmıştır (Sangine, 1989).

Hükümet yeni harcama politikasına rağmen 1978'de GSYH'nın %6,7'sine ve 1979'da %7,7'ye kadar çıkan bütçe açığı azaltmayı başaramamıştır. Enflasyon 1980 ve 1981'de ılımlı düzeylerde olsa da ekonomi ciddi makroekonomik dengesizlik göstermeye başlamıştır. Cari işlemler açığı bu yıllarda petrol gelirlerine rağmen büyük ölçüde açık vermiştir (Sangine, 1989).

Meksika petrol ihracat fiyatları, OPEC fiyatlarındaki eğilimin ardından 1980 yılında %58'den fazla artmıştır. Günlük petrol ihracatı, 1979 yılında 0,5 milyon varilden 1980'de 0,8 milyona ulaşmıştır. 1981 bütçesi, uygun ticaret koşullarının kalıcı olacağı ile ilgili güçlü inanç nedeniyle 1981 bütçesi, dünyada petrol fiyatının artacağını ve ihracat hacminin ise yüzde 75 artacağını tahminine dayanılarak hazırlanmıştır (Sangine, 1989).

1979 ile 1981 arasında FED, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki enflasyonu sınırlamak için faiz artırımı yapmış ve Avrupa Merkez Bankaları da aynı anda faiz oranları artırmıştır. Bu faiz oranındaki artış, Meksika ve diğer gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş ve bu duruma emtia fiyatlarındaki hızlı düşüş eşlik etmiştir (Musacchio, 2012). Petrol fiyatı düşmeye başladığında, Meksika ihracat fiyatlarını korumayı denemiş, ancak bu çaba sadece pazar payında ciddi bir kayıp yaratmıştır. Bu nedenle, petrol gelirleri tahmininin önemli ölçüde altında kalmış ve devalüasyon beklentileri artmıştır. 1982'de peso %40 oranında değer kaybetmiştir (Sangine, 1989). Dolar cinsinden borçlar büyümüş ve sermaye çıkışı muazzam oranlara ulaşmıştır.

Sermaye çıkışı o kadar ağırlaşmış ki, Ağustos ayında hükümet ikili döviz kuru sistemini başlamıştır. Kısa bir süre sonra, dolar cinsinden mevduatların piyasa fiyatının altında yerel para birimi cinsinden ödenmesi gerektiğine karar verilmiştir. Eylül ayında, sermaye hareketlerini durdurma girişimi kapsamında döviz kontrollerini uygulamaya koyulması ve hükümetin sermaye kaçışından büyük ölçüde ticari bankaların sorumlu olduğunu düşündüklerinden, aniden ve beklenmedik bir şekilde bankaları devletleştirmiştir. Bu adımların hiçbiri Meksika'nın muazzam kamu dış borcunu kapatmaya yetmemiş ve kamu sektörü dış borçlarını yeniden yapılandırmak için müzakerelere başlamıştır. Yılın son dört ayında Meksika, ödemeleri askıya alarak ve moratoryum ilan etmiştir (Sangine, 1989).

Ağustos 1982'de José López Portillo yönetimi Meksika'nın dış borç servisi konusunda bir moratoryum olduğunu duyurmuş ve ödemeler dengesi krizi nedeniyle hükümetin kalkınma modelini radikal bir şekilde değiştirmiştir. Meksika'daki (1982-1988) Kurumsal Devrim Partisi için Miguel de la Madrid, Latin

Amerika'nın önde gelen reformculardan biri olmuştur. Birçok endüstriyi deregüle etmek için politikaları kabul etmiş, çok sayıda devlete ait işletmeleri özelleştirmek için büyük bir program başlatmış ve ticarete serbestleştirme kararı almıştır (Musacchio, 2012). Hükümet Uruguay'ın Tarife ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) kapsamındaki ticaret müzakerelerinin bir parçası olarak ithalat tarifelerini hızla düşürmüş, doğrudan yabancı yatırımın Meksika ekonomisine girmesini ve iç mali sisteminin genişlemesini kolaylaştıran bir dizi reform gerçekleştirmiştir (Musacchio, 2012).

1988'den sonra Kurumsal Devrim Partisinden olan Başkan Salinas, ekonomik reform ve ticaret liberalizasyonuna devam etmiştir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını müzakere etmiştir. NAFTA kapsamında hükümet tarifeleri indirmiş ve Kuzey Amerika'da yapılan ticaret için tarifelerin tamamını ortadan kaldırmıştır. NAFTA ayrıca ülkeyi, çoğu sektörü (doğrudan bankacılık ve enerji gibi stratejik sayılan sektörler hariç) doğrudan yabancı yatırımlara açmış ve uluslararası yatırım ve ticaret sözleşmelerini uygulamak için bir dizi anlaşma imzalamıştır (Musacchio, 2012).

Anlaşmanın dört temel bileşeni bulunmaktadır: (1) ekonominin uluslararası rekabete açılması; (2) kapsamlı bir özelleştirme ve deregülasyon süreci; (3) önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru üzerinden desteklenen bir istikrar programı ve (4) hükümet, özel sektör ve işçi sendikaları arasında, fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını yönlendirmeyi amaçlayan Pacto olarak bilinen geniş bir sosyal ve ekonomik anlaşmanın sağlanmasıdır (Edward ve Savastano, 2000).

Meksika reform stratejisinin önemli bir bileşeni olarak Meksika pesosunun değerini ABD dolarına bağlamış ve bu politika en az üç amaca hizmet etmiştir. İlk olarak, yabancı yatırımcılara yatırımlarını normal şartlar altında değer kaybetmeyeceğine dair güvence vermiştir. Bu güvence, Meksika'daki artan ithalat-ihracat kalemlerini desteklemiştir. İkincisi, sabit bir döviz kuru sayesinde Meksika şirketleri uluslararası piyasalarda borçlanması artmıştır. Son olarak, sabit döviz kuru, Meksika makamlarına parasal baskı yaparak enflasyonla mücadele etmesine yardımcı olmuştur (Musacchio, 2012).

NAFTA'nın somut bir etkisi, özel sermaye girişlerinde ve özellikle doğrudan yabancı yatırımlarda (DYY) belirgin bir artış olmuştur. 1980 ile 1999 arasında, Meksika'ya net sermaye girişi ortalama olarak GSYH'nın yüzde 3,3'üne yaklaşmış, liberalizasyondan sonra yüzde 4,3'e yükselmiştir. Meksika için sermaye hareketlerinin 1989'da serbest bırakıldığı ve 1994 yılındaki kriz göz önüne alındığında, bu oldukça yüksek bir rakamdır. Aynı dönemde Kore için kıyaslanabilir oran yüzde 2'dir (Tornell ve diğerleri, 2004). Bu reform sayesinde Meksika'da 1991'den sonra net doğrudan yatırım yılda 2 milyar dolardan, yılda 4 milyar dolara ulaşmıştır. Portföy girişleri 1989'dan sonra önemli ölçüde artmıştır. 1990'dan bu yana neredeyse 3,4 milyar dolardan, 1991'de 12,7 milyar dolara ve 1992'de 18 milyar dolara çıkmıştır. Borsa işlem hacmi önemli ölçüde artmıştır, çünkü Meksika şirketleri yabancı para krediler aracılığıyla için fon temin etmeye başlamışlardır (Musacchio, 2012).

Bu durum, 1989 ile 1994 yılları arasında yılda ortalama yüzde 3,1 oranında ekonomik büyüme sağlamış ve 1993 yılında enflasyon on yıldan uzun bir süredir ilk kez tek haneli seviyelere inmiştir (Gil-Daz, 1998).

De la Madrid ve Salinas döneminde büyük bankalar aşamalı olarak özelleştirilmiştir. Kredi arzında bir patlama yaşanmış ve toplam kredilerin GSYH'ye oranı 1991'te %24 iken, 1994'te %38'e yükselmiştir. Özel sektöre verilen krediler (tüketici, ipotek, ticari ve bankalararası kredi dahil) GSYH'nın %20 ila %30'unu oluşturmuştur (Musacchio, 2012).

Meksika'nın kredi genişlemesi bu dönemde etkileyici rakamlara ulaşmıştır. Aralık 1988'den Kasım 1994'e kadar, yerel ticari bankalardan özel sektöre verilen krediler %277 oranında artmıştır. Özel sektörün dış kaynaklardan borçlanması 1988'de 193 milyon dolardan 1993'te 23,2 milyar dolara çıkmıştır (Gil-Daz, 1998).

1994'te gelişen bir dizi olay Meksika ile ilgili yatırımcıların beklentilerini değiştirmiş ve sermaye çıkışını tetiklemiştir. 1994 yılı genel olarak Meksika için çalkantılı bir yıl olmuştur. 1 Ocak 1994 sabahı, Zapatista Ulusal Kurtuluş Ordusu adı verilen bir grup isyancı, en büyük şehirlerin bazılarının kontrolünü ele geçirmiştir. Şubat ayında FED faiz oranlarını kademeli olarak artırmaya

başlamıştır. Mart ayında iktidar partisinin Cumhurbaşkanı adayı Luis Donaldo Colosio, halka açık bir mitingde öldürülmüştür. Bir dizi diğer siyasi suikastlar, yüksek profilli yöneticilerin kaçırılması, ABD'nin faiz oranlarında süregelen yükseliş, Chiapas'taki şiddet, yatırımcıların Meksika'ya olan algısını değiştirmeye başlamış ve ülkeden büyük bir sermaye çıkışına yol açmıştır. Bu çıkışlar ülkenin döviz rezervlerini tüketmiş ve bu da yatırımcıların Meksika'daki döviz kurlarına olan güvenlerini daha da kötüleştirmiştir (Musacchio, 2012).

Ernesto Zedillo, ülkeyi yatıştırmak için büyük bir çoğunluğun oyuyla seçimi kazanmıştır. Yine de Zedillo, yatırımcıların beklentilerini karşılayamayan Pedro Aspe'nin Maliye Bakanı olarak devam edeceğini söylemiş ve sermaye kaçış hızını, 1994'ün Kasım ayının sonlarına doğru daha da arttırmıştır. Aralık sonuna kadar Merkez Bankası, döviz kurunun dalgalanmasına izin verilen bandı genişleterek kademeli bir devalüasyon gerçekleştirmeye çalışmış, hükümet, firmalar ve sendika liderleri ile yapılan toplantıda pesonun kademeli olarak devalüasyon yapılması hususu tartışılmıştır (Musacchio, 2012). Meksika yetkilileri, 20 Aralık 1994'te Meksika pesosunun %15'lik bir devalüasyona tabi olduğunu açıklamıştır (Ötker ve Pazarbaşıoğlu, 1996). Bir andan gelişen panik finansal piyasalarda hızla yayılmış ve iki gün içinde Meksika'dan 5 milyar dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir (Musacchio, 2012).

Meksika'da Aralık 1994'te reel döviz kuru %55 oranında değer kaybetmiştir. Ekonomideki GSYH, 1995 yılında %6'dan fazla düşüş göstermiş ve aynı dönemde sermaye yatırımları %29'dan fazla düşüş göstermiştir (Pratap ve Urrutia, 2004).

1995 yılında Meksika, tarihinin en kötü durgunluğuna girmiş ve hem finansal piyasaların istikrarını bozan hem de pesonun daha fazla değer kaybetmesine neden olan sermaye kaçışı devam etmiştir. Dahası, Meksika ekonomisi çökmeye başladıkça, diğer gelişmekte olan piyasalar da bulaşma etkisi olmuştur. Meksika krizinin 1995 yılında "tekila etkisi" olarak adlandırılan etkisi ile diğer gelişmekte olan piyasalara bulaşmasına neden olmuştur (Musacchio, 2012).

Meksika GSYH'sının %9'una ulaşan büyük sermaye girişlerinin oynadığı rol, Meksika krizinin merkezi olmuştur. Bazı analistler, bu büyük sermaye girişlerinin

Meksika'nın zayıf temellerine rağmen tüketimi artışına izin verdiğini ileri sürmüştür. Bazı analistler ise, bu girişlerin ağırlıklı olarak “spekülatif” etkiler nedeniyle dışsal krize dönüştüğüne işaret etmiştir. Bir başka grup analist ise Meksika'nın hatasının çok erken bir zamanda sermaye kontrollerinin kaldırması olduğunu ve bu spekülatif akışların ülkenin makroekonomik temellerini rahatsız ettiğini ileri sürmüştür (Edwards, 1998).

1980 Krizi ve 1994 borç krizini incelerken, literatür büyük ölçüde ülkelerin dış borçlanma sürecine makroekonomik bir perspektiften ve bir kamu sektörü meselesi olarak bakmıştır. Bu yaklaşımın mantığı hem kamu hem de özel sektörün, 1973 petrol şokundan sonra dış borçlanmaya başvurmasına rağmen uluslararası alacaklılar ve hükümet arasında görüşmeler olmuştur. Hükümet özel sektörün borçlarını kamulaştırması neticesinde bu müzakerelere özel sektörün de katılımı gerçekleşmiştir. Politika yapıcılar sadece makroekonomik sorunlar üzerine odaklanmış ve mikroekonomik sorunlardan uzak durmuşlardır (Alvarez, 2014).

Meksika'da borçlular tarafına daha yakından bakıldığında, borçlu ülkelerin finansal kurumları uluslararası sermaye piyasalarından borçlandıkları görülmektedir. Meksika'da, 1973-1982 yılları arasında Eurocredit piyasası olarak adlandırılan Nacional Financiera (Nafinsa), Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras) ve Banco de Crédito Rural (Banrural) toplanan sermayenin yüzde 30'u kadar borçlanmışlardır. Bu bankalar, dünyanın en büyük uluslararası borçlular arasında yer almış ve yurtdışından elde ettikleri parayı, yurt içinde borç olarak vermişlerdir. Banco de Comercio (Bancomer) ve Banco Nacional de México (Banamex) gibi daha büyük özel bankalar da yetmişli yıllarda yurtdışında faaliyetlerini genişletmiş ve yabancı parayı yerel piyasaya kredi vererek değerlendirmiştir (Alvarez, 2014).

1982'den önce, özel sektör tarafından sağlanan dış borçların çoğu aracı olarak hareket eden bankalar aracılığıyla elde edilmiştir. Böylece, bir Meksikalı banka sendikasyon kredisi olarak ve farklı bir sözleşmeyle fonları özel şirketlere ödünç vermiştir. En önemli bankalar hükümet bankaları ve BANCOMER, BANAMEX ve COMERMEX arasında Nacional Financiera (NAFINSA) ve Banco Nacional de Comercio'dur (BANCOMEXT). Bu kurumların New York'ta şubeleri

bulunmaktadır. Sadece en büyük Meksikalı şirketler, doğrudan yabancı borç verenlerden kredi kullanmışlardır. Bazı krediler bir saatten daha kısa bir sürede düzenlenmiştir. Böylelikle, borcu karşılayabilme sorumluluğu, ya küçük ve orta ölçekli Meksikalı şirketlere ya da yabancı bankalarla doğrudan borç alan büyük Meksika şirketlerine düşmüştür (Sangines, 1989).

Meksika 1994 krizi, Meksika'nın önceki yıllarda yaşadığı ödemeler krizinde önemli rol oynayan mali dengesizliklerinin sonucu olarak gelişmemiştir. Krizin temel nedeni özel sektör borçlanmasındaki artış ve 1994 ortalarında döviz piyasasında meydana gelen baskıları arttıran bankacılık sistemindeki kredi artışıdır (Ötker ve Pazarbaşıoğlu, 1996). 1994 yılında sermayenin çıkışı ile birlikte Meksika'daki faiz oranları hızla artmış ve ticari bankalardan ya da yabancılardan borç alan işletmeler borçlarını ödeyememeleri nedeniyle temerrüde düşmüştür. Bankacılık sisteminin kırılganlığı nedeniyle 1995'te borcunu ödeyemeyen şirketler hızla artmıştır (Musacchio, 2012).

1994 krizinde yapılan devalüasyon sonucunda firmalar ihracatta rekabet gücünü arttırmasına rağmen ihracat gelirlerini arttırılamamıştır. Yabancı para birimi cinsinden borçları olan firmalar, bu devalüasyon sonucunda borçlarının değerinde bir artışla karşı karşıya kalmışlardır. “Rekabet edebilirlik” açısından beklenen sonuç gerçekleşmemiş, “bilanço etkisi” ile firmanın yükümlükleri artarak bu firmaların iflasına neden olmuştur (Pratap ve Urrutia, 2004).

2.4.4.2.2. Doğu Asya krizi

Asya krizi Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'da ortaya çıkmıştır. Çin, Tayvan gibi ülkeler cari işlemler fazlası vermesi sayesinde krizden etkilenmemiş, cari açık veren ülkeler ise krizden etkilenmiştir.

Asya krizi tahmin edilemeyen ve beklenilmeyen bir durumdur. Ülkelerin son 20-30 yıl gösterdiği yüksek ekonomik performans nedeniyle Asya mucizesi olarak adlandırılması bu ülkelerde krizin öngörülmez olmasına neden olmuştur. Bu ülkelerde özel sektöre verilen kredilerdeki artış, bankalara olan borcun artışı, yerli paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının yüksek düzeye ulaşması

ekonomik anlamda bazı sıkıntıların olduğunu göstermesi yanında krizi öngörebilmek için yeterli dinamiklere sahip değildi (Ardıç, 2004:54,55).

Asya ülkelerinde sabit döviz kuru sistemi, düşük enflasyon oranları, yüksek büyüme oranları ve yabancı sermaye için yüksek faiz politikaları sözkonusuydu (Engin, 2007). Bu ülkelerin 1990-1996 yılları arasında bütçeleri fazla vermekte ya da çok az bütçe açığı vermekte, enflasyon oranları ise %10'un altında seyretmekteydi. Kamu dış borcu sabit kalmış ve sonrasında ise değişmemiştir. 1990 yılı baz alındığında, ulusal paralarının bölge ekonomilerinin döviz karşısında değeri Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, Kore için sırasıyla yüzde 20, 22, 44, 20, 22 oranında artış göstermiştir. Bu ülkelerde cari denge 1985-1989 dönemi için %0,2 oranından fazla iken 1990-95 döneminde ise cari açıkta sürekli bir artış olmuş ve cari açık 1990-1995 arasında ortalama %6-7'lere yükselmiştir (Samur, 2010).

Tayland'da 1996 yılının sonlarında mali sektördeki yetersiz performans gösteren varlıklarla ilgili endişelerin artması ve 1996'nın dördüncü çeyreği için mali ve ihracat verilerinin zayıf olması, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaların kredi borçlarını geri ödemede zorluk yaşaması ve 5 Şubat 1997 tarihinde, bir yabancı gayrimenkul firması olan Somprasong Land'in dış borç ödemesini karşılamadaki yetersizliği, sektörün kötü durumunu gün yüzüne çıkarmıştır. Bankalar kredilerinin %30'unu gayrimenkul sektörüne aktarması, finans sektörünün kırılganlığı ile ilgili giderek artan bir endişeye neden olmuş (Wong ve diğerleri, 2000).

Tayland'daki bu olumsuz durum, uluslararası yatırımcıların ve kredi derecelendirme kuruluşların dikkatlerini makroekonomik belirleyicilerden mikroekonomik belirleyiciler yönüne doğru değişmesine neden olmuştur. Önceleri, yatırımcılar ve kredi derecelendirme kuruluşları bölgedeki ülkelerin GSYH, ihracat büyümesi, enflasyon, bütçe açıkları ve dış borçlar gibi makroekonomik göstergelere odaklanmışken, artık mikroekonomik göstergelere ve kompozisyona odaklanmaya başlamışlardır. Asya ülkelerindeki duruma bakış açıları, rezervlere göre kısa vadeli özel borç bileşenleri, borçların kompozisyonu ve özel sektörün

borç / özkaynak oranı gibi faktörleri değerlendirmenin temeli olarak dikkate almışlardır (Nordås ve Tenold, 1999).

Ocak-Şubat 1997'de Tayland Baht'ının dolar karşısından değerinin düşmesi dış rekabette gücünün zayıflamasına, ihracatının azalmasına, şirketlerin ve bankaların uluslararası bankalardan aldıkları kısa vadeli borçları döndürememesine ve gayrimenkul fiyatlarının düşmesine neden olmuş ve bu durum Baht'ı spekülasyon saldırılara maruz bırakmıştır. Mayıs başında Japonya'nın faiz artırımına gideceği yönündeki mesajları da ülkede dövize olan talebi arttırmış ve Baht'ın değer kaybına uğramasına neden olmuştur. Döviz kurundaki bu oynaklığa karşın firmalar sabit kur sisteminin devam edeceğine güvenerek kur riskine karşı herhangi bir önlem almamışlardır (Bulut, 1999).

Mayıs 1997'de Baht üzerinde ciddi bir saldırı başlamıştır. Sermaye piyasaları, Tayland bankaları, finans ve finans dışı şirketler tarafından sermaye çıkışı başlamış ve dövize olan talep artmıştır. Takiben, baht üzerinde başta hedge fonları ve yabancı bankaların başı çektiği daha yoğun spekülasyon baskı izlemiştir. Tayland Merkez Bankası bu spekülasyon girişime müdahale etmiş ve Haziran 1997'de piyasaya 26 milyar ABD doları enjekte etmiştir. Ancak bir süre sonra Merkez Bankası müdahale etmeyi durdurmuş ve faiz oranlarının yükselmesine izin vererek yerli para birimini savunmak için sermaye kontrolleri kurmaya başlamıştır. Ancak her koşulda para ile ilgili spekülasyon saldırılar devam etmiştir (Wong ve diğerleri, 2000).

Kriz ilk başta döviz spekülasyonu ile Tayland'da başlamış, gecikmeli önlemler neticesinde ülkede sabit döviz kuru sistemi terkedilmiş ve Baht %20 oranında devalüe edilmiştir. Tayland'da başlayan spekülasyon hareketler diğer Asya ülkelerine de sıçramıştır (Yiğidim, 1999).

Malezya'da Ringit, Baht'ın devalüasyonundan hemen sonra kuvvetli baskı altında kalmış ve Ringit'teki saldırı ise yabancı sermaye yatırımcılarının yüksek hisse senedi fiyatları ve olası faiz oranı artışlarıyla ilgili endişeleri nedeniyle hisse senedi senetlerinin satması ile başlamıştır. Malezya Merkez Bankası Banka Negara Malaysia Ringit'e ağır ve etkili bir şekilde müdahale ederken, 11

Temmuz'da piyasadan ani bir sermaye çıkışı yaşanmış ve bir sonraki haftada Ringitinin %6 oranında değer kaybetmesine neden olmuştur (Wong ve diğerleri, 2000).

Endonezya'da Rupî ile ilgili başlangıçta spekülâtif saldırısı sözkonusu değilken, Bank Indonesia Baht'ın devaülasyonunu takiben, 11 Temmuz 1997'de %8'den %12'ye çıkarmıştır. Yerli firmaların ağır dış borç risklerinin bilincinde olan uluslararası bankalar Rupîye karşı pozisyon almaya başlamışlardır. 14 Ağustos'ta, Merkez Bankası Rupînin alım satım bandını piyasanın altında bırakmış ve başlangıçta Rupî %4 oranında değer kaybetmesine neden olmuştur (Wong ve diğerleri, 2000).

Endonezya'daki krizin kapsamı özel bir yorum gerektirmektedir, çünkü birçok gözlemci en az etkilenen ülkenin Endonezya olacağı düşünmüştür. Endonezya ekonomisinde krizden önce, bankaların denetimsizliği, yolsuzluklar, tekel iktidarı ve büyüyen kısa vadeli borçlar gibi birtakım sorunlar ve zayıflıklar bulunmasına rağmen, Endonezya'nın sorunları bölgedeki diğer ülkelere nazaran en az sorunlu ülkeler arasındaydı (Radelet ve Sachs, 2000).

Endonezya krize giren beş Asya ülkesinden en düşük cari açığa sahip olan ülke ve 1996'da %10,4 oranında ihracat ile bölgedeki en yüksek ihracat oranına sahip ikinci ülkeydi. Bütçesi, dört yıl boyunca GSYH'nın ortalama %1 oranında fazla vermişti. Kredi büyümesi, bölgedeki diğer yerlerden daha düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Ticari bankaların dış borçları GSYH'nın %5,6'sı, diğer etkilenen ekonomilerin önemli ölçüde altındaydı (Radelet ve Sachs, 2000).

Kore'de ise Baht'ın devaülasyonu sırasında, büyük oranda yüksek borç ve aşırı kredi genişlemenin bir sonucu olarak, büyük Koreli firmalar arasında iflaslar ortaya çıkmıştır. Ancak, yabancı yatırımcılar para birimine kolayca erişemedikleri için spekülâtif saldırılar başlangıçta sınırlı düzeyde kalmıştır (Wong ve diğerleri, 2000).

Filipinler'de ise yurt içi bankaların yanı sıra uluslararası bankaların para birimi üzerindeki spekülâtif baskıların ana kaynakları olmuş ve 11 Temmuz

1997'de Filipin Merkez Bankası, pesonun daha geniş bir aralıkta dalgalanmasına izin vereceğini ve böylece sabit döviz kurunu terk edeceğini açıklamıştır (Wong ve diğerleri, 2000).

Asya mali krizinin merkezinde 1990'larda bölgeye gelen büyük sermaye akımlarının etkisi bulunmaktadır. Sermaye girişleri, 1986-90'da GSYH'nin ortalama %1,4 oranından, 1990-96'a kadar %6,7'ye yükselmiştir. Tayland'da sermaye girişleri, GSYH'nin yüzde 10,3'tür. Tayland'da sermaye girişlerinin büyük kısmı, 1990'larda GSYH'nin yüzde 7,6'sını oluşturan bankaların ve özel sektörün borçlanması şeklinde gerçekleşmiştir. Portföy sermaye girişleri ve doğrudan yabancı yatırımlar oldukça küçüktür. Malezya ise olağanüstü büyük doğrudan yabancı yatırım şeklinde girişlerinin banka ve özel sektör borçlanmasından daha büyük olduğu tek istisna ülkedir. Krizden etkilenen ülkelerde net portföy sermaye girişlerinin ortalaması GSYH'nin %2'den daha azdır. Krizden etkilenen ülkelerde bankalar ve özel şirketler, sermaye girişlerinin arkasındaki ana güç olmuşlardır (Radelet ve Sachs, 2000).

Sermaye girişlerindeki artış hem iç ekonomik politikalarda hem de dünya piyasalarında değişimden kaynaklanmıştır. Uluslararası olarak, sanayileşmiş ülkelerdeki sermaye piyasası liberalizasyonu, dünyanın dört bir yanındaki gelişmekte olan piyasalara daha fazla fon akışı sağlamıştır. Tahvil, hisse senedi, yatırım fonları, banka sendikasyonları, Eurobond kredileri ve diğer yenilikler, sermayenin hızlı ve kolay bir şekilde sınırların ötesine geçmesine izin vermiştir. Ayrıca, ABD ve Japonya'daki düşük faiz oranları, bu ülkelerden diğer gelişmekte olan pazarlar ve Güneydoğu Asya'ya doğru sermaye girişini arttırmıştır. Sermaye girişleri, yüksek ekonomik büyümeyi sağlamış ve geniş çaplı mali deregülasyon, bankalar ve yerli şirketler için yurt içi yatırımları finanse etmede yabancı sermayeye ulaşmayı çok daha kolay hale getirmiştir. Ülkeler bankaların önemli döviz ve vade risklerini üstlenmelerine izin verdiği için yüksek oranda dış borçlanmaya elverişli bir ortam yaratılmıştır (Radelet ve Sachs, 2000).

Tayland'da 1997 krizinden önce yapılan finansal reformlar sayesinde finansal serbestlik sağlanmış, yabancı bankalar Tayland'da bankacılık faaliyetlerine başlayarak rekabete girişmiş ve Tayland'da yerleşik kişi ve

kuruluşlara çok düşük faizli kısa ve orta vadeli krediler sağlanmıştır. Yerel bankaların yabancı bankalardan kısa vadeli borçlanması ve bu fonları yerli para birimi cinsinden firmalara kredi olarak vermesi krizin başlamasına neden olan etkenlerden biri haline dönüşmüştür. Döviz krizi nedeniyle devalüasyonun etkisi doğrudan borçlanan yerel şirketlere ve yerel bankalara yüklenmiştir (Bulut, 1999).

Tayland'da dış borçlarının büyüklüğü, yapısı ve finansal sektördeki sorunlar giderek daha belirgin hale gelmiştir. 1997 yılı ortalarından itibaren, toplam yabancı para borcu 69,4 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bu miktarın %65,7'si bir yıl veya daha kısa vadeli kredilerdir. Bankalar borcun %37,6'sını oluştururken, özel sektörün borcu ise %59,5 oranını oluşturmaktaydı (Wong ve diğerleri, 2000).

1980'lerin sonlarında ve 1990'ların başlarında kısmi mali liberalleşme, bankalara finansal araçlar olarak hareket etme ve yabancı paraları yerli şirketlere kanallı etme konusunda daha istekli hale getirmiştir. Filipinler'de ticari bankaların dış borçları 1993 ve 1996 yılları arasında GSYH'nin %5,5 oranından %17,2'ye fırlamış ve 1997 yılının ortalarında hızla büyümeye devam etmiştir. Tayland'da, bu yükümlölükler 1992'de GSYH'nin %5,9 oranından 1995'te GSYH'nin %28,4 oranına yükselmiştir. Malezya'da, bankacılık sektörünün dış borçları, 1996 yılında GSYH'nin %19,5 oranına yükselmiştir. Endonezya ekonomisine yönelik riskler de benzerdi. Bankalar yurtdışından borçlanarak bu borcun büyük bir kısmını doğrudan özel sektör firmalarakredi olarak vermiştir. Firmalar sermaye çıkışı ile birlikte önemli döviz kuru risklerine maruz kalmışlardır (Radelet ve Sachs, 2000).

Beş ülkenin yabancı bankalara olan toplam yükümlölükleri 1996 yılında 210 milyar dolardan 260 milyar dolara yükselmiştir. Özellikle Endonezya, Tayland ve Kore'de kısa vadeli borçlar keskin biçimde artmıştır. Bu üç ülke tarafından yabancı bankalara olan kısa vadeli borçlar 1996'da 147 milyar dolara ulaşmıştır. Gerçekte kısa vadeli borçların miktarı daha büyük olduğu tahmin edilmektedir. Bunun nedeni verilerin özel sektörün yükümlölüklerini içermemesidir. Bankalar en az iki nedenden dolayı giderek daha savunmasız hale gelmiştir. Birincisi, döviz cinsinden borçlanarak döviz kuru riskine maruz kalmıştır. Bankalar yabancı para birimi cinsinden borçlanmış ve döviz geliri elde etmeyen gayrimenkul firmalarına kredi vermişlerdir. Bu firmalar devalüasyon durumunda iflasla karşı karşıya

kalmıştır. İkincisi, bankaların yurt dışından kısa vadelerde borçlanması ve daha uzun vadeli olarak kredi kullandırması sebebiyle vade uyumsuzluğuna maruz kalmıştır (Radelet ve Sachs, 2000).

Baht'ın devaülasyonu, dış borcun kısa vadeli niteliği ile birleşince, bankaların, finans şirketlerinin ve finans dışı özel firmaların birçoğunun yabancı para borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanmalarına neden olmuştur (Wong ve diğerleri, 2010).

Temmuz 1997'de Tayland'da sabit döviz kurunun terkedilmesi, Baht'ın değerinde ani bir düşüşe neden olmuştur. Bahtın değeri düştüğünde, yabancı para birimi cinsinden borçların değeri yerel para birimi cinsinden artmıştır. Takipteki kredilerin artışını, özel şirketlerde artan borç yükü takip etmiştir (Nordas ve Tenold, 1999).

Krize giden dönemde şirket kârlılığı düşüş trendi göstermiştir. Şirketler kesiminin kazancına kıyasla aşırı borçlanması, büyük bir kâr payının faiz maliyetlerini karşılamasına neden olmuştur. 1995 yılına kadar, faiz giderleri karlarını aşan firmaların payı Tayland ve Kore için keskin bir artış göstermiştir. 1997 yılında iki ülkede bulunan firmaların üçte birinden fazlası bu pozisyondaydı. Her iki ülkede de elektronik sektörü 1996'da en düşük kârlılığı kaydetmiştir. Düşen kârlılık ve artan faiz maliyetleri, genellikle üretim kapasitesindeki yatırımlara da yansımıştır (Wong ve diğerleri, 2010).

Krizden etkilenen ülkelerde uygulanan sabit döviz kuru sistemi firmaların ve finansal şirketlerin hatalı kararlar alıp uygulamalarına neden olmuştur. Bu ülkelerde söz konusu firmalar ve finansal kurumlar kısa vadeli borçlanmış ve bu borçların kompozisyonu döviz cinsinden olmuştur. Döviz kurundaki beklenmedik bir değer kaybı firmaların ve finansal kurumların ekonomik yapısını zayıf bırakmıştır. Bu kısa dönemli krediler özellikle gayrimenkul ve alt yapı yatırım projelerinde yer alan firmalar tarafından kullanılmış ve gayrimenkul fiyatlarındaki şişkinlik ve beklentilerin olumsuzla döndüğü ortamda krediler geri ödenmemeye başlamıştır (Yiğidim, 1999).

Gayrimenkul firmalarının iflas etmesi, Asya ekonomilerinin bankacılık sektöründe batık kredilerde hızlı bir yükselişe neden olmuştur. Birçok durumda, gayrimenkul firmaları projelerini finanse etmek için bankalardan yabancı para birimi cinsinden kredi almışlar ve bu firmalar sermayenin ani çıkışı ile bilançoları negatif yönde etkilenmiştir. Ayrıca, bankaların döviz cinsinden açık pozisyonu sebebiyle, ani bir sermayesi çıkışı doğrudan bilanço zararlarına neden olmuş, Endonezya, Tayland ve Kore'deki bankalar çökmüş ve firmaların iflasıyla sonuçlanmıştır (Radelet ve Sachs, 2000).

Krizden etkilenen ülkelerdeki firmaların yüksek düzeydeki döviz borcunun kısa vadeli olması ve varlıklarının ise uzun dönemli olması bilanço yükümlülüklerinin artmasına sebep olmuştur. Bunun nedeni firmaların sabit kur sistemi nedeniyle döviz riskini daha düşük tahmin etmelerinden kaynaklanmıştır (Alkinoğlu, 2000).

Tayland ya da Endonezya'da özel sektör borcunun yeniden yapılandırılması için bir çaba gösterilmiştir. Tayland hükümeti, Ocak 1998'de Tayland'lı ticari bankaların borçlarını, yabancı alacaklılara yükümlülükleri de kapsayacak şekilde garanti etmiştir. Ancak, bu borcun geri ödemesi sonuçsuz kalmıştır. Ocak 1998'de Endonezya hükümeti hem yabancı hem de yerli mevduat sahiplerine ve alacaklılara tüm ticari banka yükümlülükleri için teminat vermiştir. Bununla birlikte, ülkenin dış borcunun büyük kısmı finansal kurumlardan ziyade özel sektörün olması ve hükümetin borcun yeniden yapılandırmasını koordine etmesini zor hale getirmiştir. Borç ödemeleri büyük ölçüde askıya alınmış ve borç yeniden yapılandırmasına yönelik girişimler büyük ölçüde görüşme bazında kalmıştır (Wong ve diğerleri, 2010).

2.4.4.2.3. Arjantin krizi

Arjantin, tarım endüstrilerinin geleneksel olarak önemli olduğu doğal kaynaklara sahip zengin bir ülkedir. Arjantin 1980'lere kadar petrolde kendi kendine yeterli bir ülke haline gelmiştir (Nataraj ve Sahoo, 2003).

Arjantin, 1970'lerin ortalarına kadar düşük bir hızda ancak belirli bir oranda büyümüştür. 1980-2002 döneminde 1980'lerde en kötü olanı olmak üzere 1987-1990 arasında beş büyük krize tanıklık etmiş, daha sonra 1990'ların ortalarında Meksika krizi ile ilişkili ve son olarak 1998'in ikinci çeyreğinde başlayan ve 2002'nin ilk çeyreğine kadar süren krize tanıklık etmiştir (O'Connell, 2005).

Arjantin 1950'lerin başlarında patlak veren İkinci Dünya Savaşı döneminden miras kalan büyük bir dış borcu devralmış ve 1974–2000 dönemi boyunca toplam dış borç 19 kattan fazla artmıştır (O'Connell, 2005).

1990'ların başında cari açık artmış, 1992 yılında negatif olan cari açık, 2000 yılında 84,9 Milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Cari açık 1994 ve 1998'de sırasıyla GSYH'nın %4'ü ve %6'sına ulaşmıştır. Ek olarak, bu açıklar kamu sektörüne ait bir açıktan kaynaklanmamış özel sektöre ait açıktan kaynaklanmıştır (O'Connell, 2005).

1990'ların başından beri dış borçların çok daha büyük bir oranı özel sektörden kaynaklanmış ve özel sektör borcu toplam dış borçlara oranı %14'ten %37'ye yükselmiştir. Özel sektör dış borç olgusu 1970'lerin sonlarında yaşananlara benzer bir süreç izlemiştir. Her iki dönemde de sermaye hareketleri serbestliği altında, finansal sistemin asimetri sorunundan dolayı yurt içi faiz oranlarına göre düşük olan uluslararası faiz oranları, firmaları uluslararası piyasada fon temin etmeye teşvik etmiş ve uluslararası finans piyasalarına erişim sahibi olan şirketler için, kısa vadeli finansman imkânı sağlayan iç piyasadan ziyade çok daha ucuz fon elde etme fırsatı elde etmiştir. Böylelikle firmalar rekabet avantajı elde etmişlerdir (O'Connell, 2005).

Özel sektör dış borçları ağırlıklı olarak bir avuç şirkette yoğunlaşmıştır. Özel sektörün borç servis yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yaşadığı zorluklar sebebiyle yabancı yükümlülüklerinin yeniden yapılandırılması konusunda pazarlık yapmak zorunda kalmıştır (O'Connell, 2005).

1950–1974 yıllarında enflasyon ortalama %24'ten 1975–2000 döneminde ise ortalama %95'e yükselmiştir. En sorunlu yıllar, 1980'lerin sonlarında ve 1990'ların başlarında yaşanmıştır.- (O'Connell, 2005).

Uzun vadede yaşanan bu gelişmeler ve yakın plandaki hiperenflasyon olayları ile son on yıl, Arjantin'de “piyasa dostu” reformların uygulanmasına neden olmuştur. İlki; Nisan 1991'de Konvertibilite Planıdır. Bu reformların başlıca özelliği para kurulunun oluşturulmasıdır. Bu plan kapsamında Merkez Bankası, sadece yabancı para karşılığında yerel para ihraç etmiş ve çok küçük bir tutar dışında devlete kredi vermesi söz konusu olmamıştır. Ayrıca plan bir dizi özelleştirme, deregülasyon önlemleri ve mali reformları içermiştir (Kaminsky ve diğerleri, 2009).

Plan kapsamında bankaların sayısı büyük ölçüde azalmış ve başta özelleştirme olmak üzere özel bankaların sayısı yarıdan fazla azalmıştır. Ayrıca, yerel olarak kurulmuş bankalarının bir kısmı yabancı bankalar tarafından devralınmış, böylece yerel olarak kurulmuş 53 bankadan 21'i yabancı bankalara satılmıştır. Toplam banka varlıklarının yüzde 73'ünü temsil eden 39 banka, 2000 yılı sonuna kadar yabancı sermayeli banka hale gelmiş ve bu bankaların ülkeyi etkileyecek ani şoklar durumunda yardım etmesi beklenmiştir (O'Connell, 2005).

Para kurulu ABD doları karşısında uygulanmış olması, ek sorunlar getirmiştir. Birincisi, ABD, Arjantin gibi, aynı ticaret şoklarına sahip olmayan bir ülke ve aynı zamanda Arjantin'in ihracatı için de önemli bir alıcı konumundadır. İkincisi, son birkaç yıldaki diğer önemli para birimleri karşısında doların önemli ölçüde aşırı değerlendirilmesi, katı döviz kuru sisteminden kaynaklanan zorlukların daha da ciddi hale dönüşmesine neden olmuştur (O'Connell, 2005).

Para kurulu ile ilgili sorun, ilk olarak, “Konvertibilite yasasının” yürürlüğe girmesi sırasında, 1980'lerin ikinci yarısında döviz kuru oranı aşırı artmıştır. Enflasyon oranının düşme eğiliminde olmasıyla birlikte, izleyen iki yılda aşırı değerlendirme daha da büyümüştür. Reel döviz kuru 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. O tarihten sonra enflasyonun Arjantin'de daha düşük olması nedeniyle peso, yavaş yavaş ABD dolarına karşı devalüe olmaya başlamıştır (O'Connell, 2005).

1990'ların Arjantin'i "gelişmekte olan pazarlar" olarak adlandırılan başarı öyküsü geniş çapta uyguladığı reformlar sayesinde olmuştur. Ülke uluslararası kabul görmüş politikaların uygulanmasının bir vitrini haline gelmiştir. Ulusötesi firmalar ve yatırımcılar Arjantin'e yatırım yapmaya başlamışlardır. IMF, son krizden sadece birkaç ay öncesine kadar Arjantin'e finansal destek sağlamaya devam etmiştir (O'Connell, 2005).

1970'lerin sonlarında olduğu gibi, sermaye girişleri iç kredi artışına ve tüketim çılgınlığına, emlak ve borsa fiyatlarının artışına yol açmıştır. Reel döviz kuru artmış ve cari hesap dengesi bozulmuştur. 1994 yılında, ABD'de sıkı bir para politikasına dönüş dünya çapında faiz artırımlarına yol açmış, bankacılık kırılganlıklarına ve Arjantin'de ciddi bir kredi sıkışıklığına neden olmuştur. Aralık 1994'teki Meksika krizinin ardından, Arjantin'de yatırımcılar bankalara hücum etmiş ve büyük para çıkışları olmuştur. Yatırımcılar ellerindeki pesoları dolara dönüştürdükçe, Merkez Bankası'nın rezervleri ilk para krizine işaret edecek şekilde keskin bir şekilde düşmüştür. Ancak bu süreç yerel para biriminin değersizleşmesiyle sonuçlanmamış ve Arjantin'e sermaye akışlarının ters çevrilmesi sadece geçici bir süreliğine olmuştur (Kaminsky ve diğerleri, 2009).

1995 sonunda sermaye hareketleri yeniden başlamıştır. Arjantin'e sermaye akışı 1997-1998 Asya krizinin ortasında bile büyümeye devam etmiştir. Arjantin'e sermaye akışı, 1999'un son yarısında hala nispeten yüksek seviyesini korumuştur. Ancak Arjantin'e gelen sermaye akışı, 2000 yılının son yarısında tamamen durmuş ve özellikle de 2001 yılında büyük çıkış yaşamıştır. Başkan Menem'in üçüncü bir dönem için iktidarda kalma arzusu nedeniyle oluşan siyasi belirsizlik ve Brezilya'nın Ocak 1999'daki krizini takiben yaşanan kargaşa, 2001'de Arjantin'de ekonomik büyümenin düşmesiyle birlikte özel yatırım ve tüketimi ciddi biçimde etkilemiştir. Hükümet borcunu finanse etmek için bankalara devlet tahvili almasını zorunlu hale getirmiştir. Haziran 2001'e kadar, büyük bir banka çöküşü başlamış ve para kurulu sistemi çökmüştür. Aralık ayında, hükümet mevduat dondurma, döviz kontrolleri sistemi getirmiş ve moratoryum ilan etmiştir. 2002 yılı Ocak ayında peso yüzde 40 oranında devalüe edilmiştir (Kaminsky ve diğerleri, 2009).

1997'nin Asya krizi sırasında Arjantin, tüm spekülatif eğilimlerden yoksun sabit döviz kuru rejimi nedeniyle örnek bir devlet olarak anılıyordu. Ancak 2001 yılında sabit döviz kuru rejimi ve yüksek dış borç gibi çeşitli makroekonomik nedenlerden dolayı, ekonomi çökmüştür (Nataraj- Sahoo, 2003).

Arjantin krizinin en önemli iki nedeni, aşırı değerli döviz kuru ve aşırı miktarda dış borçtu. Döviz kuru çok yüksek seviyede sabitlendiğinden, Arjantin çok az ihracat yapıp ve çok fazla ithalat yapmıştır. Bu ticaret dengesizliği 1999'da -829 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiş ve ülkenin dış borcunun faizini ödeyebilmesi için gereken döviz kazanmasını imkânsız hale getirmiştir. Bunun yerine Arjantin, faiz ödemelerini karşılamak için borç almak zorunda kalmış ve bu da borçların daha da büyümesine neden olmuştur. GSYH'nın yüzdesi olarak dış borç, 1995 yılında %39,2'den 2000'de %55,67'ye yükselmiştir. Sonunda, Arjantin bu borçları ödeyemediği için daha fazla borçlanamamış ve faizi ödeyebilmek içinde devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. İhracatı rekabetçi hale getirmek için neredeyse Peso %29 oranında devalüe edilmiştir. Devalüe edilen peso sonunda Arjantin'in ihracatını arttırmış olsa da, yakın vadede kredilerin çoğu dolar cinsinden olduğundan, paranın zayıflaması yaygın iflaslara neden olmuştur (Nataraj- Sahoo, 2003). Nihai olarak Arjantin 2001 yılında moratoryum ilan etmiştir.

Arjantin'de özel sektörün dolarizasyon oranı %80 düzeyinde gerçekleşmiştir. Özel sektörün dolarizasyon oranının yüksek olması hanehalkı ve firmaların bilançolarında büyük mali uyumsuzluklara neden olmuştur. Bu durum üretken faaliyetlerin sadece %25'i dış ticarete konu olan sektörde bulunması ve bu nedenle potansiyel olarak milli para cinsinden kazanç elde edebilmesinden kaynaklanmıştır. Para birimi uyumsuzluklarının varlığında, Arjantin'de devalüasyon, özel borçların değerini büyük bir oranda değiştirmiştir (Calvo ve Talvi, 2005).

Arjantin'de hane halkının, işletmelerin ve hükümetin dolar cinsinden borcu olması, devalüasyon olması durumunda ödenmemiş borçların peso değerini yükselterek yaygın iflaslara neden olmuştur.

1992–2000 döneminde Merkez bankası cari açığın yüzde 60'ından fazlasını uluslararası rezervlerin birikimi ile finanse etmiştir. Nitekim, yabancı yatırımcılardan borç almak ve devlet mülkünü satmak suretiyle, hükümet dev bir özel sektör açığını finanse etmiştir (O'Connell, 2005).





ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE BORÇ DOLARİZASYONU GELİŞİMİ, NEDENLERİ: TCMB SEKTÖR BİLANÇOLARI ÖRNEĞİ

3.1. 1923-2018 Doneminde Dış Borç Stoku

Yeni kurulan Cumhuriyetle birlikte ekonomik hayatta yaşanan krizler, ekonomi politikasında yaşanan değişimler ve küresel ekonomide yaşanan gelişmelerin ülke ekonomisine etkisi kapsamında Türkiye ekonomisi dönemlere ayrılarak, dış borçlanma ilgili dönemler itibarıyla incelenecektir.

3.1.1. 1923-1950 Döneminde Dış Borçlanma

Cumhuriyet idaresi, Osmanlı İmparatorluğu'nun parçalanmasından sonra dış borçların yükünü alarak borçlanmış ve 1954 yılına kadar bu borcu ödemiştir. Cumhuriyet 1912 yılından önceki Osmanlı dış borçlarının %62'sini, 1912 yılından sonraki borçların ise %73'ünü devralmıştır (Ulusoy, 2009:141). Borçların tutarı, 1933 yılında Paris'te yapılan toplantı ile kararlaştırılmıştır. Alacaklı devletlere olan toplam borcun tutarı yaklaşık 65 milyon lira olarak hesaplanmış ve ilgili ülkelerle anlaşma sağlanmıştır. Cumhuriyetin ilk yıllarında hem devralınan borçları ödemek hem de ulaştırma hizmetlerine yapılan yatırımları finanse etmek için dış borçlanmaya başvurulmuştur (Adıyaman, 2006).

Cumhuriyetin ilanının hemen önce ekonomiye yönelik politikalar belirlenmesi amacıyla İzmir İktisat Kongresi yapılmış ve bu kongrede piyasa odaklı bir politika izlenilmesi kararlaştırılmıştır. Devletten hem özel sektörü teşvik edici rol üstlenmesi hem de yabancı yatırımcıların rahatça ekonomik faaliyette bulunması için teşvikler verilmesi istenmiştir. Ancak Büyük Buhran nedeniyle devletçi politikalara geçilmiş ve Kongrede alınan kararlar uygulanamamıştır. Bu süreçte yabancıların elindeki firmalar millileştirilmiş ve bu millileştirilme nedeniyle ortaya çıkan döviz sıkıntısı kısmen de olsa borçlanma yoluna gidilerek yapılmıştır (Ulusoy, 2009:140).

“İktisadi Cihazlanmayı”¹⁴ sağlamak için ihtiyaç duyulan fon ABD’den 25 yıl vadeli %6,5 faizli 10 Milyon Dolar tutarındaki borç ile sağlamıştır. Bu borçlanmaya karşılık olarak ABD’nin Türkiye’de kibrit fabrikası kurmasına izin verilmiştir. Bir diğer borçlanma ise 1934 yılında beş yıllık sanayileşme programı için Sovyet Rusya’dan alınan 8 Milyon Dolarlık dış borçtur (Ulusoy, 2009:141).

1946 Eylül ayında TL dolar karşısında devalüe edilmiştir. Devalüasyon, dış borçların yerli para birimi cinsinden değerinin artmasına neden olmuştur (Ulusoy, 2009:142). İkinci Dünya Savaşı sırasında tarafsızlık politikası izleyen Türkiye savaş sonrası dönemde yalnız kalmış ve Sovyet Birliği’nin bu dönemdeki yayılmacı politikası nedeniyle, tehdit altına hissederek ABD’ye yanaşmıştır. ABD, Sovyet Rusya’nın uygulamaya çalıştığı yayılmacı politikayı bir tehdit olarak algılamış ve komünizme direnen ülkelere Truman Doktrini ve Marshall Yardımı ile destek vermiştir. Türkiye, 1947 yılında yürürlüğe giren Truman Doktrini sayesinde 1947-1949 döneminde 150 milyon dolarlık dış yardım almıştır (Korkmaz ve Aybarç, 2018).

Savaş sonrası dönemde Türkiye’nin dış ilişkilerinde büyük değişimler yaşanmıştır. 1946 yılında ABD’den 500 milyon dolarlık kredi talebinde bulunulmuş ve ABD, Avrupa’nın savaş sırasında kullandığı askeri malzemeleri Ortadoğu’da satışa çıkarmasıyla Türkiye bu kredinin 10 milyon Dolarlık kısmını bu malzemeleri satın alarak kullanmıştır (İnce, 2001:190).

İkinci Dünya Savaşı öncesinde savaşa hazırlık ve ithalat için İngiltere’den 16 Milyon Sterlin dış borç alınmıştır. Savaş yıllarında ise Fransa, İngiltere ve Almanya’dan dış borç alınmıştır. Türkiye bu dönemde askeri kredi ve hibe olarak yaklaşık 314 Milyon Dolar fon sağlamıştır (Akt. Zerenler, 2003).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında OECD tarafından hazırlanan raporda Avrupa’nın savaş nedeniyle tahrip olan imar durumu için yardıma ihtiyaç duyduğu belirtilmiş ve hazırlanan rapor ABD Başkanı Truman’a sunulmuştur. 1948-1949 yılları arasında Avrupa’ya 5 milyar dolar dış yardım yapılmış ve bu yardımlardan

¹⁴ İktisadi Cihazlanma: Ekonomik kalkınma

Türkiye'ye Marshall yardımı adı altında 225 milyon Dolar yardım düşmüştür (Karluk, 2007:167).

1948 yılında Marshall yardımları Sovyet baskısı azalmasından sonraki yardımlar olarak anılmaktadır. Bu yardımlar ülkenin kalkınmasına yönelik yardımlar olarak adlandırılmaktadır (Akt. İnce, 2001:190).

3.1.2. 1950-1960 Döneminde Dış Borçlanma

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra iktisadi işbirliği arttırmak ve yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapmasını teşvik etmek amacıyla 1 Mart 1950 tarihinde 5583 sayılı Kanun çıkartılmıştır. Bu Kanunu 1 Ağustos 1951 tarihinde 5821 sayılı Kanun takip etmiştir. Daha sonra 1954 yılında 6224 sayılı Kanun çıkartılarak yabancı sermayeye daha geniş imkânlar verilmiştir (Zarakolu, 1954).

1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı Kanun ile kar transferine belirli sınırlamalar dâhilinde imkân verilmiş ve 1951 yılında çıkarılan 5821 Kanun ile sınırlamalar esnetilmiştir. Ancak hem 5583 sayılı Kanun hem de 5821 sayılı Kanununla beklenen yatırımlar gerçekleşmemiştir. 6224 sayılı Kanun ise 5821 sayılı Kanun'da yer alan tüm sınırlamaları ortadan kaldırmıştır (Erdilek,2006).

Türkiye 1950 yılında Demokrat Parti'nin iktidara gelmesiyle Batıya dönük dış politika izlemiş ve bu politika sayesinde dış kaynak bulma konusunda avantajlı hale gelmiştir. Dış krediler orta ve uzun vadeli olarak ABD'den ve Dünya Bankası'ndan sağlanmıştır. ABD'den alınan krediler öncelikle enerji gibi altyapı projelerinin finansmanında kullanılmıştır. Dünya Bankası'ndan alınan krediler ise liman, elektrik ve sulama projeleri için kullanılmıştır. Ayrıca Dünya Bankasından 1950-1954 döneminde Sınai Bankasının kuruluşu için kredi alınmıştır (Akt. İnce, 2001:192).

Türkiye'nin Kore Savaşına katılımı ve NATO'ya girmesi ile gelişen siyasi ve askeri işbirliği, ekonomik ilişkilerin de güçlenmesine neden olmuştur. Bu ilişkiler sayesinde dış borç bulma imkânı artmış ve proje kredisi ve ticari kredi şeklindeki dış borçlanmaya başvurulmuştur (Işık ve diğerleri, 2005:27).

1951-1954 dönemi dış borçlanmanın en fazla artış gösterdiği dönemdir. 1950 yılında Demokrat Parti'nin iktidara gelmesiyle uygulanan liberalleşme politikası dış borçlanmanın artışının hızlanmasına neden olmuştur (Ulusoy, 2009:143). 1954 yılında hava şartlarının olumsuz olması nedeniyle tarımsal üretimin azalması ihracatın da azalmasına neden olmuş ve bu azalış ekonomik büyümenin düşmesinin yanı sıra dış borç ödemelerini de zorlaştırmıştır (Karagöl, 2010:5).

Demokrat Parti dönemi ile liberalleşme dış ticarete de yansımıştır (Ulusoy, 2009:146). Liberasyon sisteminin uygulanmaya başladıktan sonra ithalatçılar liberasyon listesinde yer alan malları sipariş etmiş ve bu malların bedellerini yerli para birimi cinsinden Merkez Bankasına yatırmışlardır. Başlangıçta döviz rezervlerinin yeterli olması sayesinde bu borç ödenebilmiştir. Döviz rezervlerinin azalması nedeniyle 1953 yılının sonunda döviz transferi durdurulmuş ve ithalatçıların borçları ödenememiştir. Ödenemeyen bu borçlar ariyere borç olarak adlandırılmıştır (Yaşa,1963). 1954 yılında bu borçlar sebebiyle ithalat imkânı kalmamıştır (Ulusoy, 2009:146).

1956 yılında dış ticaret açıklarını kapatmak için dış borç bulmakta sorun yaşanmış, 1957 yılında Paris'te yapılan görüşmeler neticesinde vadesi gelen borçların ödenmesi ertelenmiş ve yeni bir kredi verilmesi karara bağlanmıştır. Kredinin tutarı yaklaşık 359 Milyon Dolar olarak belirlenmiştir. Bu anlaşmanın geçerli olması için Türkiye ekonomisinde birtakım değişiklikler yapılması şartı koşulmuştur. Değişim kararı neticesinde 4 Ağustos 1958 istikrar kararları alınmıştır. TL'nin değeri 1 dolar = 280 kuruştan, 900 kuruşa düşürülmüştür (Zerenler, 2003).

Kamu borçları ve Merkez Bankası kredileri istikrar programının iki temel ayağını oluşturmaktadır. Program kapsamında ilk karar, Hazine'nin Merkez Bankası'na olan borçların ödenmesi ve bundan sonra Hazine'nin Merkez Bankası'ndan borçlanmasına izin verilmemesidir. İkinci karar ise iç borçlanmaya başvurulması durumunda bu borçlanmayı özel sektörün finansman imkanlarının sınırlanmadan yapılmasıdır (İnce, 2001:198).

1958 yılında alınan kararların uygulanabilmesi için dış borçlanmaya başvurulmuştur. Avrupa İktisadi İşbirliği'ne (OECE) üye ülkelerden 10 yıl vadeli olmak üzere %5,75 faizli, 75 milyon dolar borç olarak dış borçlanma gerçekleşmiştir (Alpar,1980).

1950-1960 yılında dış borç artmış ve kaynaklar verimli alanlarda değerlendirilememiştir. Borcu ödemek için daha yüksek faizle yeniden borçlanılmış ve ekonomik gidişat gittikçe bozulmuştur. Bu dönemde ekonomik büyüme düşmüş, döviz rezervleri azalmış, enflasyon ve dış ticaret açığı artmıştır. Ekonomik göstergelerde yaşanan bu bozulma neticesinde borç yükü daha da artmış (Ulusoy, 2009:144) ve devlet 1958 yılında alınan dış borcun faiz ve taksitlerini ödeyememesi yüzünden moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştır (Dönek,1995).

Ariyere borçlar 1958 istikrar tedbirleri ile ilgili yapılan toplantıda görüşülmüş ve bu borçların 1971 yılına kadar sonlandırılması kararı alınmıştır. Borcun vadesi geldiğinde ödenememesi durumunda borcun anaparası, faizi ve oluşan kur farkının devlet tarafından ödenmesi ve bu borcun bütçeden karşılanması kararı verilmiştir. Bu borcun doğuşu itibarıyla devlet borcu olmamasına rağmen devlet borcu haline gelmiştir (Ulusoy, 2009:146).

3.1.3. 1960-1970 Dönemi Dış Borçlanma

1950-1960 döneminde ekonomik büyüme sürdürülememiş, 1954 yılından sonra ekonomik üretimin artışında yavaşlama olmuş, dış ödeme açıkları büyümüş ve enflasyon hissedilir şekilde artmıştır. İkinci dünya savaşı döneminde elde edilen dış borçlar verimli alanlarda kullanılmamış ve tasarrufların yetersiz olması nedeniyle de ekonomi dış kaynak olmadan işleyemez duruma gelmiştir. 1950-1960 dönemi ekonomik çalkantıların yanı sıra toplumsal çalkantıların da olduğu bir dönem olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde 1960 yılında askeri darbeye hükümet değişikliği yaşanmış ve planlama dönemi başlamıştır (Şahin, 2012:129,130).

1960 darbe dönemi sonrası hükümet darbe dönemi öncesi nedenlerle dış borçlanmaya başvurmuştur (Ulusoy, 2009:147). Ancak önceki dönemlere göre nispeten daha uzun vadeli krediler olmasına rağmen planlı kalkınma döneminde

de dış kaynak ihtiyacı alınan kredilerin geri ödenmesinde yaşanan güçlük nedeniyle dış borç daha da artmıştır. Büyümenin sağlanması için de dış borçlanmaya başvurulmuş ve dış borçların GSYH'daki payı %3'e ulaşmıştır. Bu borçların çoğu konsorsiyumdan karşılanmıştır (Karluk, 2007:168).

Konsorsiyum Avrupa devletlerinin katıldığı bir kuruluştur. Bu Konsorsiyum sayesinde kredi imkânı sağlanmıştır. Konsorsiyumdan edilen krediler "Program Kredileri, Proje Kredileri, borç erteleme ve re-finance kredileri"dir. Konsorsiyumdan 20-30 yıl vadeli olmak üzere %2 faiz oranından borçlanılmıştır. Bu kredilerin en önemli özelliği dış borçların geri ödenmesinde borcun belli bir oranının yerli para birimi cinsinden olmasına karar verilmesidir (Dönek, 1995).

Ülkemizde 1967 yılında Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) uygulamasına geçilmiştir. Amaç yurtdışında bulunan işçilerin gelirlerini Türkiye'ye getirmektir. Devlet ise bu hesapların garantörlüğüne üstlenmiştir. Uygulamada yurtiçinde kredi bulamayan firmalar yurtdışında buldukları kaynaklara döviz hesabı açtırarak bankaları kefil yapmakta ve bankalar Merkez Bankası'na bu döviz hesaplarını devrederek müşteriye TL olarak kredi vermektedir. Bu özel nitelikli krediler maliyetinin yüksek olması sebebiyle vade sonunda ödenememiş ve vadesi dolan ve ödenemeyen bu borçlar 1979 yılında IMF ile imzalanan stand by düzenlemeleri çerçevesinde konsolide edilip devlet borcu haline getirilmiştir (İnce, 2001:209).

3.1.4.1970-1980 Dönemi Dış Borçlanma

1968 yılında IMF aracılığıyla dış çevreler dış ticaretin libelleşmesi ve devalüasyon yapılması yönünde baskı yapmış ve 10 Ağustos 1970 tarihinde 1 Dolar 15 TL'ye çıkarılmıştır. 1975-1977 yılları arasında mini devalüasyonlar yapılarak Dolar 17,50 TL olarak belirlenmiştir (Boratav, 2009:128).

Devalüasyona başvurulmasının nedeni dış ticaret açığını kapatmaktır. Devalüasyona başvurulması durumunda ihracat gelirinin ve işçilerin elde ettiği döviz kazançları artışının hızlanacağı ve yeni dış borç imkânı elde edilebileceği düşünülmektedir. Bu uygulama sayesinde kısa bir süre içinde işçilerden gelen

döviz rezervleri artmış ancak petrol krizinin patlak vermesi rezervlerin azalmasına sebep olmuştur (Dönek, 1995).

1970'li yıllarda ödemeler dengesi açığının finansmanı için dış borç kullanılmış, ancak ekonomideki sorunlar ve siyasette yaşanan çalkantılar nedeniyle dış kaynak bulmak oldukça zorlaşmıştır. 1975 yılında art arda devalüasyonlar yapılmış ve reel döviz kuru 1 dolar=13,70 TL'den 1 dolar=17,50'ye yükseltilmiştir. 1977 yılında IMF, devalüasyonun %25 düzeyinde yapılmasını teklif etmiş, ancak dönemin hükümeti bu teklifi kabul etmemiştir. Hükümet devalüasyonu %10, %10, %5 şeklinde yapması nedeniyle dış kaynak bulması neredeyse imkânsız hale gelmiştir. Bu gelişmelerden sonra 1978 yılında 1 dolar=25 TL'den 1 dolar=35 TL'ye çıkartılarak %33 oranında devalüasyon yapılmıştır (Ulusoy, 2009:145,149).

1973-1974 yıllarında yaşayan Petrol Krizi tüm dünyada etkisini göstermiş ve önemli petrol ithalatçısı olan Türkiye bu krizden etkilenmiştir. Petrol fiyatlarının artmasıyla Türkiye'nin ödemeler dengesi bozulmuştur. 1973 yılında dış borç miktarı 131 milyon dolardan 1974 yılında 359 milyon dolara çıkmıştır. Bu dönemde Türkiye Avrupa para piyasasından borçlanma yoluna gitmiş ve Europara piyasalarından yüklü miktarda borçlanmıştır. Bu borçlanma, kısa vadeli ve yüksek faizli olması sebebiyle 1979 yılında son verilmiştir (Karluk, 2007:168).

Petrol krizi nedeniyle dış ödeme güçlükleri başlamış ve kısa vadeli ve yüksek faizli Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) uygulamasına geçilmiştir. DÇM dış ülkelerden yurtiçine döviz akımını sağlamak amacıyla Türkiye'de ya da yabancı ülkede oturan gerçek veya tüzel kişilerin açtıkları döviz hesabıdır. Bu döviz hesaplarına yatırılan dövizlerin kaynağı yatırımcıya sorulmamakta ve dövizler kamu ya da özel banka hesaplarına yatırıldığı zaman Merkez Bankasına devredilmektedir. Bu hesaptaki döviz mevduatları devlet garantisi altında olmakta ve kur farkından etkilenmemektedir. Ayrıca devalüasyon bu hesapta yatırılan paraların aleyhinde bir durum oluşturmamaktadır. İstenildiği zaman bozdurulduğu kurdan yeniden döviz çevrilebilme avantajına sahiptir. Dış borç stoku ve Hazine'nin faiz yükünü artması nedeniyle 1978 yılına kadar DÇM'ler durdurulmuştur (Dönek, 1995). 1980 yılında da DÇM ödemeleri devam etmiş ve bu yüzden dış borç yükselmiştir (TCMB,1981:49).

1970'li yılların sonlarına doğru Türkiye üç kere dış borç ertelemesine başvurmuş ve 5,5 Milyar Dolarlık borç ertelenmiştir. Türkiye'nin dış borç sorunu için OECD tarafından 1978 yılında Türkiye'nin Dış Borç Çalışma Grubu kurulmuştur. Bu grubun amacı Türkiye'nin dış borçlarının ödenmesine yardımcı olmaktır. 1979 yılında 16 OECD üyesi ülke Türkiye'ye 962 Milyon Dolar ve 1980 yılında 1,2 Milyar Dolar yardım taahhüdünde bulunmuş ve 1 Milyar Dolar dış borç ertelemesi yapmaya karar vermiştir (Karluk, 2007:168).

ABD, 1974 yılında Türkiye'nin Kıbrıs'a yönelik harekâtına karşı çıkmış ve bu harekâtın yapılması sebebiyle Türkiye'ye ambargo uygulamıştır. Ambargolar nedeniyle dış yardımlar ve krediler azalmış hatta durma noktasına gelmiştir (İnce, 2001:209).

1978 ve 1980 yıllarında yardım konsorsiyumuyla borçlarını ödemişlerdir. 1979 ve 1981 yıllarında da ticari bankalara başvurarak borç ertelemesi yapmak zorunda kalmıştır (Aktan, 1985).

1977-1982 döneminde dış borç ertelemeleri yapılmış ve erteleme anlaşmaları kapsamında özel borçlar kamu borcuna dönüştürülmüştür. Faizlerin de anaparaya eklenmesiyle dış borç stoku artmıştır (Kocaoğlu, 2005:37).

1979 yılına kadar dış borç stoku artmıştır. Bu borç stokunun artışının en büyük nedeni doların değer kaybetmesidir. ABD'nin bütçe açıkları sebebiyle dolara yönelik talep artmış ve faizler yükselmeye başlamıştır. Faizlerin yükselmesi nedeniyle yatırımcılar sahip oldukları fonları geliştirmekte olan ülkelere çekerek ABD'ye yönelmiş ve geliştirmekte olan ülkelere borçlanma imkânı zorlaşmıştır. Ülkemizde dış borçlanmanın ödenmesi genellikle dolar üzerinden olması sebebiyle dolar cinsinden dış borçların tutarı artmıştır (Evgin, 1996).

1979-1983 dönemine ait Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planında dış borçlanmanın azaltılması planlanmış, ancak iç tasarruf yetersizliği sebebiyle dış tasarruflara başvurulmuş ve bu nedenle dış borç stoku daha da artmıştır (Bilginoğlu, 1988).

3.1.5. 1980-1990 Dönemi Dış Borçlanma

Türkiye'nin 24 Ocak 1980 kararları ile ekonomi politikalarında köklü değişiklikler olmuş ve ithal ikameci politikalar terkedilerek ihracata dayalı büyüme modeline geçilmiştir.

1980 öncesi dönemde Türkiye'de ithal ikameci büyüme, korumacı dış ticaret, sıkı denetim ve sabit kur sistemine dayalı bir ekonomi modeli bulunmaktaydı.

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri, küresel ekonomideki bunalım Türkiye'de ekonomik daralmaya neden olmuş ve petrol krizleri, devalüasyonlar ödemeler dengesi sorununun daha da büyümesine neden olmuştur (Hepaktan, 2008). Bu sorunlar 1980'li yılların başında köklü bir ekonomi politikası değişikliğinin temel taşları olmuştur.

24 Ocak Kararları ile piyasa ekonomisi kurumsallaştırılmış, kamu doğrudan üretim yapmak yerine altyapı yatırımlarına ağırlık vermiş ve finansal serbestlik kararı alınmıştır (Pinar, 2010:347). Ayrıca döviz kıtlığının giderilmesi ve dış borçların ödenmesi konuları öncelikli alanlar olarak belirlenmiştir. Döviz darboğazını aşmak için turizmden ve işçilerden elde edilen döviz geliri ile dış borç ödemelerinde kolaylık sağlanması amaçlanmıştır (Ulusoy, 2009:150,151).

24 Ocak Kararları kapsamında ilerleyen zamanda yürürlüğe giren düzenlemeler de mevcuttur. Bu düzenlemeler neticesinde TL devalüe edilmiş ve TL'nin değeri 1 Dolar 47,80 TL'den 71,40'a düşürülmüş, faiz oranları serbest bırakılmış ve reel faiz politikasına geçilmiştir (Karluk, 2007:419).

24 Ocak Kararları kapsamında yürürlüğe giren 28 sayılı Karar, 1984 yılında 30 sayılı karar ve son olarak 1989 yılında 32 sayılı Karar finansal serbestlik için önemli adımlar olmuştur.

Finansal serbestlik için 28 ve 30 sayılı Kararlar kısmi serbestleşme, 32 sayılı Karar ise tam serbestleşme sağlamıştır. 28 ve 30 sayılı Kararlar daha çok banka ve özel finans kuruluşların döviz işlemleri ile ilgili sınırlamaların

kaldırılmasına yönelik düzenlemeler iken 32 sayılı karar ise diğer iki kararın kapsamını genişleterek yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılar için tüm döviz işlemlerinin serbestçe yapmalarını sağlayan karardır (Pınar, 2010:349).

28 ve 30 sayılı kararlar ile bankaların döviz pozisyon limitleri kaldırılmış ve bankalara belirli çerçevede içinde istedikleri gibi döviz işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. Ayrıca Merkez Bankası'nın günlük olarak döviz kurunu belirlemesi kararlaştırılmıştır. 32 sayılı Kararda ise özetle yerleşiklerin bankalardan ve özel finansal kurumlardan döviz alıp ve muhafaza etmeleri, yurtdışında çalışanların yurtiçine döviz getirmeleri, yabancı kredilere başvuruların yapılması ve kredilerin alınması, yerleşik olmayanların döviz alımı ve transfer etmeleri serbest hale getirilmiştir (Pınar, 2010:350).

1980-1990 döneminde dış borç stoku artmış ve bu artışın arkasında kamunun payı ön plandadır. 1984 yılından itibaren özel sektörün payında hissedilir şekilde artış bulunmasına rağmen kamunun payı yüksekliğini korumuştur.

1980'de liberalleşme kararı kapsamında ilk uygulama Temmuz ayında kredi ve mevduat faizinin serbest bırakılması ve mevduat sertifikası çıkarılması için bankalara izin verilmesidir. Bankaların yüksek faizle mevduat sertifikası çıkarması nedeniyle o dönem bankacılık sistemine Temmuz bankacılığı adı verilmiştir. Faizin yüksek bırakılmasıyla bankalar ve herhangi bir yasal zeminde statüsü bulunmayan "banker" denilen kişiler arasında faiz yarışı başlamıştır. Bu yarışta faizler hızla artmıştır. Mevduat faizlerinin enflasyonun çok altında kalması (Kale ve Eken, 2017) nedeniyle sekiz büyük banka kendi aralarında centilmenlik anlaşması imzalayarak faizleri %50 seviyesinde sabitleme konusunda anlaşmışlar ve bu durum bankerlerin sayısını arttırmıştır (Kahraman Akdoğu, 2012). Bankerlerin o dönem sayısının 1000'e yakın olduğu tahmin edilmektedir (Kale ve Eken, 2017). Bankerler ve bankalar çeşitli anlaşmalar yapmışlar ve bankalar daha fazla kaynak toplamak için bankerlere düşük iskontolu mevduat sertifikaları satmış, bankerler de kendi sertifikaları ile birlikte banka mevduat sertifikalarını halka pazarlamışlardır. Fon temin edemeyen firmalarda bankerlerden borçlanmışlardır. Bankerlik sistemi yeni mudilerin katılmasıyla ilerleyen bir sistemdi ve ilk para yatıranın faizinin son para yatıran mudilerin mevduatından karşılanan zincirleme bir sistemdi (Akdoğu,

2012). Ancak bir süre sonra kamunun bankerler hakkında olumsuz söylemleri, bankerlerin faiz ve anapara ödemelerini tasarruf sahiplerine yapamaması sistemde paniğin başlamasına neden olmuş ve Banker Kastelli olarak tanınan en büyük bankerin 1982 Haziran ayında batması sonucunda sistem patlak vermiştir. Bankaların bilançoları da bu krizden etkilenmiş ve beş küçük özel banka batmış, bazı bankaların işlem yapması durdurulmuş ve batan bankaların varlık ve yükümlülükleri kamuya aktarılmıştır (Kale ve Eken, 2017). Mali sıkıntıya düşen bankalar da dış borçlanmaya başvurarak krizden çıkmaya çalışmış ve dış borç artmıştır.

1981 yılının Mayıs ayında esnek döviz kuruna geçiş ve Merkez Bankası'nın döviz kurunu günlük olarak belirleyip ilan etmesiyle özel sektörün kur riskine karşı güven oluşmuş ve bankaların döviz pozisyonu dört kat artmıştır. Ayrıca 1981 yılında Hazine Genel Müdürlüğü'nün izni alınarak banka ve şirketlerin yabancı para birimi cinsinden borçlanmasına ilişkin yasal kısıtlamalar kaldırılmış ve özel sektörün dış borcu artmıştır (Akt. Akdoğan, 2012).

Türkiye'nin 1982 yılından itibaren borçlanma yapısı değişmeye başlamıştır. Geleneksel finansman yöntemleriyle borçlanma terk edilmiş ve yeni finansman imkanları ile borçlanılmaya başlanılmıştır. Bu yeni finansman kaynağı ticari banka kredileridir. Ticari banka kredileri alt yapı harcamaları için kullanılan proje kredilerden oluşmaktadır (Torun, 1997:74). 1984 yılında kamu sektörünün kalkınmaya öncelik vermesi, kamunun kalkınma hedefi için yatırımlar yapması ve bu yatırımların finansman ihtiyacı için dış borçlanmaya başvurması nedeniyle dış borç stoku artmış (Kocaoğlu, 2005:39) ve kamu ticari banka kredilerine yoğun şekilde başvurmuştur.

1984 yılında değişken faiz uygulaması nedeniyle dış borç stoku bir önceki yıla göre %20'den fazla artmıştır (Adıyaman, 2006). 1980 öncesi dönemde %5'in üzerinde olmayan faiz oranları 1980 sonrası %6'nın üzerine çıkması dış borç miktarının artmasına neden olmuş ve bu faizi ödeyebilmek için yeniden dış borca başvurulmak zorunda kalmıştır (Sayıştay,2000:75,76).

1984 yılında özel sektörün dış borcunu artıran diğer bir neden ise bankaların söz konusu yılda döviz hesabı açması serbest hale getirilmesi ile Döviz Tevdiat Hesaplarının (DTH) artışıdır (Toprak ve Demir, 2001). Bankaların döviz üzerine hesap açmasına izin verilmesi bankaların daha fazla dış kaynaklara başvurarak borçlanmasının önünü açan bir karar olmuştur.

1984-1990 döneminde dış borcun vadesine bakıldığında özel sektörün dış borcunun kısa vadeli olduğu, kamu sektörünün ise dış borcu orta ve uzun vadeli olarak gerçekleşmiştir. Kamunun dış borcunun önemli bir kısmı program ve proje kredilerinden oluşmaktadır. Özel sektörün dış borcu ise ticari banka kredilerinden kaynaklanmıştır (Torun, 1997:79,80).

1986 yılında dış borç stokunda artışın temel nedeni dolarının değer kaybetmesidir. Dış borçlarının %55'inin ABD doları cinsinden olması sebebiyle dolar cinsinden dış borçlar artmıştır (TCMB, 1987:40). Söz konusu yılda 1970'lerde ertelenen dış borçların vadesinin gelmesi ve vadesi gelen borç nedeniyle yeniden dış borçlanmaya başvurulması ve dış borç stokunu arttırmıştır (Ceyhan, 2010:43).

1989 yılında dış borçla ilgili önemli bir değişiklik yaşanmış ve dış borçlanmaya bir sınır getirmiştir. Hazine dış borçlanmanın dış borç servisiyle sınırlanması gerektiği konusunda karar almış ve bu sınırlamanın uygulanmasıyla dış borçlar ciddi boyuta ulaşması engellenmiştir (Karagöz, 2007). Ödemeler dengesinin fazla vermesi sayesinde de kısa vadeli borçlar azalmış ve bu süreçte doların değer kazanması ile dış borçlar gerilemiştir (Egeli,1992).

3.1.6. 1990-1999 Sonrası Dış Borçlar

3.1.6.1. 1990-1993 dönemi dış borçlanma

1989 yılında finansal serbestlik ortamında 1989-1993 döneminde genişletici maliye politikaları uygulanması sonucunda kamu açıkları artmıştır. Artan kamu açıkları nedeniyle iç borç faizi yükselmiş ve yüksek faiz sermaye girişini arttırmıştır (Ulusoy, 2009:157).

1990 yılında Körfez Krizi nedeniyle Irak'a uygulanan ambargo Türkiye'nin bölge ile dış ilişkilerini zayıflatmış ve petrol boru hattı devre dışı kalmıştır (Şahin, 2012:219). Körfez krizi nedeniyle bankalardan çekilen mevduatlar bankacılık kesiminde krize neden olmuştur. 1991 yılında erken genel seçim nedeniyle tarımda tavan fiyat uygulaması, destekleme alımlarının artışı, kamuda işçi ve memur maaşlarının artışı ile kamu açıkları giderek artmıştır (Karluk, 2007:421). Maaş ve destek alımları sayesinde iç talep artmış ve bu durum daha fazla cari açık ve daha yüksek enflasyonla sonuçlanmıştır (Şahin, 2012:217).

Enflasyon artışı tasarrufların azalması ile sonuçlanmış ve 1989 yılında %23,3 olan iç tasarruflar 1993 yılında %15,3'e kadar gerilemiştir. Devlet iç borçlanma faizlerinin yüksek olması sebebiyle Hükümet iç borç yerine TCMB avansı ve dış borçlanmaya yönelmiştir (Şahin, 2012:215).

İç borç faizlerinin yükselmesi ile diğer faiz göstergelerinin de yükselmesine neden olmuş (Engin, 2003:204), kredi faizlerinin de yükselmesi ile bankalar müşterilerinin kredilerini geri ödememe riskiyle karşılaşmamak için DİBS satın almıştır. Sonuç olarak, bankalar kamuyu fonlamak için özel sektörü sistemden dışlamıştır (Erdoğan, 2002:126).

1993 yılının ikinci yarısından sonra özel sektörün dışlama etkisini azaltmak amacıyla devlet borçlanma faizlerini düşürmek istemiş ve bu çaba döviz kurlarının yüksek olması sebebiyle sermaye çıkışına neden olmuştur (Saraçoğlu ve diğerleri, 2014:37).

1993 yılında Hazine borçlanma faizlerini düşürmek ve vade yapısını değiştirmek için belirli bir faizin üzerindeki teklifleri karşılamamış ve ilgili ihaleleri iptal etmiştir. O tarihe kadar sıcak parayla beslenen ekonomi, faizlerin düşmesi sonucu yatırımcılar açısından cazip olmaktan çıkmış ve ülkeden sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sermaye çıkışı nedeniyle dövize olan talep artmıştır. Ayrıca Hazine'nin bu dönemde Merkez Bankası'na başvurarak finansman ihtiyacını karşılaması enflasyona neden olmuştur. Döviz rezervlerinin azalması ve enflasyon yüksekliği Merkez Bankasının parasal disiplini bozmuş ve tüm bu gelişmeler 1994 yılında büyük bir krize yol açmıştır (Pınar, 2010:357,358).

1994 yılına gelindiğinde döviz kurundaki oynaklık, bütçe açığının artışı, ihracatın ithalatı karşılayamaması ve iç borçlanmayla kamunun finansman ihtiyacını giderilmemesi gibi nedenler ülkedeki genel havayı bozmuştur. Ayrıca 1994 yılında uluslararası derecelendirme kuruluşları Standart& Poor's ve Moodys'in ülkenin notunu düşürmesi sonucunda bankaların açık pozisyonlarını yurtdışından borçlanarak kapatamayacağı endişesi nedeniyle ülkeden sermaye çıkışı başlamıştır (Akt. Cihangir, 2005).

Finansal serbestlik kararıyla birlikte, bankalarla ilgili önemli gelişmeler yaşanmıştır. Öncelikle yeni bankaların sisteme dahil olması kolaylaşmış, bankaların uluslararası piyasalardan borçlanma imkânı ve yabancı para birimi cinsinden işlem yapması kolaylaşmıştır. Bütün bu gelişmelerin arkasında yatan neden ise kamu açıklarının finansmanı için kaynak bulmaktır. Devlet, bankalara güvence vererek bu kaynağı elde etmeyi garantilemiştir. Tasarruf mevduatlarının tamamı TMSF kapsamına alınmış, bankaların paniğini engellenmiş ve finansal istikrar sağlanmıştır (Çolak, 2002:166,167). Banka kuruluşlarının kolaylaşması ve TMSF'nin işleyiş biçimi finansal sistemin kırılganlığının iyice artmasına neden olmuştur (Erdoğan, 2002:127). Bankalar, bu güvence ile yurtdışından daha fazla borçlanarak kamuyu fonlamıştır.

Krizin en büyük nedenlerinden biri finansal serbestlik kararı sonrası özel sektörün yurtdışından rahatça borçlanma imkânı elde etmesidir. Bankalar hem kamuya hem de finansman sıkıntısı içinde olan firmalara düşük faizle kredi vermişlerdir. Bankalar yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki fark kadar kar elde etmiş ve bu karı daha da arttırabilmek için kısa vadeli kredileri arttırmışlardır. Ancak bu borçlanma kısa vadeli borcu döndürülemeyeceği aşamaya gelene kadar sürmüş, ekonomik gidişat bozulunca borçlar ödenememiş ve kriz kaçınılmaz olmuştur. Firmalar da uzun vadeli sabit yatırımlarını finanse etmek için yurtdışından borçlanmıştır (Kazgan, 2008:235).

Çizelge 3.1. 1990-1993 dış borç stoku (Milyar Dolar)

	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Toplam
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	
1990	0	33.268	33.268	855	7.487	8.342	8.645	2.125	10.770	52.381
1991	281	34.999	35.280	557	6.658	7.215	8.279	2.849	11.128	53.623
1992	400	36.076	36.476	572	6.158	6.730	11.688	3.702	15.390	58.595
1993	65	39.575	39.640	667	6.626	7.293	17.741	5.838	23.579	70.512

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

1994 krizinden önce özel sektörün kısa vadeli borçlanması ve bu borçların vadesinde ödenememesi nedeniyle kısa vadeli dış borçlar dış kamusal borca dönüşmüştür. Bu borç özel sektörden tahsil edilemediği ölçüde kamunun borcu olmuştur. Ayrıca 1994 kriziyle birlikte hem banka hem de firma borçlarına devlet garantisi verilmesi nedeniyle devletin dış borcu artmıştır (Kazgan, 2008:282).

3.1.6.2. 1994-1999 dönemi dış borçlanma

1994 yılının hemen başlarında yaşanan kriz sonucunda 5 Nisan 1994 Kararları uygulamaya konulmuştur. 5 Nisan kararlarının amacı bozulan dış dengeyi istikrara kavuşturmadır. Kararların uzun vadeli beklenen amacı sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Orta vadeli amacı ise kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmektir (Bahçeci, 1997:94,95).

5 Nisan kararlarında amaç enflasyonu düşürmek ve TL'ye istikrar kazandırmaktır. 5 Nisan Kararlarında kamu gelirlerini artırıcı ve gider azaltıcı önlemler alınması kararlaştırılarak enflasyonu düşürme ve TL'nin istikrar kazanması için mevduatlar ile ilgili sınırlamalar ve ihracatı teşvik edici politikalar açıklanmıştır (Işık ve diğerleri 2005:103,104).

1994 yılında dış borç ödemek için yoğun şekilde iç borçlanmaya başvurulmuştur. 1994 yılında ise dış borçlar iç borca dönüştürülmüş ve dış borçlar nedeniyle iç borç büyümüştür (Karluk, 2007, 422).

Krizden sonra devlet kısa vadeli avanslara kısıtlayıcı düzenlemeler getirerek iç borçlanmaya yönelmiştir. Daha yüksek faizle iç borçlanmaya başvurulması nedeniyle bankalar tekrar kamuyu fonlar hale gelmiştir. Bankalar faiz arbitrajından

yararlanmak için yurtdışından düşük faizle borçlanmış ve kamu kesimini finanse etmiştir. Bu durum bankaların açık pozisyonlarının artmasına neden olmuştur. Bu dönemde yurtdışında borçlanma imkânı olan reel sektör bile faaliyet karından daha çok faaliyet dışı kar elde etmeye başlamıştır (Pınar, 2010:359,360. Bankalar reel sektörün ihtiyacı olan finansmanı sağlamak yerine kamuyu fonlaması reel sektörün yatırımlarının azalması ile sonuçlanmıştır.

Yeldan (2001) İstanbul Sanayi Odası'nın 500 Büyük Sanayi Firmasına yaptığı anketin veri setinden yararlanarak yaptığı çalışmada 1990-1999 döneminde sanayi işletmelerinin ana faaliyetleri dışında elde ettikleri gelirlerinin, karları için vazgeçilmez bir parçası haline geldiğini ifade etmiştir. Özellikle 1994 krizinden sonra işletmelerin reel üretim dışı finansmanlara ağırlık verdiği ve 1999 yılında bu tutarın zirve yaparak %219 artış gösterdiğini belirtmiştir.

1990-2000 döneminde ticari bankalar faiz-kur makasından yararlanmak için yurtdışından kısa vadeli borçlanmıştır. Bankalar bu dönemde en çok sendikasyon kredilerine başvurmuştur. Bankaların kısa vadeli dış borcundaki artışın en büyük riski devalüasyon sonucunda kur riskiyle karşı karşıya kalmalarıdır. Bu dönemde aldıkları sendikasyon kredileri nedeniyle açık pozisyonla karşı karşıya kalmışlar ve bu durum 2000 krizinin tetikleyici unsuru olmuştur (Ülgen, 2007:300).

Bankaların açık pozisyonlarının oluşturduğu risk nedeniyle 1994 yılında getirilen dış borç kredilerine KKDF oranının yükseltilmesi 1995 yılında yabancı kaynağın kullanım hızını kesmiştir. Ancak 1998 yılında bu fonun kesinti oranının düşürülmesi neticesinde 1998 yılında tekrar dış kredi şeklinde bankalar borçlanmaya devam etmiştir (Yeldan, 2001:146).

1993 yılında krize giden süreçte bankaların açık pozisyon tutarı 4,9 milyar dolara ulaşmış ve krizden sonra alınan tedbirlerle bu tutar azalmasına rağmen 1999 yılında 4,7 milyar dolarla yeniden krizden önceki yıllara aynı seviyeye ulaşmıştır (Yeldan, 2001:153). Bankaların açık pozisyonlarının toplam bankacılık sermaye ve karına oranı ise 1994 yılında %2 iken 2000 yılında %21'e ulaşmıştır (Öztürk, 2012:106). Bu durum 2000 krizinin tetikleyici unsurlardan biri haline gelmiştir.

1994 Krizi nedeniyle ülkenin prestiji zedelenmiş ve bu durum dış borçlanmasını imkânsız hale getirmiştir. Dış borçlanma imkânı kalmaması nedeniyle dış borç stoku azalmıştır (Ulusoy, 2009, 157). 5 Nisan Kararları sayesinde Türkiye’de ekonomik göstergelerde iyileşme gözlenmiş, ancak buna rağmen yurtdışından borçlanma imkânı kalmamıştır. 1995-1997 döneminde sıcak para girişi artmış, 1998 yılında Rusya Krizi ‘nin etkisi nedeniyle sermaye girişi durmuş ve sermaye çıkışı gerçekleşmiştir (Ongun,2002:64,65).

1998 yılında Rusya Krizi patlak verince krizden Türkiye etkilenmiştir. Ülkeden altı hafta gibi kısa bir süre içerisinde yaklaşık 6 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Merkez Bankası sermaye çıkışını engellemek için faizi yükseltmiş, ancak yurtdışından sağlanan kaynakların sınırlı oluşu nedeniyle bankaların aktifleri bozulmuştur (Erdoğan, 2002:129). Ancak 30 Eylül 1998 tarihinde mali milat uygulaması bankacılık sisteminin batışını önlemiştir.

Türkiye 1999 yılında IMF ile yaptığı stand-by düzenlemesine iten üç temel unsur bulunmaktadır. İç borçlanma artışı nedeniyle oluşan yüksek faiz, dış borçlanmada yaşanan zorluklar ve yüksek faizin ekonomik hayatta yol açtığı olumsuz tablodur (Ongun, 2001).

Çizelge 3.2. 1994-2000 dönemi borçlulara göre dış borç stoku (Milyar Dolar)

	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Toplam
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	
1994	36	41.705	41.741	828	8.949	9.777	10.323	6.863	17.186	68.705
1995	250	41.753	42.003	993	11.178	12.171	14.257	7.517	21.774	75.948
1996	0	40.192	40.192	984	11.397	12.381	16.088	10.637	26.725	79.299
1997	204	38.864	39.068	889	10.876	11.765	16.598	16.925	33.523	84.356
1998	1.602	39.737	41.339	905	12.081	12.986	18.237	23.760	42.026	96.351
1999	1.581	42.526	44.107	686	10.320	11.006	20.654	27.357	48.011	103.123
2000	2.461	47.621	50.081	653	13.437	14.090	25.187	29.244	54.431	118.602

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığından alınmıştır.

1990-1999 döneminde kamunun kısa vadeli dış borcu özel alacaklılardan sağlamıştır. 1990 yılında kamu kısa vadeli olarak borçlanmamıştır. Ancak 1991 yılından itibaren kamunun özel alacaklılardan sağladığı dış borç stoku artmıştır. 1991 yılında kamunun özel alacaklılardan sağladığı dış borç stoku 281 Milyon

Dolar iken 1999 yılında 1 Milyar 581 Milyon Dolara kadar çıkmıştır. Uzun vadede ise kamunun dış borcu özel alacaklılar kapsamında parasal kuruluşlardan, bankacılık finansal kuruluşlardan ve yabancı ticari bankalardan sağlamıştır. Resmi alacaklar kapsamında ise hükümet kuruluşlarından, Merkezi hükümetlerden ve resmi kalkınma bankalarından sağlamışlardır. Uluslararası kuruluşlar kapsamında ise Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası, Diğer Uluslararası kuruluşlardan ve tahvillerden sağlamışlardır¹⁵.

1990-1999 döneminde özel sektör kısa vadeli dış borcunu özel alacaklılardan sağlamıştır. 1990 yılında özel sektörün dış borç stoku özel alacaklılardan sağladığı tutar 8 Milyar 645 Milyon Dolar, 1999 yılında 20 Milyar 654 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Özel sektörün uzun vadeli dış borç stoku kısa vadeli dış borç stokuna göre oldukça azdır. Uzun vadede ise özel sektörün dış borcu özel alacaklılar kapsamında parasal kuruluşlardan yabancı ticari bankalardan sağlamıştır. Resmi alacaklılar kapsamında yer alan kurum ve kuruluştan neredeyse hiç borçlanılmamıştır. Uluslararası kuruluşlar kapsamında ise Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası ve Diğer Uluslararası kuruluşlardan sağlamışlardır¹⁶.

1990-1999 döneminde TCMB kısa vadeli dış borcunun özel alacaklılardan sağlamıştır. 1990 yılında özel sektörün özel alacaklılardan sağladığı dış borç stoku 855 milyon dolar, 1999 yılında 745 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadede ise TCMB dış borcu özel alacaklılar kapsamında parasal kuruluşlardan yabancı ticari bankalardan ve parasal olmayan kuruluşlardan sağlamıştır. Resmi alacaklılar kapsamında yer alan ve Uluslararası kuruluşlar kapsamında yer alan kurum ve kuruluştan ve neredeyse hiç borçlanılmamıştır¹⁷.

¹⁵ Hazine Maliye Bakanlığı Kamu Dış Borç Stoku verilerinden yararlanılmıştır.

¹⁶ Hazine Maliye Bakanlığı Kamu Dış Borç Stoku verilerinden yararlanılmıştır.

¹⁷ Hazine Maliye Bakanlığı Kamu Dış Borç Stoku verilerinden yararlanılmıştır.

3.1.7. 2000-2008 Dönemi Türkiye Ekonomisi ve Dış Borçlanma

3.1.7.1. 2000-2008 dönemi Türkiye ekonomisi

2000 yılına gelindiğinde Türkiye’de kronik enflasyon sorunu, yüksek iç borçlanma, iç borcu çevirememesi sorunu ve kırılgan bankacılık sektörü en önemli sorunlardı (Celasun, 2002). Enflasyon %70’e ulaşmış, ekonomi %6 oranında küçülmüş ve faizler %100’ün üzerinde bir seviyeye ulaşmıştır. Bu bilgiler 2000 yılında Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonominin koşullarının ne kadar kötü olduğunu göstermektedir (Eğilmez, 2010:74).

Ekonomide yaşanan olumsuz tablo ve bu durumun sıkı maliye politikası ile düzeltilemeyeceği ile ilgili olan inanç ülkeyi dış kaynak destekli bir istikrar programı hazırlama konusunda önemli bir etken olmuştur. 1999 depreminden sonra gelişen dış ilişkiler ve AB üyelik sürecinin devam ediyor olması yeni bir programın hazırlanmasına önayak olmuştur (Celasun, 2002).

2000 yılında IMF destekli bir istikrar programı açıklanmış ve bu istikrar programında ekonomide bulunan ekonomik dengesizliklerin giderilmesi amaçlanmıştır.

İstikrar programının üç temel unsuru bulunmaktadır. İlki mali disiplinin sağlanması, ikincisi nominal çıpa uygulanması, üçüncüsü de yapısal reformlar ve özelleştirmelerdir. Mali disiplinin sağlanması için vergi gelirlerini arttırmak, Hazine’nin faiz yükünü azaltmak ve iç borç stokunun azaltılması için dış borçlanmaya başvurulması amaçlanmıştır (Eğilmez, 2010:74,75).

İstikrar programında hedeflere ulaşabilmek amacıyla döviz kuru nominal çıpa olarak kullanılmıştır. Bu istikrar programının asıl amacı enflasyonla mücadele etmektedir (Yentürk,2003:42,43).

2000 yılında nominal çıpanın uzun süreli uygulamasının ticaret hadleri üzerindeki olası etkilerini azaltmak için bir takvim hazırlanmıştır (Yeldan, 2001:166). Bu takvime göre üç aşamalı bir süreç bulunmaktadır. İlk aşamada, 1 ABD Doları+0.77 Euro’dan oluşan kur sepetinin TL karşısındaki değerindeki

değişim 1,5 yıllık süre için önceden ilan edilmiştir. İkinci aşamda bant sistemi uygulamasına başlanmış, üçüncü aşamada ise dalgalı kur sisteminin uygulanacağı belirtilmiştir (Celasun, 2002). Nominal çıpa uygulanmasının amacı döviz kurlarının ilan edilebilir olması ile ekonomideki belirsizliğin ortadan kaldırmaktır.

Programda maliye politikası konusu detaylı olarak yer almış ve maliye politikasında disiplini sağlamak için faiz dışı fazla verilmesi husussu ön plana çıkmıştır. Faiz dışı fazla hedefi GSYH'nin %6,5'i oranında belirlenmiştir (Özatay, 2000).

Enflasyonu düşürme programı üç yıllık bir dönemi içermektedir. Bu programın içeriğinde maliye, gelirler, kur, para politikası ve yapısal reformlar bulunmaktadır. Programın temel ayağı enflasyonu düşürmektir. Bu üç yıllık dönem kapsamında belirli hedefler konulmuştur. 2000-2002 arasında TÜFE'nin oranı sırayla %25, %12 ve %7 olarak gerçekleşmesi amaçlanmıştır. Programda enflasyon düşürme amacının yanısıra reel faizleri düşürmek, ekonomik büyümeyi sağlamak, ekonomik kaynakların etkin ve adil dağılımı sağlamak gibi diğer amaçlar bulunmaktadır (TCMB, 2000:91).

Program ilk başta başarılı olmuş ve faizler düşmüştür. Ancak faizlerin düşüşü enflasyonla mücadele politikası ile çelişmeye başlamıştır. Faizlerin düşüşü TCMB'nin fiyat istikrarı için uygulayacakları politikaya zarar vermiştir. Ancak faizi yükseltmek niyeti de toplumda haksız kazanca olan tepki nedeniyle Merkez Bankasının doğru hamle yapmasına engel olmuş ve Merkez Bankası faize müdahale edememiştir. Faiz düşüklüğü ile banka kredilerinin ucuzlaması ile insanlar erteledikleri tüketim isteği sebebiyle tasarruflarını tüketmelerine neden olmuş ve bu talep de enflasyonun yeniden artışı ile sonuçlanmıştır (Eğilmez, 2010:75,76).

İstikrar programı bankaların kur riskine maruz kalmamaları için açık pozisyon ile ilgili çeşitli kısıtlamalar yer almıştır. Bu kısıtlamalar içinde en önemli sınır bankaların dönem karı ve özkaynakları toplamının %20'si kadar açık pozisyonda kalmalarıdır. Ancak kur çıpası uygulaması ve kurun günlük olarak

belirlenip ilan edilmesi ile bankaların kur riski endişesini azaltmış ve bankaların borcu artmıştır (Bastı, 2006:116).

Bankalar açık pozisyonla ilgili getirilen kısıtlamaları aşmak için alternatif finansman yöntemleri denemiştir. Bu kuralın aşılması için yabancı forward sözleşmelerine başvurmuşlardır. Artan dış borçlar nedeniyle kredi imkânı sağlayan yatırımcılar bu durumun bankalar için riskli olabileceğini düşündüklerinden sendikasyon kredilerini yenilememişlerdir. Bankaların fon imkanları kısıtlanınca ellerindeki DİBS'leri satarak likidite ihtiyaçlarını karşılamışlardır. Büyük miktar DİBS satışı nedeniyle de faiz oranı yükselmiş ve vade uyumsuzluğunun ortaya çıkardığı yüksek faiz nedeniyle Demirbank'ın batmasına sebep olmuştur (Bastı, 2006:126).

İstikrar programının onbir ay geçmesine rağmen tam olarak uygulanamaması, bankacılık sektörünün süregelen kırılgan yapısının bu süreçte devam etmesi ve cari açığın hızlı artışı nedeniyle 2000 Kasım ayında IMF tarafından bu programın sürdürülemeyeceği kanaati oluşmuştur (Yentürk, 2003:68,69).

İstikrar programının öncelikli amacı olan enflasyonu düşürmektir. Ancak beklenen düzeyde enflasyon düşmemiştir. Bunun üç nedeni bulunmaktadır. İlk neden; enflasyon hedefinin yeterince aşağı düzeyde belirlenmemesi, ikinci neden; faizlerin düşmesi nedeniyle ülkedeki tüketim mallarına yönelik talep artışı ve üçüncü neden; ücret ve kiraların belirlenen hedefin üzerinde artması olarak sıralanmaktadır (Bastı, 2006:102).

Bankacılık sistemindeki sorunlar, banka denetimlerin yapılmaması, kamu bankalarının görev zararları, reel döviz kurunun düşüşü, faiz ve kur riskinin varlığı ve cari işlemler açığı nedeniyle Kasım 2000 krizi meydana gelmiştir (Akt. Kol ve Karaçor, 2012).

Kasım 2000'de dövizle yönelik spekülasyon hareketleri önlemek amacıyla faiz artışı ve döviz rezervlerinin eritilmesine ek olarak IMF'den alınan yaklaşık 7,5 Milyar Dolarlık kredi kullanılmıştır. Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı

arasında oluşan gerginlik nedeniyle yeniden spekülâtif saldırılar başlamış ve döviz krizi meydana gelmiştir (Uygur, 2001).

Bankalar arası gecelik faiz 21 Şubat'ta yaklaşık %6200'e çıkmış ve döviz rezervlerin Kasım 2000 krizinde erimiş ve yerli yatırımcıların da döviz talebi artması neticesinde kriz şiddetlenmiş ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (Uygur, 2001).

2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler neticesinde ülkeden kısa vadeli sermaye çıkışı hızlanmış ve bu çıkışın ekonomide yarattığı negatif etkileri azaltmak için IMF'den borç alınmıştır. Bu borcun tutarı 2000 yılında 2,9 milyar dolar düzeyinde gerçekleşirken bu tutar 2001 yılında 10,2 milyar dolara çıkmıştır (Adıyaman, 2006).

2000 yılında yürürlüğe giren program üç yıllık dönemi kapsamına rağmen 2001 Şubat ayında yaşanan krizle son bulmuştur.

Enflasyonla Mücadele Programı uygulamadan kaldırılarak 2001 yılında Kemal Derviş tarafından hazırlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur.

GEGP genel amacı esnek kur sistemine geçilmesi sayesinde istikrarsızlık sorununu ortadan kaldırmak, kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden düzenlenmesi için alt yapıyı oluşturmaktır. Programın alt amaçları ise dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte enflasyonu düşürmek, bankacılık sistemini yeniden yapılandırmak ve reel sektör arasında ilişkiyi arttırmak, adil bir gelir dağılımını sağlamaktır (TCMB, 2003:14).

Enflasyonla Mücadele Programında olduğu gibi Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında da enflasyonla mücadele amaçlanmıştır. Ancak bu yeni programda enflasyonla mücadele için dalgalı döviz kuru sistemi araç olarak kullanılmıştır.

2002 yılında TCMB, örtük enflasyon hedeflemesini kullanmaya başlayacağını belirtmiş ve enflasyonun alacağı değerlere göre kısa vadeli faiz oranını belirleyeceğini duyurmuştur (TCMB, 2003:15). 2002-2005 dönemi örtük

enflasyon hedeflemesi gelişen bankacılık sistemi, denetimi, mali yapının iyileşmesi ve uygulanan sıkı maliye politikasının yardımıyla başarılı bir politika olmuştur. Hedeflenen enflasyon oranları tutturulması nedeniyle 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir (Akt. Doğru ve diğerleri, 2012).

3.1.7.2. 2002-2008 dönemi Türkiye ekonomisi

2002 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, AKP iktidarının IMF ile imzalanan stand-by düzenlemesi çerçevesinde 2005'den 2008'e kadar olan süreçte sıkı para ve maliye politikası uygulamıştır. Sıkı para ve maliye politikasının amacı ekonomik kredibilitenin artırılmasıdır. Bu kredibilitenin artırılması için en temel politika ise, faiz dışı fazla verilmesidir. Milli gelirin %6,5 oranında faiz dışı fazla verilmesi ve bu sayede reel faizlerin düşüşü sağlanarak yatırımların artışı ve ekonomik büyümenin sağlanması hedeflenmiştir (Voyvoda, 2012).

Mart 2003'de yaşanan Irak operasyonu, uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselişi, yerli para biriminin değer kaybetmesi neticesinde artan maliyetler ve Nisan 2003'de tarım ve gıda fiyatlarındaki mevsimsel geçiş gibi olumsuz gelişmeler nedeniyle enflasyon yükselmiştir. Ancak tüm bu gelişmelere rağmen en kritik dönemde bile istikrar programından ayrılmaması ekonomik büyümenin artmasını sağlamıştır (TCMB,2004:15).

Faiz oranlarının düşüşü ve özel sektörün finansman ihtiyacının dış piyasalardan sağlanması sayesinde ekonomi büyüme sürecine girmiştir.

2001 yılında -%6 oranında, 2003 yılında %5,6, 2004 yılında %9,6, 2005 yılında %9, 2006 yılında %7,1 ve 2007 yılında ise %5 oranında ekonomik büyüme sağlanmıştır¹⁸.

Büyüme özel sektör kaynaklı bir büyümedir. Uygulanan sıkı maliye politikası nedeniyle kamu tasarrufu artarak, tüketim ve yatırım harcamaları daralmıştır. Özel yatırım harcamalarının artışından kaynaklı büyüme sağlanmıştır (Özeren, 2012).

¹⁸ Veriler Ticaret Bakanlığından alınmıştır.

Özel sektör yatırımları artışına paralel olarak yatırımların finansman ihtiyacı için dış borçlanma artışı eşlik etmiştir. Özellikle reel sektörün yurtdışından veya yurtiçindeki bankalardan YP birimi cinsinden borçlanması ile döviz cinsi borcu artmıştır.

2001 kriziyle cari fazla veren Türkiye ekonomisi de dışa bağımlılığın artması neticesinde cari açık hızla artmıştır. Cari açık 2002'de -%0,83, 2003 yılında -%3,3, 2004 yılında -%5,19 olmuştur¹⁹.

2001 sonrası cari açıda en büyük pay dış ticaret dengesi oluşturmaktadır. Bu dönemde ihracat ve ithalat artmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı düştüğü için dış ticaret açığı artmıştır. İthalatın %85'inin yatırım ve ara mallarından oluşmaktadır. Bu durum ihracatın ithalata bağımlı olduğunu ve ihracat için ithalatın yapıldığını göstermektedir (Kalkınma Bakanlığı, 2014)

Teknoloji yoğunluğuna göre Türkiye'de düşük teknoloji ürünler de karşılaştırma üstünlüğü bulunmaktadır. Düşük teknoloji ürünlerinin yüksek ihracatı sayesinde dış ticaret fazlası elde edilmiştir. Ancak orta düşük teknolojilerinin ithalat ve ihracat düzeyleri birbirine yakındır. Orta yüksek teknoloji ve yüksek teknoloji ürünlerinin ithalata bağımlılığının yüksek olması sebebiyle dış ticaret açığı büyümektedir (Özmen, 2015). 2002 sonrasında olumlu küresel likidite koşullarının etkisiyle reel kur artmıştır. Reel kur artışı sayesinde ithalatta artmıştır.

Cari açığın altında yatan neden özel kesim tüketim ve yatırım açıklarından kaynaklanmaktadır. 2001 krizinden sonra özel tüketim hızla artmış ve tasarruf açığı olan Türkiye'de tasarrufların daha da azalması cari işlemler açığı oluşmasının en önemli belirleyicisi olmuştur. 2000 öncesi dönemde tasarruf açığı kamu kaynaklı iken 2000 sonrası dönemde özel sektör kaynaklıdır (Kalkınma Bakanlığı, 2014:14).

Yurtiçi tasarrufların yetersiz olması cari açığı arttırmıştır. 2000 yılından önce kamu tasarruf açığı özel sektör tasarruflarınca kapatılabilirken, 2000'den sonra bu durum değişmiştir. Faiz düşüklüğü ve verimliliklerdeki artış sayesinde reel

¹⁹ Veriler Kalkınma Bakanlığı'ndan alınmıştır.

sektörün yatırımları artmış ve reel sektörün tasarrufları azalmıştır. Hanehalkının tasarruflarının da azalması ile de bu düşüş hızlanmıştır. Kamu tasarrufundaki artış, özel sektördeki açığı kapatamadığı için toplam yurt içi tasarruf oranları düşmüş ve cari açık artmıştır (TCMB, 2015:18).

Hane halkının tasarruf oranları 2003'de %20 düzeyindeyken 2008 yılında %16-17 kadar gerilemiştir. Hanehalkı tasarruflarının azalmasının arkasında yatan nedenler bankacılık sisteminin güçlenen yapısı ve tüketici kredilerinde yaşanan artıştır. Bankaların artan dış finansman imkânı sayesinde tüketici kredileri artmış, hanehalkı bu kredilere başvurarak taşıt ve konut gibi dayanıklı tüketim mallarına yönelmiştir. Hanehalkının bu mallara yönelmesi ile tasarruf oranları hızla azalmıştır (Özlale, 2012).

2008-2009 yılına kadar cari işlemler açığının finansmanı uzun vadeli sermaye girişleri ve doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmiştir.

Türkiye'de cari açığının kırılganlıklarından biri reel sektörün borç dolarizasyon oranıdır. Reel sektörün bankalardan yabancı para birimi cinsinden borçlanması ve bu borcun finansal sistemin garantisi altında olması nedeniyle finansal sistemden kamuya doğru kırılganlık oluşturmaktadır (Özmen, 2015).

2000'den sonra uygulanan düşük kur yüksek faiz politikası ile sıcak para girişi sağlanmış, düşük kur ithalatın artmasına neden olmuş ve ihracatçının rekabet gücünü etkilemiştir. Bu durum cari işlemler açığını arttırmıştır (Doğan ve Bayraç, 2014).

Reel döviz kur değişimlerinin ithal edilen malların fiyatlarına yansımaları olarak adlandırılan geçişkenlik etkisi enflasyon üzerinde etkisi bulunmaktadır (Kara ve Ögünç, 2011). Söz konusu dönemde reel kurların düşüşü ile ithal edilen ara malların fiyatı ucuzlamış ve üretim maliyetlerinin düşüşü ile enflasyon da düşüş yaşanmıştır.

Türkiye 2002 sonrası dezenflasyon sürecine girmiştir. 2002 yılında enflasyon oranı %29 düzeyine yakinken, 2005 yılında %7 oranına kadar düşmüş

ve 2007 yılında %8 oranında seyretmiştir²⁰. Enflasyon açısından bu düşüş dalgalı kur rejimi uygulamasının sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (TCMB, 2003:62).

3.1.7.3. 2000-2008 dönemi dış borçlanma

Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan krizler neticesinde ülkeden kısa vadeli sermaye çıkışı hızlanmış ve bu çıkışın yarattığı kırılganlıkları önlemek için IMF’den kredi alınmıştır. Aralık 2000’de 2,9 milyar dolar ve 2001 yılında ise 10,2 Milyar Dolar kaynak kullanılmıştır (Adıyaman, 2006).

Çizelge 3.3. 2000-2008 Borçlulara göre dış borç stoku (Milyon Dolar)

	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Toplam
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	
2000	2.461	47.621	50.081	653	13.437	14.090	25.187	29.244	54.431	118.602
2001	1.019	46.110	47.129	752	23.599	24.351	14.632	27.480	42.112	113.592
2002	915	63.618	64.533	1.655	20.348	22.003	13.854	29.212	43.066	129.601
2003	1.341	69.503	70.844	2.860	21.513	24.373	18.812	30.150	48.962	144.179
2004	1.840	73.828	75.668	3.287	18.123	21.410	27.076	37.006	64.082	161.160
2005	2.133	68.278	70.411	2.763	12.662	15.425	34.018	50.927	84.945	170.781
2006	1.750	69.837	71.587	2.563	13.115	15.678	38.539	82.204	120.743	208.007
2007	2.163	71.362	73.525	2.282	13.519	15.801	38.697	121.908	160.605	249.931
2008	3.248	75.086	78.334	1.874	12.192	14.066	47.390	141.075	188.465	280.866

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki Çizelge 3.3’te kamu, TCMB ve özel sektöre ait dış borç stoku yer almaktadır. Toplam dış borç stokunun, 2001-2008 dönemine ait veriler bakıldığında 2001 yılı hariç her yıl artmıştır. 2001-2004 yılları arasında toplam dış borç stokunun içinde kamu sektörünün payının yükseldiği ve kamu sektörünün daha fazla dış borçlanmaya başvurduğunu görülmektedir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinden dolayı 2001 yılında dış borç stoku azalmıştır. Kamu sektörü krizin reçetesi olarak dış borçlanmada IMF kaynaklarına başvurduğu için dış borç stoku önemli ölçüde artmıştır.

2001-2008 döneminde dış borç stokunun vadelerine göre incelediğimizde kamunun ve özel sektörün uzun vadeli borçlandığı görülmektedir. Özel sektörün uzun vadeli borçlanması sayesinde kur ve vade uyumsuzluğu açısından riskten korunduğu sonucunu çıkarmamız mümkün olmaktadır.

²⁰ Veriler TUIK ve TCMB’den alınmıştır.

2001 yılından sonra toplam dış borç stoku içinde uzun vadeli dış borç stoku ise artmış, kısa vadeli borç stoku ise azalmıştır. Toplam dış borç stoku artışında en yüksek pay özel sektörün borcundan kaynaklanmaktadır. 2001-2004 yılları arasında kamu sektörünün dış borç stoku yüksek düzeydeyken 2004 yılından itibaren ise özel sektörün dış borç stoku artmıştır. Merkez bankasının dış borç stoku ise yıllar itibarıyla hızla azalmıştır.

2001 yılında dış borç stoku azalmıştır. Bunun nedeni kriz döneminde yurtdışında Türkiye ekonomisine olan güvenin azalması nedeniyle dış kaynak bulmak zorlaşmış ve dış borçlanma şartları ağırlaşmıştır. Kriz sonrası dış borçlanmanın artışı ise krizden çıkış için reçete olarak kullanılmıştır (Koçak, 2009).

2002 krizinden sonra ekonomik büyümenin sağlanması sayesinde TL değer kazanmış ve cari açık artmaya başlamıştır. İhracattaki artışa ve ekonomik büyümeye rağmen cari açığın yüksek oluşu dış borçlanmayı arttırmıştır (Turan, 2015).

Kamu sektörünün dış borç stoku 2008 krizine kadar azalmıştır. Bunun nedeni ise kamunun dış borçlanmadan ziyade finansman ihtiyacı için iç borçlanmaya başvurmasından kaynaklanmıştır (Yeldan, 2004). Kur riskini azaltmak için bunun bilinçli olduğunu ve rasyonel bir borç yönetimi açısından doğru bir strateji olduğunu belirtmek gerekmektedir.

Özel sektör kapsamında yer alan bankalar ve reel sektör açısından dış borç stoku incelendiğinde 2001-2008 döneminde reel sektörün dış borçlanmaya daha yoğun başvurduğunu görülmektedir

Özel sektörün dış borç stokunun artışı ve bu borcun uzun vadeli olması küresel ekonomide yaşanan gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Küresel likidite artışı sebebiyle yurtdışındaki faizlerin düşüşü, özel sektörün düşük faizle ya da sıfır faizle uzun vadeli borçlanmasını sağlamıştır. Özel sektör bu sayede yurtdışındaki kredilerden faydalanabilmiştir.

2001 krizinden sonra ekonomik iyileşme, siyasi konjonktür ve ekonomide uygulanan politikalar sayesinde reel sektör yurtdışından ucuz faizle borçlanması kolay olmuştur. Reel sektörün düşük kurdan faydalanarak risk alıp borçlanması dış borçların hızla artmasına neden olmuştur.

2003 yılından sonra ise ülkede özel sektörün dış borcu bankacılık kesiminden ziyade reel kesimden kaynaklanmıştır. 2005 yılından sonra da kamu sektöründen ziyade özel sektörün dış borç stoku artmıştır.

3.1.8. 2008 Sonrası Türkiye Ekonomisi ve Dış Borçlanma

3.1.8.1. 2008 küresel krizi

ABD’de 2008 yılında emlak piyasasında başlayan Mortgage krizi gittikçe büyüyen küresel bir krize dönüşmüştür. 1929 yılı Büyük Buhran’dan sonra yaşanan en büyük kriz olduğu ifade edilen 2008 krizi, Lehman Brother ve Merrill Lynch iflasıyla birlikte piyasada şok etkisi yaratmış ve kısa sürede reel sektörü de etkisi altına almıştır (Yeldan, 2009).

2000 yılında teknoloji şirketlerine ait hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlaması, 11 Eylül 2001’de İkiz Kulelere saldırı ve 2001 ve 2002’de meydana gelen ekonomik durgunluğun etkisini azaltmak için ABD Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. ABD Merkez Bankası ekonomik durgunluğu önlemek için 2001’de %6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003 yılında %1’e kadar düşürmüştür (Katalina ve Bianco, 2008).

ABD eski Başkanı Bush’un düşük gelirli ailelere konut edindirmek amacıyla bu konuda her türlü kolaylık sağlama politikaları, subprime ve değişken faizli konut kredilerinde artışa neden olmuştur. ABD hükümetinin desteklemesi nedeniyle bu aileler yeterli geliri olmamasına rağmen konut satın almışlar ve bu konutlar için özellikle değişken faizli mortgage kredilerden faydalanmışlardır (Işık ve Tünen, 2011).

Hükümetin verdiği destek, bankaların kar güdüsü ile hanehalklarına verdikleri eşik altı krediler nedeniyle ortaya çıkan mortgage krizi bankaların ellerinde

bulundurdukları toksik varlıklara bağılı olarak finansal sistem aracılığıyla diğerk ülkelerin finansal sistemlerine yayılmasına neden olmuştur.

Bankalar ellerindeki toksik varlıkların bir kısmını kendi bilançolarında tutarken bir kısmını da aracı kuruluşlara devretmiştir. Büyük bankalara ait toksik varlıkların bilanço büyüklüğünün yüksek olduğuna dair spekülasyonun yayılması sonucu krizin kıvılcımı yanmaya başlamıştır (Roubini ve Mihm, 2012:42).

2004 yılında artan konut fiyatlarının şişirdiğı ekonomiyi rahatlatmak ve enflasyonun ekonomi için yarattığı tehlikeyi azaltmak için FED faiz oranlarını yükseltmesi ile krize giden yol başlamıştır. FED, 2004-2007 yılları arasında 17 kez faizleri yükseltmiştir. FED 'in müdahalesi ile konut fiyatları düşmüş ve supprime kredi borçlusu kredi ödemelerini yapamamıştır. 2007 yılından itibaren ise geri ödenemeyen kredi sayısı artmıştır (Brenner ve Pröbsting, 2011: 130,132). Mortgage kredileri, faizlerin de düşük seyrettiğı zamanlarda zirveye ulaşmış, ancak faizlerin yükselişi nedeniyle düşük gelirli aileler kredi borçlarını ödeyememiştir. Kredilerin ödenememesi nedeniyle evlerin icra yöntemi ile satış süreci başlamış ve icralı satışhızla artmıştır (BDDK, 2008).

ABD'de başlayan kriz finansal ve ticari anlamda işbirliğı ve yakın ilişkide olduğu AB üye ülkelere de sıçramıştır. İrlanda, İspanya, İtalya, Portekiz, Yunanistan bu krizden en çok etkilen ülkeler arasında yer almıştır.

Krizden etkilenen ülkeler incelendiğinde her ülkenin kendine özgü sorunlarından kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Yunanistan, İtalya ve Belçika'da krizin etkisinin kamu kaynaklı, İspanya'da talep yetersizliğinden, Portekiz'de cari açığın sürdürülememesinden, İrlanda'da bankacılık sistemi ve gayrimenkul piyasasında yaşanan sorunlardan kaynaklanmıştır (Akt. Yavuz ve diğerkleri, 2013).

Euro bölgesinde bulunan küçük bir ülkeye bile isabet eden kriz, Euro bölgesi içinde bütün ülkelere kayda değer bir risk yaratmıştır. Euro bölgesindeki ülkelerin finansal sistemlerinin giderek daha fazla birbirine bağlanması nedeniyle Euro bölgesi ekonomisinde yaşanan olumsuz bir şok, bir bütün olarak Euro

bölgesinin finansal sistemi için büyük ve oldukça öngörülemeyen sonuçlara yol açmıştır (Diev ve Daniel, 2011).

2008-2009 döneminde Avrupa'da kamu borcu hakkında herhangi bir olumsuz bir durum bulunmaması sebebiyle Avrupa Merkez Bankası finansal sistemdeki sorunlara odaklanmıştır. Diğer büyük merkez bankalarıyla paralel olarak, kısa vadeli faiz oranlarını düşürmüş ve Euro cinsinden likidite sağlamıştır (Lane, 2012).

AB üye ülkelerde borçlanma sorunu Euro'ya geçişle birlikte başlamıştır. Euro'ya geçişle birlikte borçlanma maliyetlerinin düşmesi, ekonomik açıdan zayıf ülkelerin aşırı derecede borçlanması ve ABD'de başlayan krizin ortaya çıkma sürecinde bile kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülke ekonomilerine yüksek not vermeleri borçlanmalarını daha da kolaylaştırmış ve Avrupa Birliğinde krizin belirleyicileri olmuştur (Ulusoy ve Ela, 2014).

AB ülkeleri 2009 yılında, Maastricht kriterlerinde yer alan bütçe açığı ve borçlanma kriterlerini sağlayamamıştır. İtalya ve Yunanistan'ın borç yükü %100'e ulaşmış ve 12 AB ülkesi borç stoku kriterine uyum sağlayamamıştır (Güngör, 2017).

AB ülkelerinde ekonomik büyüme 2008 yılında %0,6'ya gerilemiş ve 2009 yılında ise ciddi bir durgunluğa girmiştir. Euro Bölgesi ekonomisi 2009'da %4,1 oranında küçülme yaşamıştır (Alogoskoufis, 2012). 2010 yılında küresel ekonomik faaliyetlerinin başlamasıyla birlikte 2010 yılında %1,6 oranında büyümüştür.

Krizden çıkış için uygulanan teşvikler ve kurtarma paketleri nedeniyle bütçe açıkları artmış, kamu mali dengesi bozulmuş ve bu durum kamu borçlarının daha da artmasına neden olmuştur (Akyol, 2017).

Borçlanmayı artıran bir diğer unsur ise bankalara verilen yardım paketleridir. Bilançoları zayıf bankaların sorunları ve yüksek borç yükü birbirini etkilemiştir. Bankaların yaşadığı likidite sorunları nedeniyle borç verme isteksizlikleri ve maliyetlerin artması sonucunda bankalar batma noktasına gelmiş ve devletler de

bankalara yönelik yardım paketleri açıklamış veya devletleştirme yapmıştır. Özel sektör borçlarının devlete transfer edilmesiyle kamunun borcu artmıştır (Ulusoy ve Ela, 2014).

Ülkeler krizden çıkış için strateji olarak kemer sıkma politikaları uygulamıştır. Kemer sıkma önlemleri kamu borç stokunu azaltan, enflasyona neden olmadan nominal GSYH'nin artmasını sağlayan ve faiz oranlarının aşağı yönlü olmasını sağlayan politikalardır (Kibritçioğlu, 2011).

AB'de kemer sıkma politikaları bütçe açıklarını kapatmak için uygulanmış ve bu politikalar kapsamında harcamalarda kesinti ve vergilerde de artış politikası uygulanmıştır (Göker, 2014).

Kemer sıkma politikaları, daraltıcı politikalardır. Harcama ve gelirler üzerine yapılan bu politikaların ekonomide olumsuz yönleri bulunmaktadır. Finans kesime yönelik yapılan kurtarma operasyonları nedeniyle oluşan borç kamu borcu haline dönüştürülmüş ve bu borç vergilerin arttırılması suretiyle karşılanmıştır. Ancak bu politikalar sonucunda büyüme oranlarını düşmüş, işsizlik artmış ve vergi gelirleri daha da azalmıştır (Göker, 2014).

3.1.8.2. 2008 sonrası Türkiye ekonomisi

2008 Küresel Krizi gelişmiş ülke ekonomilerinin büyüme oranlarını negatif yönde etkilemiş ve bu durum ülkemizde de büyüme oranının negatif yönde etkilenmesine neden olmuştur. 2002-2007 döneminde ortalama %6,8 olarak büyüyen ülke ekonomisi 2009 yılında hızlı bir biçimde küçülmüştür. 2006 yılında %6,9, 2007 yılında %4,7, 2008 yılında %0,7 oranında ekonomi büyümüş; 2009 yılında ise ekonomi %4,7 oranında küçülmüştür. Bu düşüşün arkasında yatan neden ise, iç ve dış talebin daralması sonucunda sanayi üretimde yaşanan düşüştür. Toplam GSYH'nin dörtte birini oluşturan sanayi üretiminde 2008 yılının ilk çeyreğinde küçülme yaşanmış ve sanayi üretim endeksi 2008'de Ocak ayında %66,9'dan 2009 Şubat ayında %50.5'e kadar gerilemiştir. Sanayideki durumun en önemli göstergelerinden biri olan imalat sanayi kapasite kullanım oranı ise 2008

Ocak ayında %80,3 iken 2009 Ocak ayında %63,8'e gerilemiştir (Ertuğrul ve diğerleri, 2010). Bu göstergeler ekonomideki küçülmenin boyutunu göstermektedir.

Krizin etkisiyle üretimde yaşanan daralma sonucunda istihdam oranları da olumsuz yönde etkilenmiş, işsizlik oranı yükselmiş ve 2008-2009 döneminde işsizlik oranları %16'ya kadar ulaşmıştır²¹.

Ülkemizde krizin etkisinin hissedildiği etki kanallarından biri de ihracat ve ithalat kalemleridir. 2009 yılında ihracat %22,6 oranında azalarak 102 milyar dolar değerinde gerçekleşmiş, ithalat ise %30,2 oranında azalarak 140 milyar dolar değerinde gerçekleşmiştir²². Kriz öncesi dönemde Türkiye'de yapılan ihracatın önemli bir kısmının ABD ve AB ülkelerine yapılmaktayken krizin olumsuz etkisi nedeniyle söz konusu ülkelerdeki talebin düşmesiyle AB ülkelerine yapılan ihracat düşmüştür. Dış talepte yaşanan gelişmeler nedeniyle üretimde düşüş yaşanmış, üretim için kullanılan ara mallar ithalatının gerilemesiyle de toplam ithalat ve dış ticaret açığı azalmıştır (Ertuğrul ve diğerleri, 2010).

Küresel kriz öncesi ve krizle birlikte ortaya çıkan emtia ve petrol fiyatlarındaki artış enflasyon artışına neden olmuştur (Kesebir, 2018). Enflasyon 2007'de %8,4 düzeyin, 2009 yılında ise %10,1'e yükselmiştir²³. 2008 sonuna doğru düşen emtia ve petrol fiyatları ve daralan iç talep etkisiyle 2009 yılında enflasyon %6,5 seviyesine, 2010 yılında da %6,4 seviyesine gerilemiştir (TCMB, 2010:25,27).

Ülkemizde küresel krizin etkilerini azaltmak için alınan tedbirler kapsamında öncelikle para politikasına ağırlık verilmiştir. TCMB piyasalara likidite desteği sağlayarak faiz indirimine gitmiştir. Merkez Bankası faiz indirimi ile finansal istikrarı korumayı ve kredi genişlemesini arttırmayı amaçlamıştır. Para politikası kapsamında alınan önlemlere ek olarak daha sonra maliye politikasına yönelik tedbirler alınmıştır (TCMB, 2015:30).

²¹ Veriler TUIK'ten alınmıştır.

²² Veriler TUIK'ten alınarak güncellenmiştir.

²³ Veriler TCMB'den alınmıştır.

Maliye politikasına yönelik tedbirlerde maliye politikası araçları olan gelirler ve harcamalara yönelik önlemler alınmıştır. Ekonomide kilit öneme sahip sektörlerde KDV ve ÖTV indirimi yapılmış, yatırım yapılabilir olma özelliğine göre ülke dört bölgeye ayrılmış ve bu bölgelerdeki bazı sektörlerde teşvik ve istihdam paketleri açıklanmıştır (Karakurt, 2010).

Alınan tüm önlemler neticesinde bir canlanma sürecine girilmiştir. Bu canlanma iç talepten kaynaklanmıştır. İhracatın en fazla yapıldığı ülkelerde krizin etkisinin devam etmesi nedeniyle dış talepteki azalma dış ticareti olumsuz etkilemiştir (Başçı ve Kara, 2011).

Krizden çıkmak için gelişmiş ülkelerde Merkez Bankalarının uyguladıkları genişletici para politikaları nedeniyle kısa vadeli sermaye akımları Türkiye'ye yönelmiş ve cari açık artmıştır (Kara, 2012). Cari açığın GSYH'ya oranı 2008 yılında -%5,3 iken 2009 yılında -%1,84'e, 2010 yılında %6,1'e, 2011 yılında ise %9,6'ya yükselmiştir²⁴. Bu dönemde cari açık kısa vadeli sermaye akımları ile finanse edilmiştir.

TCMB, 2010 yılında gelişmiş ülkelerdeki uygulanan para politikası nedeniyle artan sermaye girişlerinin ekonomideki kırılganlığı arttırmasını önlemek amacıyla politika faiz oranları ile birlikte finansal riskleri sınırlandırıcı yeni üç politika aracı ile finansal istikrarı sağlamayı amaçlamıştır. Bu yeni politika araçları faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'dır (Keskin, 2018).

TCMB zorunlu karşılık oranlarını artırarak bankaların fonlama maliyetini yukarı doğru çekmiştir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılmasındaki amaç bankaların kredi vermesini azaltarak, kredi genişlemesinin önüne geçmek ve bu sayede hem cari açığın artışı engelleyen (Oktar ve Yurdabak, 2015) hem de enflasyon açısından yaşanacak olumsuzlukları gidermektir.

ROM ise bankaların Merkez Bankasında TL cinsi tutmak zorunda olduğu karşılıkların döviz veya altın cinsinden tutmalarına izin veren uygulamadır. Bu uygulama ile tamamen gönüllü olarak bankalar Merkez Bankasında zorunlu karşılık olarak ayırdıkları payların hangi tür para biriminden olacağı konusunda esneklik sağlamaktır.

²⁴ Veriler TCMB'den alınmıştır.

ROM uygulaması ile bankalara sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde yabancı para birimi cinsinden zorunlu karşılık tutarak döviz cinsinden maliyetlerin düşmesini teşvik etmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemde ise yabancı para birimi cinsinden kaynaklara ulaşmak zor olduğu için bankalar ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle döviz ihtiyacını gidermektedir (TCMB, 2012:2,3). ROM, sermaye akımlarının volatilesinin yüksek olduğu dönemde bankacılık sisteminin istikrarını korumak adına rezervleri arttıran bir uygulama olmakta ve bu sayede volatilitenin olumsuz etkilerini azaltmayı amaçlamaktadır.

Faiz koridoru ise, TCMB'nin 2010 yılında geleneksel faiz politika aracını terkederek uygulamaya başladığı bir diğer araçtır. Geleneksel sistemde Merkez Bankası tek bir politika faizi üzerinden para politikasını yürütmekteyken faiz koridoru sisteminde üç ayrı faiz bulunmaktadır. Borç alma faizi, borç verme faizi ve politika faizidir. Borç verme faizi, Merkez Bankasının bankaların likidite ihtiyacı duyduğu zaman kısa vadeli borç için verdiği faiz olarak adlandırılmaktadır. Borç alma faizi ise bankaların likidite fazlalarını Merkez Bankasına yatırma karşılığında kabul edilen faiz oranıdır. Borç alma ve borç verme faizlerinin arasında belirlenen faiz ise politika faizidir. Borç verme faizi, politika faiz oranının üzerindeyken borç alma faizi ise politika faiz oranının altında gerçekleşmektedir (Binici ve diğerleri, 2016). Merkez Bankası faiz koridoru sistemi ile piyasadaki olağandışı durumlarda daha hızlı tepki vermeyi amaçlamaktadır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemde faiz koridoru aşağı doğru genişlemekte sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemde ise faiz koridoru yukarı doğru genişlemektedir. Bu müdahaleler sayesinde sermaye giriş ve çıkışlara karşı önlem alınmaktadır. 2010 yılından sonra TCMB faiz koridorunu, aşağı yönlü genişleterek sermaye akımlarını caydırmak ve aşırı değerlenen TL'nin finansal istikrarı tehdit etmesini önlemek amacıyla kullanılmıştır (Kara, 2012). TCMB, faiz koridoru finansal sistemin istikrarını sağlamak amacıyla kullanmasının yanısıra TL'nin aşırı değerlenmesinin ihracat ve ithalatta yer alacağı olumsuz etkilerini telafi etmesinde dolaylı bir katkı sağlamaktadır.

AB ülkelerinde 2011 yılının ilk altı ayında yaşanan kamu borç sorunu ve küresel ekonomide yaşanan belirsizlik nedeniyle sıcak para girişi Türkiye'ye de azalmaya başlamıştır. TCMB bu çıkışı engellemek için faiz koridorunu daraltmak suretiyle müdahale etmiş ve kısa vadeli faiz oranları volatilitésinin azaltması sayesinde sıcak paranın çıkışı önlemeye çalışmıştır. Ayrıca TCMB sermayenin ani çıkış etkisinin

ekonomide yaratacağı olumsuzluğunu gidermek için piyasaya döviz likiditesi enjekte etmiştir (Kara, 2012).

TCMB yaptığı bu müdahaleler sayesinde 2011 yılının sonunda cari açık sorunu kontrol altına alınmaya başlanmış ve 2012 yılında cari açık %6,1'e düşmüş, 2013 yılında %7,7'ye yükselmiş ancak 2014 yılında %5,6, 2015 yılında da %4,4'e kadar düşmüştür²⁵. Cari açığın sürdürülebilir olması için cari açığın finansman kalitesi de en önemli hususlardandır.

Cari açık 2011 ve 2012 yıllarında doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye akımları, 2013 yılında ise kısa vadeli sermaye akımları, 2014-2015 yıllarında ise uzun vadeli sermaye akımları ve doğrudan yatırımlarla finanse edilmiştir²⁶. Cari açığın doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli yatırımla finanse edilmesi cari açığın sürdürülebilir olmasını sağlamaktadır.

Türkiye ekonomisi 2009 yılından sonra hızlı bir toparlanma sürecine girmiş ve 2010 yılında %9 oranında, 2011 yılında ise %8,9 oranında büyümüştür. Ancak 2012 yılında büyüme hızı %2,1'e düşmüştür. 2012 yılında iç ve dış talepte denge kurma çabası büyüme hızının düşmesine neden olmuştur. 2013 yılında ekonomik büyüme %4,2 oranında gerçekleşmiştir. Bu artış iç talepteki toparlanma ve kamu harcamalarının artışından kaynaklanmıştır. 2014 yılında büyüme hızı %3 olarak gerçekleşmiş ve bu durum ülke ekonomisinin görece durgunluk sürecine girmesinden kaynaklanmıştır. 2013-2014 döneminde iç talebi kısımaya yönelik makro ihtiyati tedbirler ve TCMB faiz artırımı kararı nedeniyle tüketim talebi kısılmış, talep yetersizliği yatırımların azalmasına yol açmıştır. Tüketim ve yatırımda azalma ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yapmıştır (TOBB, 2015:29).

Türkiye'de 2016 yılında yaşanan terör olayları, darbe girişimi ve küresel dünyada yaşanan durgunluk nedeniyle büyüme oranı düşmüş ve %3,2 oranında gerçekleşmiştir. 2017 yılına geldiğimizde ise siyasi risklerin azalması ve güven ortamının etkisiyle büyüme ivme kazanmıştır. Hükümetin TOBB Nefes Kredis, KOSGEB kredisi ve Kredi Garanti Fonu aracılığıyla sağlanan krediler, vergi indirimleri, istihdam ve üretime yönelik

²⁵ Veriler TCMB'den alınmıştır.

²⁶ Veriler TCMB'den alınmıştır.

teşvikler gibi iç talebi arttırmayı yönelik uygulamalar ihracatta artış sağlamış ve ekonomik büyüme artmıştır (TOBB, 2018:30). Ancak 2018 yılında döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalar yabancı para yükümlükleri olan banka ve şirketlerin bilançolarını bozmuş ve ekonominin büyüme ivmesi yavaşlamıştır.

Enflasyon oranı 2008 yılında %10, 2010 yılında %6, 2011 yılında %10, 2012 yılında %6, 2014 yılında ise %8, 2016 yılında %8 ve 2017 yılında %11 oranında gerçekleşmiş, 2018 yılında ise %20,3 ile en yüksek orana ulaşmıştır. Bu artışın arkasında yatan nedenler, TL'nin dolar karşısında değer yitirmesi, gıda ve petrol fiyatlarının artış göstermesidir²⁷.

24 Haziran 2018 tarihinde yapılan seçimle Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemine geçilmiş, bakanlıklar açısından değişiklik olmuş ve ekonomi bakanlıklarının sayısı azalmıştır. Maliye Bakanlığı ve Hazine Müsteşarlığı birleştirilerek Hazine ve Maliye Bakanlığı adını almıştır. Yeni düzenleme ile ekonomide var olan mevcut sorunlar için yeni önlem paketi açıklanmıştır. İlk öncelik olarak enflasyonun düşürülmesi ve cari açığın azaltılması, ikinci öncelik ise ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülebilir büyümeye yönelik teşvik olarak belirlenmiştir (Gür ve diğerleri, 2018).

TCMB bu süreçte TL likiditesini sıkılaştırma ve döviz likiditesini gevşetmeye yönelik uygulamalarla para politikasını yürütmeye çalışmıştır. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu bu amaçla politika faiz oranını %17,75'ten %24'e yükseltmiş diğer faizlerin ise kendiliğinden oluşmasına izin vermiştir. Faiz artışı ile kurdaki düşüş sağlanarak enflasyonun düşürülmesi amaçlanmıştır (Eğilmez, 2018).

Merkez Bankası 25 Temmuz 2019 tarihinde politika faiz oranını %24'ten %19,75 indirmiş, bu kararın gerekçesi olarak da iktisadi faaliyetlerdeki ılımlı iyileşme, enflasyondaki kısmi düşüş ve ülke risk priminin gerilemesi olarak ifade etmiştir. Aynı gerekçelerle Merkez Bankası 12 Eylül 2019 tarihinde politika faiz oranını %19,75'ten %16,50'ye indirmiş, 24 Ekim 2019 tarihinde de bu oranı %14'e kadar düşürmüştür²⁸.

²⁷ Veriler TCMB'den alınmıştır.

²⁸ İlgili tarihlerde Merkez Bankasının yaptığı Basın Duyurularından alınmıştır.

3.1.8.3. 2008 sonrası dış borçlanma

2001 yılında sonra küresel sermayeye entegre olan Türkiye faizlerin düşüşü ve küresel likidite bolluğu sayesinde hem yurtdışından düşük maliyetle borçlanma imkânı elde etmiş hem de yurtiçi faiz oranının yurtdışı faiz oranlarına göre yüksek faiz olması sayesinde ülkeye sıcak para girişi olmuştur. 2008 yılına bu yapıyla giren Türkiye, ABD’de başlayan ve AB yayılan kriz nedeniyle dış kaynak bulmakta zorlanmış ve toplam dış borç stoku azalmıştır.

Çizelge 3.4. 2008-2018 Dış borç stoku (Milyon Dolar)

	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Toplam
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	
2008	3.248	75.086	78.334	1.874	12.192	14.066	47.390	141.075	188.465	280.866
2009	3.598	79.915	83.513	1.764	11.398	13.162	43.615	128.576	172.191	268.867
2010	4.290	84.819	89.109	1.553	10.012	11.565	71.389	119.697	191.086	291.760
2011	8.564	87.266	95.830	1.239	8.095	9.334	73.304	126.916	200.220	305.384
2012	13.324	92.983	106.307	1.036	6.052	7.088	88.079	140.680	228.759	342.154
2013	20.596	98.340	118.936	833	4.401	5.234	111.844	156.663	268.507	392.677
2014	21.447	99.821	121.268	342	2.142	2.484	113.349	168.631	281.930	405.732
2015	18.064	98.574	116.638	176	1.151	1.327	87.126	195.240	282.366	400.332
2016	19.720	103.654	123.374	110	711	821	81.490	203.566	285.056	409.251
2017	22.111	114.446	136.557	658	8	666	95.849	222.005	317.854	455.077

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki Çizelge’de kamu, TCMB ve özel sektöre ait dış borç stoku yer almaktadır. 2008-2009 dönemine ait veriler bakıldığında toplam dış borç stoku azalmıştır. 2009-2018 döneminde ise dış borç stoku artmıştır. Toplam dış borç stokunun artışı özel sektörden kaynaklanmıştır.

2008-2013 döneminde kamu sektörünün dış borç stoku artmış, 2015 yılında yaşanan küresel dalgalanma nedeniyle kamu dış borç stoku azalmış ve 2015 yılından sonra dış borç stoku yeniden artmıştır. 2008-2018 döneminde ise Merkez Bankası dış borç stoku hızla azalmıştır. Özel sektör dış borcu ise 2008-2009 döneminde küresel kriz nedeniyle azalmış ancak 2009 yılından sonra hızla artmıştır. Özel sektör dış borç stokunun bu dönemde artışının arkasında yatan neden ise küresel kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerin genişletici para politikası uygulaması neticesinde faiz indirimine gitmesi ve küresel likiditenin bollaşması sonucunda özel sektörün dış kaynak bulmasının kolaylaşmasıdır.

2008 yılında kur riskine karşı önlem kapsamında 32 sayılı Karar'da değişikliği gidilmiş, hane halkı ve reel sektörün borçlanmasına sınır getirilmiştir. Döviz cinsinden geliri olamayan firmaların döviz cinsinden borçlanması kredi bakiyesi 5 Milyon ABD Doları üzerinde ve bir yıldan uzun vadeli olması şartına bağlanmıştır. Bu sayede özel sektör dış borç stokunun vadesi uzamış ve kur riskine karşı özel sektörün korunması amaçlanmıştır.

Çizelge 3.5. Reel sektör ve bankacılık sektörü dış borç stoku (Milyon Dolar)

	Bankacılık			Reel Sektör		
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Toplam
2008	23.692	30.286	53.978	23.310	91.822	115.132
2009	21.587	28.188	49.775	21.765	83.355	105.120
2010	46.576	28.762	75.338	23.792	78.531	102.323
2011	45.226	34.876	80.102	26.782	79.047	105.829
2012	57.338	41.692	99.030	28.882	83.799	112.681
2013	74.615	54.641	129.256	34.881	84.058	118.939
2014	76.878	65.713	142.591	34.470	84.061	118.531
2015	49.594	85.790	135.384	35.121	90.323	125.444
2016	41.249	86.972	128.221	38.653	97.823	136.476
2017	45.168	95.739	140.907	48.076	108.564	156.640
2018	34.663	85.037	119.700	51.765	106.906	158.671

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Yukarıdaki Çizelge 3.5'te görüleceği üzere reel rektör ve bankacılık sektörünün verileri yer almaktadır. Reel sektörün dış borç stoku bankalara göre yüksek orana sahipken, bankacılık sektöründe reel sektöre yakın düzeyde dış borç stoku bulunmaktadır. Her iki sektörün de uzun vadeli olarak borçlandığı görülmektedir.

Çizelge 3.6. Dış borç stoku-döviz dağılımı

	Kısa Vadeli						Uzun Vadeli						Toplam					
	USD	EUR	JPY	SDR	TL	Diğer	USD	EUR	JPY	SDR	TL	Diğer	USD	EUR	JPY	SDR	TL	Diğer
2008	26.215	15.596	280	0	9.600	821	125.858	81.962	3.630	8.573	6.879	1.452	152.073	97.558	3.910	8.573	16.479	2.273
2009	23.970	14.070	168	0	10.130	819	116.933	82.482	3.602	9.447	6.144	1.281	140.723	96.552	3.770	9.447	16.274	2.100
2010	33.613	20.277	263	0	21.898	1.181	114.671	80.296	4.665	7.123	6.388	1.385	148.284	100.573	4.928	7.123	28.286	2.566
2011	41.768	28.258	271	0	11.621	1.189	122.212	81.592	7.208	4.380	5.345	1.450	163.980	109.850	7.479	4.380	17.056	2.639
2012	49.980	34.654	824	0	15.429	1.552	135.824	84.978	7.450	2.361	7.645	1.457	185.804	119.632	8.274	2.361	23.074	3.009
2013	65.558	48.017	278	0	16.442	2.978	145.589	93.432	6.848	1.503	10.181	1.850	211.147	141.449	7.126	1.503	26.623	4.828
2014	69.752	44.058	198	0	17.752	3.378	161.274	87.342	7.569	1.415	11.153	1.840	231.026	131.400	7.767	1.415	28.905	5.218
2015	55.537	33.918	166	0	13.152	2.593	175.707	96.641	8.351	1.358	10781	2.127	231.244	130.599	8.517	1.358	23.933	4.720
2016	50.738	33.175	219	0	14.696	2.492	189.512	97.577	8.456	1.322	9.478	1.587	240.250	130.752	8.675	1.322	24.174	4.079
2017	60.796	37.774	256	0	16.719	3.073	201.683	111.459	9.047	1.408	11.303	1.559	262.479	149.233	9.303	1.408	28.022	4.632
2018	57.866	36.956	271	0	19.096	2.615	204.324	108.082	8.931	1.380	7.452	1.389	262.190	145.038	9.202	1.380	26.638	4.004

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Çizelge 3.6'da kamunun, özel sektörün ve TCMB'ye ait dış borç stoklarının yabancı para birimi cinsinden dağılımı görülmektedir. Dış borç stokunun döviz açısından dağılımına baktığımızda en fazla borçlanma ABD doları cinsinden yapılırken en az borçlanmayı ise SDR para birimi cinsinden yapılmıştır. Dış borç stokunun yabancı para birimi cinsinden olmasının en önemi sorunu yabancı para karşısında TL'nin değer kaybetmesidir. Döviz kurunun değerlenmesi sonucunda dış borç yükümlüklerinin TL açısından değeri artmaktadır. Dış borç stoku dağılımına göre en çok borçlanılan iki para biriminin yıllık döviz kurları özellikle 2015 yılından itibaren artmış ancak en büyük artış 2017 yılı itibariyle gerçekleşmiştir. Dolar ve Euro'daki bu artış dış borç stoku açısından yükümlüklerin arttığını göstermektedir.

2018 yaz aylarında yaşanan dövizle yönelik spekülasyon saldırıları döviz kurunu arttırmıştır. Özel sektörün kur riskine maruz kalmaması için 32 sayılı Karar'da değişikliğe gidilerek yeni bir düzenleme yapılmıştır.

Yeni düzenleme ile yurtiçi ve yurtdışı finansal kuruluşlar ile YP birimi cinsinden borç tutarı 15 milyon dolar altında olan firmalar kapsama alınmıştır. Firmaların döviz kredi bakiyesi son üç mali yıldaki döviz gelirlerinin toplamı ile sınırlandırılmıştır. Dövizle endeksli kredi uygulaması kaldırılmış, bakiyesi son üç mali yıldaki döviz geliri toplamından fazla YP kredi kullanılmasına yurtdışından kredi kullanılmasının bankalar aracılığıyla olmasına karar verilmiştir. Bu sayede reel sektörün bilanço yükümlülükleri kur riskine karşı korunurken, reel sektörün bankalar üzerinden borçlanabilmesi de borçların sürdürülebilirliği ve reel sektörün borç yapısı ve durumu ile ilgili verilerin toplanması sayesinde kur risk yönetimine yardımcı olmaktadır.

3.2. Borç Dolarizasyonuna Neden Olan Unsurlar

Türkiye'de borç dolarizasyona neden olgular; tasarruf yetersizliği, yasal kısıtlamaları aşmak için alternatif yöntemler, borcun vergi kalkını kapsamında finansman gideri kısıtlaması, küresel likidite bolluğu, sermaye piyasasının gelişmemesidir. Aşağıda borç dolarizasyona neden olan unsurlar açıklanacaktır.

3.2.1. Tasarruf Eksikliği

Tasarruf, gelirin tüketilmeyen kısmıdır. Tasarruflar kamu tasarrufları, hane halkı ve şirket tasarrufları olarak üçe ayrılmaktadır. Kamu tasarrufu, kamu gelir ve giderleri arasındaki farktan oluşmakta ve kamu tasarrufları arttırmak istediğinde vergi gelirleri arttırılarak yapılmaktadır. Hanehalkı tasarrufları, hanehalkı gelirlerinin tüketilmeyen kısmıdır. Şirket tasarrufları ise elde ettikleri karı ortaklarına dağıtmayarak işletmede bıraktıkları fonlardır (Uçgun, 2017:15,16).

Tasarruflar hem ülkenin ekonomik gelişmişlik göstergelerinden biri hem de yatırımların finansmanı açısından önemli bir yere sahiptir. Tasarruflar yatırımları finanse ederek ekonomik büyümenin lokomotifi durumundadır. Ekonomik büyümenin sürdürülebilir olması için yurtiçi yatırımların yüksek olması gerekmektedir.

Ülkemizde tasarruf oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Aşağıdaki Çizelge’de Türkiye’nin tasarruf oranlarının tarihsel seyrini yıllar itibariyle açıklanacaktır. Kamu ve özel sektöre ait tasarruf oranları ayrı ayrı açıklanacaktır.

Kamu ve özel sektör tasarruflarının dönemler itibariyle artış ve azalışında hiç kuşkusuz ülke ekonomisinin mevcut durumu ve küresel düzeyde uygulanan para politikalarının Türkiye’ye olan yansımalarından kaynaklanmaktadır.

Aşağıdaki Çizelge’de özel sektör yatırım ve tasarruf oranları yer almaktadır. Çizelge’de görüleceği üzere firmalar yatırım yapmak için yeterli tasarrufa sahip değillerdi. 2001 yılından sonra küresel ekonomide faizlerin düşmesiyle düşük tasarruf oranına sahip reel sektör dış kaynaklara başvurmuş ve bu şekilde finansman ihtiyacını karşılayarak yatırımlarını sürdürmüşlerdir. Ancak özel sektörün dış kaynaklara bağımlı hale gelmesi bilanço yükümlülükleri açısından kur riskine karşı korunmasız hale gelmesine neden olmuştur.

Çizelge 3.7. Tasarruf oranları/GSYH (%)

Yıllar	Kamu Tasarrufu	Özel Tasarruf	Toplam Tasarruf	Kamu Yatırımları	Özel Yatırımları	Toplam Yatırımlar
1975	4.6	17.7	22.4	6.1	14.8	20.9
1976	4.5	20.9	25.4	6.7	16.7	23.5
1977	3.5	17.8	21.3	7.5	17.5	25.0
1978	5.4	14.2	19.5	6.3	15.8	22.1
1979	2.5	17.2	19.7	6.0	13.7	19.6
1980	3.4	9.4	12.8	6.6	13.7	20.3
1981	5.6	11.8	17.4	6.8	12.3	19.2
1982	5.2	8.9	14.1	6.2	12.1	18.2
1983	4.8	9.2	14.0	6.5	12.5	19.0
1984	4.5	9.3	13.8	6.0	12.2	18.2
1985	5.8	14.7	20.5	6.9	12.4	19.3
1986	6.1	19.0	25.1	7.6	14.1	21.7
1987	4.9	21.2	26.2	7.4	15.5	22.9
1988	5.1	24.0	29.1	6.6	17.6	24.2
1989	3.6	20.8	24.4	5.7	15.5	21.1
1990	2.6	22.1	24.7	5.2	16.0	21.2
1991	0.7	23.9	24.6	5.6	16.5	22.1
1992	-0.6	24.6	24.0	5.5	16.4	21.9
1993	-0.7	25.8	25.1	5.4	19.2	24.6
1994	-0.1	25.0	24.9	3.7	19.1	22.8
1995	-0.1	24.6	24.6	3.1	19.6	22.8
1996	-1.1	23.4	22.3	3.8	20.0	23.8
1997	0.8	22.6	23.4	4.6	20.5	25.1
1998	-1.4	25.7	24.3	5.0	17.2	22.4
1999	-5.0	25.1	20.1	5.0	14.5	19.5
2000	-3.4	21.8	18.4	5.2	16.0	21.2
2001	-7.1	25.5	18.4	4.1	11.4	15.5
2002	-4.8	23.4	18.6	4.9	13.1	18.0
2003	-4.1	19.6	15.5	3.7	14.3	18.0
2004	-1.0	16.9	16.0	3.2	16.6	29.8
2005	2.8	13.2	15.9	4.0	16.4	20.4
2006	4.2	12.5	16.6	3.7	18.7	22.4
2007	2.4	13.2	15.5	3.9	17.5	21.4
2008	1.7	15.2	16.9	4.3	17.8	22.1
2009	-0.8	14.2	13.4	4.4	10.9	15.3
2010	1.5	12.1	13.6	4.1	15.8	19.8
2011	3.7	10.8	14.5	4.1	19.7	23.8
2012	2.9	11.7	14.6	4.4	16.0	20.4
2013	3.4	10.1	13.5	4.9	16.0	20.9
2014	3.1	12.1	15.2	4.4	15.9	20.3
2015	4.4	10.0	14.4	5.0	13.4	18.4

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Kamu tasarruf oranlarının 1975-1988 dönemde %4 düzeyinde 1989-1991 döneminde %3, 1992 yılından sonra negatif olarak gerçekleşmiş, 2005 yılından itibaren kamu tasarrufları artmıştır. 2005-2015 döneminde ortalama %2 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Özel sektör tasarruf oranı ise 1975-1984 döneminde ortalama %17'den %9'a düşmüş, 1984-1998 döneminde ortalama %25, 1998-2001 döneminde

ortalama %24 düzeyinde, 2002 yılından sonra hızla düşmeye başlamış ve 2015 yılında %10 düzeyinde gerçekleşmiştir.

1970'li yılların ortasında yaşanan petrol krizinin patlak vermesiyle Türkiye'de bu krizin etkisi hissedilmiş, dış ödeme güçlükleri ve fiyat artışları gerçekleşmiştir. Bu dönemde tasarruf oranları da hızla düşmüş ve tasarruf oranları 1977 yılında %22, 2008 yılında ise %13 düzeyinde gerçekleşmiştir (Karagöl ve Özcan, 2014).

1980 döneminde yapılan reformlar sonucunda kamu tasarrufu artmış, özel tasarruflar ise artış sağlanamamıştır. 1988 yılından itibaren ise kamu tasarrufu düşmüş özel tasarruflar artmıştır (Sancak ve Demirci, 2012).

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşme kararları ile yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin döviz ile ilgili işlemlerinde serbestlik getirilmiştir. Ayrıca bu Kararla faiz oranlarının da serbest bırakılması sonucunda faiz oranları artmıştır (Yülek, 1996:7). 1990'lı yıllarda konsolide bütçe, bütçe dışı ve döner sermaye fonları, SGK ve KİT açıklarının artışı ile kamu bütçe açıkları artmaya başlamıştır. Kamu bütçe açığının GSYH'ya oranı 1990'da %6 iken 1999 yılında %12'ye yükselmiştir. Kamunun artan açıkları nedeniyle borçlanma ihtiyacı artmış ve yükselen faiz ödemeleri ile kamu tasarrufları düşürmüştür (Kalkınma Bakanlığı, 2014:10).

Kamu tasarruf oranları 1990 yılında %2,6 iken 2001 yılında -%7,1 oranına kadar düşmüştür. Özel sektörün tasarruf oranı ise 1990 yılında %22,1'den 2001 yılında %25,5'e yükselmiştir. Özel sektörün tasarruf oranının yüksek olmasına rağmen kamu tasarruf oranlarının düşmesi, özel sektörün tasarruf artışı toplam tasarrufu arttırmakta yetersiz kalmıştır.

Özel sektör tasarruflarının artışının altında yatan üç neden bulunmaktadır (Oktayer ve Susam, 2007). İlk neden reel büyümenin hızlanması ve reel ücretlerde yaşanan artıştır. İkinci etken ise kamunun yoğun şekilde iç borçlanmaya başvurması ve faizlerin yüksek oluşu nedeniyle kamudan özel sektöre kaynak aktarımıdır. Üçüncü unsur ise özel kesimin finansal serbestlik kararı sonrası dış

borçlanma imkânı elde etmesi sayesinde kullanılabilir gelirin artması ve bu gelirin de tasarrufları olumlu yönde etkilemesidir.

2001 krizinden sonra Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı açıklanmış ve bu programda belirtilen sıkı maliye politikasının yüksek faiz dışı fazla ile sağlanacağı ifade edilmiştir (TCMB, 2003:14) Faiz dışı fazlanın GSYH'ya oranı 2002-2008 dönemleri arasında %3,8 oranında gerçekleşmiş ve kamu borç stoku azalmıştır. 2001 krizinde %99,6 iç borçlanma faiz oranı 2008 yılında %19,2'ye düşmüş ve dolayısıyla faiz harcamaları düşmüştür (Kalkınma Bakanlığı 2014:21,22). Kamu harcamaları kısılmış ve bütçe açığı %16'dan %1 düzeyine kadar düşmüştür (Karagöl ve diğerleri, 2014:7). Enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiştir. Kamu kesiminde yaşanan bu gelişmeler sayesinde kamu tasarrufları artmıştır (TCMB, 2015:18). 2001 yılında -%7 olan kamu tasarrufları 2006 yılında %4'e kadar yükselmiştir.

Kamu tasarruf oranlarındaki artışa rağmen özel sektör tasarruf oranları azalmıştır. Hanehalkı ve şirketlerin tasarruflar oranlarının düşmesinin nedenlerini ayrı ayrı incelediğimizde ise hanehalkının tüketim alışkanlıklarından, şirketlerin ise yatırım artışından kaynaklanmaktadır.

2001 krizinden sonra ekonomide görülen iyileşme ve düşen faizler nedeniyle hanehalkının tüketim harcamalarında görülen artış tasarrufları azaltmıştır (TCMB, 2013).1980-2000 yılları arasında Türkiye ekonomisinde yaşanan olumsuz tablo, ertelenmiş tüketimlerin gerçekleşmesine neden olmuş ve 2001 krizinden sonra da konut ve otomobil harcamalarını özendiren teşvik politikaları nedeniyle hanehalkı bu tüketime yönelmiştir (Çolak ve Öztürkler, 2012).

Hanehalkına tüketici kredisi kullandırma ve kredi kartı verme oranı artmıştır. Bankalar düşen faizler nedeniyle kredi kartı dağıtımında yarışa girmiş ve kredi kartı kullanımını hızla yükselmiştir (Sancak ve Demirci, 2012).

Bankaların kredi kullanımlarının artması ve konut kredisi başta olmak üzere dayanıklı-yarı dayanıklı tüketim malları, evlilik ve sağlık hizmetleri için bu kredilerden yararlanması tasarruflar azalmıştır (Karagöl ve diğerleri, 2014).

Firmaların ise 2007 yılına kadar tasarruf oranları azalmış ancak 2007-2009 yılında yaşanan küresel kriz nedeniyle özel sektör tasarrufları artmıştır. Özel sektör tasarruf oranlarının artışında, reel sektörün iç ve dış talebin azalması sonucunda yatırım yapmaması etkili olmuştur.

2002 yılından sonra ekonomik koşullar da görülen iyileşmeyle birlikte özel sektör ağırlıklı bir ekonomik yapıya geçiş başlamış ve yatırımlar özel sektör tarafından yapılmaya başlanmıştır. Faiz oranlarının düşüşü ile özel sektörün yatırım iştahı kabarmış (Karagöl ve diğerleri, 2014) ve yatırım için ara malı ve yatırım ithalatı artmıştır. İşletmeler tasarruf açığı nedeniyle finansman ihtiyacı için banka kredilerine başvurmuş veya dış finansman imkanıyla fon ihtiyaçlarını karşılamışlardır.

3.2.2. Borcun Vergi Kalkanı Kapsamında Finansman Gider Kısıtlaması

İşletmeler finansman ihtiyacı için özkaynak ve yabancı kaynak olmak üzere iki finansman yöntemi kullanmaktadır. Firmalar yabancı kaynağa başvurması durumunda finansman maliyeti kapsamında yer alan faiz, kur farkı ve benzeri finansman giderlerini vergiden indirilebilmektedir. Finansman gideri, vergiden indirilebilir olması sayesinde işletmelerin ödeyeceği vergi azaltmaktadır.

Firmalar finansman giderlerini vergi matrahından indirebilmesi nedeniyle aşırı borçlanabilmektedir. Ülkeler, firmaların özkaynak yerine aşırı borçlanmaya başvurması neticesinde, mali yapılarında oluşabilecek bozulmayı engellemek için vergi geliri azaltıcı etkisi nedeniyle finansman giderlerini sınırlama şeklinde güvenlik mekanizması oluşturmuşlar ve finansman gider kısıtlaması uygulamasına başvurmuşlardır (Erdem, 2012).

Ülkemizde 4008 sayılı kanunun 25. maddesi ile 193 sayılı Gelir Vergisi Kanun'unun 41. maddesinin birinci fıkrasına eklenen 8 numaralı bent kapsamında finansman gider hükmü ile;

Dönem sonu stokların son giren ilk çıkar yöntemine göre değerleyen veya amortismanına tabi iktisadi kıymetlerini yeniden değerlemeye tabi tutanların, işletmede kullandıktan yabana kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı,

kâr payı, kur farkı²⁹ ve benzeri adlar alanında yapılan giderler ve maliyet unsurları toplamına (yatırımın maliyetine eklenenler hariç) aşağıdaki indirim oranının uygulanması suretiyle bulunacak kısmın % 25'i indirim oranı, Vergi Usul Kanunu hükümlerine göre o yıl için tespit edilmiş olan yeniden değerlendirme oranının, ilgili kuruluşlardan alınan bilgilere göre Maliye Bakanlığınca o yıl için hesaplanan ortalama ticarî kredi faizi oranına bölünmesi suretiyle bulunur. Sanayi siciline kayıtlı imalatçıların imalat faaliyetlerinde kullandıkları yabancı kaynaklara ait gider ve maliyet unsurlarına bu bent hükmü uygulanmaz. Bu bendin birinci paragrafında yer alan %25 oranını, %100'e kadar artırmaya Bakanlar Kurulu; bendin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye ise Maliye Bakanlığı yetkilidir.”³⁰ denilmiştir.

4008 sayılı Kanun 1996 yılında ilk kez uygulamaya girmiştir. Maliye Bakanlığı Gelir Vergisi Kanun'unun 41. maddesine dayanarak 54 ve 55 seri numaralı Kurumlar Vergisi Tebliği ile kanunun nasıl uygulanacağı ile ilgili görüşlerini açıklamıştır. Tebliğde finansal gider ve gelirlerin bulunması durumunda giderleri gelirleri mukayese ederek oluşan gider farkın kısıtlamaya tabi olmayacağını, finansman giderlerinin toplamının gider kısıtlamasına tabi olacağını ifade etmiştir. Ancak bu düzenlemeyi Danıştay 4. Dairesi iptal etmiş ve yargı kararı 1999 yılına kadar uygulanmıştır. Danıştay 4. Dairesinin kararı Danıştay Vergi Dava Daire Genel Kurulu temyiz edilmiştir (Ayaz ve Sönmez, 1999).

Bu kanun maddesiyle ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar alanında yapılan giderler kanunda yer alan oran kapsamında gider olarak vergi matrahından indirilememektedir. Bu kanun maddesi ile bu giderler kanunen kabul edilmeyen giderler kapsamında yer almaktadır.

İşletmeler enflasyonun olumsuz etkilerinden korumak ve işletmelerin finansman ihtiyacı için başvurdukları yabancı kaynaklara ilişkin maliyetlerin neden olduğu matrah aşınmasını önlemek için Kanunda yer alan finansman giderlerinin bir kısmı dönem mali karının tespitinde kanunen kabul edilmeyen gider olarak yer almakta ve vergiye tabi tutulmaktadır. Özetle finansman giderlerinin enflasyondan

²⁹ Kur farkı firmaların yabancı para işlemlerine dayalı olarak ortaya çıkmaktadır. Yabancı para işlemlerine dayalı işlemleri ticari mal veya hizmet alım satımı, dövizle dayalı krediler ya da borçlanmalar yer almaktadır²⁹. Vergi kanunumuza göre defter ve kayıtların Türkçe olması ve kayıt ve belgelerde Türk para birimi kullanılması zorunluluğu olması sebebiyle bu kur farkı ortaya çıkmaktadır.

Yabancı para cinsinden kullanılan kredilerin değerlemesinde meydana gelen kur farkı finansman gideri kapsamında yer almaktadır.

³⁰ 6 Temmuz 1994 tarihli ve 21982 sayılı Resmî Gazete’ de yayımlanmıştır.

kaynaklanan kısmı giderlerden çıkarılarak sadece gerçek kısım gider olarak kabul edilmesi amaçlanmıştır (Akt. Korun, 2005:121,122).

2004 yılında çıkarılan 5024 sayılı Kanunla getirilen enflasyon düzeltmesi uygulaması geçilmesiyle finansman gider kısıtlaması uygulamasına son verilmiştir.

6322 sayılı Kanunla finansman gider kısıtlaması yeniden uygulamaya konulmuştur. Finansman gider kısıtlamasının uygulanmaya konulmak istenmesinin nedeni işletmelerin borçlanma yerine özkaynağa başvurmasını sağlayarak kaldıraç oranının düşürmek ve bilanço kalitesini arttırmaktadır.

6322 sayılı Kanunla 01.01.2013 tarihinden itibaren uygulanmak üzere “Finansman Gider Kısıtlaması” Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Kanunu’na tekrardan eklemiş bulunmaktadır. 6322 sayılı Kanunun 6. maddesiyle Gelir Vergisi Kanunu’nun 41. Madde 9. bende göre;

Kullanılan yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan işletmelerde, aşan kısma münhasır olmak üzere, yatırımın maliyetine eklenenler hariç, işletmede kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları toplamının %10’unu aşmamak üzere Bakanlar Kurulunca kararlaştırılan kısmı belirlenecek oranı sektörler itibarıyla farklılaştırmaya Bakanlar Kurulu, bendin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye Maliye Bakanlığı yetkilidir³¹.

6322 sayılı Kanunun 37. maddesiyle eklenen bent ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 11. maddesi i bendine göre;

Kredi kuruluşları, finansal kuruluşlar, finansal kiralama, faktöring ve finansman şirketleri dışında, kullanılan yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan işletmelerde, aşan kısma münhasır olmak üzere, yatırımın maliyetine eklenenler hariç, işletmede kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları toplamının %10’unu aşmamak üzere Bakanlar Kurulunca kararlaştırılan kısmı. Belirlenecek oranı sektörler itibarıyla farklılaştırmaya Bakanlar Kurulu, bendin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye Maliye Bakanlığı yetkilidir³².

³¹ 15 Haziran 2012 tarihli ve 28324 sayılı Resmî Gazete’ de yayımlanmıştır.

³² 15 Haziran 2012 tarihli ve 28324 sayılı Resmî Gazete’ de yayımlanmıştır.

Kredi kuruluşları, finansal kuruluşlar, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri finansman gider kısıtlaması uygulamasının dışında bırakılmıştır. Ancak reel sektörün finansman ihtiyaçları için başvurdukları yabancı kaynaklara ait gider ve maliyet unsurlarının vergi matrahının tespitinde gider olarak yazılabilmesi şarta bağlanmıştır. Bu şart başvuru yapan yabancı kaynağın tutarının özkaynağı aşmaması durumudur.

2013 yılında yürürlüğe giren 6322 sayılı Kanun'dan önce finansman gider kısıtlaması bulunmaması sayesinde firmalar herhangi bir sınırlamaya maruz kalmadan yabancı kaynaklara başvuruyordu. Firmalar yabancı kaynaklara başvurduklarında yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları vergi matrahının tespiti için gider olarak yazabilmekteydi. Ancak bu yeni düzenleme ile firmalar kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları toplamının %10' una kadar kısmı, Bakanlar Kurulunca kararlaştırılması halinde, kazancın tespitinde gider olarak indiremeyeceklerdir. Ancak bu finansman gider kısıtlaması işletmelerin finansman ihtiyacı başvurdukları yabancı kaynakların özkaynakları aşması durumunda finansman gider kısıtlaması uygulaması söz konusu olmayacaktır.

Kurumlar Vergisi Kanununun 11. maddesinin birinci fıkrasının i bendinde yer alan gider kısıtlaması hükümlerinin uygulanabilmesi için Bakanlar Kurulunca oran belirlenmesi gerekmekte olup, yürürlüğe girdiği tarihten bu yana henüz bir oran belirleme yapılmadığı için finansman gider kısıtlaması uygulanamamaktadır (Yücel, 2013).

Özel sektörün 2002-2018 yılları arasında yabancı kaynaklı borç kullanımı arttığı ve özel sektör kapsamında firmaların ise dış borcunu arttırmaktadır. Firmaların borçlanma maliyetlerine ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurlarının vergi matrahından indirilebiliyor olması borçlanmayı arttırmaktadır. Firmalara yönelik finansman gider kısıtlaması ise yapılan borçlanmanın öz kaynakları aşmadığı sürece uygulanmaması ve Bakanlar Kurulu'nun Kanunun yürürlüğe girdiği tarihten

beri hala bir oran belirlememesi sebebiyle uygulanamaması firmalar açısından borcun vergi kalkanını avantajı imkanının devam etmesini sağlamakta ve bu durum firmaların dış borç stoku artmasında etkili olmaktadır.

2.3. Küresel Likidite Bolluğu

Türkiye’de dış borçlanma olanaklarının artışında dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler sayesinde artan küresel likiditenin etkisi bulunmaktadır. Küresel likidite bolluğuna neden olan olay ve olgular; Çin’in de dahil olduğu bazı Asya ülkelerinin artan dış ticaret fazlaları, Japonya’nın durgunlukla mücadele için faiz indirimine gitmesi, ABD’de yer alan teknoloji şirketlerinin dot-com balonunun patlaması, 11 Eylül 2001 tarihinde ABD’de bulunan İkiz Kulelere yapılan saldırılar ve 2008 krizi nedeniyle yapılan faiz indirimi ile piyasaya likidite takviyesi, petro dolar zengini olan petrol üreticisi ve ihracatçısı ülkelerin tasarrufları nedeniyle artan küresel likidite, dış kaynak finansmanın kolay ve ucuz maliyetle olmasını sağlayan gelişmelerdir.

1990’lı yıllarda iletişim teknolojilerinin hızla gelişmesi neticesinde bilgisayar teknolojileri de hızla gelişmiştir. Bilgisayar teknolojilerinin gelişimine paralel olarak reel piyasalardaki işletme faaliyetleri elektronik ortamda yapılmaya başlanmıştır. Bilgisayar teknolojisi sayesinde güçlü boğa piyasaları harekete geçirilmiş dünyadaki yatırımcılar kar güdüsü ile boğa piyasalarına yönelmesi hızlanmıştır. Ayrıca bu dönemde teknoloji şirketleri ilk halka arz faaliyetlerini internet üzerinden yapmaya başlamışlardır (Akıncı ve diğerleri, 2014).

Ağustos 1995’te Netscape Communications halka arz olan ilk şirkettir. Halka açılmasından birkaç saat sonra, Netscape’in hissesi hisse başına 28,75 \$ ile güne başlarken, ilk işlem günü sonunda 58.25 \$ 'dan kapatmıştır. Ağustos 1995’te şirketin halka arz tarihinden ve 1999 yılına kadar hisselerini elinde tutan yatırımcılar yatırımlarından yıllık ortalama %35 getiri elde etmişlerdir (DeLong ve Magin, 2006).

2000 yılında internet üzerinden kurulan e- ticaret şirketleri bulunuyordu. Bu şirketler artan fiyatlarla halka arz edilmekte ve başında -e eki ve sonunda -com eki

bulunan istisnasız her şirketin hisselerinin değeri artmaktaydı (Aksen, 2014). 1995-2000 yılları arasında borsada fiyatlar ortalama olarak 4.5 ila 5 kat artmış ancak en büyük artış 1990 yılının sonu ve 2000 yılının başında yaşanmıştır (Korkmaz ve diğerleri, 2016).

ABD’de dot-com balonu nedeniyle oluşan ekonomik daralma 11 Eylül 2001’de İkiz Kulelere yapılan terör saldırısı nedeniyle daha da derinleşmiş ve son yılların en düşük büyüme oranına ulaşması neticesinde FED faiz indirimlerine devam etmiştir.

Çin ve Doğu Asya ülkelerinin içinde bulunduğu ekonomilerin de biriktirdikleri dolar rezervleri artan küresel likidite de payı büyüktür. Çin yerli para birimi Yuan’ın dolar karşısındaki değerini düşük tutarak ihracatını arttırmayı başarmış, bu sayede dış ticaret fazlası elde etmiştir (Eğilmez, 2015). Doğu Asya ülkeleri de 1997’de patlak veren krizden sonra oluşturulan reçete kapsamında kur ve ticaret politikaları ile dış ticaret fazlası vererek tasarruflarını arttırmayı başarmışlardır (Akyüz, 2011).

Çin’in küresel ürün ihracatındaki payı 1990 yılında %1,8 iken, 2004 yılında %4, 2005 yılında ise %7,5’e yükselmiştir. Çin’in 2000 yılında dış ticaret bilançosunun GSYH’ye göre %2 oranında fazla verirken, 2005 yılında bu oran %4,5, 2006 yılında ise %6,8 oranına yükselmiştir. Aynı şekilde, 2006 yılında Tayvan %5,8, Tayland %1,0, Singapur %25, Malezya %18 ve Güney Kore %1,8 dış ticaret fazlası vermiştir (Akdemir ve Kotil, 2009). Bu sayede söz konusu ülkelerin tasarrufları artmıştır.

Ortadoğu ve diğer petrol üretici ülkeler petrol fiyatlarının artması sonucunda, tasarruf fazlaları ortaya çıkmıştır. Petrol fiyatının artışına bağlı olarak artan petro dolarlar 2000-2006 yılları arasında 1 trilyon ABD Doları üzerinde gerçekleşmiştir. 2002 yılında ortalama petrol varil fiyatı 25 Dolar düzeyinde gerçekleşirken 2006 yılında 66 Dolara kadar yükselmiştir. Bu fiyat artışında küresel talebin fazla olması ve petrolün gelecekte tükeneyeceği konusundaki olumsuz tablodan kaynaklanmıştır. Petrol fiyatlarının artışı da petrol satıcısı ülkelerin dış ticaret fazlası vermesine neden olmuştur. 1992-2001 arasında petrol satan Ortadoğu ülkeleri 113,3 Milyar ABD Doları cari işlemler fazlası verirken,

fiyatların artmaya başladığı 2002 yılından 2006 yılına kadar bu ülkelerin cari işlemler fazlası 732,5 milyar Dolar artmış ve tasarruf fazlası olmuştur (Ardor ve Öztürk, 2007).

Dünyanın 3. büyük ekonomisi konumunda olan Japonya ise 1990 yılından itibaren 11 yıl süren durgunluğa girmiştir. 1950 yılında Japonya devlet eliyle kalkınma programı uygulamış ve bu program başarılı olmasıyla ekonomik büyüme sağlanmıştır. Japonya sanayisi uluslararası piyasada rekabet edilebilir hale gelmiştir. 1980'li yıllarda ABD ile oluşan dış ticaret fazlası ABD'yi rahatsız etmiş ve bu sorunun çözümü için Japon Yen'nin dolar karşısında değeri artırılmıştır. Yen'in değeri artması sonucunda refah dönemi başlamış ve 1986 yılında en yüksek büyüme oranına ulaşılmıştır (Akkemik, 2011). Ülkede kredi hacmi, para arzı, menkul ve gayrimenkul fiyatları artmıştır. Ancak bankacılık sisteminin yeterli denetiminin olmaması nedeniyle ekonomide sorunlar ortaya çıkmış, ülkede büyüme oranları düşmüş ve deflasyon durumu ekonomiyi daha da kötüleştirmiştir. Ekonomide 1990'lı yılların başında oluşan likidite tuzağı sebebiyle 1995-1999 döneminde en düşük faiz politikası ve 1999-2001 döneminde de sıfır faiz politikası uygulanmıştır (Şahin ve Kalaycı, 2015).

2000'li yıllarda ABD ve Japonya Merkez Bankalarının düşük faiz hatta sıfır faiz politikası uygulaması, Asya ülkelerindeki dış ticaret fazlaları, petro dolarların varlığı sebebiyle küresel likidite genişlemiş, yüksek faiz uygulayan ülkelere doğru sermaye akımları başlamıştır. Türkiye de küresel likidite bolluğu sayesinde yurtdışından düşük faizle borçlanmaya başlamıştır.

ABD'de 2008 yılında patlak veren Mortgage Krizi nedeniyle gelişmiş ülkeler de krizden etkilenmiş ve bu krizin etkilerini hafifletmek için ilk olarak geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde faiz indirimine gitmişlerdir. Gelişmiş ülkeler yapmış oldukları faiz indiriminin ekonomik göstergelere yansımalarının olumlu olmaması sebebiyle geleneksel olmayan para politikasına başvurmuştur. FED ve ECB miktarsal genişlemeye giderek, büyük ölçekli varlık alımları yaparak ve çok yüksek miktarda piyasaya likidite enjekte ederek bu politikalarını desteklemişlerdir (Barlas, 2013). Kriz nedeniyle düşük faiz ve likidite desteği gibi uygulamalar ile

küresel likidite artmış ve bu sayede firmaların 2010 yılından sonra düşük faizle yabancı para birimi cinsinden borçlanma olanakları genişlemiştir.

3.2.4. Sermaye Piyasasının Gelişmemiş Oması

Sermaye piyasası hisse senetleri ve tahvillerin el değiştirdiği pazarlardır. Bir başka tanıma göre ise, fon arz ve talep edenlerin bir araya gelmesini sağlayan aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan sistemdir (Bolak, 2001:8).

Özel sektör firmalarının finansman ihtiyacının karşılanması için sermaye piyasalarının gelişmiş olması önemlidir. Birincil sermaye piyasalarının gelişmiş, ikincil sermaye piyasaların likit ve etkin olması firmaların finansman ihtiyacı için kilit rol oynamaktadır.

Firmaların sermaye piyasalarından borçlanması hem kaynakların etkin dağılımında hem de ekonominin genel dengesi açısından önemli rol oynamaktadır. Firmaların sermaye piyasalarından uzun vadeli ve düşük faizle borçlanması sayesinde banka kredilerine olan ihtiyaç azalmaktadır. Bu durum kısa vadeli faiz oranlarının düşmesine yardımcı olmakta, firmalar borç/özsermaye dengesini kurarak maliyetlerini düşürmekte ve firmalar değerini arttırmaktadır. Ayrıca özel sektör tahvilleri, bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından tasarruflarını değerlendirebilecekleri bir yatırım aracı olmaktadır (TUSİAD, 2005).

Firmalar finansman ihtiyaçlarını içsel kaynaklardan, ticari kredilerden ve banka kredileri, hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetlerin bulunduğu mali sistemden karşılamaktadır (Özatay ve diğerleri, 1996). Kamunun gelir gider arasında oluşan fark nedeniyle ihtiyaç duyduğu finansman mali piyasaları etkilemekte ve faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle firmalar alternatif finansman kaynaklara başvurmaktadır. Şirketler içsel kaynaklardan ya da ticari kredilerden faydalanmaktadır (Özatay ve diğerleri, 1996).

2001 krizinden sonra ekonomide yaşanan denge ve faizlerin düşüşüne rağmen özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesi sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Sermaye piyasasının gelişmemesinin nedeni, küresel ekonomide

yaşanan gelişmeler neticesinde artan küresel likidite sayesinde özel sektörün yurtdışından borçlanma imkânının artışıdır (Çoşkun, 2010).

Ülkemizde borçlanma araçlarının ihracı yoluyla sağlanan finansmanın sınırlı olması küresel faktörler dışında kendi iç dinamiklerinden kaynaklı sorunlardan da kaynaklanmaktadır. İlk neden dışlama etkisi, ikinci neden alternatif finansman kaynakları, üçüncü neden yatırımcı talebinin az olması ve son olarak vergisel düzenlemelerdir (Çoşkun, 2010).

Kamunun yüksek faiz politikası nedeniyle fonların kamu kesimine doğru kayması özel sektör üzerinde crowding-out (dışlama) etkisine neden olmuştur. Özel sektörün dışlanması ise iki şekilde gerçekleşmiştir. İlk bankaların özel sektöre kredi vermek yerine yüksek getirili kamu kâğıtlarını satın alması, ikincisi menkul kıymet piyasalarında özel kesime ait hisse senedi ve tahvillerin bulunması gerekirken hazine bonosu ve devlet tahvilinin daha yüksek payı olmasıdır (Öztürk, 2011:134,135).

1990'lı yıllarda dış borçlanma imkanının sınırlı olması sebebiyle kamu kesimi finansman açığını kapatmak amacıyla iç borçlanmaya başvurmuş ve DİBS ihraç etmiştir. DİBS'ler için verilen yüksek faiz, özel sektörün verdiği faize göre daha yüksek ve garantili olması sebebiyle, sermaye piyasalarında oluşan fonlar kamu kesimine doğru kaymıştır. Bu durum sermaye piyasalarında kamu sektörünün özel sektörü dışlama etkisinin bir örneği olarak karşımıza çıkmaktadır (Ünsal, 2003).

1994 yılından sonra Hazinesinin artan finansman ihtiyacı kamu tahvillerini özel sektör tahvillerine göre avantajlı hale getirmiştir. Ayrıca kamu tahvillerine yönelik sağlanan vergisel avantaj özel sektör borçlanma piyasasının neredeyse tamamen ortadan kalkmasına neden olmuştur. Kamu tahvillerinin getirilerine yönelik stopaj oranı %0'a düşürülmüş, özel sektör tahvilleri getirilerinde bu oran %10 düzeyinde kalmıştır (TSPAKB, 2012).

Kurumsal yatırımcının menkul kıymetlere olan talebinin az olması ve yatırımcı tabanının dar olması sermaye piyasasının gelişmemesinin bir diğer

nedenidir. Talep yetersizliğinin yapısal bir sorun olması nedeniyle, özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesi ve ilerlemesinde çözümü zor olan konulardan biri haline gelmiştir (Çoşkun, 2010:17).

Sermaye piyasasının gelişimini gösteren en büyük parametrelerden bir tanesi menkul kıymet stoklarıdır. Aşağıdaki Çizelge 3.8’de kamu ve özel sektör toplam menkul kıymet stoklarının tutarı ve bu tutarın GSYH’ya oranları görülmektedir.

1986-2018 yılları arasında menkul kıymet stoklarına bakıldığında sermaye piyasası tarafından yaratılan kaynakların %75’ine yakını kamu tarafından kullanıldığı özel sektörün ise sermaye piyasalarından fon temin edemediği görülmektedir.

1986-1991 döneminde bakıldığında kamu kesimi menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı pay azalarak %77’den %56’ya gerilemiş, özel sektöre ait menkul kıymet stoku ise %44’e yükselmiştir. Fakat 1992’den itibaren kamu sektörüne ait menkul kıymet stok oranının payı tekrar artmaya başlamış ve 2001 yılında zirve yaparak %92 oranına çıkmıştır. Bu oran 2003 yılında tekrar düşmeye başlamış ve 2018 yılında %74’e gerilemiştir. Özel sektör menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stoklarından aldığı pay ise 2004 yılından itibaren yükselmeye başlamış, 2004 yılında %10 olan oran 2018 yılında ise %26 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak kamu kesiminin sermaye piyasalarındaki ağırlığının halen devam ettiği görülmektedir.

Çizelge 3.8. Menkul kıymet stokları (Milyon TL)

Yıllar	Özel	Kamu	Toplam	Özel/GSYH	Kamu/GSYH
1986	0,3	3,1	4,04	23,2	76,8
1987	2,1	5,36	7,47	28,3	71,7
1988	3,8	8,4	12,2	31,1	68,9
1989	8,0	15,4	23,5	34,2	65,8
1990	16,1	25,3	41,5	38,0	61,1
1991	34,9	44,7	79,6	43,9	56,1
1992	60,6	134,8	195,5	31,0	69,0
1993	112,0	270,0	382,1	29,3	70,7
1994	130,8	597,9	728,8	18,0	82,0
1995	295,4	1,202	1,497	19,7	80,3
1996	441,3	2,848	3,290	13,4	86,7
1997	931,2	6,093	7,024	13,3	86,7
1998	1,898	11,789	13,687	13,9	86,1
1999	3,795	23,302	27,098	14,0	86,0
2000	6,867	36,802	43,670	15,7	84,3
2001	10,517	122,930	133,447	7,9	92,1
2002	13,176	150,938	164,115	8,0	92,0
2003	18,008	196,004	214,012	8,4	91,6
2004	25,186	227,414	252,601	10,0	90,0
2005	31,916	248,773	280,689	11,5	88,5
2006	41,058	255,240	296,298	14,0	86,0
2007	52,225	255,310	307,535	17,0	83,0
2008	63,989	274,827	338,817	18,9	81,1
2009	70,686	330,004	400,691	17,6	82,4
2010	86,634	352,841	439,475	19,7	80,3
2011	103,898	368,778	472,676	22,0	78,0
2012	126,406	386,541	512,948	24,6	75,3
2013	142,702	403,007	545,709	26,1	73,0
2014	153,020	414,648	567,668	27,0	73,0
2015	154,567	440,124	564,691	26,0	74,0
2016	164,359	468,644	633,003	26,0	74,0
2017	183,152	535,447	718,600	26,0	74,0
2018	182,951	578,788	761,739	26,0	74,0

Kaynak: SPK

Çizelge’de ekonomik krizler ile özel sektör menkul kıymet stoku azalışı arasında bir ilişki olduğu görülmektedir. Kamu kesimin finansman açığı olduğu ve borçlanma ihtiyacının arttığı kriz dönemlerinde özel sektör menkul kıymet stokunun azaldığı görülmektedir. Kamunun artan finansman ihtiyacı için yeni DİBS ihraç etmesi, toplam menkul kıymet stoklarının içinde özel sektör menkul kıymet stoklarının aldığı payın azalmasına sebep olmaktadır (Ersoy, 2012). 2010 ve devamında küresel likidite genişlemesinin özel sektör menkul kıymetlerine talebi arttırdığı görülmektedir. Ayrıca Merkez Bankasının 2010 yılının üçüncü çeyreğinde tahvil faizlerinin üç yıl boyunca tek hanede tutacağını beyan etmesi özel sektör tahvillerine olan talebi arttırmıştır (Karaçam, 2014:98).

Aşağıdaki Çizelge 3.9'da özel sektöre ait menkul kıymet stokları yer almaktadır. Çizelge'de görüleceği üzere özel sektör sadece hisse senetleri ihracı yoluyla fon temin etmiştir. Hisse senedi ihracının da toplam menkul kıymet stoku içindeki payı da görece olarak düşüktür.

Çizelge 3.9. SPK kurul kaydına alınan bazı menkul kıymet stokları (Milyon TL)

Yıllar	Hisse Senedi	Tahvil	Finansman Bonosu	VDMK	BB/BGB	Varant
1995	223,80	2,35	1,53	66,79	0,05	
1996	424,73	2,72	2,88	8,01	0,96	
1997	909,29	3,90	2,20	13,15	0,33	
1998	1,885,95	5,49	0	7,31	0,03	
1999	3,793,20	2,53	0	0	0,03	
2000	6,866,82	0	0	0	0	
2001	10,515,93	0	0	0	0	
2002	13,176,82	0	0	0	0	
2003	18,008,19	0	0	0	0	
2004	25,186,44	0	0	0	0	
2005	31,916,20	0	0	0	0	
2006	40,925,55	120,00	0	0	0	
2007	51,685,04	140,00	230,00	0	0	
2008	63,299,59	240,00	320,00	0	0	
2009	70,060,81	360,40	100,00	0	55,55	
2010	80,805,80	1,281,40	105,00	0	1,494,99	20,01
2011	89,274,07	4,221,44	100,00	572,64	9,671,88	58,15
2012	96,634,12	9,526,01	734,30	1,604,88	17,847,52	59,57
2013	103,829,09	14,419,80	0	2,162,53	22,159,77	131,10
2014	105,277,56	18,477,97	0	2,394,60	26,279,38	114,77
2015	105,172,20	19,677,73	0	1,940,82	27,549,24	227,56
2016	112,521,77	18,754,17	0	2,055,18	30,775,67	252,54
2017	117,355,10	19,178,52	0	1,849,14	44,345,03	425,00
2018	126,910,62	17,095,25	0	1,923,54	36,638,87	382,79

Kaynak: SPK

Özel sektör 2000-2005 döneminde sadece hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasasından fon sağlamış ve diğer menkul kıymetlerden fon sağlayamamıştır. Firmalar, 2001 krizinden sonra enflasyon ve reel faizlerdeki düşüş ile 2006 yılında yapılan vergisel düzenlemeler sayesinde 2005 yılından itibaren diğer özel sektör menkul kıymetlerden de finansman ihtiyacını karşılamaya başlamıştır. Ancak özel sektörün sermaye piyasalarından fon sağladığı oran, gelişmiş ekonomilerle karşılaştırıldığında, firmaların sermaye piyasalarından yeterli düzeyde fon temin edemediğini göstermektedir (Ersoy, 2012).

Çizelge 3.10. Hisse Senedi ve Tahvil Bono Piyasası işlem hacmi (Milyar TL)

Yıllar	Hisse Senedi İşlem Hacmi	Tahvil ve Bono İşlem Hacmi
1986	0,01	
1987	0,11	
1988	0,15	
1989	1,74	
1990	15,31	
1991	35,36	
1992	56,40	18
1993	255,65	182
1994	651,79	1.027
1995	2.374,80	6.522
1996	3.039,63	21.051
1997	9.272,35	63.696
1998	18.096,86	115.274
1999	36.903,11	286.154
2000	111.340,97	720.458
2001	93.116,23	736.115
2002	106.302,35	838.520
2003	146.644,97	1.253,631
2004	208.422,95	1.924,080
2005	269.932,29	2.340,436
2006	324.131,34	2.920,573
2007	387.777,42	2.935,118
2008	332.604,69	3.236,312
2009	474.611,10	3.399,583
2010	635.664,40	3.458,517
2011	695.327,55	4.122,292
2012	632.716,69	6.361,144
2013	832.504,15	6.898,271
2014	872.931,10	7.323,312
2015	1.025.874	10.266,000
2016	1.013.562	11.365,000
2017	1.468.001	4.562,000
2018	1.993.290	4.400,000

Kaynak: Borsa İstanbul, SPK.

Tahvil ve bono piyasasında hem özel sektöre ait hem de kamu sektörüne ait tahvil ve bonolar yer alması şeklinde planlanmasına rağmen menkul kıymet stokunun %75 üzerinde kamu menkul kıymet stokundan oluşması sebebiyle tahvil ve bono piyasasında kamunun ağırlığı ön plandadır (Öztürk, 2011:168,169).

Çizelge 3.10’da görüleceği üzere Tahvil ve Bono piyasası işlem hacmi, Hisse Senedi piyasasına göre oldukça yüksektir. Oysa hisse senedi piyasasının amacı

sermaye piyasasında menkul kıymet ihraç ederek şirketlerin finansman ihtiyacı sağlamaktır (Öztürk, 2011:168,169).

Türkiye’de şirketlerin bilançolarına bakıldığında yetersiz özkaynak, kısa vadeli banka borcu ve ticari kredilerle finansman ihtiyacını karşıladığı görülmektedir. Şirketlerin finansman ihtiyacı için sermaye piyasalarından borçlanamaması şirketlerin dış borçlanmaya başvurmasına neden olmuştur.

3.2.5. Yasal Kısıtlamalar

Türk Parasının Kıymetinin Korunması ve Türk Parasının Yabancı Paralar Karşısındaki Değerinin belirlenmesi için 1989 yılında 32 sayılı Karar yayımlanmıştır. 32 sayılı Kararla Türkiye’deki yerleşiklerin belirli sınırlar dahilinde döviz işlemleri yapması serbest hale getirilmiştir. 32 sayılı Karar yayımlandığı tarihten 2008 yılına kadar Bakanlar Kurulu kararıyla 13 kez değişiklik yapılmıştır.

32 sayılı Karar’da, 2008 yılında yapılan değişiklikten önce Türkiye’deki yerleşiklerin yurtiçinden döviz kredisi ve/veya döviz endeksli kredi kullanmalarına dair kısıtlayıcı düzenlemeler bulunmamaktaydı. Döviz geliri olan firmalar 18 ay vadeye kadar yurtiçi bankalardan döviz kredisi şeklinde borçlanabilmekte ve döviz geliri olmayan firmalar ise döviz endeksli kredileri kullanabilmekte ancak yurtiçi bankalardan döviz kredisi kullanamamaktaydı. Firmalar için yurtdışından borçlanma konusunda herhangi bir yasal kısıt bulunmamaktaydı.

Firmaların döviz geliri olmaması durumunda yurtiçinden döviz kredisi kullanması 32 sayılı Kararla engellenmiştir. Firmaların yurtiçinden borçlanmasına yönelik yapılan bu kısıtlama firmaların yurtdışından borçlanmasına sebep olmuş ve firmalar offshore bankacılık sistemini araç olarak kullanmışlardır.

Offshore merkezlerinde ikamet etmeyen kişi veya kurumlara off shore bankacılık ve offshore şirketler adı altında hizmetler sunulmaktadır. Offshore bankacılık, offshore merkezlerinde yabancı paralarla bankacılık faaliyetinin yürütüldüğü, yabancı yatırımcılardan fon toplandığı, ülkedeki vergi mevzuatlarına tabi olunmadığı ve faiz sınırlamalarının dışında kaldığı bankacılık olarak ifade edilmektedir (Seyidoğlu,

2003:483). Offshore bankalar normal bankacılık faaliyetinde bulunan bankaların yaptığı tüm işlemleri yapabilmektedir.

Türkiye’de offshore bankacılık 1985 yılında 3182 sayılı Bankalar Kanunu’nda yer almış ve Kanun’da offshore bankacılık hizmetinin serbest bölgelerde yapılmasına dair düzenlemeler yer almıştır. Offshore bankacılık hizmetinin serbest bölgeler dışında yapılmasına izin verilmemiştir. Bu bölgelerde banka kuran ve şube açan bankalar yurtdışındaki yerleşik olarak sayılmasına, Türkiye’deki yerleşiklerin bu bankalardan kredi çekmeleri durumunda yurtdışında temin edilmiş gibi kabul edilmesine ve bu bankaların Türkiye’deki yerleşiklerden mevduat toplamaması Kanunda yer almıştır (Akt. Pekdoğdu, 1993:107,108).

Serbest bölgelerde offshore bankacılığın kurulmasının ve şube açılmasının esasları 18/09/1990 tarihinde Bakanlar Kurulu’nun 90/999 Kararıyla belirlenmiştir. Karara göre serbest bölgelerde kurulan offshore bankaların yapacakları işlemlerin Bankalar Kanunu’na tabi olmadığı ve Türkiye’deki yerleşik kişilerden mevduat toplanmaması, bono, tahvil ve menkul kıymet ihraç etmek suretiyle ödünç para toplanmaması esası yer almıştır. Bu bankaların faaliyetleri ile ilgili usul ve esasların Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı yetkili kılınmıştır (TCMB, 1991:52).

HDTM’nin bağlı bulunduğu Devlet Bakanlığı tarafından 19/12/1990 tarihinde yayınlanan 1 No’lu Tebliğin 11. maddesi ile Türkiye’de kurulan bankalar serbest bölgeler de offshore bankacılık faaliyetinde bulunmasına izin verilmemiştir. Söz konusu bankalar, offshore merkezlerinde banka kurmak ve şube açmak suretiyle Türkiye’de ikamet edenlerden mevduat toplayabilmekte ve bu mevduatları firmalara kredi olarak verebilmektedir³³.

2009 yılında Başbakan Yardımcısı Ali Babacan’ın yaptığı basın açıklamasında *“Döviz geliri olmayan firmaların yurtiçinden döviz kredisi kullanma kısıtı nedeniyle Türkiye’deki bankaların offshore şubeleri aracılığıyla firmalara kredi verdiklerini ve*

³³ Türkiye’de aralarında Vakıfbank, Ziraat Bankası gibi kamu bankaları yanında özel bankalar da offshore bankacılık faaliyetlerinde bulunmaktadır.

*offshore şubelerin, bankalara 2008 sonu itibariyle 139 milyar dolar düzeyinde bulunan dış borç stokunun 35 milyar dolarını oluşturduğunu*³⁴ ifade etmiştir.

Döviz geliri olmayan firmalar offshore şubeler vasıtasıyla döviz cinsinden borçlanma imkânı elde etmişlerdir. Ancak 2008 yılında yapılan değişiklikle firmaların offshore bankacılık sisteminden borçlanmasına gerek kalmadan borçlanabildiği yeni düzenlemeler yapılmıştır.

2008 yılında yapılan değişiklikle döviz geliri olan firmaların döviz kredisi kullanmasında vade şartı kaldırılmıştır. Döviz geliri olmayan firmaların vadesi 1 yıldan uzun olmak şartıyla kredi bakiyesi 5 Milyon Dolar tutarından fazla olması durumunda döviz kredisi kullanması serbest hale getirilmiştir. Firmaların kaldırılan kısıtlamalar nedeniyle döviz cinsinden borçlanması artmıştır.

2013 yılında uygulamaya konulan Varlık Barışı ile firmaların dış borcunun azaltılması amaçlanmıştır. 2013 yılında Başbakan Yardımcısı Ali Babacan ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in yaptığı basın açıklamasında "*Firma bilançoları üzerinde yapılan değerlendirmeler sonucunda bilanço yapıları izin vermeyen firmaların bile döviz cinsinden büyük oranda borçlandığı ve bu firmaların kendi paralarını yurtdışından getirerek kredi olarak kullandığı tespit ettiklerini ve özellikle büyük ölçekli firmaların bu finansman biçimini tercih ettiklerini*"³⁵ ifade etmişlerdir. Büyük ölçekli firmaların offshore merkezlerinde kurduğu offshore şirketler sayesinde bu borçlanmayı yaptığı tespit edilmiştir.

Açıklamada yer alan bilgiler kapsamında firmaların kendi paraları ile borçlanma imkânı 32 sayılı Karar'da yapılan değişiklikle olduğunu söylemek mümkündür. Şubat 2008 tarihinde 32 sayılı Karar'ın 4. ve 8. maddelerinde yapılan değişikliklerle döviz tasarruflarında değerlendirme konusunda esneklik sağlanmıştır. Kararın 4. maddesi b bendinde yapılan değişiklikle Türkiye'deki yerleşiklerin beraberlerinde döviz bulundurmaları serbest hale getirilmiş ve Kararda yer alan bankalar, kurum, kuruluşlar

³⁴ Milliyet Gazetesi. FT: Türkiye'nin Döviz Kredisi Kararı Dış Borcu Şişiren Çarpıklığı Ortadan Kaldıracak. 16/06/2009. Erişim: Ekim 2019. İnternet:<http://www.milliyet.com.tr/ekonomi/ft-turkiye-nin-doviz-kredisi-karari-dis-borcu-sisiren-carpikligi-ortadan-kaldiracak-1107258>.

³⁵ Babacan: Özel Sektörün Dış Borcu Hızla Artıyor, Varlık Barışı'yla Bunu Düşüreceğiz. 20 Nisan 2013. İnternet:<https://t24.com.tr/haber/babacan-ozel-sektorun-dis-borcu-hizla-artiyor-varlik-barisiyla-bunu-dusurecegiz,228160> adresinden 1 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

ve yerleşiklerin döviz alım ve satım işlemlerinin bankalar aracılığıyla yurtiçinde ve yurtdışında tasarruf hakkı serbest hale getirilmiştir. İlgili Kararın 8. maddesinde ise ihracat gelirinin tasarruf hakkı serbest hale getirilmiştir³⁶. Alınan serbestlik kararı neticesinde firmalar elde ettikleri gelirlerini nasıl ve nerede tasarruf edeceği konusunda serbest hale getirilmiştir³⁷. Firmalar kendi gelirlerini offshore merkezlerinde değerlendirilerek borçlanma imkânı elde etmişlerdir.

Offshore şirketler finans merkezlerinde kurulduğu gibi ana faaliyetlerini yürüttüğü yerden farklı bir yerde kurulan şirket olarak yer almaktadır. Offshore şirketlere paravan şirket ve sözde yabancı şirket adı da verilmektedir. Şirketler, bu merkezlerde gerçek anlamda ticari faaliyet ve üretim faaliyetinde bulunmamaktadır. Şirketlerin bu merkezleri tercih etmesindeki amaç vergi avantajlarından yararlanmak, bilgi verme konusundaki gizlilik, düşük maliyetle uluslararası alanda ticari faaliyette bulunmak (Dişli, 2013:2,3) ve ilişkili kişilerden alınan borcun faizinin vergi matrahından indirme avantajından yararlanmaktır.

Büyük şirketler genellikle bu merkezlerde kendi adlarını gizleyerek şirket kurma, hesap açma gibi işlemler yaparak paravan şirketler kurmaktadır. Bu şirketler birkaç gün veya birkaç saatte 500 dolar gibi düşük fiyatlarla şirket kurabilmektedir. Paravan şirketler gerçek kimliklerini saklayan mutemetlik firmaları, yedieminlik müessesesi ve vekillik gibi mekanizmalar yoluyla işlemlerini yapmaktadır (Alıcı, 2016). Bu müesseseler, hizmet verdikleri müşteri adına işlem yapabilmekte ve müşterilerinin emanet ettikleri mal varlıklarını yönetebilmektedirler. Yasal olarak bu müesseseler hak sahibi olarak gözükmekte ancak gerçek hak sahipleri kendileri olmamaktadırlar. Bu sayede gerçek kişilerin kimliği maskelenmekte ve gerçek kişi tüm vergi yükümlülüğünden muaf kalmaktadır (Díaz-Berrio, 2011). Bu sayede büyük ölçekli firmalar offshore merkezlerinde sakladıkları ve işlettikleri paraları kendi şirketlerine borç vererek finansman imkânı sağlamaktadır.

Firmaların döviz geliri olmadan döviz cinsi borçlanmasına koyulan kısıtı aşmak için 2015 yılında 32 sayılı Karar'da yapılan düzenleme ile firmalar gelirlerini serbestçe

³⁶ 8/02/2008 tarihli 26781 sayılı Resmî Gazete 'de yayımlanmıştır.

³⁷ 4/07/2018 tarihinde 30525 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 32 sayılı Karar'da yapılan değişiklikle ihracat gelirlerinin, ihracata aracılık eden bankalar aracılığıyla transfer edilerek yurtiçine getirilmesi ve söz konusu bedelin en az %80'nin bankaya yatırılması zorunlu tutulmuştur.

yurtdışına çıkarabilmekte ve bu kısıtı aşmaktadırlar. Karar'ın 4. maddesinde yapılan değişiklikle Türk parası ihracı ve ithali serbest hale getirilmiştir³⁸. Yapılan değişiklikle önce döviz cinsi işlemler bankalar aracılığıyla yapılmaktayken yapılan değişiklikle bankalar aracılığıyla yapılması zorunluluğu kaldırılmıştır. Firmalar bu sayede gelirlerini offshore merkezlerinde yer alan bankalara veya şirketlere transfer ederek kendi şirketlerine borç vermek suretiyle finansman imkânı sağlamaktadır.

Firmalar ihtiyaç duyduğu finansmanı firma ortaklarından borç almak suretiyle temin etmesi durumuna örtülü sermaye denilmektedir. Örtülü sermayenin en önemli sakıncası firma ortaklarından alınan borcun belli bir faiz karşılığında verilmesi ve bu faiz gidereninde kurumlar vergisi matrahından indirmesi neticesinde vergide kayba neden olmaktadır (Akt. Gençoğlu ve Ertan, 2012). KVK'nın 12. maddesinde örtülü sermaye konusunda düzenleme yer almaktadır. Kanun maddesine göre; *“Kurumların, ortaklarından veya ortaklarla ilişkili olan kişilerden doğrudan veya dolaylı olarak temin ederek işletmede kullandıkları her türlü borcun, hesap dönemi içinde herhangi bir tarihte kurumun öz sermayesinin üç katını aşan kısmı, ilgili hesap dönemi için örtülü sermaye sayılacaktır.”* ifade edilmiştir. Şirketlerin offshore banka veya şirketlerden kendi gelirlerini borç vermek suretiyle finansman sağlaması örtülü sermaye kapsamında değerlendirilmesi gerekmesine rağmen sözkonusu merkezlerde yapılan denetimsiz işlemler nedeniyle firmaların ortaklardan aldıkları borçlar örtülü sermaye kapsamı dışında yer almaktadır.

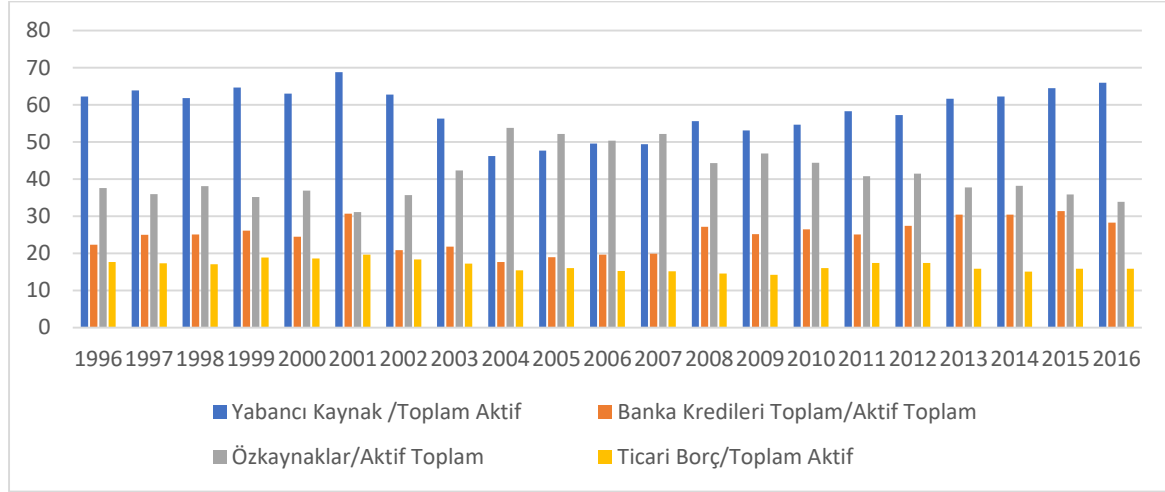
3.3. Borç Dolarizasyonu: TCMB Sektör Bilanço Örneği

3.3.1. İmalat ve İmalat Dışı Sektörlerin Bilanço Göstergeleri

Türkiye’de şirketlerin borç dolarizasyon verilerini incelemek üzere TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmalar değerlendirme kapsamına alınmıştır. Sektör bilançolarında yer alan imalat ve imalat dışı firmalara ait bilanço, gelir tablosu ve sektör kimliği tablolarına ait verilerden yararlanılarak hazırlanan tablo ve grafiklerle firmaların finansal durumları aşağıda özetlenecektir.

³⁸ 11/06/2016 tarihli 29383 sayılı Resmî Gazete ’de yayımlanmıştır.

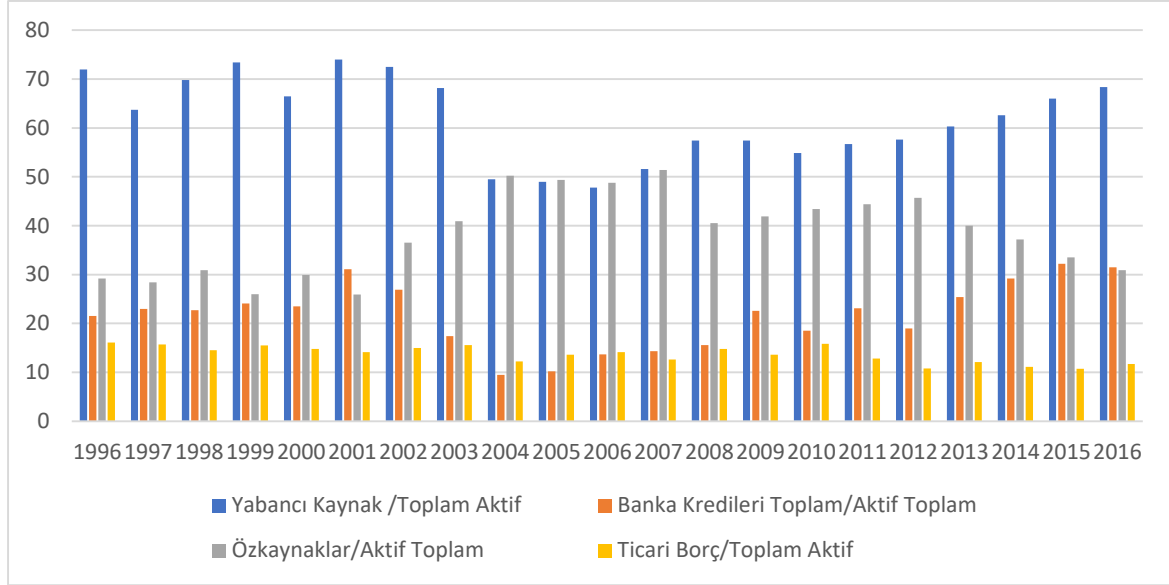
Şekil 3.1’de imalat ve imalat dışı firmaların finansman ihtiyaçları için başvurdukları finansman biçimlerinin oranları yer almaktadır.



Şekil 3.1. İmalat firmaları varlık yapısı

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

1996-2016 tarihlerine ait sektör bilançolarına bakıldığında imalat sanayi firmaların finansman ihtiyaçları için özkaynak yerine yabancı kaynaklara başvurduğu görülmektedir. Ekonomik büyümenin arttığı 2003 yılından sonra firmalarının özkaynak ve yabancı kaynak yoluyla finansman imkanına eşit derece başvurduğunu söylemek mümkünken, 2008 yılından sonra makas açılmıştır. Yabancı kaynak kapsamında yer alan banka kredileri ve ticari borçlar açısından bakıldığında ise imalat sanayinin banka kredilerine daha yoğun şekilde başvurduğu görülmektedir.



Şekil 3.2. İmalat dışı firmaların varlık yapısı

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımcı hesaplanmıştır.

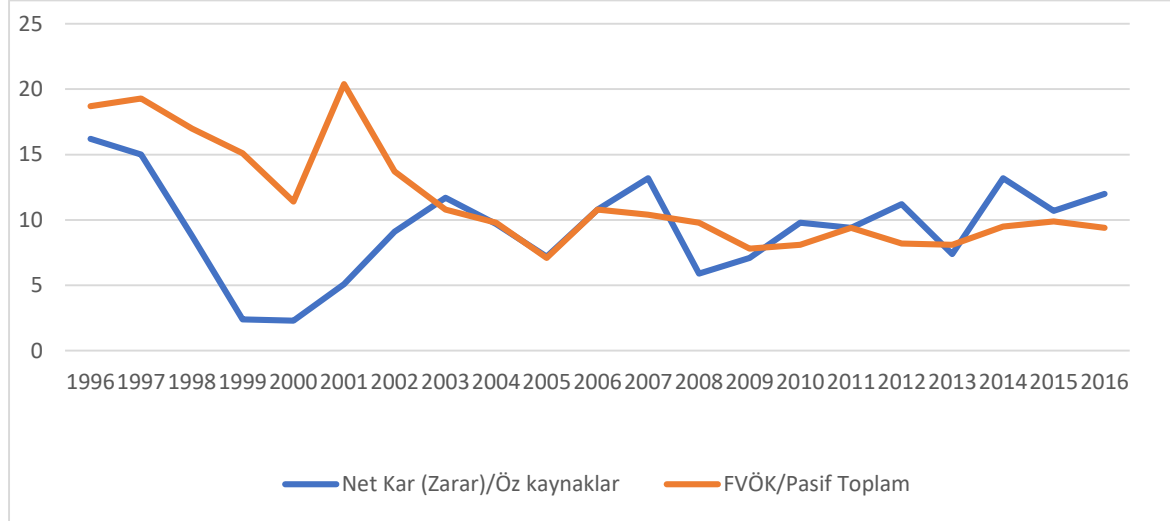
1986-2016 tarihlerine ait sektör bilançolarına bakıldığında imalat dışı sanayi firmalar da finansman ihtiyaçları için özkaynak yerine yabancı kaynaklara başvurduğu görülmektedir. İmalat dışı firmalar, imalat sanayi firmalara göre daha yüksek oranda yabancı kaynaklara başvurmuştur. Ticari krediler şeklinde borçlanma ise hızla azalarak %10 düzeylerine kadar inmiştir. İmalat dışı sanayi firmalarının yabancı kaynak kapsamında yer alan banka kredilerine yoğun şekilde başvurulduğu görülmektedir.

Firmaların özkaynak yerine yabancı kaynağa başvurmasının nedeni yabancı kaynak maliyetinin düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Firmaların yabancı kaynağı düşük maliyetle finanse etmesinin en önemli göstergesi olarak ekonomik rantabilite ve mali rantabilite arasındaki fark gösterilbilmektedir.

Faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK)³⁹/Pasif toplam ekonomik rantabilite olarak adlandırılmaktadır. Ekonomik rantabilite, yeni borçlanma yapılmak suretiyle karlılığı artırma imkanını göstermekte ve borçların ödenme gücünü gösteren bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Net kar (zarar)/Özkaynaklar olarak ifade edilen mali rantabilite ise özkaynak karlılığını göstermektedir. Ekonomik rantabilite

³⁹ Faiz ve vergi Öncesi kar: Dönem karı+Finansman gideri

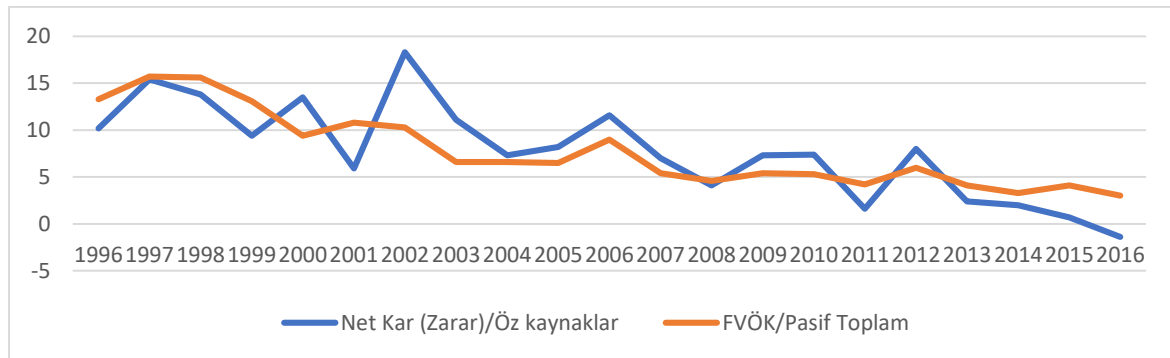
oranının özkaynak karlılığından geri kalması durumunda yabancı kaynak maliyetinin düşük olduğunu göstermektedir (TCMB, 2013:19).



Şekil 3.3. İmalat sanayi firmaların ekonomik ve mali rantabilite oranı

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

İmalat sanayi firmalarının 2001 krizinden önce yüksek maliyetlerle borçlanarak finansman ihtiyacını karşıladığı, 2003'ten sonra da daha düşük maliyetlerle borçlandığı anlaşılmaktadır. Firmaların 2003 yılından sonra borçlanma maliyetlerinin düşmesi nedeniyle yabancı kaynağa yoğun şekilde borçlandığını söylemek mümkündür.



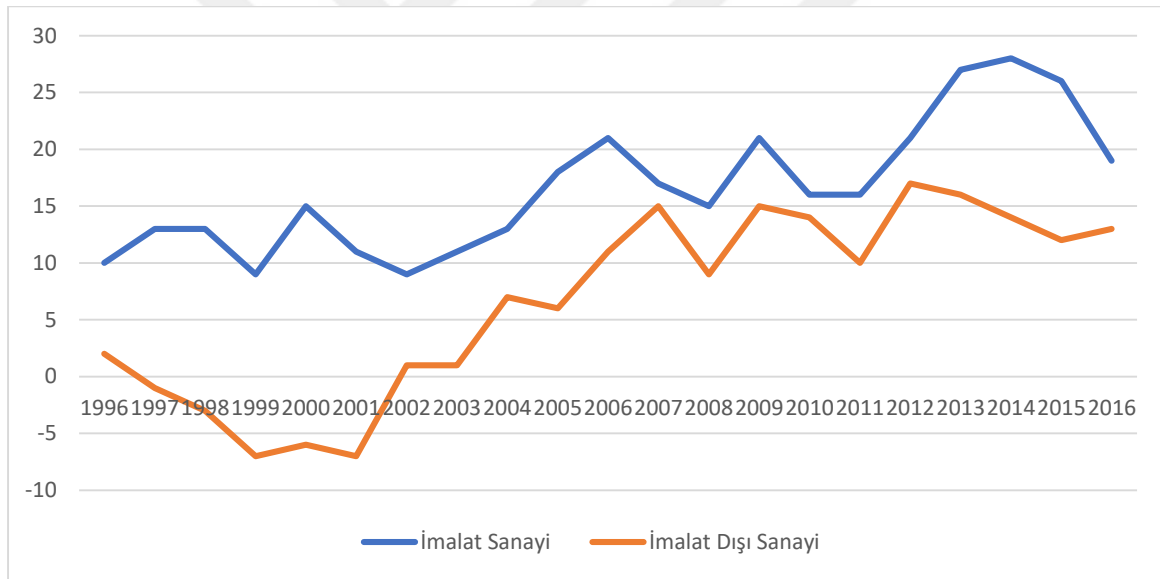
Şekil 3.4. İmalat dışı firmaların ekonomik ve mali rantabilite oranı

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

İmalat dışı sanayi firmalarının 2003 yılından itibaren özkaynak karlılığının ekonomik rantabiliteden daha düşük olması nedeniyle finansal kaldıraçtan

yararlanarak daha düşük maliyetle fon elde ettiğini söylemek mümkündür. 2003 yılından önce ise firmaların finansman ihtiyacı için yabancı kaynağa başvurdıklarında daha yüksek maliyetle borçlandığı görülmektedir.

Aşağıdaki Şekil'de ticari kredi dengesi yer almaktadır. Bu denge, firmaların vadeli satışından dolayı alacağı ile vadeli olarak satın aldığı mal nedeniyle oluşan borç arasındaki farkın net satışlarla ilişkilendirilerek hesaplanmaktadır. Dengenin, negatif veya düşük olması firmalar tarafından alacağını hemen tahsil edebildiğini ve borçlanma vadesini ise uzatabildiğini ifade etmektedir (TCMB, 2015:20). Bu dengenin pozitif yönlü büyümesi firmaların nakit sıkıntısı içinde olduğunu göstermektedir. Bu finansal sıkıntı nedeniyle ticari kredi dengesindeki bozulma banka kredilerin toplam aktifler içindeki payını arttırmaktadır.



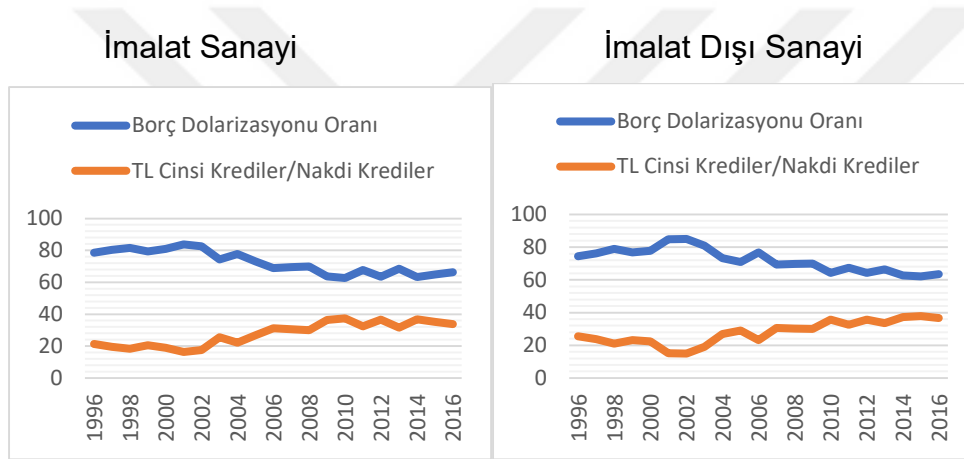
Şekil 3.5. İmalat ve imalat dışı firmaların ticari krediler dengesi

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

1990'lı yıllarda bankaların kamuyu fonlama işlevinden dolayı fon ihtiyacını bankalardan karşılamayan firmalar, fon temini için ticari kredileri alternatif finansman seçeneği olarak görmüşlerdir (Özatay ve diğerleri, 1996). Günümüzde ise hem ticari borçların azalması hem de ticari dengenin bozulması nedeniyle banka kredilerinin payı artmıştır. Banka kredilerinin artışı bankaların artık reel sektöre kredi verme işlevini yerine getirdiğini göstermektedir. Ticari borçların azalması firmaların finansman tercihleri açısından olumlu olarak değerlendirilirken

ticari borçlardaki azalışın banka kredilerdeki artışla dengelemesi durumu önemli bir sorunu ortaya çıkarmaktadır. Bankacılık kesiminden sağlanan kredilerdeki artış reel sektör işletmeleri açısından nakit sıkışıklığı içinde olduğunu, bankacılık kesiminin içerisinde YP birimi cinsinden nakdi kredilerin yüksek oluşu firmaların kur riskine maruz kaldığını, ekonominin planlama ufkunun daraldığını ve güven endeksinin düştüğü göstermektedir.

Aşağıdaki Şekil’de banka kredilerinin TL veya YP birimi cinsinden oranları yer almaktadır. Şekil’de TL cinsinden kredilerin düşük oranda YP cinsinden kredilerin oranı ise yüksek oranda olduğu görülmektedir.



Şekil 3.6. İmalat ve imalat dışı firmaların borç dolarizasyon oranları

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

İmalat ve imalat dışı firmaların 1996-2016 yılları arasına borç dolarizasyon oranlarını incelemek için kullanılan ölçü YP birimi cinsinden nakdi kredilerin, toplam nakdi krediler içindeki oranıdır. Yukarıdaki Şekil’de Türkiye’deki firmaların borç dolarizasyon yüzdelerini göstermektedir. Şekil’de firmaların 2002 öncesinde YP birimi cinsinden nakdi kredilerinin toplam nakdi krediler içindeki payının yüksek olduğu ve 2002 yılında %80 oranına ulaştığı görülmektedir. İzleyen dönemde YP birimi cinsinden nakdi kredilerinin toplam nakdi krediler içindeki payı azalmaya başlamış ve 2008 yılında bu oran %69, 2016 yılında ise %60 düzeyine kadar inmiştir.

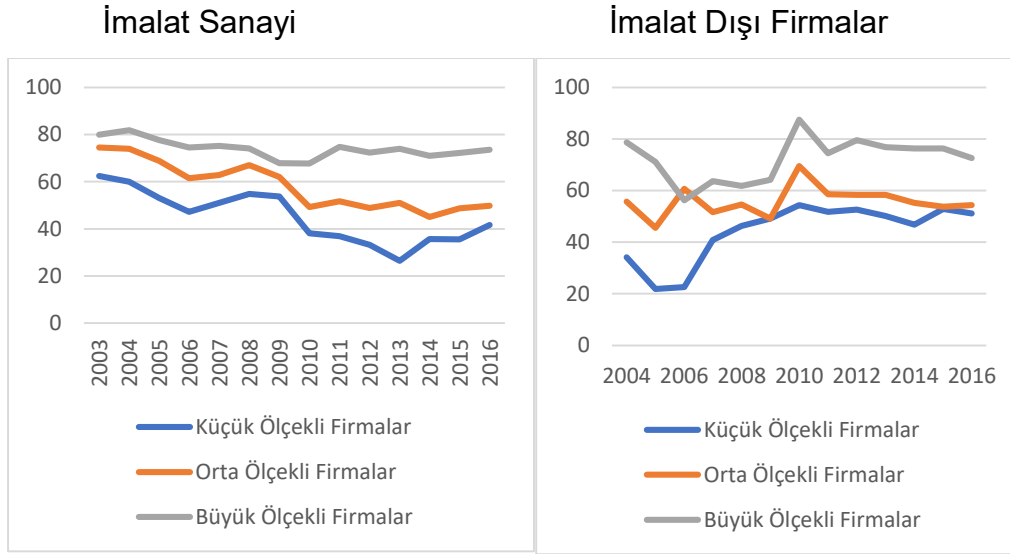
2001 krizi sonrasında dalgalı kur sistemine geçilmesi ile döviz kuru üzerindeki belirsizlikler artmış, sıcak paranın çıkışı ile birlikte ekonomiye olan güven sarsılmış ve iç talepteki daralma sonucunda ekonomik küçülme meydana gelmiştir. Yerli para birimindeki hızlı değer kaybı reel faizlerin yükselmesine neden olmuş ve bu yükselme kredi arzının daralmasına neden olmuştur. Krizden sonra uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sonucunda ekonomideki belirsizlikler azalmış, ekonomik programa duyulan güvenin artmasına bağlı olarak faiz oranları düşmüş ve özel sektör firmalarının borç dolarizasyon oranlarının azalması söz konusu olmuştur (TCMB, 2004:20).

2004 yılında YP birimi cinsinden kredilerin payı %77 olarak gerçekleşmiştir. TL nakdi kredilerin payının artması nedeniyle YP cinsinden nakdi kredilerin payı azalmıştır. YP birimi cinsinden nakdi kredilerin azalmasına rağmen hala yüksek seviyesini koruduğu görülmektedir.

2008 yılının ikinci yarısından sonra ortaya çıkan küresel krizin etkisi nedeniyle firmaların finansman kararları da etkilenmiştir. Firmalar yabancı kaynaktan ziyade özkaynaklara başvurmuş ve yabancı kaynak olarak da YP birimi cinsinden nakdi kredilerin payının azaldığı gözlemlenmiştir.

2010 yılında reel döviz kurundaki artış, küresel risk algısındaki artış ve yerli para birimi cinsinden nakdi kredilerinin artışıyla birlikte YP birimi cinsinden nakdi kredilerin payı azalmıştır (TCMB, 2011:10).

Firmaların kur riskine maruz kalıp kalmadığını ölçmek için borcun vadesi, varlık yapısı ve ihracat yapısı bize bilgi vermektedir.

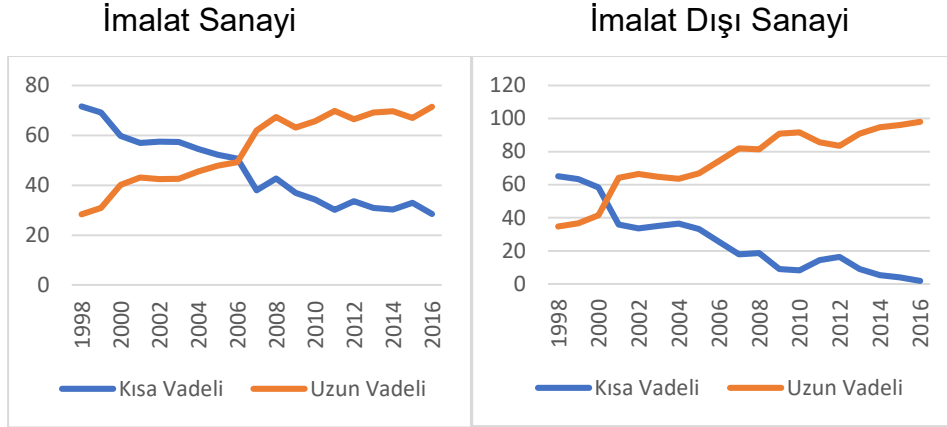


Şekil 3.7. İmalat ve imalat dışı firmaların ölçek bazında borç dolarizasyon oranları

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımcı hesaplanmıştır.

Borç dolarizasyon oranları yüksek olan imalat sanayi ve imalat dışı sanayi firmalarının kur riskine maruz kalıp kalmadığını değerlendirmek için ölçek bazında incelemek yararlı olacaktır. 2003-2016 yılları arasında değerlendirdiğimizde küçük ölçekli firmaların borç dolarizasyon oranını azalttığı ve küçük ölçekli firmaların TL cinsi nakdi kredileri kullanarak fon ihtiyacını karşıladığını görülmektedir. Orta ölçekli imalat sanayi firmalarının borç dolarizasyon oranlarını küçük ölçekli imalat sanayi firmalar gibi azalttığını söylemek mümkünken orta ölçekli firmalarının borç dolarizasyon oranı daha yüksektir. Küçük ve orta ölçekli imalat sanayi firmaların TL cinsinden kredilere başvurusu sebebiyle kur riskine maruz kalmaması bilanço yükümlülükleri açısından daha az riskli grupta yer aldığını göstermektedir. Büyük ölçekli firmaların ise borç dolarizasyon oranı oldukça yüksek olması kur riskine daha fazla maruz kaldığını göstermekte ancak bu riski gelirleri ile karşılaması sayesinde negatif bilanço etkisinin sınırlı olduğu söylenebilmektedir.

1998-2016 yılları arasında kullanılan nakdi kredilerin vade yapıları incelendiğinde TL cinsi kredilerin ağırlıklı kısa vadeli YP birimi cinsinden kredilerin ise ağırlıklı uzun vadeli olduğu dikkat çekmektedir.



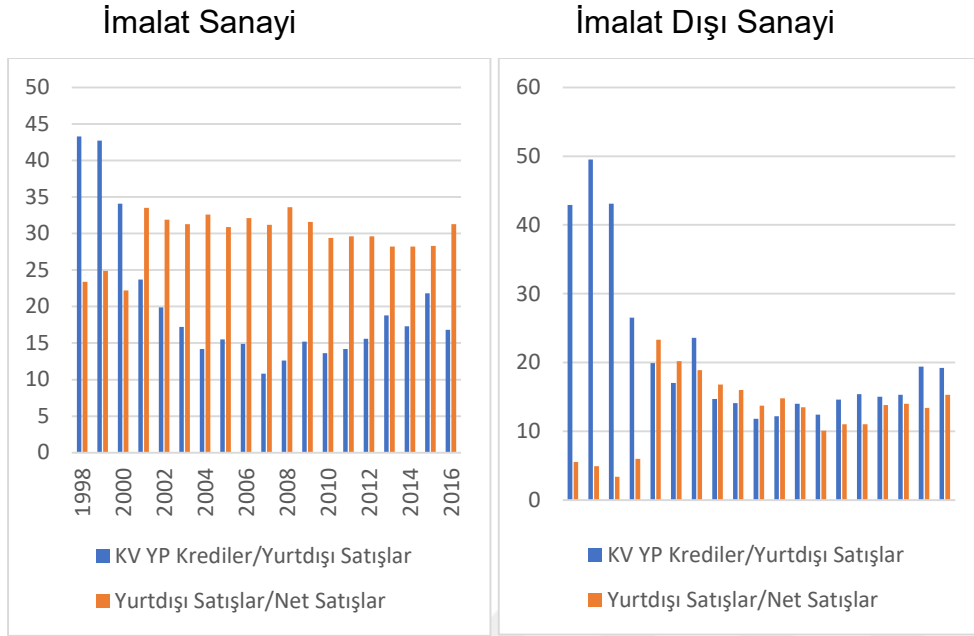
Şekil 3.8. İmalat sanayi ve imalat dışı sanayi firmalarının nakdi kredilerin vadesi

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

İmalat sanayi firmalarının 1998 yılından itibaren uzun vadeli YP birimi cinsinden nakdi kredilerinin payı artmaktadır. 2008 yılında YP uzun vadeli kredilerin, toplam YP kredi hacmi içindeki payı %70'e; 2016 yılında ise %78'e kadar çıkmıştır. İmalat dışı firmaların YP birimi cinsinden uzun vadeli kredilerinin, toplam YP birimi cinsinden nakdi krediler içindeki payı 2016 yılında %80'e ulaşmıştır.

Firmaların YP birimi cinsinden nakdi kredilerinin payının uzun vadeli olması firmaların kısa vadeli yüksek faizle borçlanmak yerine kur riskini alarak uzun vadeli YP birimi cinsinden borçlandığını göstermektedir. Ancak incelenen dönemlerde firmaların 2001 krizinden sonra YP birimi cinsinden borçlanmasının azalması sayesinde kur riskini azaltmaya başladıklarını söylemekle birlikte YP birimi cinsinden nakdi kredilerinin vadelerinin yıllar itibariyle daha uzun vadeli olması firmaların kur riskinin bilanço etkisini azalttığını söylemek mümkün hale gelmektedir.

Firmaların kısa vadeli YP nakdi kredilerinin yurt dışı satış gelirleri içindeki payı firmaların kur riskini değerlendirmek için bir başka ölçüt olarak kullanılmaktadır.



Şekil 3.9. Kısa Vadeli YP Nakdi Krediler/ Yurtdışı Satış

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarında yer alan firmaların verilerinden tarafımca hesaplanmıştır.

Kısa Vadeli YP Nakdi Krediler/ Yurtdışı Satış oranı firmaların yaptığı ihracat gelirin ne kadarı ile kısa vadeli YP Nakdi Kredileri karşıladığını göstermektedir (TCMB, 2011:18). Hem imalat sanayi hem de imalat dışı sanayi firmalarında 1996-2000 yılları arasında yurtdışı satış gelirleri ile kısa vadeli YP Nakdi Kredilerini büyük oranda karşılayabilmektedir. Bu oran 2000-2007 dönemde azalmaya başlamış ve 2008 yılından sonra artmaya devam etse bile yurtdışı satış gelirleri kısa vadeli YP Nakdi Kredilerinin daha düşük bir düzeyini karşılayabilmektedir.

Yurtdışı satış oranlarının net satışlara oranı firmaların ihracat kalemini göstermekte ve firmaların açık pozisyonları için önemli bir gösterge haline gelmektedir. İmalat sanayi ve imalat dışı sanayi firmaların 2001 yılından sonra yurtdışı satışları artmış olmasına rağmen 2016 yılına kadar aynı düzeyde korumuştur. Net satışlar içinde yurtdışı satışlarının oranı imalat sanayi firmalarında %30, imalat dışı firmalarda ise %15 düzeyindedir. Hem imalat hem imalat dışı firmalar açısından bu oralar oldukça düşük düzeyde kalması nedeniyle firmaları kur riskine açık hale getirmektedir.

3.3.2. İmalat ve İmalat Dışı Alt Sektörlerin Borç Dolarizasyon ve İhracat Oranları

Ekonominin temel faaliyetleri tarım, sanayi ve hizmet olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Sanayi sektörü sınai faaliyetleri kapsamakta ve sınai faaliyet ise hammaddelerin kullanabilir hale gelmesi durumuna denilmektedir. İmalat sektörü, sanayi sektörünün alt sektörü olarak yer almaktadır. İmalat sanayi sektörünün aramalı, tüketim malı ve yatırım malı olmak üzere üç alt birimi bulunmaktadır. Ara malı olarak cam, demir-çelik, demir dışı metaller, kâğıt, deri, lastik, petrokimya, petrol ürünleri, plastik kimya gübre, çimento, seramik örnek gösterilmektedir. Tüketim malı olarak gıda, içki, mobilya, ayakkabı ağaç, dokuma, hazır giyim, tütün gibi sanayi dalları örnek gösterilmektedir. Yatırım malları, elektriksiz makinalar, tarım makinaları, karayolları taşıtları, gemi inşaa, madeni eşya, elektrikli makinalar, demir yolu taşıtları, uçak imalat ve diğer sanayi dallarından oluşmaktadır (Koç ve diğerleri, 2017)

İmalat sanayi sektörü OECD tarafından yapılan sınıflandırmaya göre dörde ayrılmaktadır. Bu sınıflandırma ARGE harcamalarına göre yapılmaktadır. Düşük teknoloji, orta-düşük teknoloji, orta-yüksek teknoloji ve yüksek teknoloji olarak sınıflandırılmaktadır. Düşük teknoloji sektörler; içecek imalatı, gıda ürünleri imalatı, mobilya imalatı, tütün ürünleri imalatı, kâğıt ve kâğıt ürünleri imalatı, giyim eşyaları imalatı, tekstil ürünleri imalatı, deri ve deri ürünleri imalatı, ağaç ve mantar ürünleri imalatı, kayıtlı medyanın basım ve dağıtım imalatıdır. Orta düşük teknoloji sektörler; kok kömürü ve petrol ürünleri, fabrikasyon metal ürünleri, diğer ulaşım araçları sanayi, diğer metalik olmayan mineral ürünler, ana metal sanayi, kauçuk ve plastik ürünleridir. Orta-yüksek teknoloji yoğunluklu sektörler; kara taşıtları imalatı, elektrikli teçhizat imalatı, makine ve ekipman imalatı, kimyasal ürünlerdir. Yüksek teknoloji yoğunluklu sektörler: radyo, TV ve haberleşme cihazları, bilgisayar-elektronik ve optik ürünler imalatı, eczacılık ürünleri imalatıdır (OECD, 2007).

Türkiye’de ihracatın önemli bir kısmı imalat sanayi tarafından gerçekleştirilmektedir. İmalat sanayi tarafından yapılan ihracat 2016 yılında toplam ihracatın %93 düzeyini karşılamaktadır. 1995-2016 dönemin boyunca ihracat yapısında dönüşüm yaşanmış ve düşük teknoloji ürünlerden orta ve orta yüksek teknoloji ürünlerine doğru bir değişim yaşanmıştır. 2016 yılı itibarıyla imalat sanayi ihracatı içinde düşük teknoloji ürünlerinin payı %35, orta düşük teknolojilerinin ürünlerinin payı %28 ve orta yüksek teknolojilerin

payı ise %33, yüksek teknoloji ürünlerinin payı %4 düzeyinde gerçekleşmiştir (TİM, 2017:40,41).

Türkiye'deki ihracatın sektörel dağılımına bakıldığında ise 1996 yılında imalat sanayi tarafından yapılan ihracatta tekstil, giyim ve deri %55,1 iken, 2000 yılında %47,2, 2007 yılında %28'e 2016 yılında ise 24,8'e kadar düşmüştür⁴⁰. Geleneksel emek yoğun sektör olarak adlandırılan bu sektörlerin Çin ve Hindistan'ın ihracattaki payının artışı sebebiyle Türkiye'nin rekabet gücü düşmüştür. Ancak ihracatta hala önemli bir yüzdelik dilime sahiptir. Bu sektörlerin ihracat ivmesindeki düşüşü sermaye yoğunluğunun daha etkin olduğu motorlu kara taşıt sektörü, makine-teçhizat, ana metal gibi sektörler devralmıştır (Saygılı ve diğerleri, 2010).

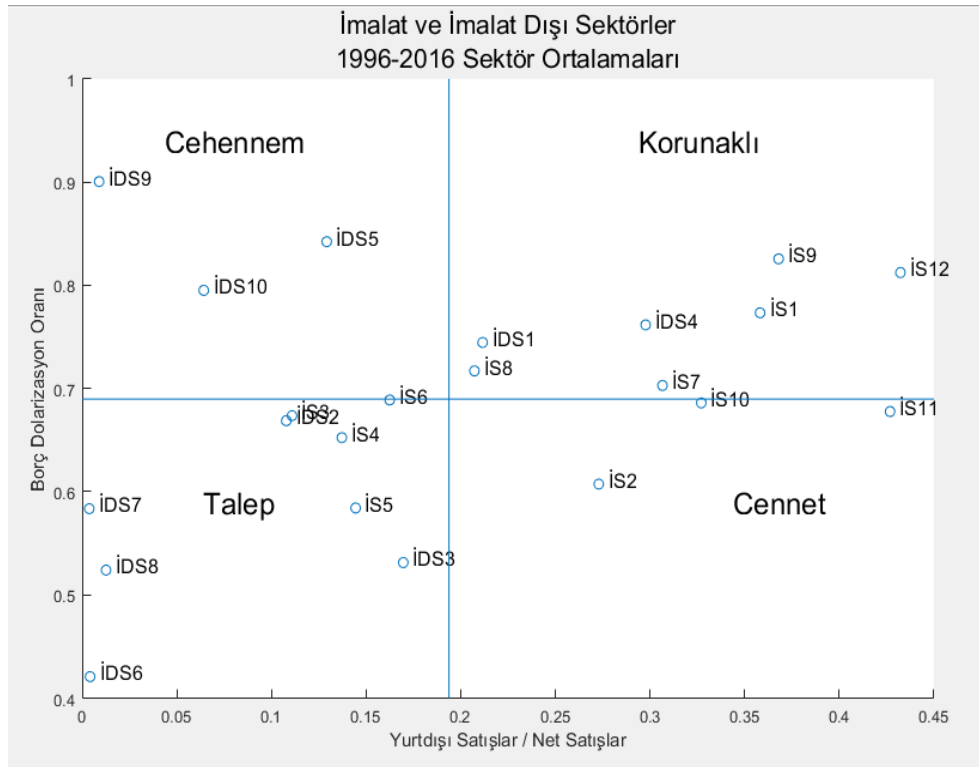
Hizmet sektörü ise literatürde ortak bir tanımı olmamakla birlikte genel olarak tarım ve imalat sanayi dışında kalan sektör olarak ifade edilmektedir. Hizmet sektörleri kapsamında; ulaştırma hizmetleri, haberleşme hizmetleri, emlak hizmetleri, inşaat, turizm hizmetleri, medya hizmetleri, sağlık hizmetleri, kültür sanat, eğlence ve spor hizmetleri, mesleki uzmanlık hizmetleri, tamir ve bakım hizmetleri ve eğitim hizmetleri yer almaktadır (Sayım ve Aydın, 2011). Bu sektörün ihracat oranları oldukça düşük düzeyde gerçekleşmektedir.

Yukarıda Türkiye'de imalat ve imalat dışı alt sektörlerin mevcut durumu hakkında özet bilgi verilmiştir. Bu bilgiler ışığında imalat sanayi firmaların yaptıkları ihracat sayesinde ihracat geliri elde ettikleri ve bu firmaların finansman ihtiyaçları için yabancı para birimi cinsinden borçlanmaları durumunda bilanço etkileri bakımından korunaklı oldukları söylenebilmektedir. Echevery ve ark. (2003) firmaların ihracat ve borç dolarizasyon oranlarını dikkate alarak firmaları risk kategorisine göre ayırmışlardır. Çalışmada firmaları "korunaklı", "cennet", "cehennem" ve "talep edildiğinde" olarak dört ana bölgeye ayırmışlardır. Bu ayırım firmaların ihracat oranları ve borç dolarizasyon oranlarına göre belirlenmiştir. Yüksek ihracat ve düşük borç dolarizasyon oranına sahip firmalar "cennet" bölgesinde (kur riski açısından en avantajlı grup), yüksek ihracat ve yüksek borç dolarizasyon oranına sahip firmalar "korunaklı" bölgede (kur riskine karşı güvenli bölgede olan grup), düşük ihracat oranı ve yüksek borç dolarizasyon oranına sahip firmalar "cehennem" bölgesinde (reel kur artışında en fazla negatif bilanço

⁴⁰ Veriler TÜİK Dış Ticaret İstatistiklerinden alınarak tarafimca hesaplanmıştır.

etkisine kalan grup), düşük ihracat oranı ve düşük borç dolarizasyonuna sahip firmalar ise “talep edildiğinde” bölgesinde yer almaktadır (Echeverry ve diğerleri, 2003).

Aşağıdaki Şekil’de TCMB Sektör bilançolarında yer alan sektörlerin 1996-2016 yıllarına ait borç dolarizasyon ve ihracat oranları dikkate alarak kategorize edilmiştir. Bu örneklem Türkiye’deki mevcut imalat ve imalat dışı firmalar hakkında bilgi vermesi açısından önem arz etmektedir.



Şekil 3.10. İmalat sanayi ve imalat dışı firmaların ihracat-borç dolarizasyon ortalamaları

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından tarafımca hesaplanarak MATLAB programıyla yapılmıştır.

Yukarıdaki Şekil’de imalat sanayi firmaları İS olarak, imalat dışı firmaları ise İDS olarak gösterilmiş ve adları da rakamlarla ifade edilerek kodlanmıştır. İS1-Tekstil, İS2-Deri, Ağaç-İS3, Kâğıt-İS4, Kok- İS5, Kimyasal-İS6, Kauçuk-İS7, Diğer metal-İS8, Ana metal-İS9, Makine teçhizat-İS10, Elektrik-İS11, Ulaşım araçları-İS12, Maden ocağı-

İDS1, İnşaat-İDS2, Perakende-İDS3, Ulaşım-İDS4, Otel-İDS5, Eğitim-İDS6, Sağlık-İDS7, Kültürel-İDS8, Gaz-İDS9, Gayrimenkul-İDS10⁴¹ kodları kullanılmıştır.

Cennet bölgesinde imalat sanayi sektörüne ait 3 alt sektör yer almaktadır. Bu kapsamda deri sektörü, makine teçhizat ve elektrik sektörü yer almaktadır. Bu sektörler yüksek ihracat ve düşük borç dolarizasyon oranına sahiptir. Bu firmaların finansman ihtiyacı için TL cinsinden borçlandığını söylemek mümkün hale gelmektedir. Bu firmaların kur artışı nedeniyle negatif bilanço etkisinin en az görüldüğü firmalardır.

Korunaklı bölgede ise beş imalat sanayi iki imalat dışı sektöre ait alt sektör bulunmaktadır. Bu bölgede tekstil, kauçuk, diğer metal, ana metal, ulaşım araçları firmalar ve maden ocağı ve ulaşım sektöründe yer alan sektörler bulunmaktadır. Bu sektörlerde firmaların ihracat geliri olması sebebiyle kur riskine karşı kendilerini korumakta ve bilanço riskine maruz kalmamaktadırlar.

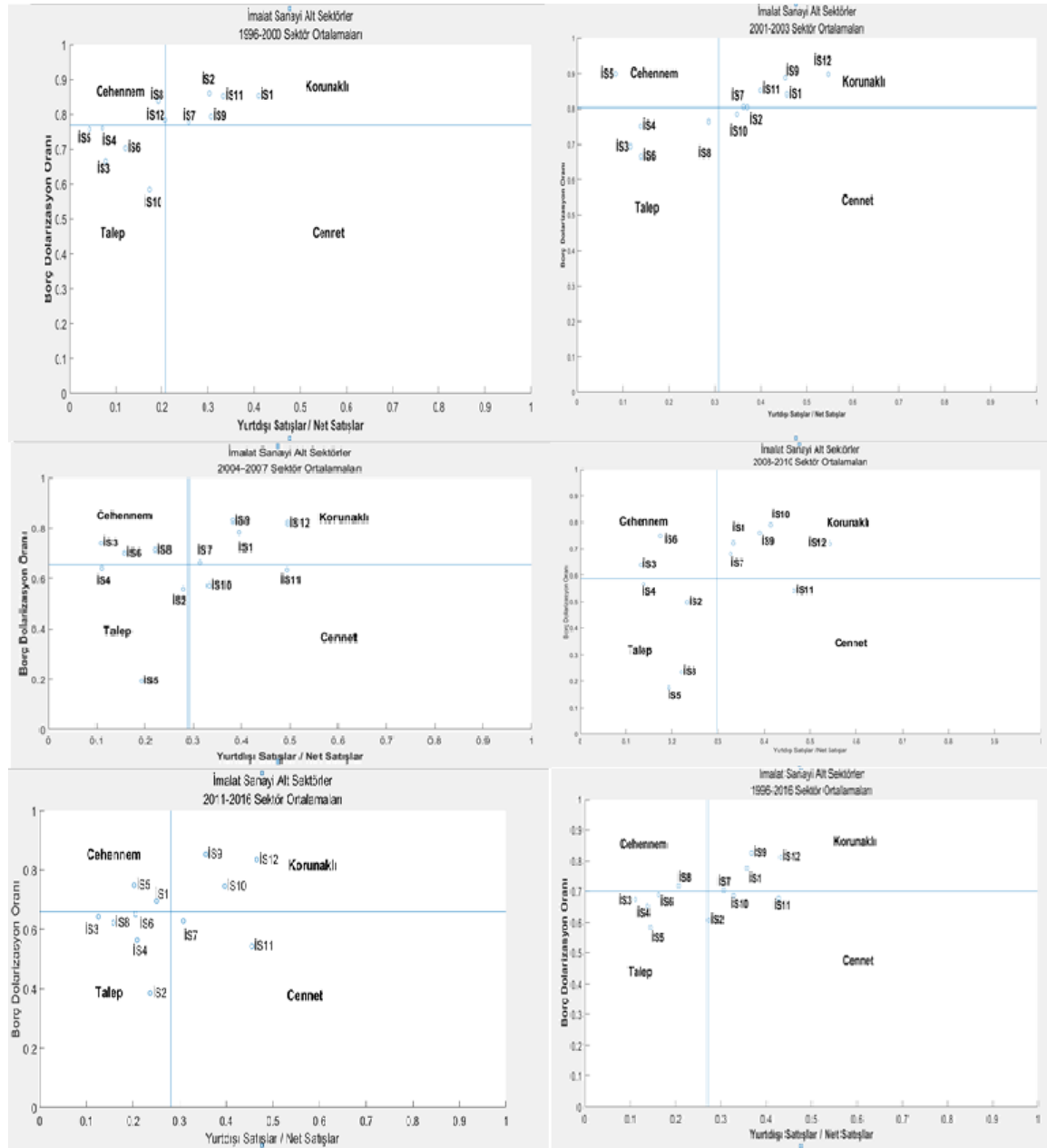
Talep edildiğinde bölgesinde de düşük borç dolarizasyon ve düşük ihracat oranına sahip sektörler yer almaktadır. Bu bölgede imalat ve imalat dışı sektörler yoğun olarak bulunmakta ve kur riskine karşı cennet bölgesinden sonra negatif bilanço etkisine karşı en korunaklı bölgede yer almaktadır.

Cehennem bölgesinde ise imalat dışı sektörler bulunmaktadır. Bu bölgede otel sektörü, gaz ve gayrimenkul sektörü bulunmaktadır. Bu sektörler düşük ihracat ve yüksek borç dolarizasyona sahip sektörlerdir. Bunlar kur riskine karşı en kırılgan bilanço yapısına sahip sektörlerdir.

Yukardaki şekilleri özetleyecek olursak imalat sanayi sektörü cennet ve korunaklı bölgede yer aldığı imalat dışı sektör ise daha çok talep edildiğinde ve cehennem bölgesinde yer aldığı söylenebilmektedir. Cennet ve korunaklı bölgede yer alan imalat sanayi sektörü ile talep edildiğinde bölgesinde bulunan imalat dışı sektörlerin borç dolarizasyon oranları sebebiyle kur artışı durumunda negatif bilanço etkisinin önemli düzeyde olmadığı ifade edilebilirken cehennem bölgesinde yer alan imalat dışı sektörlerin ise kur riskinden en fazla etkilenen sektör olması beklenmektedir.

⁴¹ Kodlar Alp (2010) Türkiye’de Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve REEL Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi adlı çalışmasından esinlenilmiştir.

Aşağıdaki Şekil’de imalat sanayi alt sektörlerine ait borç dolarizasyon ve ihracat verileri dikkate alınarak kategorize edilecektir. Alt sektörlerin dönemler itibariyle bölgelerde meydana gelen değişimler sektörler bazında özet bilgiler şeklinde açıklanacaktır.



Şekil 3. 11. İmalat sanayi firmalarının dönemsel ihracat ve borç dolarizasyon ortalamaları

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından tarafımca hesaplanarak MATLAB programıyla yapılmıştır.

Türkiye’de 2018 yılında tekstil ürünleri ihracatı toplam ihracatının %19,3 ‘ünü oluşturmaktadır⁴². Bu yüksek ihracat rakamına rağmen sektör son on yılda dünya ortalamasının altında büyümüştür. Tekstil sektörü, 2011-2016 dönemi haricinde yüksek ihracat düzeyine sahipken, bu dönemde ihracat oranı düşmüştür. Bunun nedeni olarak Çin’in 2001 yılında DTÖ’ye üye olması ile bu sektörün üretim merkezi haline gelmesi ve Bangladeş, Vietnam gibi ülkelerde de emeğin ucuz olması sebebiyle, bu sektörde önemli ihracatçı ülkeler haline gelmesidir. Ayrıca ihracat payının azalmasında 2005 yılında Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) tarafından imzalanan “Tekstil ve Hazır Giyim Anlaşması” çerçevesinde bu sektörün tamamen serbestleşme kararı etkili olmuştur. Serbestleşme kararı sonrası Türkiye söz konusu ülkelerle çetin bir rekabet içine girmiş ve bu rekabet sebebiyle kaliteli ürün üretimine geçmiştir. Ancak bu ürünlerin üretimi için gerekli olan girdiler yurtiçinden temin edilememesi sebebiyle maliyetler artmış ve üretimin azalmasıyla da Türkiye’nin ihracat payı azalmıştır (Şahin, 2015). Bu sebeple Türkiye 1996-2010 döneminde tekstil sektörü korunaklı bölgede yer alırken, 2011-2016 döneminde ihracatın azalmasıyla birlikte cehennem bölgesinde yer almıştır.

Deri ürünleri sektörü ihracatında 1990’lı yıllarda büyük bir artış olmuş ve bu artışın arkasında Rusya ve Doğu Avrupa ülkelerden gelen turistlere yönelik yapılan satışlar etkili olmuştur. 2001 kriz nedeniyle iç piyasada yaşanan daralma, deri üretiminin gerilemesine neden olmuş, ancak bu gerilemeye rağmen ihracat artmıştır. Daha sonraki dönemde Rusya’dan gelen yoğun talebin düşük kalitedeki ürünler satılmak suretiyle karşılanması, Türk ihracatçısının imajını zedelenmiştir. Bu nedenle Rusya, daha uygun fiyat veren Çin’den bavul ticareti yapmaya başlamıştır. Emek maliyetlerinin yüksekliği nedeniyle Asya ülkeleri deri sektörünün üretim merkezi haline gelmiştir. Çin, Hindistan ve Pakistan gibi ülkeler de ucuz işgücü, ham deri bolluğu ve bu sektöre yönelik verilen teşvikler sayesinde hem üretimi hem de ihracatı arttırmıştır. 2008-2010 küresel krizi nedeniyle sektöre yönelik olumsuz etkiler ortaya çıkmış ve sektör de beklenen ihracat gerçekleştirememiştir (Ekonomi Bakanlığı, 2016). Deri sektörü 1996-2003 döneminde yüksek ihracatı sayesinde korunaklı bölgede yer almış, 2004 yılından sonra ihracatın azalması sebebiyle talep edildiği bölgesinde yer almıştır.

⁴² Veri TİM’den alınmıştır.

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörü 1990'lı yılların ortalarına sektör kamunun inisiyatifi altında olması sebebiyle dış rekabetten uzak kalmıştır. Gümrük Birliği'ne giriş ve bu sektörün özelleştirmesiyle birlikte sektör dış piyasaya açılmış ve rekabetçi bir döneme girmiştir. Ancak sektörde hammadde sıkıntısı olması, toplam maliyetlerin %25'nin enerji gideri olması, kâğıt dönüşüm oranının düşük olması, işgücü deneyiminin olmaması, yeterli teknolojik altyapıya sahip olunmaması ve kâğıt ihracatında ithalata olan yüksek bağımlılık sebebiyle (İzmir Ticaret Odası, 2016) sektör beklenen atılımı yapamamış ve ihracatın düşük olması sebebiyle 1996-2016 döneminde talep edildiği bölgede yer almıştır.

Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı ham petrolün damıtma, parçalanma gibi işlemlerle bileşenlere ayrılması ve maden kömürünün kullanılabilir hale gelmesi işlemidir. Bu sektörün büyük ölçekli ve sermayesi yüksek girişimlerden oluşması, ham petrolün büyük bölümünün ithal edilmesi ve maliyetlerin yüksek olması sebebiyle kar marjlarının düşük olması ihracatta düşük yer tutmasına neden olmuştur (İZTO, 2016:1,20). Bu nedenle kok kömürü 1996-2016 döneminde düşük ihracat bölgelerinde yer almış ve borç dolarizasyon oranları hangi bölgede yer alacağı konusunda etkili olmuştur.

Kimyasal ürün sektör ihracatı Türkiye'de toplam ihracatın %3'ünü gerçekleştirmektedir. İhracattaki düşüklüğünün nedeni Türkiye'de petrol ve doğal gaz rezervlerinin yetersiz olması, petro kimya konusunda yeterli düzeyde üretim kapasitesinin olmaması, yatırım yapılacak mekân bulmada yaşanan sıkıntı, insan ve çevre sağlığına zararlı etkiler (ASO, 2017a) nedeniyle üretim sınırlanmakta ve bu nedenle ihracat oranı düşük düzeyde kalmaktadır.

Makine ve teçhizat imalatı, sanayinin lokomotif konumundadır. Bu sektör tüm imalat sanayi için girdi unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Sektör hem diğer sektörlerin ihtiyaç duyduğu makine ihtiyacını temin etmekte hem de mühendislik girişimleri sağlamaktadır. Makine teçhizat sanayi 1970'lerde önemli bir sektör haline gelmiş, ancak Gümrük Birliği'ne giriş, AB müzakereleri süreçleri ve 2001 krizi ile birlikte sektörün yatırımları azalmıştır. Krizden sonra toparlanma sürecine girmesine rağmen 2008 küresel krizinin etkisi ile sektör yeniden küçülmeye başlamış ve 2010'dan sonra sektörde yeniden büyüme görülmüştür (Bayülken,

2017). 1990'lı yıllarda makine ihracatının toplam ihracat içerisindeki payı %1,6 iken, 2016 yılında %9,9'a yükselmiştir. Makine teçhizatın 2011-2016 döneminde de korunaklı bölgede yer almasının sebebi ise ihracatın durağan hale gelmesinden ve bu sektördeki firmaların borç dolarizasyon oranının artmasından kaynaklanmaktadır. Bu durağanlık Türkiye'deki makine sektörünün gerilemesinden ve ağırlıklı olarak dünyadaki ekonomik gelişmelerden kaynaklanmaktadır (Gürlel, 2018).

Kauçuk ve plastik sektörü ara malı üreten imalat sanayi alt sektörüdür. Kauçuk ürünleri birçok sanayi ürününün hammaddesi olarak kullanılması nedeniyle en önemli ara malıdır. Kauçuk ve plastik ürünleri otomotiv, sağlık, madencilik ve havacılık gibi çok geniş sektörlerde kullanılmaktadır (PAGEV, 2017). Kauçuk sektörü, günlük hayatın parçası olan tüketim mallarının üretiminde girdi sağlayan sektör (Kurt, 2012:9) olması sebebiyle küresel üretim sektöründe de talebin fazla olduğu ürünlerdendir. Türkiye'de bu ürünler ihracatı yapılan en önemli sektörler arasında yer almaktadır. 2011-2016 dönemi haricinde kauçuk sektörü korunaklı bölgede yer almış, ancak borç dolarizasyon oranının düşmesi sebebiyle 2011-2016 döneminde cennet bölgesinde yer almıştır.

Ağaç sektörünün en önemli alt sektörü keresteden oluşmakta ve inşaat sektöründe kullanılmaktadır. Ağaç sektörü imalatında, 1980'li yıllarda kamu ve özel sektör firmaları birlikte yer almaktayken 1990'lı yılların ikinci yarısında kamunun payı hızla azalmış ve 2002 yılında kamu tamamen bu sektörden çekilmiştir. Ağaç sektöründe, hammadde temin zorluğu, hammadde kalite sorunu ve inşaat sektöründe beton kullanılması sebebiyle ihracat payı düşük düzeyde kalmıştır (TUSİAD,2008).

Ana metal sektörü, sanayi için en önemli sektörlerdendir. Bu sektör ekonomik açıdan önemli konuma sahip ara malı sektörüdür. Otomotiv, kimya, enerji ve inşaat sektörlerinde kullanılmaktadır. Sektörün en önemli alt kalemi demir çelik ürünlerinden oluşmaktadır (Özden ve Haçikoğlu, 2017). Motorlu taşıtlar sektörü ile ilişkisi yüksek olan ana metal sektörü, motorlu kara taşıtların ihracatı arttıkça bu sektörde de ihracat artmıştır (TMCB, 2013). Bu nedenle 1996-2016 döneminde ihracat oranı yüksek bölgelerde yer almıştır.

Elektrikli teçhizat sektörü, Türkiye’de gelişmiş ve bu alanda kendi teknolojisine sahip sektör konumuna gelmiştir. Türkiye beyaz eşya üretimine 1955 yılında başlamış ve 1980’li yıllara kadar az sayıda firma tarafından üretim gerçekleştirilmiştir. 1980’de serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte daha fazla firma piyasaya girmiştir. 1989 yılında dayanıklı tüketim mallarına yönelik yapılan vergi indirimleri ve 1996’da Gümrük Birliği’ne geçiş ile yerli firmalar teknoloji transferi bu sektörün büyümesini sağlamıştır (Eroğlu ve Özdamar, 2006). Avrupa’da beyaz eşya teknolojisinin doygunluğa ulaşması ve talebin azalması bu sektörün gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere doğru kaymasına neden olmuş, Türkiye’de bu sektörün üretimini ve ihracatını arttırmıştır. Türkiye, AB ülkeleri ve Türk Cumhuriyetlerinin yanı sıra müteahhitlik işleri yapan şirketlerin iş üstlendikleri ülke pazarlarında da ihracat artmıştır (İSO, 2014). Türkiye beyaz eşya ihracatında Avrupa’da ikinci dünyada ise 4. sırada yer almaktadır. Üretimin %75’i ihraç edilmektedir. Bu sektöre yönelik teşvikler ve ihracatta öncülüğü kaybetmemesi için yapılan AR-GE yatırımları sebebiyle bu sektör en önemli ihracat sektörü olarak yer almaktadır (Avcioğlu ve diğerleri, 2018).

Motorlu kara taşıtı sektörü 1960’lı yıllarda ivme kazanmış, istikrarlı büyümesini 1980’li yılların sonlarına doğru sağlamış ve 1990’lı yılların başında da ihracata yönelik adımlar hızlanmıştır. Otomotiv sektörünün yüksek vergilendirilmesi sebebiyle uluslararası rekabet edilebilirliğin gecikmesine sebep olmuştur (DPT, 2001:15,17). Dünyanın en önemli otomotiv firmaları 1990’lı yılların sonunda Türk firmalarla birlikte kurdukları ortaklıklar sayesinde Türkiye bu sektörün ihracat üssü haline gelmiştir (ASO, 2017b). Ancak 1994 Krizi de en çok otomotiv sektörünü etkilemiştir. 1994 krizinin etkisi geçmeden 1996 Gümrük Birliği’ne geçişle birlikte pazarın payı daralmış ve ithalatın serbestleşmesiyle ithalat ağırlıklı seyir izlemiştir. 1995 yılında Ortaklık Konseyi Kararı ile AB’nin ithalat tarifelerini sıfırlaması ile ithalat artmıştır. 1999 yılına gelindiğinde ise otomotiv sektöründe AB pazarına yönelik ihracat hamlesi başlatılmıştır (DPT, 2001:5,41). 2002 yılında ihracat artmaya başlamış ve bu artışta otomotiv sektörünün ürün farklılaştırma politikası ve bu yeni modellerin Türkiye’de üretilmesi ile ihracat artmıştır (Görener ve Görener, 2008). 2000 yılından 2007 yılına kadar otomotiv sektörü hızla gelişmiştir. Dünya otomotiv üreticilerinin Türkiye’de kendi sermayesi ile ya da ülkedeki firmalarla ortaklık kurarak üretim faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu

sebeple ÷lkedeki üretim ile birlikte ihracatta artmıştır. 2008 K÷resel Kriz etkisiyle ihracatta gerileme yaşansa dahi 2010 yılından sonra sektör hızla toparlanmıştır (Tepav, 2013). TUIK verilerine g÷re toplam ihracatın %12'ye yakın kısmı bu sektör tarafından gerçekleştirilmektedir.

Diğerk metalik olmayan mineraller, taş ve toprağa y÷nelik hammaddenin kullanılması ve t÷ketilen ÷r÷nlerin üretiminde yararlanılan ÷r÷nlerdir. Bu sekt÷re y÷nelik ÷r÷nler cam, seramik, alçı, kireç ve çimentodur. T÷rkiye'de bu ÷r÷nlerin yeterli rezervleri olmaması, taşıma maliyetlerinin y÷ksek olması (İSO, 2014) yeterli limanların olmaması, işg÷c÷ maliyetlerinin y÷ksek oluşu, TL'nin değerkli olması sebebiyle enerji fiyatlarındaki y÷kseklik ve Çin ve Hindistan'ın bu sekt÷rdeki varlığı ihracatın d÷ř÷k olmasına sebep olmaktadır (TUSİAD, 2008).



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR FİRMALARININ BORÇ DOLARİZASYON ORANINI ARTTIRAN UNSURLAR ÜZERİNE BİR ANALİZ

4.1. Panel Veri Analizi

4.1.1. Panel Veri Analizi Kavramı ve Tahmin Yöntemleri

Zamanın belli biriminde değişkenin birimlere göre değişimi yatay kesit verilerini, değişkenin zaman içinde gerçekleşen değişimi ise zaman serilerini oluşturmaktadır. Yatay kesit verilerinde zaman sabit, zaman serilerinde ise zaman değişken bir unsurdur. Zamana ve birime göre analiz yapılmak istendiğinde bu analizi ayrı ayrı yapmak karmaşıklığa neden olacağından bu karmaşıklığın çözümü için panel veri analizi yapılmaktadır. Panel veri, zaman serisi ve yatay kesit verilerini birleştirerek mikro ve makro analizin yapılmasını sağlamaktadır (Güriş, 2018:3,4).

Panel veri analizi, statik panel veri analizi ve dinamik panel veri analizi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrım model de gecikmeli değişkenlerin yer alıp almamasına göre yapılmaktadır. Gecikmeli değişkenin yer almadığı modele statik panel veri analizi, gecikmeli değişkenin yer aldığı modele ise dinamik panel veri analizi denilmektedir (Güriş ve Çağlayan, 2013:735).

Panel veri analizinin bazı avantajları bulunmakta ve bu avantajlar şu şekilde sıralanmaktadır (Baltagi, 2005:4,7):

- Ekonometrik analizlerde birey, firma veya ülke olarak yer alan birimler heterojendir. Bu heterojenliği kontrol edemeyen zaman serileri ve yatay kesit verileri doğru sonuçlara ulaşma konusunda risk taşımaktadırlar. Panel veri ise bu heterojenliği dikkate alarak analizi doğru yapmaktadır.

- Panel veri, araştırmacıya daha fazla bilgi vermekte, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununu en aza indirmekte ve serbestlik derecesini arttırmaktadır. Bu sayede analizin etkinliğini arttırmaktadır.
- Panel verileri, salt yatay kesit veya salt zaman serisi kullanarak basit bir şekilde tespit edilemeyen etkileri tanımlayabilmekte ve ölçebilmektedir.
- Panel veri, sadece yatay kesit veya sadece zaman serisi verilerinden oluşan daha karmaşık davranışsal modeller oluşturmayı ve test etmeyi sağlamaktadır.
- Bireyler, firmalar ve hanehalkları hakkında toplanan mikro panel verileri, makro düzeyde ölçülen benzer değişkenlerden daha doğru şekilde ölçebilmektedir.
- Zaman serileri analizinde tipik birim kök testlerinde standart olmayan dağılım probleminden farklı olarak panel verileri daha uzun bir zaman serisine sahiptir ve panel birim kök testleri standart olarak dağılmaktadır.

Panel veri analizinin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. En önemli dezavantaj, veri bulma ve toplama sorunudur. Panel veri analizinde hem zaman hem de birim boyutu olması nedeniyle verilerin eksik olması söz konusu olabilmekte ve bu durum yapılan araştırmada değişikliğe sebep olabilmektedir (Güriş, 2013:12). Panel veri analizinde bir diğer dezavantaj ise hata teriminden kaynaklı sapmalardır. Panel veri analizinde hata terimi hem zaman serisi boyutu hem de yatay kesit boyutu taşıdığından dolayı sapmalı olma ihtimali yüksektir (Yerdelen Tatoğlu, 2012:14).

Panel veri modelinin tahmin edilmesinde üç model bulunmakta ve klasik model, sabit etkiler (fixed effects) modeli ve tesadüfi etkiler (random effects) model olarak sıralanmaktadır. Klasik model, sabit ve eğim parametrelerinin birime ve zamana göre sabit olduğu modellerdir (Yerdelen Tatoğlu, 2012:40). Katsayıları birimlere, zamana göre değişim gösteren veya birimlere ve zamana göre değişim gösteren modellere sabit etkili model denilmektedir. Katsayıları birim veya zamana göre değişim gösteriyorsa tek faktörlü sabit etkili model, birime ve zamana göre değişiyorsa iki faktörlü sabit etkili model olarak adlandırılmaktadır (Güriş, 2013:16). Tesadüfi etkiler modeli ise birimlere veya birim ve zaman etkilere tesadüfi

değişken olarak hata terimlerinin bir bileşeni gibi eklendiği modele denilmektedir (Güriş, 2013:24).

4.1.2. Panel Veri Analizinde Model Tercihi

Panel veri analizinde kullanılacak olan modelin hangisi olacağı konusunda karar verirken birtakım testler yapılmaktadır. Klasik model ve sabit etkiler modeli arasında tercih yapmak için F Testi, klasik model ve tesadüfi etkiler modeli arasında tercih yapmak için Breusch-Pagan ve Düzeltilmiş Lagrange Çarpanı Testi, Score Testi ve Wooldridge Testi kullanılmaktadır. Sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler model arasında tercih yapmak için ise Hausman testi kullanılmaktadır.

F Testi, klasik modelin test edilmesi için kullanılmaktadır. Testin amacı verinin birimler bazında değişip değişmediğini tespit etmektedir. Eğer veri birimler bazında değişiklik göstermiyorsa klasik model uygundur. F testinde tüm birim etkilerin sıfıra eşit ($H_0: u_i = 0$) olduğu hipotezi incelenmektedir. H_0 hipotezi red edilemediğinde klasik model uygun olmakta, H_0 hipotezi reddedildiğinde ise klasik modelin uygun olmadığı anlaşılmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2012:164,167).

Hausman testi tesadüfi ve sabit etkiler modelleri arasında seçim yapmak için kullanılmaktadır. H_0 hipotezinin reddedilmesi, sabit etkiler modelinin daha etkin olduğu, red edilememesi durumu ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir (Bayraktutan ve Demirtaş, 2011).

Gözlemlerde birim ve zaman etkilerinin veya ya birim ya da zaman etkilerinin olmaması durumunda klasik model, bu etkilerin olması durumunda ise sabit ya da tesadüfi etkiler modellerinin tercih edilmesi daha doğru olduğu düşünülmektedir. Sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında tercih yapmak için ise birim etkilerin açıklayıcı değişkenlerle arasında korelasyonlu olup olmadığına bakılmaktadır. Birim etkilerin açıklayıcı değişkenlerle arasında korelasyon varsa sabit etkiler modeli geçerli olmakta, aralarında korelasyon yoksa tesadüfi etkiler modeli geçerli olmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2012:163, 180).

4.1.3. Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Sorunları

Panel veri analizinde hata terimleri üzerinde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sorununun olmaması gerekmektedir. Analizde bu sorunların olması durumunda varsayımlar bozulmakta ve yapılacak parametre tahminleri ile istatistiksel sonuçlar sapmaktadır. Bu nedenle bu sorunlar için bazı düzenleyici yöntemler kullanılmaktadır (Kınacı ve Genç, 2002).

Regresyon modellerinin temel varsayımlarından bir tanesi sabit varyans varsayımdır. Sabit varyans her bir gözlem değerinin hata terimleri varyansının aynı olması anlamına gelmektedir. Eğer her bir gözlem değerinin hata terimi varyansı değişiyorsa değişen varyans sözkonusudur. Değişen varyans sorunu, önemli bir açıklayıcı değişkenin modele dâhil edilmemesi veya verilerin elde edilmesi sırasında toplama hatası olması gibi nedenlerden kaynaklanabilmektedir (Dikmen, 2012:191,195). Değişen varyans sorununun tespiti için klasik modelde Breusch ve Pagan/Cook Weiesberg Testi ve White Testi, sabit etkiler modelinde Wald Testi, tesadüfi etkiler modelinde ise Breusch-Pagan Lagrange çarpanı testi ve Levene, Brown ve Forsythe testi kullanılmaktadır.

Otokorelasyon sorunu panel veri analizinde en çok karşılaşılan sorundur. Otokorelasyon sorunu hata terimlerinin diğer hata terimleri arasında ilişkili olması olarak ifade edilmektedir. Bu sorun doğrusal modelden sapma halidir (Tarı, 2011:191). Otokorelasyon sorununun varlığı halinde klasik modelde t testi, Durbin-Watson testi, Wooldridge testi ve Breusch-Godfrey Testi gibi testlerle sınıanmaktadır. Sabit etkiler modelinde otokorelasyon sorunun sınıanması için Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi, tesadüfi etkiler modelinde ise Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Levene, Brown ve Forsythe testi kullanılmaktadır

Yatay kesit bağımlılığı, serilere bir şok geldiği zaman panel birimlerin bu şoktan etkilenip etkilenmediğinin araştırılmasıdır (Güriş, 2018:88). Seriler arasında yatay kesit bağımlılığı varsa bu durum analizin doğru ve güvenilir olmasını olumsuz yönde etkilemekte, analiz sonuçlarını tutarsız ve sapmalı hale getirmektedir. Bu nedenle yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını tespit etmek için bazı testlerin yapılması gerekmektedir (Topaloğlu, 2018). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinde yatay kesit bağımlılığının tespiti için Breusch-Pagan Lagrange çarpanı Testi, Pesaran testi, Friedman Testi ve Frees Testi kullanılmaktadır.

4.2. Analizin Amacı ve Kapsamı

4.2.1. Literatür Taraması

Barajas ve ark. (2016), Kolombiyalı Finansal Olmayan Firmalarda Bilanço Etkileri adlı çalışmalarında ilk olarak, yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın nedenlerini ve makroekonomik belirleyicilerini incelemiş, ikinci modelde ise borçlanma nedeniyle bilançoda gerçekleşen kırılganlığın etkilerini incelenmişlerdir. Çalışmada, borç dolarizasyon belirleyicileri kapsamında mikro ve makro verileri modele dâhil edilmiştir. Mikro veri olarak firmanın yurtdışı satış oranı, toplam varlıklar, kaldıraç oranı, kısa dönem dış borç, satış büyümesi, ithalat; makro değişkenler açısından ise spread faizi ve özel sektöre verilen kredilerin /GSYH oranı yer almıştır. Sonuçlar üç model için de benzer bulunmuştur. Borç dolarizasyonu ile arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Echeverry ve diğerleri (2003) yaptıkları çalışmada Kolombiya'da yer alan firmaların ihracat ve borç dolarizasyon oranlarına göre cennet, cehennem, korunaklı ve talep edildiğinde olmak üzere dört bölgeye ayırmışlardır. Çalışmada döviz kurları ile faiz oranlarındaki oynaklık ve yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın yatırım düzeyine etkisini incelemişlerdir. Analizde 1995-2001 yıllarını kapsamakta ve 66 sektöre ait 8246 firma analize dâhil edilmiş ve GMM yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre devalüasyonların yabancı para birimi cinsinden borç alan firmaların bilançolarında olumsuz etkiye sahip olduğu tespit etmiştir.

Prasetyantoko (2007) Endonezya'da Döviz Krizinin Borç Bileşimi ve Bilanço Etkisi adlı çalışmasında 1994-2004 yılları arasında Jakarta Menkul Kıymetler Borsası'ndaki 179 şirkete ait verilerle bu firmaların borçlanma kompozisyonlarının yatırımlar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analizde dinamik panel verisi ve GMM analizi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre borç dolarizasyonu yüksek olan firmaların kurdaki değer düşüklüğü nedeniyle daha az yatırım yaptıklarını ortaya koymaktadır. Buna göre, döviz kuru artışının bilanço etkisi, Endonezya'da listelenen firmaların rekabet gücünü zayıflattığını, böylece krizin etkilerinin bilanço kanalı üzerinden daha da arttığı tespit edilmiştir. Yüksek yabancı varlığa sahip olan firmaların ihracat faaliyetlerinden dolayı borç dolarizasyonun negatif bilanço etkisini azalttığını tespit etmişlerdir.

Aklan ve Eçekenler (2010) yaptıkları çalışmalarında 1998-2007 dönemine ait imalat sanayi sektöründeki yükümlülük dolarizasyonunun bilanço etkisi sonuçlarını, dinamik panel veri modeli kullanarak analiz etmişlerdir. Yabancı para birimi cinsinden borçlanma için banka kredileri kullanılmıştır. Borç dolarizasyonuna sahip firmaların yatırım kararlarında reel kur değişimlerin etkisi incelenmiştir. Açıklanan değişken olarak yatırımları, açıklayıcı değişken olarak ise reel kur endeksi ve net satışlar alınmıştır. Çalışmada ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde yabancı para birimi cinsinden borcu bulunan sektörlerin firmaların yatırımları artarken, ulusal paranın değer kaybettiği dönemlerde ise yatırımları azaldığı tespit edilmiştir.

Alp (2010) yaptığı çalışmada Türkiye'deki reel sektör firmalarının 1996-2010 yıllarında borç dolarizasyon oranlarını arttıran nedenler ve imalat sanayi firmalarının borç dolarizasyon oranlarının yatırım kararları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmasında TCMB sektör bilançolarında yer alan imalat ve imalat dışı firmalar kullanılmış ve borç dolarizasyonunu arttıran unsurlar kapsamında mikro ve makro değişkenler yer almıştır. Mikro değişken olarak firmanın yurtdışı satış oranı, kaldırma oranı, maddi duran varlıkları, makro değişkenler olarak ise; Kamu Kesimi Finansman Gereği, enflasyon oranı, reel döviz kuru ve VIX Chicago Borsası oynaklık endeksini modele almıştır. Yatırımlar üzerindeki etkisini incelemek için bağımlı değişkenler olarak borç dolarizasyonu (YP cinsinden nakdi krediler/toplam nakdi krediler), reel efektif döviz kurundaki değişimi, reel net

satışlardaki büyümeyi, nakit akışlarını, enflasyon oranını ve VIX endeksini kullanmıştır. Borç dolarizasyonunu belirleyen unsurları analiz etmek ve imalat sanayi firmaların borç dolarizasyon oranlarının yatırım kararları üzerindeki etkisini incelemek için panel veri yöntemini kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre beklenildiği gibi borç dolarizasyonu ihracat, maddi duran varlık, KKBG, enflasyon ve reel döviz kuru ile pozitif ilişki bulunmuştur. Borç dolarizasyonun kaldıraç oranı ve VIX arasındaki ilişki ise beklenildiği gibi negatif bulunmuştur. Ayrıca borç dolarizasyonla yatırım arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Çınar ve Taşseven (2015) tarafından yapılan çalışmalarında imalat ve imalat dışı sektörlerinin borç dolarizasyonunun belirleyicileri ve bilanço değeri üzerinden yatırımlara olan etkisini panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Veriler 1996-2013 dönemine aittir. Reel sektörün borç dolarizasyon oranının belirleyicilerini analiz etmek için Alp (2010) yılında yaptığı çalışma modelde temel olarak alınmıştır. Borç dolarizasyonunun yatırımlar üzerindeki etkisini analiz etmek için borç dolarizasyonu, reel yatırımları, reel efektif kur, reel net satışları, nakit akışını (Reel Olağan Karlar/Bir Dönem Gecikmeli Reel Aktif Toplamı) modele dâhil etmiştir. Analiz sonuçlarına göre borç dolarizasyonun ihracat oranı, maddi duran varlıklar, kaldıraç oranı, KKBG, enflasyon oranı ve reel döviz kuru arasında pozitif ilişki bulunmuş, firma büyüklüğü ve VIX ise borç dolarizasyonu arasında negatif ilişki bulunmuştur. Borç dolarizasyonunun reel yatırımlar üzerindeki etkisi pozitif bulunmuştur.

İncekara ve ark. (2017) borç dolarizasyon oranının firmaların net satış büyümesine etkisi incelemişlerdir. Çalışmada 1998-2013 yılları arasında 15 imalat sanayi alt sektörü verilerinden yola çıkarak panel veri analizi yöntemi kullanmışlardır. Modelin bağımlı değişkeni firmaların net satışlarının büyüme oranı, bağımsız değişkenleri ise, net satışları etkilemesi düşünülen borç dolarizasyon oranı ve enflasyon oranıdır. Modelde borç dolarizasyon oranı ile firmaların satış büyüme oranı arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Kesriyeli ve ark. (2005) yaptıkları çalışmada TCMB tarafından derlenen Şirket Hesapları veritabanını kullanarak Türkiye'de finansal olmayan sektörlerin borç dolarizasyon nedenlerini ve bilanço etkisinin sonuçlarını incelenmiştir. 1992-

2003 yıllarına ait yapılan analizde panel veri analizi ve GMM yöntemi kullanılmıştır. Borç dolarizasyonun nedenleri kapsamında modelde hem sektöre özgü (somutluk, kaldıraç oranı, ihracat payı) hem de makroekonomik koşul değişkenlere (enflasyon, reel kur değişimi, bütçe açıkları ve güven) yer vermiştir. Birinci modelin sonuçlarına göre borç dolarizasyon ile enflasyon, reel döviz kuru, firma büyüklüğü, ihracat arasında pozitif, bütçe açığı ve kaldıraç oranı arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Çalışmada borç dolarizasyonun bilanço etkisi kapsamında yapılan panel veri analizinde bağımlı değişken olarak yatırım, kar ve kazanç olarak yer alan veriler baz alınmıştır. Bağımsız değişken olarak ise borç dolarizasyon oranı, reel döviz kuru ve enflasyon yer almıştır. Firmaların yüksek borç dolarizasyonuna sahip olması durumunda reel döviz kuru şoklarında firma bilançolarının olmalarını beklenmektedir. Bu argüman ile uyumlu olarak, yüksek borç dolarizasyon oranına sahip sektörler için reel kurdaki değer düşüklüğünün, yatırımlar ve karlar bakımından daraltıcı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Makroekonomik istikrarsızlık, bütçe açıkları ve enflasyonun firmalar yatırımları, satışları ve karları açısından önemli derecede olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

4.2.2. Analizin Amacı

Firmalar, kuruluş aşamasından başlamak suretiyle ekonomik faaliyetlerini devam ettirdiği süre boyunca finansmana ihtiyaç duymakta ve bu finansmanı özkaynak ve yabancı kaynaklardan temin etmektedirler. Firmalar sermaye yapısına karar verirken maliyetlerini minimize eden ve firma değerini maksimum yapan finansmanı tercih etmektedir. Firmalar özkaynak yerine yabancı kaynağa başvurduklarında katlandığı maliyetleri vergi matrahından indirebilmektedir. Bu durum firmalar için maliyetlerini minimize eden bir unsur olmakta ve yabancı kaynağa başvurmayı avantajlı hale getirmektedir.

Türkiye’de firmalar genellikle özkaynak yerine yabancı kaynağa başvurarak finansman ihtiyacını karşılamakta ve yabancı kaynak olarak da banka kredilerine başvurumaktadırlar. Firmalar genelde banka kredilerine başvururken TL cinsinden borçlanmak yerine yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı tercih etmektedir. Firmaların bu tercihinde etki eden unsurlar; firma içi değişkenler, ülke ekonomisinin durumu ve içinde bulunduğu koşullardır. Bu kapsamda çalışmamızın

amacı borç dolarizasyonunu arttıran unsurları belirlemek ve bu değişkenlerin borç dolarizasyonu üzerindeki etkisini incelemektir.

Çalışma, 1996-2016 yılları arasındaki dönemi kapsamakta olup, yirmi yıllık bir zaman dilimi söz konusudur. TCMB sektör bilançolarında yer alan imalat ve imalat dışı sektörlerin alt sektörlerine ait firmalardan yararlanılmıştır. İmalat sanayi sektörü kapsamında 12 alt sektör ve imalat dışı sektör kapsamında ise 10 alt sektör bulunmaktadır. Seçilen imalat ve imalat dışı firmalar söz konusu dönemde üç yıl düzenli olarak finansal tablosu bulunan firmalardır. Veri setinde Borsa İstanbul'da işlem gören ve en büyük 1000 sanayi kuruluşunda yer alan firmalar da bulunmaktadır. İmalat sanayi firma grubunda 2355 firma, imalat dışı sanayi firma grubunda ise 5005 firma bulunmaktadır.

Aşağıdaki Çizelge'de çalışmada yer alan imalat sanayi ve imalat dışı sektörlerin adları yer almaktadır.

Çizelge 4.1. İmalat ve imalat dışı alt sektörler

İmalat	İmalat dışı sektör
Tekstil Ürünlerinin İmalatı	Madencilik ve Taş Ocaklığı
Deri ve İlgili Ürünlerin İmalatı	Elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretim ve dağıtım,
Ağaç ve Ağaç Ürünleri İmalatı	İnşaat
Kâğıt ve Kâğıt Ürünlerin İmalatı	Toptan ve Perakende Ticaret
Kauçuk ve Plastik Ürünlerin İmalatı	Ulaştırma ve Depolama
Kimyasalların ve Kimyasal Ürünlerin İmalatı	Konaklama ve Yiyecek Faaliyetleri
Kok Kömürü ve Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri İmalatı	Gayrimenkul faaliyetleri
Diğer Metalik Olmayan Mineral Ürünlerin İmalatı	Eğitim
Ana Metal Sanayi	İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmet Faaliyetleri
Elektrikli Teçhizat İmalatı	Kültür, Sanat, Eğlence, Dinlence ve Spor
Makine Ekipman İmalatı	
Ulaşım Araçlarının İmalatı	

Kaynak: TCMB verilerinden yararlanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Çalışma, statik panel veri analizi yöntemi üzerine kurulmuştur. Analiz için Stata ve E-Views programlarından yararlanılmıştır. Çalışmada biri bağımlı değişken, beş mikro ekonomik ve dört makro ekonomik bağımsız değişken olmak

üzere toplam on değişken kullanılmıştır. Mikro ekonomik veriler için TCMB sektör bilançolarında yer alan imalat ve imalat dışı sanayi firmalara ait bilanço, gelir tablosu ve sektör kimliklerinden yararlanılmıştır. Makro ekonomik değişkenlere ait veriler için ise TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Bumko ve Chicago Borsası'ndan yararlanılmıştır.

4.2.3. Araştırma Modeli ve Veri Seti

Çalışmada firmaların borç dolarizasyonunu artıran mikro ekonomik ve makro ekonomik unsurlara yer verilmektedir. Alp (2010) yılında yaptığı çalışmada yer alan değişkenlerin yanı sıra borcun vergi kalkını değişkeni ve finansal gelişmişlik değişkeni de modele dâhil edilmiştir. Belirlenen mikro ekonomik ve makro ekonomik değişkenlerinin borç dolarizasyonu üzerindeki ilişkiyi inceleyen model aşağıda yer almaktadır.

$$BD_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(IHR)_{i,t} + \beta_3(MDV)_{i,t} + \beta_4(KO)_{i,t} + \beta_5(BVK)_{i,t} + \beta(S)_{i,t} + \beta(KKBG)_{i,t} + \beta(RER)_{i,t} + \beta(VIX)_{i,t} + \beta_i(FG)_{i,t} + e_{i,t}$$

Ekonometrik analiz yapılırken serilerin durağan olması önemli bir husustur. Serilerin durağan olmadığı durumlarda uzun dönemli model tahminlerinde sapmalar olmaktadır. Bu durumun gerçekleşmemesi için serileri durağan hale getirmek gerekmektedir (Akt. Güven ve Mert, 2016). Bu nedenle ilk olarak panel birim kök testleri ile serilerin durağan olup olmadığı kontrol edilmiştir. Tüm seriler için Levin, Lin ve Chu Testi yapılmış ve sonuç olarak değişkenlerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bağımsız değişkenin birden fazla olduğu modellere çoklu regresyon modeli denilmektedir. Çoklu doğrusal modellerin temel varsayımlarından bir tanesi çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmaması denilebilmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı, iki ya da daha fazla bağımsız değişken arasında ilişkinin olmaması durumu olarak ifade edilmektedir (Dikmen, 2012:92,93). Modelimizde bağımsız değişkenler arasında yüksek ilişki olmadığı için çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmamaktadır.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler ve bu değişkenlerin analizde kullanılan simgeleri ile literatür taraması sonucunda sermaye yapısı göstergeleri olarak kullanılan oranlar Çizelge'de gösterilmektedir.

Çizelge 4.2. Modelde bağımlı ve bağımsız değişkenler

Bağımlı Değişken	Değişkenin Formülü
Borç Dolarizasyonu (BD)	Yabancı Nakdi Krediler/Toplam Nakdi Krediler
Bağımsız Değişken	
İhracat (İHR)	Yurtdışı Satışlar/Net Satışlar
Maddi Duran Varlık (MDV)	Maddi Duran Varlık/Toplam Aktif
Kaldıraç Oranı (KO)	Toplam Yabancı Kaynak/Toplam Aktif
Borcun Vergi Kalkanı (BVK)	Ödenecek Vergiler/Faaliyet Karı-Finansman Gideri
Firma Büyüklüğü (S)	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	KKBG/GSYH
Reel Efektif Kur Endeksi (RER)	Reel Efektif Kur Endeksi
Chicago Borsa Endeksi (VIX)	Chicago Borsası Endeksi
Finansal Gelişmişlik (FG)	M2 / GSYH

BD: Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanmasını ifade etmekte ve toplam nakdi krediler içindeki yabancı para nakdi kredilerin oranı (Yabancı para birimi cinsinden nakdi krediler/Toplam Nakdi Krediler) ile ölçülmektedir. Bu oran firmaların bilanço yükümlülüğü kapsamında içinde bulunduğu kur riskini de göstermektedir.

İHR: İhracat değişkeni ise yurtdışı satışların net satışlar içindeki payını göstermektedir. İhracatçı firmaların daha yüksek borç dolarizasyona sahip olması beklenmektedir. İhracatçı olmayan firmaların ise bilançolarında artan kur riski nedeniyle borç dolarizasyon oranının azalması beklenmektedir.

MDV: Maddi duran varlıkların yüksek oluşu firmaların borçlanma imkânını arttırmaktadır. Firmaların iflas etme durumunda maddi duran varlıkların paraya çevrilebilir olması sebebiyle maddi duran varlıklar firmalar için teminat niteliğindedir. Bu sayede firmalar kolaylıkla kredi bulabilmekte ve maddi duran varlıklar ve borç dolarizasyonu arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

KO: Kaldıraç oranı, firma kaynaklarının ne kadarının yabancı kaynaklardan oluştuğu gösteren orandır. Borç dolarizasyonu, firmaları kur riskine maruz bıraktığı için kaldıraç oranı yüksek olan firmalar kaldıraç oranı düşük olan firmalara göre yabancı para birimi cinsinden borçlanma konusunda daha az isteklidir (Fuentes,

2009). Çünkü kaldıraç oranı ne kadar düşük olursa firmaların finans kesimden elde edeceği yabancı kaynak imkânı da artmakta ve bu nedenle kaldıraç oranı ve borç dolarizasyon oranı arasında negatif ilişki beklenmektedir.

S: Büyük firmaların küçük firmalara göre iflas maliyetlerinin daha düşük olması nedeniyle büyük firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması daha kolay olmaktadır. Bu nedenle firma büyüklüğü arttıkça borç dolarizasyon oranının artması beklenmektedir.

VİX: Chicago Borsası⁴³ oynaklık endeksi, küresel risk iştahı ve likidite göstergelerinden biridir. Endeksin artışı küresel likiditenin azalması nedeniyle küresel risk iştahında meydana gelen azalmayı göstermektedir. Endeksin artması ile uluslararası piyasalardan borçlanma imkânı azalmakta ve bu nedenle borç dolarizasyon oranının azalması beklenmektedir (Alp, 2013:44).

KKBG: Kamu gelir ve gider arasındaki fark arttıkça kamu bu açığı kapatmak amacıyla borçlanmaya başvurmaktadır. İç borçlanma faizlerinin yüksek olması bankaların devleti fonlar hale gelmesine sebep olmaktadır. Bankalar düşük riskli, yüksek karlı kazanç sağlayacağı beklentisi nedeniyle özel sektör yerine devlete borç vermektedir. Kaynakların kamuya aktarılması nedeniyle kamunun özel sektör üzerinde dışlama etkisi yaratmakta ve firmalar bankalardan fon temin edememektedir. Bu sebeple KKBG'nin artması ile firmaların yurtdışı borçlanması ve dolayısıyla borç dolarizasyonunun artması beklenmektedir.

BVK: Borcun vergi kalkanı, firmaların yabancı kaynağa başvurması durumunda katlandığı maliyetleri vergi matrahından indirmesiyle elde ettiği vergi avantajıdır. Firmalar yabancı para birimi cinsinden borçlanırken finansman gideri kapsamında yer alan faiz gideri ve kur farkı gibi maliyetleri vergi matrahından indirebiliyor olması firmaları daha fazla yabancı para birimi cinsinden borçlanmaya teşvik etmektedir. Bu kapsamda borç dolarizasyonu ve borcun vergi kalkanı arasında pozitif yönlü ilişki olması beklenmektedir.

⁴³ Chicago Emtia Borsası 1898 yılında ABD'de kurulmuştur. Dünyanın en büyük opsiyon ve vadeli işlem borsasıdır. CME borsası halka açık bir borsadır ve hisseleri Nasdaq'da işlem görmektedir.

FG: Finansal piyasaların gelişmiş olması finansal aracı ve kurumların gelişmiş olması anlamına gelmektedir. Finansal aracı ve kurumların gelişmiş olması ile firmalar yatırım araçları arasında karşılaştırma yaparak portföy çeşitlenmesi yapma imkânı elde etmektedir. Bu sayede firma maliyetlerini minimize eden ve firma değerini arttıran finansman tercihi kararını vermektedir. Ülkede finansal piyasaların gelişmemiş olması firmaların yurtdışından yabancı para birimi cinsinden borçlanmasını arttırmaktadır (Marcelin ve Mathur, 2016).

RER: Reel döviz kurunun değer kazanması durumunda firmalar yabancı para birimi cinsinden borç almaya devam etmeye istekli olmaktadır. Çünkü değer kazanan bir döviz kuru firmaların borç yükünü hafiflettiğinden firmaların borç dolarizasyon oranını arttırmaktadır. Bu kapsamda reel kur artışları ve borç dolarizasyonu arasında pozitif ilişki olması beklenmektedir.

4.2.4. Analiz Sonuçları

Analizde uygulanacak modellerin tespiti için imalat sanayi firmalar, imalat dışı sanayi sektörü ve tüm firma gruplarına ayrı ayrı testler yapılmıştır. Yapılan testler sonucunda seçilen modeller ve model sonuçları aşağıdaki Çizelge’de yer almaktadır.

Çizelge 4.3. Sektörler bazında analizde uygulanan model türleri

İmalat Sektörü	Tesadüfi Etkiler Modeli
İmalat Dışı Sektör	Tesadüfi Etkiler Modeli
İmalat Sektörü + İmalat Dışı Sektör	Tesadüfi Etkiler Modeli

Yapılan testler sonucunda elde edilen bulgular kapsamında, zaman etkileri sınıandığında kullanılan modellerin hiçbirinde zaman etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Zaman etkisinin olmaması nedeniyle tüm firma gruplarında yer alan modeller itibariyle tek yönlü modeller uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda, tüm modeller itibariyle tek yönlü tesadüfi etkiler modeli kullanılmıştır.

İmalat sektörü, imalat dışı sektör kapsamında yer alan firmalar ve tüm firmalara ilişkin belirlenen modellere uygulanması sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki Çizelge 1’de gösterilmektedir

Çizelge 4.4. Modelin sonuçları⁴⁴

bd	İmalat Sanayi	İmalat Dışı Sanayi	Tüm Firmalar
ihr	0.2879558*** (0,002)	0.2082365 (0.136)	0,1430914* (0.056)
mdv	0.4105603*** (0,002)	0.3691934*** (0.000)	0.3370904*** (0.000)
bvk	-0.0002861 (0,666)	0.0000159 (0.365)	0.0000121 (0.489)
ko	0.1265209 (0,136)	0.0751998 (0.316)	0.0524923 (0.338)
sz	0.0251462** (0,019)	0.0527837*** (0.000)	0.0479091*** (0.000)
m2	-0.0103427*** (0,003)	-0.000063*** (0.000)	-0.0162039*** (0.000)
rer	-0.0024311** (0.016)	0.0209023*** (0.003)	-0.0017159** (0.029)
kkg	0.0074107*** (0.008)	0.0033662 (0.300)	0.0057901*** (0.007)
vix	-0.0000112 (0.994)	0.00081 (0.660)	0.0005314 (0.668)
Sabit	0.3288379** (0.026)	-0.2578697* (0.116)	0.0399418 (0.714)

Not: ***, ** ve * işareti sırasıyla %1, %5 ve %10'da sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Çizelge'de görüldüğü gibi tüm sektör gruplarında maddi duran varlıklar, büyüklük, finansal gelişmişlik ve reel döviz kuru değişkenleri istatistiki düzeyde anlamlı bulunmuş, kaldıraç oranı, borcun vergi kalkanı ve VIX değişkenleri ise istatistiki anlamda anlamsız bulunmuştur. Genel olarak diğer değişkenlerin firma gruplarında anlamlılık düzeylerinde farklılıklar bulunmaktadır.

4.3. Modelin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Sorunlarına Yönelik Dirençli Model Uygulamaları

Modelde imalat sektörü, imalat dışı sektör ve tüm firmalar için değişen varyans sorunu, otokorelasyon sorunu ve yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı test edilmiştir.

⁴⁴ Modele ilişkin sonuçlar Ek-1'de verilmektedir.

Çizelge 4.5. Modelin değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun test edilmesi

	İmalat Sektörü	İmalat Dışı Sektör	Tüm Firmalar
Değişen Varyans	VAR (Levene, Brown ve Forsythe Testi)	VAR (Levene, Brown ve Forsythe Testi)	VAR (Levene, Brown ve Forsythe Testi)
Otokorelasyon	VAR (Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri)	VAR (Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testleri)	VAR (Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson)
Birimler Arası Korelasyon	VAR (Pesaran Testi)	YOK (Pesaran Testi)	YOK (Pesaran Testi)

Çalışmada imalat sanayi grubunda değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunu bulunmaktadır. İmalat dışı sektörde ve tüm firma grubunda ise değişen varyans ve otokorelasyon sorunu bulunmaktadır. Bu nedenle modelde dirençli tahminciler kullanılarak tahmin yapılması gerekmektedir. İmalat sanayi sektörü için dirençli tahminci yöntemi olarak Park-Kmenta Tahmincisi yöntemi uygulanmıştır. İmalat dışı sektörde ve tüm firma grubu için dirençli tahminci yöntemi olarak Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi yöntemi kullanılmıştır.

Aşağıdaki Çizelge'de modele yönelik tahmin sonuçları yer almaktadır.

Çizelge 4.6. Modele göre dirençli tahmin sonuçları

Değişken	İmalat Sanayi			İmalat dışı Sanayi			Tüm Sektör		
bd	Katsayı	Standart hata	t-ist	Katsayı	Standart hata	t-ist	Katsayı	Standart hata	t-ist
ihr	0.2599842*** (0,000)	0,0332058	7.83	0.2082365 (0.416)	0,2561557	0.81	0,1430914 (0.360)	0,1564096	0.91
mdv	0.1404532*** (0,005)	0.0499545	2.81	0.3691934** (0.040)	0,1800711	2.05	0.3370904** (0.019)	0.1437066	2.35
bvk	-0.0004303*** (0,003)	0.0001444	-2.98	0.0000159 (0.337)	0.000018	0.88	0.0000121 (0.442)	0.0000157	0.77
ko	0.0232555 (0,369)	0.025907	0.90	-0.0751998 (0.321)	0.0758052	0.99	0.0524923 (0.385)	0.0603824	0.87
sz	0.0216149*** (0,000)	0.0061466	3.52	0.0527837*** (0.000)	0.013286	3.82	0.02479091*** (0.000)	0.012997	3.69
m2	-0.00000573 (0,647)	0.0022012	-5.33	-0.0209023*** (0.003)	0,0000212	-2.99	-0.0162039*** (0.000)	0.0040142	-4.04
rer	-0.0009444** (0.066)	0.0005136	-1.84	0.0004163 (0.756)	0,0069817	0.31	-0.0017159 (0.138)	0.0011571	-1.48
kkg	0.0053651*** (0.000)	0.0015152	3.54	0.0033662 (0.508)	0,0033662	0.66	0.0057901*** (0.030)	0.0026722	2.17
vix	0.0009102 (0.286)	0.0008529	1.07	0.00081 (0.572)	0.0014331	0.57	0.0005314 (0.500)	0.0007872	0.67
Sabit	0.5241617*** (0.000)	0.0851745	4.67	-0.2578697 (0.052)*	0.1328012	-1.94	0.0399418 (0.753)	0.1267602	0.32

Not: ***, ** ve * işareti sırasıyla %1, %5 ve %10'da sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

İlk olarak ihracatın borç dolarizasyon üzerindeki etkisine bakıldığında imalat sanayi firma düzeyinde istatistiki anlamda anlamlı ve imalat dışı sanayi ve tüm firma grubunda da ise istatistiki anlamda anlamsız olduğu görülmektedir. İlişkinin yönü ise beklenildiği gibi pozitif yönde bulunmuştur. Analiz sonuçlarına göre ihracattaki 1 birimlik artış, imalat sanayi sektöründe borç dolarizasyonu 0.2599842, imalat dışı sanayi sektöründe 0.2082365, tüm firma grubunda ise 0.1430914 değerinde arttırmaktadır. İmalat sanayi sektöründe ihracatın borç dolarizasyon üzerindeki etkisi diğer gruplara göre daha büyüktür. Firmaların ihracat payı arttıkça borç dolarizasyon oranı da artmaktadır. İhracat oranı yüksek olan firmaların döviz gelirlerinin de yüksek olması sebebiyle bilançolarındaki para birimi uyumsuzluğu giderilmiş olmakta ve firmaların bu sebeple daha fazla yabancı para birimi cinsinden borçlandığı düşünülmektedir.

Maddi duran varlıkların borç dolarizasyon üzerindeki etkisine bakıldığında tüm gruplarda istatistiki anlamda anlamlıdır. İlişkinin yönü ise her grupta beklenildiği gibi pozitif yöndedir. Analiz sonuçlarına göre maddi duran varlıklarda 1 birimlik artış, imalat sanayi sektöründe borç dolarizasyonunu 0.1404532, imalat dışı sektörde 0.3691934, tüm firma grubunda ise 0.3370904 değerinde arttırmaktadır. Maddi duran varlıkları yüksek olan firmaların bu varlıkları teminat gösterme olanakları da artacağı için daha fazla yabancı para birimi cinsinden borçlanma imkânının arttığını söylemek mümkündür.

Kaldıraç oranı ve borç dolarizasyonu arasında ilişki imalat dışı firmalar düzeyinde ilişkinin yönü beklenildiği gibi negatiftir. Firmaların kaldıraç oranı arttıkça borç verenler, firmaların sermaye yapılarının kırılgan olduğunu düşünmekte bu sebeple firmalara borç verme konusunda isteksiz olmaktadır. Firmaların kaldıraç oranı düştükçe borç dolarizasyon oranı artmaktadır. İmalat sanayi firma ve tüm firma grubu düzeyinde ise ilişkinin yönü beklenilenin aksine pozitifir. Bu iki firma grubu düzeyinde kaldıraç oranı arttıkça borç dolarizasyonu artmaktadır. Bu ters ilişkinin nedeni olarak borç verenlerin yalnızca kaldıraç oranına göre değerlendirme yapmadığı, maddi duran varlıklar gibi teminat niteliğindeki değişkenlere bakarak karar verdiğini söylemek mümkündür.

Firma büyüklüğü borç dolarizasyon üzerinde etkisine bakıldığında tüm firma gruplarında istatistiki olarak anlamlıdır. Tüm firma gruplarında firma büyüklüğü istatistiki olarak %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre tüm firma gruplarında firma büyüklüğü ve borç dolarizasyonu arasındaki ilişkinin yönü beklenen yönde pozitif gerçekleşmiştir. Firma büyüklüğü arttıkça yabancı para birimi cinsinden borçlanma artmaktadır. Büyük firmaların iflas ve risk maliyetleri ile bilgi asimetrisi sorunun daha az olmasından dolayı yabancı para birimi cinsinden borçlanma imkânını arttırdığını ifade etmek mümkündür.

Finansal gelişmişlik düzeyinin borç dolarizasyonu üzerindeki etkisine bakıldığında tüm gruplarda istatistiki olarak anlamlı ve ilişki düzeyi beklenildiği gibi negatif yönlüdür. Finansal gelişmişlik değişkenin de 1 birimlik düşüş tüm firma gruplarında dış borçlanmayı ve dolayısıyla borç dolarizasyonunu arttırmaktadır.

KKBG ve borç dolarizasyonu arasındaki ilişkiye bakıldığında imalat sanayi ve tüm firma grubu düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Tüm sektör grubunda ilişkinin yönü beklenildiği gibi pozitif yönlüdür. Kamunun finansman ihtiyacı arttıkça, kamuyu fonlayan bankaların firmaların finansman ihtiyacını karşılayamadığı ve tüm sektör düzeyinde borç dolarizasyonunu arttırdığı söylenebilmektedir.

Reel döviz kurunun borç dolarizasyonu üzerindeki etkisine bakıldığında imalat dışı sektör ve tüm firma gruplarında istatistiki olarak anlamsızdır. İmalat dışı sanayi firmalarında reel döviz kuru ile borç dolarizasyonu arasındaki ilişki beklenildiği gibi pozitif yönlüdür. Reel döviz kurundaki artış ile dövizin ucuzlaması ve TL'nin değerlenmesi ile imalat dışı firmalar yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı tercih ederek finansman ihtiyacını karşıladığı söylenebilmektedir. Ancak imalat sanayi firmalar ve tüm firma grup düzeyine bakıldığında ilişkinin yönü negatiftir. Bu iki firma grubunda reel döviz kurundaki düşüş borç dolarizasyonunu arttırmaktadır. Bu durum, firmanın ihracata ya da iç piyasaya yönelik üretim yapmasına göre farklılık arz ettiği söylenebilmektedir. İç piyasaya yönelik çalışan firmalarda pozitif bir ilişki beklenirken ihracat yapan firmalarda döviz geliri elde etmeleri nedeniyle kayıtsız bir tercih söz konusu olabilmektedir.

Küresel risk iştahındaki artış ve küresel likiditenin artışı ile borç dolarizasyonunun artması beklenilmektedir. Ancak analiz sonuçlarına göre firma gruplarında beklenen yönde gerçekleşmemiştir. Küresel likiditede 1 birimlik azalış tüm firma gruplarında borç dolarizasyonunu arttırmaktadır. Küresel risk iştahındaki artış Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen nakit akımlarını arttırmaktadır. Bu nedenle ülke içinde sermayenin bollaşması ile firmalar ulusal para birimi cinsinden borçlanmayı tercih edeceği düşünülmektedir. Ayrıca risk alma iştahındaki artış, Borsa İstanbul'a yönelen sermaye akımlarını arttırarak hakla arzları teşvik edecek ve firmaları özkaynakla finansmana yönelteceği söylemek mümkündür.

Borcun vergi kalkanı değişkeni borç dolarizasyon üzerindeki etkisine bakıldığında imalat dışı sanayi ve tüm firma grubu düzeyinde istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. İmalat dışı sektör firmalarında ve tüm firmalar düzeyinde ilişkinin yönü beklenildiği gibi pozitif olarak gerçekleşmiş, imalat sanayi sektöründe ise ilişkinin yönü negatiftir. Analiz sonuçlarına göre imalat dışı sektör de borcun vergi kalkanında 1 birimlik artış borç dolarizasyonunu 0.0000159, tüm firmalarda ise 0.0000121 değerinde arttırmaktadır. İmalat sanayi sektör firma grubunda ise borcun vergi kalkanında 1 birimlik artış borç dolarizasyonunu -0.0004303 düzeyinde azaltmaktadır. İmalat dışı sektör firma ve tüm firma grubu düzeyinde yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda faiz ve kur farkının vergi matrahından indirebiliyor olması firmalar için kriter olduğu söylenilebilir.

Analiz sonuçlarına göre imalat dışı sanayi sektöründe ve tüm firma grubu düzeyinde borcun vergi kalkanı değişkeni ile borç dolarizasyonu arasındaki ilişki pozitif yönlüdür. Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması ile borcun faizi ve kur farkının firma kazancından gider olarak düşürülmesi ile firmaların elde ettiği gelirin vergiye tabi olan kısım azalacaktır. Bu sayede firma katlandığı maliyet kadar daha az vergi ödeyecektir (Erdem, 2012). Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda borçlandığı tarihteki kur ile borcun vadesi geldiği tarihteki kur arasındaki fark gider olarak vergi matrahından indirilebiliyor olması firmaların kur riskini ortadan kaldırmaktır. Oluşan kur farkları yılsonundaki kurdan işlem görmüş gibi bilanço ve gelir tablosunda yer almaktadır. Kur farkı, gider olarak vergi matrahından indirilmektedir. Bu sayede firmalar kur riskini

ortadan kaldırmakta ve negatif bilanço etkisinden kendilerinden korumaktadırlar. Ancak kur farkının vergi matrahından indirilmesi avantajı firmaların borcun vadesi gelmeden önce tek seferde indirilebilmesi firmaları iflasa sürükleyen unsur olmaktadır. Firmalar bütün borçları üzerinden artan kur farkı kadar gider yazmaktadır. Bu durum firmaların sermayelerini eriterek teknik iflas sürecinin başlamasına neden olmaktadır. Teknik iflas durumunda firmalar iflasta olmadığını kanıtlamaya çalışmakta veya ortaklar tarafından sermaye koyarak kurtarmaya çalışılmaktadır. Alacaklısı da bazen kötü niyetli olarak icra takibini başlatmak suretiyle teknik iflası gerçek iflasa dönüştürebilmektedir.

Analiz sonuçlarına göre imalat sanayi sektörü firmaları sermaye yapısı kararını verirken borcun vergi kalkanı değişkenini dikkate almadığı söylemek mümkündür. Bu durum firmalar için iki şekilde açıklanabilmektedir. Firmaların finansman kısıtı altında olması sebebiyle finansman ihtiyacı için kur riskini almak suretiyle yabancı para birimi cinsinden borçlanarak ihtiyaç duyduğu finansmanı karşılamaktadır. İkinci etken ise firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı bankalar aracılığıyla yapması nedeniyle bu kur riskinin aslında bankacılık riski olduğunun farkında olmasıdır. 2000 krizinde Demirbank'ın batması ile başlayan süreçle yaşanan krizde bankaların borcu devlet güvencesi altına alınmıştır. Firmalar artan kur nedeniyle bankalara olan borçlarını ödeyememesi ve bankaların batık kredilerindeki artış bankacılık krizine dönüşebilmektedir. Bankacılık sisteminde yaşanan bir krizin devletin desteği ile çözümlenmesi ve banka borçlarının devlet borcu hale getirilmesi ile sonuçlanması beklenilmektedir. Bu nedenle faiz ve kur farkının vergi matrahından indirmesi avantajı firmalar için önemi bulunmadığını söylemek mümkündür. Nitekim Türkiye özelinde yapılan yatırımların faizden ziyade kredi hacmi tarafından belirlendiği görülmektedir. Özetle, maliyetinden ziyade finansmana erişim firmaların finansman kararlarında daha belirleyici olduğu söylebilmektedir (Özatay ve diğerleri, 1996)

SONUÇ ve ÖNERİLER

Firmalar özkaynak ve yabancı kaynak olmak üzere iki fon kaynağı ile finansman ihtiyacını karşılamaktadır. Özkaynak olarak fon temin etmek istediğinde yeni ortak almak, hisse senedi ihraç etmek ve karları ortaklara dağıtmayarak gerçekleştirmektedir. Yabancı kaynaklar ile fon temin etmek istendiğinde ise banka kredileri, ticari krediler ve finansman bonolarına başvurmakta veya leasing, forfaiting ve factoring olmak üzere alternatif finansman yöntemleri kullanmaktadır.

Anonim şirket statüsünde olanlar hisse senedi ihraç ederek özkaynak yoluyla fon temin etmektedirler. Hisse senedi sahip olanlar kâr payı alma, yönetime katılma, oy hakkı kullanma gibi haklara sahiptirler. Şirketler hisse senedi ihraç etmek suretiyle fon temin etme maliyetlerinin yüksek olması ve halk arz edilecek şirketlerin sıkı denetimlere tabi olmasından dolayı oldukça zordur. Küçük ve orta ölçekli firmaların sıklıkla başvurduğu bir yöntemde karlarını dağıtmayarak finansman ihtiyacının kendi iç sisteminden karşıladığı otofinansman yöntemidir.

Yabancı kaynak olarak en çok başvurulan yöntem banka kredileri, ticari krediler ve tahvillerdir. Banka kredileri kısa vadeli finansman imkânı sağlamakta ve vadesi geldiğinde borcun anapara ve faiziyle birlikte ödenme esasına dayanmaktadır. Tahviller ise anonim şirket statüsünde olanlar tarafından çıkarılan uzun vadeli borçlanma senetleridir. Ticari krediler ise firmalara vadeli satış imkânı sunan yöntemdir.

Firmalar özkaynakla, yabancı kaynakla veya her iki kaynağın bileşimiyle firma değerini arttıracak, maliyetlerini minimize edecek kararı vermek suretiyle sermaye yapılarını oluşturmaktadırlar. Firmalar yabancı kaynağa başvurduklarında borcun faizini vergi matrahından indirme avantajı elde etmekte, ancak özkaynak yoluyla finansmanda böyle bir avantaja sahip değildirler. Firmalar borçla finansman sağlamak için özkaynak yapısının güçlü olması gerekmekte ve bu sayede daha uygun koşullarda borçlanma imkânı elde etmektedir.

Türkiye'deki firmaların sermaye yapılarına bakıldığında %60'a yakın yabancı kaynaklardan %40'a yakın kısmı ise özkaynaklardan oluşmaktadır. Yabancı

kaynaklar içerisinde de %70'i banka kredilerinden, geriye yakın kısmı ise ticari kredilerden oluşmaktadır.

Türkiye'de 1989 yılında alınan finansal serbestlik kararı, 1980 yılında başlayan ekonomik dönüşümün önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Bu dönüşümle birlikte, firmaların sermaye yapısı kararları ve borç kompozisyonları da değişime uğramıştır. Firmalar serbestlik kararı ile yurtiçinden ve yurtdışından yabancı para birimi cinsinden borçlanmak suretiyle finansman ihtiyacını karşılamaya başlamışlardır. Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması borç dolarizasyonu olarak adlandırılmaktadır.

Borç dolarizasyonu sayesinde firmalar ayakta kalabilmekte, yatırımlarını finanse edebilmekte, küreselleşme ile birlikte artan rekabete ayak uydurabilmektedir. Ancak artan borç dolarizasyonu negatif bilanço etkisine neden olmaktadır. Bu negatif bilanço etkisi daha çok sermayenin ani giriş ve çıkışları nedeniyle kurda oluşan dalgalanmaların firma bilançolarına olumsuz yansımalarından kaynaklanmaktadır. Calvo (2004), sermaye girişinin aniden durmasına *ani duruş etkisi* adını vermektedir. Siyasi, ekonomik, politik gibi nedenlerle sermayenin ani durması veya çıkışında dövize yönelik talep artmakta ve yerli para biriminin değeri düşerek ve reel döviz kuru artmaktadır. Reel döviz kurunun artışı firmaların yükümlülüklerinin değerini arttırmaktadır. Söz konusu firmaların döviz geliri olup olmasına bağlı olarak bu borçlar firmalar da temerrüt riskine neden olmaktadır.

Literatürde borç dolarizasyonunun artışı; orijinal günah sorunu, finansal sistemin yeterince derinleşmemiş olması, sabit kur sistemi ve kredibilite sorunundan kaynaklanmaktadır. Eichengreen ve Hausmann (1999) orijinal günah sorununu *“Bir ülkenin iç piyasada milli parası ile uzun vadeli ve yabancı piyasalarda kısa vadeli dahi olsa milli parası ile borçlanamaması”* olarak tanımlamışlardır. Bu tanımdan yola çıkarak firmaların hem yurtiçinde hem de yurtdışında yerli para birimi cinsinden borçlanamaması borç dolarizasyonu arttırmaktadır.

Finansal derinlik ise fon talep edenler ile fon arz edenlerin bir araya geldiği piyasalarda finansal araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların yaygın olarak kullanılmasıdır. Bu sistem yeterince gelişmediği durumda firmalar yerli para birimi cinsinden fon ihtiyacı karşılayamamakta ve firmalar uluslararası piyasalardan borçlanmaktadır.

Sabit kur sistemi borç dolarizasyonunu arttırmaktadır. Sabit kur sistemini tercih eden ülkelerde döviz kuru riski azalacağından kur dalgalanmalarına karşı güven duymakta ve borç dolarizasyonunu arttırmaktadır. Ancak esnek kur sistemini benimseyen ülkelerde de dalgalanma korkusu nedeniyle Merkez Bankasının faiz ve döviz likiditesi ile kura müdahale edileceği ile ilgili beklentiler borç dolarizasyonunu arttırmaktadır.

Son olarak kredibilite sorunudur. Merkez Bankasının para politikası amaçlarını gerçekleştirirken bağımsız, şeffaf ve açık olması gerekmektedir. Bu sayede Merkez Bankasının kredibilitesi artmaktadır. Para politikasının kredibilitesi sayesinde firmalar gelecekle ilgili karar verebilmekte ve yerli para birimine olan güven sayesinde de yerli para birimi cinsinden borçlanabilmektedir. Para politikasının kredibilite sorunu olması durumunda ise firmaların yerli para birimine güveni sarsılmakta ve yabancı para birimi cinsinden borçlanmak suretiyle fon temini etmektedir.

Türkiye’de firmaların borç dolarizasyonunu arttıran unsurlar ise; tasarruf eksikliği, borcun vergi kalkanı, sermaye piyasalarının gelişmemiş olması, off shore merkezlerin varlığı ve küresel likidite artışıdır.

Türkiye’de borç dolarizasyon oranını arttıran en önemli unsur tasarruf eksikliğidir. 2003-2016 döneminde toplam tasarruflar ortalama olarak yaklaşık %15 düzeyindedir. Toplam tasarrufların düşüklüğü sebebiyle firmalar yatırımlarını finanse edecek kaynağa ulaşamamaktadır. Özellikle 2003 yılından sonra ekonominin hızla toparlanmasıyla birlikte özel sektörün yatırımları artmış ve firmalar tasarruf yetersizliği nedeniyle ya bankalardan ya da uluslararası piyasalardan yabancı para birimi cinsinden borçlanmak durumunda kalmıştır.

Kuşkusuz firmaları döviz cinsinden borçlanmasını kolaylaştıran unsur küresel likiditenin artışıdır.

Küresel likiditenin artışı uluslararası ekonomilerde yaşanan gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Kronolojik sıralamayla gidilecek olursa; Japonya'nın 1990 yılında başlayan ve 11 yıl süren durgunluk sebebiyle düşük faiz politikası uygulaması, 1990'lı yıllarda ABD'de bilgisayar ve internetin hızla gelişmesi ile –e ticaret şirketi sayılarında yaşanan patlama, halka arz edilen bu şirketlerin hisse değerlerinin aşırı artışı nedeniyle oluşan balon, FED'in faiz indirimi, 2001 yılında yine ABD'de İkiz Kulelere yapılan saldırı nedeniyle FED'in faiz indirimine devam etmesi, DTÖ'ye giren Çin ve Doğu Asya ülkelerinde oluşan dış ticaret fazlaları, üretimde en büyük girdi olan petrolün fiyat artışı nedeniyle petrol üreticisi ülkelerin dış ticaret fazlaları ve 2008'de ABD'de başlayıp, 2010 yılında AB ülkelerine uzanan kriz sebebiyle bu ülkelerin faiz indirimlerine gitmesi sonucu artan tasarruflar Türkiye'ye gelen yabancı sermaye sayesinde firmalar hem bankalardan hem de uluslararası piyasalardan düşük faizle borçlanma imkânı elde etmiştir.

Kuşkusuz firmaların borç dolarizasyonun artışının da sınırı bulunmaktadır. Bu sınır, bilanço kalitesi açısından firmaların optimal sermaye yapısı kararının etkisinden kaynaklı olabileceği gibi devletin yaptığı müdahalelerden de olmaktadır. Firmaların bilanço kalitelerinde oluşacak herhangi bir riskin büyüyerek tüm ekonomiye nüfuz eden bir krize dönüşmesini engellemek için devlet yasal kısıtlar koymaktadır. 1989 yılında 32 sayılı Karar kapsamında yabancı para birimi cinsinden işlemler konusunda getirilen serbestlik kararı günümüze kadar ulusal ve uluslararası gelişmelere paralel olarak birçok değişikliğe uğramıştır. Bu karar kapsamında firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanmasına vade, tutar veya ihracat geliri gibi kıstaslara göre sınırlama getirilmiştir. Firmalar getirilen kısıtlamaları aşmak için offhore merkezlerinde yer alan bankalardan veya bu merkezlerde kurdukları şirketlerden borçlanmışlardır. Yurtiçinde bulunan bankalardan borçlanamayan firmalar bu bankaların offhore şubelerinden ya da elde ettikleri döviz gelirlerini istedikleri gibi tasarruf hakkı olması sebebiyle bu merkezlerde açtıkları şubeler vasıtasıyla yabancı para birimi cinsinden borçlanmışlardır.

Sermaye piyasalarının gelişmemesi firmaların finansman ihtiyaçları için alternatif yöntem ve usullere başvurmasına neden olmaktadır. Sermaye piyasasının gelişmiş olması firmaların düşük faizle uzun vadeli finansmanı imkânı elde etmesini sağlamaktadır. Türkiye’de 1986-2018 dönemine bakıldığında sermaye piyasası menkul kıymet stoklarında kamunun payının %75 olması; özel sektöre ait menkul kıymet stoku içinde de en yüksek payın hisse senedi ihracının yer alması, ancak bu payında toplam menkul kıymet stoku içinde oldukça düşük olması firmaların bu piyasalardan borçlanamadığını göstermektedir. Bu piyasanın gelişmemesinin nedenleri arasında kamunun özel sektörü dışlama etkisi, kamu menkul kıymetlerinin özel sektöre nazaran vergisel avantajı, yüksek faizli getiri imkânı, talep yetersizliği ve yüksek riskli olması sayılmaktadır.

Firmaların borç dolarizasyon artışı sebebiyle hem faiz ödemeleri artmakta hem de kurun dalgalanması sonucu vadeler itibarıyla kur farkı oluşmaktadır. Firmalar hem faiz giderini hem de oluşan kur farkını vergi matrahından indirebilmekte ve bu sayede negatif bilanço etkisi azalmaktadır. Özellikle kur dalgalanmalarının yoğun olduğu dönemde oluşan kur farkının firmanın yükümlülüklerinin değer olarak arttırması temerrüt riskine neden olmakta, ancak kur farkının vergi matrahından indirilmesi sayesinde de bu risk azalmaktadır. Firmalar da elde ettikleri bu avantaj sayesinde kur riski endişesi taşımadan borçlanabilmektedir.

Makro ekonomik tespitlere ek olarak, 1999-2016 dönemine ait TCMB Sektör bilançolarında yer alan imalat ve imalat dışı firmalara ait verilerden yola çıkılarak firmaların borç dolarizasyon oranlarını arttıran unsurları belirlemek için panel veri analizi yapılmıştır. Analizde imalat sanayi, imalat dışı sanayi ve tüm firma grubu düzeyinde uygulanan modelde borç dolarizasyonu bağımlı değişken, firma içi değişkenler ve firma dışında yer alan ekonomik göstergeler bağımsız değişken olarak ise olarak kullanılmıştır. Firma içi değişken olarak ihracat, maddi duran varlık, kaldıraç oranı, büyüklük ve borcun vergi kalkanı, firma dışı değişken olarak ise KKBG, finansal gelişmişlik, reel döviz kuru, Chicago Borsa oynaklık endeksi kullanılmıştır.

Firma içi değişken olarak kullanılan ihracat, maddi duran varlıklar ve büyüklük değişkeni borç dolarizasyonu arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuş, ancak imalat sanayi ve tüm firma grubu düzeyinde kaldıraç oranı beklentileri karşılamadığı, firmanın kaldıraç oranı arttıkça borç verenlerin firmaya daha fazla yabancı para birimi cinsinden borç verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların ihracat oranı arttıkça borç dolarizasyon oranını arttırdığını ve en çok imalat sanayi firmaları üzerinde etkisi bulunduğu tespit edilmiştir. İmalat sanayi sektörü, ihracatın %75'ini karşıladığını düşünüldüğünde bu firmaların döviz geliri elde etmeleri ve bu sayede borç dolarizasyon oranını arttığını söylemek mümkündür. İmalat dışı firmalar ve tüm firma grubu düzeyinde de ihracat geliri arttıkça borç dolarizasyon oranını artmakta ve durum firmaları hem kur riskinden hem de vade uyumsuzluğundan korumakta negatif bilanço etkisini önlemektedir.

Borç dolarizasyon ve borcun vergi kalkanı açısından bakıldığında ise bu değişkenin firmanın kar ve zarar dengesi, ödeyeceği vergi ve temerrüt riski açısından önemli bir değişkendir. Borcun vergi kalkanı, firmaların borçlanma durumunda borcun faizi, kur farkı ve komisyon gideri olarak adlandırılan giderlerin vergi matrahından indirilmesidir. Analiz sonuçlarına göre imalat sanayi firmalar için borcun vergi kalkanı değişkeni beklentinin dışında borç dolarizasyonu ile negatif ilişki bulunmuş, imalat dışı firmalar ve tüm firma grubu düzeyinde ise beklenildiği gibi pozitif ilişki bulunmuştur. İmalat sanayi firmalar, borcun vergi kalkanı azaldıkça firmaların borç dolarizasyon oranı artmaktadır. Borca ait giderlerin vergi matrahından düşürülmesi firmanın karını azaltmakta, borç veren açısından ise bu durum yanıltıcı olmaktadır. Bu nedenle borcun vergi kalkanı azaldıkça borç dolarizasyon oranını arttırdığını söylemek mümkündür. Analiz sonuçlarına göre imalat dışı firmalar ve tüm firma grubunda da borcun vergi kalkanı değişkeninin borç dolarizasyon üzerinde etkisi pozitif olmasına rağmen bu etkinin düşük olduğu söylenebilmektedir. Bu etkinin sınırlı olması ise firmaların finansman ihtiyacı için borcun faizinin önemli bir unsur olmadığını ifade etmek mümkündür. Firmalar borçlanınca faiz ve kur farkını gider olarak yazmaktadır. Yazılan giderin artması, kullanılan borcun ve/veya faiz ve kur maliyetinin arttırdığını göstermektedir. Böyle bir durumda firma borçlanmaya ara vermekte ve/veya yabancı/yerli kuruluşlar borç vermekten kaçınmaktadırlar. Ayrıca kur farklarının artışı firmalardaki dalgalanma

korkusunu şiddetlendirerek kurun oluşacağı dengeye dair endişeleri arttırmakta ve bu da doğal olarak borç dolarizasyonunu etkilemektedir. Aslında firmaların cari yıldaki borç dolarizasyon oranı önemli ölçüde bir önceki yıl borç dolarizasyon düzeyi tarafından şekillenmektedir.

Borç dolarizasyonu artıran makroekonomik değişken olarak KKBG ve finansal gelişmişlik değişkeni beklenildiği gibi negatif ilişkili bulunmuştur. Kamunun borçlanma ihtiyacı azaldıkça bankalar kamuyu fonlamak yerine finansman ihtiyacı olan firmaları finanse etmekte ve borç dolarizasyon oranı artmaktadır. Diğer en önemli değişken ise finansal gelişmişliktir. Finansal gelişmişlik dar anlamda finansal piyasaların gelişmesi olarak ifade edilmekte ve finansal piyasalar ise para ve sermaye piyasalarından oluşmaktadır. Firmaların uzun vadeli finansman ihtiyacı için ihtiyaç duyduğu fonu sermaye piyasalarından karşılayamaması nedeniyle yurtdışından borçlanmak zorunda kalmakta ve dolayısıyla borç dolarizasyon oranı artmaktadır.

Literatürde genel görüş, küresel likidite arttığı zaman borç dolarizasyon oranının arttırmasıdır. Ancak analiz sonuçlarına göre tüm firma gruplarında küresel likidite de oynaklık arttıkça borç dolarizasyon artmaktadır. Bir başka deyişle küresel likidite arttıkça borç dolarizasyon azalmaktadır. Bunun nedeni ise ülkeye gelen sıcak para sayesinde TL cinsinden borçlanmanın artacağı düşünülmektedir.

Analiz sonuçlarına göre reel döviz kurunun borç dolarizasyon üzerindeki etkisi oldukça düşük olduğunu söylenebilmektedir. İmalat dışı firmalarda bu ilişki beklenildiği gibi pozitif ilişkili, imalat sanayi ve tüm firma grubu düzeyinde negatif ilişkilidir. Bu ilişkinin ters yönlü olması ise bu firmaların girdileri TL cinsinden, satışları ise döviz cinsinden olması durumunda reel döviz kuru düşünce daha fazla döviz cinsinden borçlanmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü firmalar 1 dolar ile alabilecekleri TL olarak artarken, böylece iç piyasada üretimleri daha kolay gerçekleştirmektedirler. Yine yurtdışına döviz ile satarak daha fazla TL karşılığı almaktadırlar.

Firmaların borç dolarizasyon oranlarını arttıran makroekonomik değişkenler firmaların tercihini etkileyen ana unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu

makroekonomik değişkenler ekonomin genel görünümünü göstermekte ve bu göstergeler hem kamu hem de özel sektörlerin kararları üzerinde etkisi bulunmaktadır. Firmalar da ekonominin bu genel görünümü nedeniyle yabancı para birimi cinsinden borçlanmak zorunda kalmaktadır. Firma içi değişkenler ise firmaların ne kadar borç dolarizasyon oranına sahip olabileceği hakkında firmaya yön vermekte, borç veren açısından ise ilgili firmaya borç verip vermemesi hakkında karar vermesini sağlamaktadır. Özetle makroekonomik değişkenlerin etkisi borç dolarizasyonunu arttırmakta, mikro ekonomik değişkenler ise firmanın borç dolarizasyon düzeyinin ne kadar olması gerektiğini göstermektedir.

Yapılan analizler kapsamında, Türkiye’de imalat sanayi ve imalat dışı sanayi sektörlerinin borç dolarizasyon oranlarını arttıran unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, firmaların borç dolarizasyon oranını arttıran makroekonomik verilerin firmaların borçlanma kararında daha etkili olduğu, özellikle sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması ve kamunun payının azaltılması gerektiğini sonucu ulaşılmaktadır.

Borç dolarizasyon artışının firma bilançolarında kur riskine neden olması ve bu durumunda ekonomide kırılganlık oluşturmaları sebebiyle firmaların YP birimi cinsinden borçlanmasının azaltılması gerekmektedir. Firmaların YP birimi cinsinden nakdi kredilerle finansman yerine özkaynakla finansman imkânının artırılması gerekmektedir. Özkaynakla finansmanın artırılması sayesinde firma değeri artmakta ve bilanço kırılganlıkları azaltılarak daha güçlü ve sağlam şekilde faaliyetlerine devam edebilmektedir. Borç dolarizasyon oranını azaltmak ve özkaynakla finansmanın teşvik etmek için ekonomik sistemde birtakım düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Bu nedenle, firmaların borç dolarizasyon oranını ve kur riskini azaltan önlemler ile firmaların yurtiçinden TL cinsinden uzun vadeli borçlanmasını sağlayan öneriler aşağıda sıralanacaktır.

Firmaların borç dolarizasyon oranlarını azaltmak için borcun vergi kalkanı imkânının kaldırılması gerekmektedir. Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlandığı zamanki kur ile borcun ödeme zamanı geldiğinde oluşan kur arasındaki farkın vergi matrahından indirilmesi firmaların borç dolarizasyon oranını arttırmaktadır. Firmalar, oluşan kur farkının vergi matrahından indirmesinin önüne

geçilmesi ile borç dolarizasyon oranının azaltılması sağlanmalıdır. Kur farkının vergi matrahından indirim mekanizmasının engellenmesi ile hem borç dolarizasyonun azalması sağlanmakta hem de teknik iflas sorunu ortadan kalkmaktadır. Kur farkının gider olarak yazılmasının önüne geçilememesi durumunda ise yapılacak düzenleme ile kur volatilitésinin yüksek olduğu dönemlerde kur farkının vergi matrahından indirilmesinin önüne geçilerek teknik iflas durumunu ortadan kaldırmak mümkündür.

Firmaların yurtdışından döviz cinsinden borçlanması durumunda (bankalar aracılığıyla) yalnızca KKDF kesintisi yapılmaktadır. Firmalar yurtdışından döviz cinsinden borçlanması durumunda borçlanma vadesine göre KKDF kesintisi yapılmaktadır. 1 yıla vadeli olan borçlanmada %3, vadesi 1 yıl ve 2 yıl arasında olan borçlanmalarda %1, 2 yıl ve 3 yıl vadeli olanlar %0,5 oranında kesinti yapılmaktadır. 3 yıl vadeli olanlarda ise KKDF kesinti yapılmamaktadır⁴⁵. Yurtdışından yapılan borçlanma BSMV kapsamında yer almayıp, KDV'den ve damga vergisinden muaftır. Firmaların yurtdışından borçlanma maliyetlerinin düşük olması ile borç dolarizasyonunu artmaktadır. Bu nedenle YP birimi cinsinden borçlanmayı daha yüksek kesinti KKDF veya ek vergilerle sınırlandırmak mümkündür.

Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması durumunda kur riskini hedge ederek riski bertaraf edebilme imkânı elde etmektedir. Firmaların ihracat gelirinin olup olmasına bağılı olarak ya da belirli bir tutar üzerinden YP birimi cinsinden borçlanması durumunda bankalarla yapılacak zorunlu forward anlaşmaları ile kur riskinden korunma imkânı sağlanabilir. Bu sayede ya forward maliyetlerine katlanmamak için firmalar YP para birimi cinsinden borçlanmayacak ya da bu maliyete rağmen borçlanma durumunda kur riskine karşı bilançolarını koruma altına alacaktır.

Firmaların TL cinsinden borçlanması için finansal sistemde yeterli fon elde etmek için ipotek sorunun çözülmesi, Kredi Garanti Fonunun geliştirilmesi, İşsizlik Sigorta Fonundan finansal sisteme kaynak aktarılması, Kalkınma ve Yatırım Bankalarının işlevinin artırılması gerekmektedir.

⁴⁵ 1 Ocak 2015 tarihinde 28515 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

Küçük ve orta ölçekli şirketlerin en çok başvurduğu finansman kaynağı banka kredileridir. Bankaların da bu firmaları riskli olarak değerlendirmesi neticesinde banka borcuna karşılık gayrimenkul teminatı istemektedir. Firmaların bu teminatı temin etmekte zorlanması veya teminatı karşılaya bile bankaların yüksek faizle kredi vermesi firmaları finansman sıkıntısı içine sokmaktadır. Firmaların teminat sorununa destek vermek için Kredi Garanti Fonu (KGF) kurulmuştur. Firmalar bankalara kredi başvurusunda bulunduklarında bankaların teminat isteğine karşı firmalar bu fona başvurmakta ve teminat alma imkânı elde etmektedir (İSO, 2013). Firmaların banka kredilerine rahatlıkla ulaşılabilmesi sağlamak amacıyla ya gayrimenkul teminatının kaldırılması veya KGF sisteminin daha da etkin hale getirilip kurumsallaştırılması gerekmektedir.

İşsizlik Sigortası Fonundan küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman ihtiyacını karşılanması için bu firmalara finansman imkânı veren kredi kuruluşlarına kaynak aktarılması sağlanabilir. İşsizlik Sigortası Kanunu ile sigortalı çalışanların işsiz kalması durumunda fondan yararlanması amacıyla kurulan İşsizlik Sigortası Fonu için işçilerden %1 ve işverenden ise %2 oranında prim kesintisi yapılmaktadır. Devletinde %1 oranında katkısı bulunmaktadır. Fonun faaliyete geçmesi ile birlikte zamanla kullanım alanı genişletilmiştir. Bu kapsamda, firmaların finansman ihtiyacı için finansman temin ettiği kuruluşlara bu fondan kaynak aktarımı sağlayarak firmaların daha fazla finansman elde etmesi sağlanabilir.

Firmaların yabancı para birimi cinsinden borçlanması nereden yerli para birimi cinsinden uzun vadeli olarak borçlanamamasıdır. Uzun vadeli fon ihtiyacının karşılanması için sermaye piyasalarının gelişmesi oldukça önemlidir. Sermaye piyasalarının gelişmesi için tasarrufların artırılması, ihraç maliyetlerinin düşürülmesi ve halka arz için teşvikler verilmesi gerekmektedir.

Firmaların sermaye piyasasında fon temin edebilmesi için ihraç maliyetlerinin düşürülmesi gerekmektedir. Şirketler halka az kararı verdiklerinde çeşitli maliyetlere katlanmaktadır. SPK'da yer alan bu maliyetlere göre; aracı kuruluşlara ödenen ücretler, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayda alınan her pay için ihraç değerinin binde iki oranında pay, Borsa İstanbul'a kayıt için sermayenin nominal

tutarı üzerinden binde 1 oranında kotasyon ücreti, 2.000 TL-50.000 TL arasında üyelik aidatı ve bağımsız denetçilere ödenen ücretten oluşmaktadır⁴⁶. Halk açılmak isteyen şirketler hisse senedi ihraç maliyetlerinin yüksek olması sebebiyle halka açılma konusunda isteksiz kalmaktadır. Ayrıca bu işlemlerin 1 yıla kadar sürmesi ve bürokratik işlemlerin uzunluğu nedeniyle halk arz sınırlı düzeyde kalmaktadır. Halka arz ile hisse senedi satışını artırmak için hem maliyetlerin düşürülmesi hem de bürokratik işlemlerin azaltılması gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının gelişmesi ile firmalar uzun vadeli finansman imkânı elde etmektedir. Sermaye piyasaların gelişmesi için tasarrufların attirılması önemlidir. Türkiye’de tasarruf oranlarını oldukça düşük düzeyde seyretmekte ve tasarruf oranlarını artırması gerekmektedir. Kadınların istihdama katılmasını sağlayarak hanehalkının gelirini arttırmak suretiyle tasarrufların artırılması, bireysel emeklilik sisteminin geliştirilmesi (Karagöl ve Özcan, 2014), finansal imkanlarının tanıtımın iyi yapılması, avantajlarının iyi anlatılması, zorunlu hale getirilmesi, sistemden çıkışının engellenmesi gibi uygulamalarla sistemin geliştirilmesi gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının gelişimi için sermaye piyasası aracı kurumların gelişmesi önemlidir. Sermaye piyasası aracı kurumu olan Kalkınma ve Yatırım Bankalarının gelişmesi önem arz etmektedir. Bilindiği gibi Kalkınma ve Yatırım Bankalarının amacı küçük ve orta ölçekli firmaların uzun vadeli fon temini sağlamak, büyük ölçekli firmaların ise yatırımlarını finanse etmek için menkul kıymet ihraç etmektedir. Türkiye’de Kalkınma ve Yatırım Bankaları Hazine’den kaynak transferi yapılmakta ve bu bankalar Dünya Bankasından yüksek miktarda kredi almaktadır. Alınan krediler ile yurtiçindeki firmalara finansman imkânı sağlamaktadır (Şenel ve Şekeroğlu, 2019). Bu bankalar ticari bankaların kredi vermediği firmalara kredi vererek risk almaktadır. Türkiye’de bu bankalar ticari bankalar gibi kâr amacı gütmeye başlanması ve ticari bankaların faiz oranına yakın veya daha yüksek faizle kredi temin etmesi firmaların bu bankalardan fon temin etmesini zorlaştırmaktadır. Bu bankaların sadece reel sektöre hizmet verecek şekilde reorganizasyon yapılması oldukça önemlidir.

⁴⁶ Borsa İstanbul. Maliyetler.

Web: <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/yildiz-pazar-ve-ana-pazar/maliyetler> adresinden 27 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.

Şirketlerin bilançolarında firma değerini arttırmak için fon ihtiyacını özkaynak yoluyla temin etmesi önemlidir. Bunun için alınan ekonomik tedbirle ile firmaların özkaynak yoluyla finansman sağlanması teşvik edilmektedir. Temmuz 2015 yılında “nakdi sermaye arttırımı” düzenlenmesi ile firmaların özkaynakla fon sağlanması amaçlanmıştır. Firmalar, yabancı kaynağa başvurduğunda maliyetlerinin vergi matrahından indirilmesi avantajına benzer bir indirim mekanizması olduğu söylenebilmektedir. Yapılan düzenlemeyle sermaye şirketlerinin nakdi olarak sermaye arttırması durumunda, belli oranlarda kurumlar vergisi beyannamesinden indirim hakkı elde etmektedir. İndirilecek tutar “Nakdi sermaye artışı*TCMB ticari krediler faiz oranı*Oran*Süre” formülü kullanılarak hesaplanmaktadır. Oran olarak halka açık olmayan şirketlerde %50, halka açıklık oranının %50’den daha az olan şirketler için %50, halka açıklık oranının %50’den fazla olması durumunda %100 oranında puan kullanılmaktadır⁴⁷. Ortaklardan alınan borç veya kredi kullanılarak yapılan sermaye artırımları dışında bu artırım için gerekli olan nakdin nereden temin edildiğinin önemi bulunmamaktadır. Düzenlemeyle firmaların sisteme dahil olmayan varlık ve birikimlerinin sisteme dahil edilerek özkaynakla finansman özendirmek amacı güdülmüştür. Düzenlemenin ne kadar süreceği bilinmemekle birlikte düzenlemenin uzun süre devam etmesi ve sürenin devamlılık arz etmesi gerekmektedir.

Türkiye’de ara malı ve yatırım malları ithalatının yüksek olması ve ihracatın ithalata bağımlılığının yüksek oluşu nedeniyle firmaların tasarruf açığı artmaktadır. İhracatın ithalata bağımlı olduğu sürece tasarruflar etkin şekilde kullanılamayacaktır. Bu yüzden ihracatın ithalata bağımlılığı azaltılması gerekmektedir. Bunun için yüksek katma değerli ürünlere ağırlık verilmek suretiyle AR-GE yatırımlara öncelik verilmesi, enerji için alternatif enerji kaynaklarının bulunması, yenilenebilir enerji kaynaklarına yönelik teşviklerin artırılması, teknoloji alt yapı yetersizliğinin giderilmesi ile Türkiye’deki mevcut enerji kaynaklarının kullanabilir hale getirilmesi ile aramalı ithaline olan bağımlılık azaltılabilir.

⁴⁷ Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No: 1)’Nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 4 Mart 2016 tarihinde 29643 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

KAYNAKÇA

- Açba, S. (1991). **Devlet Borçlanması**. Ankara: Adım Yayıncılık, 23,26.
- Adıyaman, A.T. (2006). "Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri". **Sayıştay Dergisi**, 62, 22,30.
- Aizenman, J., Ito, H. (2012). "Trilemma Policy Convergence Patterns And Output Volatility". **North American Journal of Economics and Finance**, 23, 270.
- Akbakay, Z. (2017). "2000 Sonrasının Türkiye'sinde Dalgalanma Korkusu". **Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 7(14), 276,287.
- Akbulak, S., Akbulak, Y. (2004). **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 151.
- Akdoğan, Kahraman, S. (2012). "Türkiye'de Mali Serbestleşme Süreci ve Krizlerin Kısa Bir Özeti." **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 14(2), 193-194.
- Akçiğ, Ö. (1994). **Finansal Yönetim**. (Genişletilmiş Altıncı Basım). İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 490-641.
- Akgöbek, İ. (2011). **Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşme ve Satın Almaları Türk Perakende Sektöründe Bir Araştırma**. Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Karaman, 13.
- Akgüç, Ö. (1998). **Finansal Yönetim**. (Yenilenmiş Yedinci Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 628,648.
- Akıncı, M., Yüce Akıncı, G., ve Yılmaz, Ö. (2014). "Lale Çılgınlığı'ndan Mortgage Krizi'ne Spekülatif Balonlar". **Tarih Okulu Dergisi**, 19, 738-740.
- Akinlo, O. (2011). "Determinants of Capital Structure: Evidence From Nigerian Panel Data." **African Economic and Business Review**, 9(1), 1-17.
- Akkemik, K. A. (2011). "Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finans Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirmesi". **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 12(2), 171-173.
- Aklan, N. A., Nargaleçekenler, M. (2010). "Yükümlülük Dolarizasyonu ve Bilanço Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Analiz". **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 43, 177-199.
- Aksen, D. (2014). "İnternet'in İ'si". **Koç Üniversitesi Kule Dergisi**, 38, 27.
- Aksoy, A. (1983). **Türkiye'nin Dış Finansman İmkânları ve Bu İmkânlardan Özel Kuruluşların Yararlanmasını Etkileyen Faktörler**. Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi. Ankara. 14,29.

- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2007). **Sermaye Piyasası Araçları ve Analizi**. (3. Baskı), Ankara: Gazi Kitabevi, 505.
- Aksoy, A., Yalçın, K. (2008). **İşletme Sermaye Yönetimi**. (Dördüncü Basım). Ankara: Gazi Kitabevi, 413.
- Aksu, M. (2007). *Marshall–Lerner Yaklaşımı Çerçevesinde Reel Döviz Kuru ve Ticaret Dengesi Arasındaki İlişki: Kuram ve Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 22.
- Aktan, K. H., (1985). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Bunalımı ve Türkiye”. **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3(12), 60.
- Akyol, S. (2017). “Küresel Kriz ve Maliye Politikası: Batı Balkan Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme.” **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 54(634), 62-64.
- Akyüz, Y. (2011). “Küresel Kriz ve Yükselen Ekonomilerde Büyüme ve İstikrar: Çift Şeritli Yol Mu, Yoksa Yolun Sonu Mu?” **İktisat ve Toplum Dergisi**, 13, 23.
- Alkinoğlu, L. (2000). “Asya Finans Krizi-Ne Öğrendik?”. **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, 15(1), 68.
- Alkin, E., (1990). **Uluslararası Ekonomik İlişkiler**. İstanbul: Filiz Kitabevi, 221.
- Alp, B. (2013). *Türkiye’deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi*, Uzmanlık Tezi, TCMB, Ankara, 1,66.
- Alp B., Yalçın, C. (2015). Türkiye’de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı. **TCMB**, Çalışma Tebliği No:15/01, 4,44.
- Alpar, C. (1980). “Dış Borç Sorunu- Az Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye Yönünden Bir Değerlendirme.” **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. 1(3),159.
- Alrabadi,D.W.H., Kharabsheh, B. A. (2016). “Financial Deepening And Economic Growth: The Case of Jordan”. **Journal of Accounting and Finance**, 16(6), 158.
- Ang J. S., Chua, J. H., Mcconnell, J. J., (1982). “The Administrative Costs Of Corporate Bankruptcy: A Note”. **The Journal Of Finance**, 38(1), 220.
- Ara Begum, L, Alhelal, H. Md. (2016). “Revisiting The Marshall-Lerner Condition İn The Bangladesh Economy: A Cointegration Approach”. **Bangladesh Bank Training Academy**. 5(1), 30.
- Arat, K. (2003). *Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi*. TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Ankara, 6,8.
- Ardor, H. N., Öztürk, F. (2007). “Ortadoğu Petro-Dolarları, Petro-Dolar Yeniden Döngüsü ve Küresel Rekabet”. **Akademik Orta Doğu**, 2(1), 165-185.

- Ardor, H. N., Varlık, S. (2008). "İlk Günah Hipotezi, Dolarlaşma ve Dalgalanma Korkusu: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Değerlendirme." ***Ekonomik Yaklaşım***, 19(Özel Sayı), 287.
- Aslan, N., Terzi, N., ve Siampan, E. (2014). "Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi". ***Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi***, 5(10), 17.
- Aşık, P. (2013). ***Hukuki Açıdan Forfeiting***. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 52-53.
- Ata, H. A., Ağ, Y. (2010). "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi". ***İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi***, 11, 51,59.
- Avcioğlu, C., Özata, F., Nirun, H., ve Soyuer Gürel, Ö. (2018). ***Sektörel Görünüm Beyaz Eşya Şubat 2018***. İstanbul: TSKB, 8-16.
- Aydın, A., Başar, M., Çoşkun, M. (2009). ***Finansal Yönetim***. Ankara: Detay Yayıncılık, 150,177.
- Aydın, K., Aksoy, Ö. (2012). "Finansal Krizler Üzerine Bir Değerlendirme". ***Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi***, 1, 140,141.
- Aytekin Koç, G. (2018). "Uluslararası Sermaye Hareketleri Kapsamında Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Etkileri ve Spekülasyon". ***Uluslararası Beşerî Bilimler ve Eğitim Dergisi***, 4(7), 186-192.
- Bağış, Bilal (2016). Döviz Kuru Sistemleri. N. Eroğlu, H. Dinçer, U. Hacıoğlu. (Editörler). ***Uluslararası Finans: Teori ve Politika***. Ankara: Orion Kitabevi, 361, 375
- Bahçeci, A. S. (1997). ***Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi***. Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı. Ankara, 94, 95.
- Bakan, S., Akkaya, O. (2018). "Marshall-Lerner Koşulunun Türkiye Ekonomisinde İncelemesi: 1950-2000 Dönemi." ***Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi***, 6(18), 325.
- Ball, C. P., Reyes, J. (2008). Inflation Targeting Or Fear Of Floating İn Disguise? A Broader Perspective. ***Journal of Macroeconomics***, 30(1), 308,310.
- Baltagi, B. H. (2005). ***Econometric Analysis Of Panel Data***. (Third Edition). England: John Wiley & Sons Ltd, 4,7.
- Barlas, K. (2013). "Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi." ***TCMB Ekonomi Notları***, 2013-01, 2.
- Barro, R. J., Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory Of Monetary Policy Natural Rate Model. ***Journal of Political Economy***, 91(4), 599.

- Bastı, E. (2006). **Kriz teorileri çerçevesinde 2001 Türkiye finansal krizi**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 102,126.
- Başçı, E., Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. **TCMB Çalışma Tebliği**, No:11/08, 2.
- Baykal, B., Korkmaz, C., Kocabiyik, N., & Ceylan, O. M. (2018). The Influence Of Post-Fixation On Visualising Vimentin In The Retina Using Immunofluorescence method. **Folia Morphologica**, 77(2), 246-252.
- Bayraktutan, Y., Demirtaş, I. (2011). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi”. **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. 22(2), 9.
- Bayülken, Y. (2017). **Makina İmalat Sanayi Sektör Araştırması**. (Revize Edilmiş Beşinci Baskı). Ankara: TMMOB Makina Mühendisleri Odası, Yayın No: MMO/672, 1,23.
- BDDK. (2008). Mortgage Krizi. **BDDK Çalışma Tebliği**, 3, 45.
- Bebczuk, R., Galindo, A. ve Panizza U. (2006). An Evaluation of The Contractionary Devaluation Hypothesis”. **Inter-American Development Bank Research Department**, Working Paper No: 582, 3,5.
- Berk, N. (2000). **Finansal Yönetim**. (Beşinci Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi, 174,185.
- Beşkaya, A., Güdenoğlu, E. (2014). “Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye Ekonomisinin Zaman Serileriyle Analizi”. **Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi**, 2, 45.
- Bilginoğlu, M. A. (1988). “Türkiye’nin Dış Borç Sorunu”. **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2, 252.
- Binici, M., Kara, H., Özlü, P. (2016). “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”. **TCMB Çalışma Tebliği**, No:16/08, 7-8.
- Blinder, A. S. (2000). Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?. **The American Economic Review**, 90(5), 1422-1423.
- Bogetic, Z. (2000). “Full Dollarization: Fad or Future?.” **Challenge**, 43(2), 18.
- Bolak, M. (2001). **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. (Dördüncü Basım). İstanbul: Beta Basım, 8.
- Bolak, M. (2005). **İşletme Finansı**. İstanbul: Birsen Yayınevi, 236.
- Booth, L., Aivazian V., Demirgüç, A., ve Maksimovic, V. (2001). Capital Structures In Developing Countries. **The Journal Of Finance**, 56(1), 87-118.

- Boratav, K. (2009). **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2007**. (Üçüncü Baskı). Ankara: İmge Kitabevi, 128.
- Bordo, M. D., Meissner, C. M. (2005). The Role of Foreign Currency Debt In Financial Crises:1880-1913 vs. 1972-1997. **NBER**, Working Paper No. 11897, 2
- Bordo, M. D., Meissner, C., Redish, A. (2003). How “Original Sin” Was Overcome: The Evolution Of External Debt Denominated In Domestic Currencies In The United States And The British Dominions 1800-2000.” **NBER**. Working Paper 9841, 1-39.
- Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/>
- Bozkurt, İ. (2014). “Dengeleme Teorisi’nin Geçerliliğinin Panel Veri Analizi ile Test Edilmesi: BİST’de Ampirik Bir Uygulama”. **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 21(2), 165.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., and Kim, E. H. (1984). “On The Existence Of An Optimal Capital Structure: Theory And Evidence”. **The Journal Of Finance**, 39(3), 857-877.
- Branch, B. (2002). “The Costs Of Bankruptcy: A Review”. **International Review of Financial Analysis**, 11, 42.
- Brealey, R. A., Myers, S.C., and Marcus, A. J. (2004). **Fundamentals of Corporate Finance**. Fourth Edition. McGraw-Hill Companies, 412-413.
- Brenner, R., Pröbsting, M. (2011). **Marksist Kriz Teorisi ve Kredi Krizi**. İstanbul: Yordam Kitap, 130-132.
- Broto, C., Diaz-Cassou, J. & Erce-Dominguez, A. (2008). Measuring and Explaining The Volatility Of Capital Flows Towards Emerging Countries. **Banco de Espana, Documentos de Trabajo**, 0817, 9.
- Bulut, E. (1999). “Tayland Ekonomisi ve Kriz”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 10(34), 62,67.
- Burucu, H., Öndeş, T. (2016). “Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi” **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(1), 203
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., Sevil, G. (2010). **Finansal Yönetim**. Ankara: Sözkese Matbaacılık, 499,504.
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M. (2000). Fear of Floating. **NBER**, 7993, 2,5.
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. **The Quarterly Journal of Economics**, 117(2), 379,405.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., and Mejia, L. F. (2004). “On The Empirics Of Sudden Stops: The Relevance Of Balance-Sheet Effects”. **NBER**, 10520, 2.

- Calvo, G. A., Talvi, E. (2005). Sudden Stop, Financial Factors And Economic Collapse In Latin America: Learning From Argentina And Chile. **NBER**, 11153, 21,23.
- Calvo, A. G. (2006). "Monetary Policy Challenges İn Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization And Lender Of Last Resort". **NBER**, 12788, 17.
- Can, R. (2013). *Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Kuramı ve Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 54-76.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H. (2007). **Finansal Pazarlar**. (Genişletilmiş Dördüncü Baskı). Adana: Karahan Kitabevi, 1,32.
- Carare, A., Schaechter, A., Stone, M., Zelmer, M. (2002). Establishing Initial Conditions İn Support Of Inflation Targeting, **IMF**, Working Paper 02(102).
- Ceyhan, A. C. (2010). **Türkiye’de dış borç sorunu ve dış borç ekonomik büyüme ilişkisinin analizi**. Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kahramanmaraş, 43,44.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2013). **İşletmelerde Finansal Yöntemi**. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 179, 448
- Cihangir, M. (2005). "Finansal Krizlerin Banka Birleşmelerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Çerçevesinde Kronolojik Bir Yaklaşım". **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, 19(1), 105
- Civan, M. (2010). **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 81-108.
- Cömert, H. (2016). "İmkânsız Üçleme’den İmkânsız İkilem’e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası". **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 34(1), 121.
- Çankaya, F., Yılmaz, Z. (2014). "Üretim Miktarına Göre Amortisman Yönteminin Değişken Maliyetler ve Kârlılık Üzerine Etkileri". **Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**, 8, 224.
- Çelik, U., Uyar, U. (2012). Vergi Kalkanı Değeri ve Firma Büyüme Oranı İlişkisi: Duyarlılık Analizi. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 17(2), 394.
- Çelikel Danışoğlu, A. (2007). "Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi". **Sosyal Bilimler Dergisi**, 2, 5.
- Çetiner, E. (1992). **İşletmelerde Mali Analiz**. Ankara: Gazi Büro Kitabevi,
- Çevik, N.K., Cural, M. (2013). "İç Borçlanma, Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi:1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği". **Maliye Dergisi**, 165,120.

- Çoban, C. (2018). "Vekâlet Teorisi ve TURKCELL örneği". **Journal of Politics, Economy and Management**, 1(1), 13.
- Çolak, Ö. F. (2002). Finansal Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Durumu ve Sektörün Yeniden Yapılandırılması. Ö. F. Çolak. (Editör). *Kriz ve IMF Politikaları*. İstanbul: Alkım Yayınevi, 166-167.
- Çolak, Ö. F., Öztürkler, H. (2012). "Tasarrufun Belirleyicileri: Küresel Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye'de Hanehalkı Tasarruf Eğiliminin Analizi". **TBB Bankacılar Dergisi**, 82, 20.
- Çoşkun, Y. (2010). "Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi". **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 65(4), 7,17.
- Dağlı, H. (1999). **Finansal Yönetim**. (Birinci Baskı) Trabzon: Derya Kitabevi, 223.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G. (2004). "The Determinants Of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region". **Journal of Multinational Financial Management**, 4(5), 387-405.
- DeLong, J.B., Magin, K. (2006). A Short Note On The Size Of The Dot-Com Bubble. **NBER**, Working Paper 12011, 2.
- Demir, M., Sever, E. (2009). "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme". **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, 8(29), 219,220.
- Demir, Y., Öztürk, E., ve Albeni, M. (2007). "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi". **Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İİBF Dergisi**, 7(3), 443.
- Demirhan, D. (2009). "Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İmkb Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama". **Ege Akademik Bakış Dergisi**, 9(2), 686-695.
- Diev, P., Daniel, L. (2011). "What Prospects For A European Debt Agency". **Revue Economique**, 62(6), 1151.
- Dikmen, A. A. (1992). "Forfating Risk ve Riskten Kaçınma". **A. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi (Bedri Gürsoy'a Armağan)**, 47(3-4), 113-114.
- Dikmen, N. (2012). **Ekonometri Temel Kavramlar ve Uygulamalar**. (İkinci Baskı). Bursa: Dora Basım Yayın Dağıtım, 191-195
- Dişli, S. A. (2013). **Milletlerarası Özel Hukukta Offshore Şirketler**. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2,3.
- Doğru, B., Kılınç Savrul, B. (2012). "Nominal Çapalar ve Türkiye'deki Uygulama Sonuçları". **İstanbul Sosyal Bilimler Dergisi**, 1, 29.
- Doğukanlı, H. (2008). **Uluslararası Finans**. Adana: Karahan Kitabevi, 308

- Dönek, E. (1995). "Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları." **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 50(1), 174,177,
- DPT. (2001). **Karayolu Taşıtları İmalat Sanayii Özel İhtisas Komisyonu Raporu**. Ankara: DPT, 15,41.
- Duffy, J., Nikitin, M., Smith, R. T. (2006). "Dollarization Traps." **Journal of Money, Credit and Banking**, 38(8), 2074.
- Durusoy, Ö. T., Tokatlıoğlu, Y. (1997). "Devalüasyon ve J eğrisi." **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 8(24-25), 68.
- Edwards, S. (1998). "Capital Inflows Into Latin America: A Stop- Go Story?". **NBER**, 6441, 2.
- Edwards, S., Magendzo, I. I. (2001). "Dollarization, Inflation And Growth." **NBER**, 8671, 1-2.
- Egeli, H. A. (1992). "Türkiye'nin Dış Borç Yapısının Analizi". **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 47(3), 124-128.
- Eğilmez, M. (2010). **Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi**. (6. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi, 74,76.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility." **NBER**. Working Paper 7418, 3,11.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U. (2003a). "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters." **NBER**, Working Paper 10036, 4.
- Engin, B. (2007). "Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkileri". **Soysal Bilimler Dergisi**, 2, 42.
- Engin, İ. (2003). İç Borçlanmanın Şirketlerin Finansman Yapılarına Etkileri: Dönemsel Bir Analiz (1980-1998). B. Çelik ve F. Saraçoğlu. (Editörler). **Maliye Seçme Yazılar**. Ankara. Gazi Kitabevi, s.204.
- Engin, İ., Şahin, S. (2014). **Maliye**. (2. Baskı). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 150.
- Erdem, M. (2012). **Devlet Borçları**. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım,48,62.
- Erdem, T. (2012). "Vergi Hukukunda Finansman Giderlerinin Sınırlandırılması Sorunu". **Maliye Dergisi**, 162, 316-326.
- Erdilek, A. (2006). "Türkiye'nin Osmanlı'dan Günümüze Kadar Uzanan Doğrudan Yabancı Yatırım Ortamına ve Politikalarına Tarihsel Bir Bakış." **Mufad Journal**, 30, 21.

- Erdoğan, N. (2002). **Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları-Kamu Bankaları Deneyimi**. Ankara: Yaklaşım Yayınları, 126,129.
- Erim, N., Türk, A. (2005). “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”. **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 10(2), 23.
- Eroğlu, Ö., Özdamar, G. (2006). “Türk İmalat Sanayiinin Rekabet Gücü ve Beyaz Eşya Sektörü Üzerine Bir İnceleme”. **Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi**, 6(11), 94.
- Erol, A. (1999). **Finansal Kiralama (Leasing)**. Ankara: Türmob Yayınları, 4.
- Erol, A. F., Aytekin, S., ve Abdioğlu, N. (2016). “İşletmelerin Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisinin Kullanımı ve BIST’te Bir Uygulama.” **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 13(1), 122.123.
- Ersoy, E. (2012). “Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasalarının Rolü.” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 39, 78,79.
- Ertuğrul, C., İpek, E., Çolak, O. (2010). “Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri”. **Akademik Fener Dergisi**, 8(13), 63,66.
- Eser, L. Y., Birinci, N. (2014). İç ve Dış Borç Tercihini Etkileyen Faktörler. **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 10(23), 33.
- Evgin, T. (1996). “Dış Borçlanma ve Dış Borçlarımızda Yapılan Düzenlemeler.” **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 7(23), 15,25.
- Ezeabasili, V.N., O.I. Hamilton, J.N. and Mojekvu (2011). “Nigeria’s External Debt And Economic Growth: An Error Correction Approach”. **International Journal of Business and Management**, 6(5). 156,57.
- Fama, E.F., Jensen, M. C. (1983). “Agency Problems And Residual Claims”. **The Journal of Law and Economics**, 26(2), 328.
- Feridun, M. (2012). “Liability Dollarization, Exchange Market Pressure And Fear Of Floating: Empirical Evidence For Turkey”. **Applied Economics**, 44(8), 1041.
- Fettahoğlu, A., & Okuyan, A. (2008). “Sermaye Yapısının İşletmeye Özgü Belirleyicileri: İmkb Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe Bir Uygulama”. **Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 4, 3-6.
- Fıratoğlu, B. (2005). **Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler**. Ankara: SPK, 16,26.

- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2003). "Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure". **Journal of Financial Economics**. 67, 220.
- Frankel, J. A. (1999). "No Single Currency Regime Is Right For All Countries Or At All Times." **NBER**, Working Paper 7338, 7,8.
- Friedmann, W. G., Kalmanoff, G., and Meagher, R. F. (1966). **Internatioanl Finance Aid**. London: Columbia University Press.
- Fuentes, M. (2009). "Dollarization of Debt Contracts: Evidence From Chilean Firms". **The Dvelopin Economics**, 4, 468-469.
- Ghazouani, T. (2013). "The Capital Structure Through The Trade-Off Theory: Evidence From Tunisian Firm". **International Journal of Economics and Financial**, 3(3), 625.
- Gil-Daz, F. (1998). "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis". **Cato Journal**, 17(3), 303,307.
- Goodnighti G. T., Green, S. (2010). "Rhetoric, Risk, and Markets: The dot-com bubble". **Quarterly Journal of Speech**. 96(2), 123.
- Gögöl, P. K. (2016). "Dış Borçlanma Çerçevesinde Türkiye Ekonomisi İçin Bir Yatırım Fonksiyonu Modeli (1998-2014 Dönemi)." **Gaziantep University Journal of Social Sciences**, 15(2), 304-305.
- Gökçe, C. (2006). *Vergi Kayıp ve Kaçaklarının Önlenmesinde Vergi Cennetleriyle Mücadele, Kıyı Bankacılığı ve Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 107,108.
- Göker, Z. (2014). "Küresel Kriz Sonrası Maliye Politikalarında Değişim ve Mali Tuzak Riski". **Çalışma ve Toplum Dergisi**, 40, 103,113.
- Gönenli, A. (1979). **İşletmelerde Finansal Yönetim**. (Üçüncü Baskı). İstanbul: Finans Enstitü Yayınları 3, 559,560.
- Görener, A., Görener, Ö. (2008). "Türk Otomotiv Sektörünün Ülke Ekonomisine Katkıları ve Geleceğe Yönelik Sektörel Beklentiler". **Yaşar Üniversitesi Dergisi**, 3(10), 1219.
- Güler, S. (2010). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama." **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 5(3), 357-367.
- Gülşen, A. Z., Ülkütaş, Ö. (2012). "Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Uygulama". **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, (9),50,58.
- Günaydın, İ. (2004). "Bütçe ve Ticaret Açıkları Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması." **Ekonomik Yaklaşım**, 15(52-53), 146.

- Gündoğdu, A. (2017). **Finansal Yönetim**. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 96.
- Güngör, K. (2017). Avrupa Birliği Ülkelerinde Borç Krizi ve Türkiye. **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, 5, 4, 264
- Gürgen, Y. (1972). **İşletme Finansmanı**. Ankara: Emel Matbaacılık Sanayi, 137.
- Güriş, S. (2018). **Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi**. İstanbul: Der Yayınları, 3-24.
- Güriş, S., Çağlayan, E. (2013). **Ekonometri Temel Kavramlar**. (Genişletilmiş Dördüncü Basım). İstanbul: Der Yayınları, 735
- Gürsoy, C. T. (2007). **Finansal Yönetim İlkeleri**. (Birinci Baskı). İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, 685.
- Güven, S., Mert, M. (2016). "Uluslararası Turizm Talebinin Eşbütünleşme Analizi: Antalya için Panel ARDL Yaklaşımı". **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. 17(1), 139.
- Haugen, R. A., Senbet, L. W. (1978). "The Insignificance Of Bankruptcy Costs To The Theory Of Optimal Capital Structure." **The Journal of Finance**, 33(2), 384-385.
- Hausmann, R., Panizza U. (2003). "On the Determinants Of Original Sin: An Empirical Investigation." **Journal of International Money and Finance**, 22, 957-990.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı, <https://www.hmb.gov.tr/>.
- Hepaktan, C. E. (2009). "Türkiye'nin Marshall-Lerner Koşuluna İlişkin Parçalı Eşbütünleşme Analizi". **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 16(1), 41,42.
- Honig, A. (2005). "Fear of Floating And Domestic Liability Dollarization." **Emerging Markets Review**, 6(3), 289-290.
- Huang, G., Song, F. M. (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China." **China Economic Review**, 17, 14-36
- IMF. (2018). Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions. **IMF Annual Report**, 1.
- Işık, A. K., Karayılmazlar, E., Işık, H. (2005). **Devlet Borçları**. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 7,27.
- Işık, N., Tünen, T. (2011). "Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finans Krizdeki Rolü." **TİKA Avrasya Etüdleri**, 17(39), s:9.
- Işık, N. (2005). "Finansal Krizlerin Ortaya Çıkmasında Sermaye Hareketlerinin Rolü: Rusya, Türkiye ve Arjantin Krizleri." **Selçuk Üniversitesi Karaman İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 5(2), 88,104.

- Ivanovic, S., Baresa, S., Bogdan, S. (2011). "Factoring: Alternative Model of Financing." *UTMS Journal of Economics*, 2(2), 190,192.
- Ize, A., Parrado, E. (2002). "Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Throug." *IMF*, Working Paper 02/188, 3, 27.
- İnan, E. A. (2002). "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye". *Bankacılar Dergisi*, 40, 38.
- İnce, M. (2001). *Devlet Borçları ve Türkiye*. (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi, 2, 209.
- İncekara, A., Mutlugün, B. ve Aksöz Yılmaz, H. (2017). "Borç Dolarizasyonunun Türk İmalat Sanayii Sektörü Büyümesi Üzerine Etkisi". *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 30-33
- İnternet: Agnoli, M. Q. (2002). Costs and Benefits Of Dollarization. Latin american and caribbean center, summit of the Americas center, *Florida International University*, 4.
<https://pdfs.semanticscholar.org/7efe/cb72467bf66f391cca02b377ad261b21b1fe.pdf> adresinden 5 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Akdemir, S., Kotil, E. (2009). Asya Bölgesi ile Türkiye'nin Dış Ticaretinin Gelişimi. 38. ICANAS (Uluslararası Asya ve Kuzey Afrika Çalışmaları Kongresi), 3-4.
<http://www.ayk.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/AKDEM%C4%B0R-Sevim%EF%80%AA-KOT%C4%B0L-Erdo%C4%9Fan-ASYA-B%C3%96LGES%C4%B0-%C4%B0LE-T%C3%9CRK%C4%B0YE%E2%80%99N%C4%B0N-DI%C5%9E-T%C4%B0CARET%C4%B0N%C4%B0N-GEL%C4%B0%C5%9E%C4%B0M%C4%B0.pdf> adresinden 11 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Alıcı, A. (2016). *Vergi Cennetleri Tarih Mi Oluyor? Beps Eylem Planının Rolü*. SPK Araştırma Raporu, 4-5.
<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1131> adresinden 17 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Alogoskoufis, G. (2012). Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect. *Hellenic Observatory of the London School of Economics*, Greese Working Paper 54, 25.
<http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/research/hellenicObservatory/CMS%20pdf/Publications/GreeSE/GreeSE-No54.pdf> 'den 25 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Alvarez, S. (2014). The Untold Story of the Mexican Debt Crisis: Domestic Banks and External Debt, 1977-1989. *The European Association for Banking and Financial History*, Papers No. 14-03, 1,2.
<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/93091/1/779781562.pdf> 'den 26 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Antinolfi, G., Keister, T. (2001). Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies. **Federal Reserve Bank of St. Louis**, 35. <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/01/11/29-40Antinolfi.pdf>. 'den 30 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Ardıç, H. (2004). 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, 54-55. <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/hulyaardic.pdf> den 2 Kasım 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Arınsoy, D., Özmen, E. (2004). Original Sin Mystery Trinity and Unequal Blessings. Economic Research Center. *ERC Working Papers in Economics*, 04/15, 1. <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series04/0415.pdf>'den 31 Ekim 2018'de tarihinde alınmıştır.

İnternet: ASO. (2017b). Motorlu Kara Taşıtlar Sektörü. ASO, 5. <http://www.aso.org.tr/wp-content/uploads/2017/09/25.pdf> adresinden 10 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: ASO. (2017a). Petrol ve Kimya Sektörü. Erişim: Ekim 2019. İnternet: <http://www.aso.org.tr/wp-content/uploads/2017/09/9.pdf> adresinden 2 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Ayaz, G., Sönmez, E. (1999). Finansman gideri kısıtlamasında vergi yargısının son görüşü. **Vergi Dünyası Dergisi**, 216. <http://www.altindagymm.com.tr/tr/html/101/Finansman+Gideri+Kisitlamasinda+Vergi+Yargisinin+Son+Gorusu+> adresinden 1 Haziran 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Bancel, F., Mittoo, U. R. (2002) The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299172 adresinden 05 Nisan 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Barajas, A., Restrepo, S., Steiner, R., Medellín, J. C., Pabon, C. (2016). Balance Sheet Effects in Colombian Non-Financial Firms. IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-740.12,28. <https://publications.iadb.org/en/publication/12592/balance-sheet-effects-colombian-non-financial-firms> adresinden 22 Aralık 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Basel II. www.bis.org.tr.

İnternet: Borsa İstanbul. Maliyetler. <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/yildiz-pazar-ve-ana-pazar/maliyetler> adresinden 27 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet:Borsa İstanbul. Borçlanma Araçları. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-aracлари> adresinden 27 Şubat 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Celasun, M. (2002). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme,13,14. <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbare/erc2002/pdf/i053.pdf> adresinden 18 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Céspedes, L. F., Chang, R., Velasco, A. (2003). Must Original Sin Cause Macroeconomic Damnation?. Banco Central de Chile. Working Paper No: 234, 1. <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc234.pdf> adresinden 26 Eylül 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Díaz-Berrio, J. L. E. (2011). The Fight Against Tax Havens And Tax Evasion Progress Since The London G20 Summit And The Challenges Ahead. **OPEX**, Documento de Trabajo 59/2011, 11,45. https://www.fundacionalternativas.org/public/storage/opex_documentos_archivos/e6bf4cecc9006abb8c528869ce93e9e2.pdf adresinden 10 Ağustos 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Echeverry, J. C., Fergusson, L., Steiner, R., Aguilar, C. (2003). Hell, Heaven Or Hedged: Debt, Devaluation And Firm Investment In Colombia,13. <https://core.ac.uk/reader/7045185> adresinden 25 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Edward, S., Savastano, M. A. (2000). The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis. **NBER**, 0-226-45462-2, 185. <http://www.nber.org/chapters/c8693> adresinden 12 Kasım 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Eğilmez, M. (2013). Dış Borçlarımız ve Yorum Farkları. Web: <http://www.mahfiegilmez.com/2013/05/ds-borclarmz-ve-yorum-farklar.html> adresinden 10/06/2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:Eğilmez, M.(2015). Çin Ekonomisi. <http://www.mahfiegilmez.com/2015/08/cin-ekonomisi.html> adresinden 26 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Eğilmez, M. (2018). Mahfi Eğilmez Kendime Yazılar-İkinci Çeyrek Büyümesi. <http://www.mahfiegilmez.com/2018/> adresinden 21 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U. (2003b). The Pain of Original Sin. 8,26. <https://eml.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf> adresinden 30 Ağustos 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Ekonomi Bakanlığı. (2016). Deri ve Deri Mamulleri Sektörü-Sektör Raporu, 1,10. https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Deri_ve_Deri_Mam

[ulleri_Sekt%C3%B6r%C3%BC.pdf](#) adresinden 5 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Frank, M.Z., Goyal, V. K. (2005). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, Center For **Corporate Governance Working Paper**, 8,19, <https://pdfs.semanticscholar.org/e05f/12544c3ca1aa47cf2c61ac4c56e4abeb7b03.pdf>’den 5 Kasım 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Goldfajn, I., Olivares, G. (2001). Can Flexible Exchange Rates Still “Work” in Financially Open Economies?. **United Nations Conference On Trade And Development G-24, Discussion Paper Series**, 8,12. <https://unctad.org/en/Docs/poqdsmdpbq24d8.en.pdf> ’den 17 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: González, V. M., González, F. (2012). Firm Size And Capital Structure: Evidence Using Dynamic Panel Data. **Applied Economics**, 44(36), 4. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00730234/document> adresinden 5 Mayıs 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Gür, N., Tatlıyer, M., Dilek, Ş., İstikbal, D., Yanataş, M. (2018). 2018’de Ekonomi. **SETA**, 6. https://setav.org/assets/uploads/2018/12/Ekonomi_2018.pdf adresinden 5 Mayıs 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Gürlesel, C. F. (2018). Makine İmalat Sektörü Türkiye ve Dünya Değerlendirme Raporu 2018. **MAKFED**, 58. <http://www.makfed.org/images/s/DegerlendirmeRaporu.pdf> adresinden 9 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Hepaktan, C. E. (2008). Türkiye’nin Dönüşüm Sürecinde Dış Ticaret Politikaları. **Ulusal İktisat Kongresi**. http://debis.deu.edu.tr/userweb//iibf_kongre/dosyalar/hepaktan.pdf adresinden 5 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Huang S.G. H., Song, F. M. (2002). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. **Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy Working Paper**, 1,20, <https://ssrn.com/abstract=320088> adresinden 5 Nisan 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: IMF. (2005). Financial Sector Assessment: A Handbook. **IMF**, 54,55. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/index.htm>’den 14 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Ize, A., Levy Yeyati, E. (1998). Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications. **IMF**, No. 98/28, 1,33, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Dollarization-of-Financial-Intermediation-Causes-and-Policy-Implications-2523>’den 5 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: İzmir Ticaret Odası. (2016). Kâğıt Sektörü Raporu. **Aylık AR&GE Bülten**, 8-12.

http://izto.org.tr/demo_betanix/uploads/cms/yonetim.ieu.edu.tr/6424_14799_97914.pdf. adresinden 8 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Jeanne, O. (2003). Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency?. *IMF, Working Paper* 03/177, 3,27. https://www.researchgate.net/publication/5124159_Why_Do_Emerging_Economies_Borrow_in_Foreign_Currency adresinden 13Ağustos 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Kahn, B. (2005). "Original Sin" and Bond Market Development in Sub-Saharan Africa. *African The World Economy: The National Regional and International Challenges*, 71. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.729.3797&rep=rep1&type=pdf> den 5 Ağustos 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar. *SETA*, 5. <http://file.setav.org/Files/Pdf/gecmisten-gunumuze-turkiyede-dis-borclar.pdf> adresinden 11 Ocak 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Kesriyeli M., Özmen E. ve Yiğit S. (2005). Corporate Sector Debt Composition And Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey. *ERC Working Papers in Economics* 05/07, 1,20. https://www.researchgate.net/publication/24134512_Corporate_Sector_Debt_Composition_and_Exchange_Rate_Balance_Sheet_Effect_in_Turkey/link/00b7d52a08eb929478000000/download adresinden 14 Temmuz 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Krugman, P. (1999). **What Happened To Asia?** Global Competition and Integration,464, <http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf> adresinden 12 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Musacchio, A. (2012). Mexico’s financial crisis of 1994-1995. *Harvard Business School, Working Paper*, 3,20. <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/9056792/12-101.pdf?sequence=1> adresinden 5 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Ndebbio, J. E.U. (2004). Financial Deepening Economic Growth and Development: Evidence From Selected Sub-Saharan African Countries. African Economic Research Consortium. *AERC Research*, Paper 142, 1, 24. <https://opendocs.ids.ac.uk/opendocs/bitstream/handle/123456789/2582/RP%20142.pdf?sequence=1&isAllowed=y> den 25 Temmuz 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Nordås, H. K., Tenold, S. (1999). "The impact of The Financial And Economic Crisis In Asia On Norway's Major Development Partners". *Chr. Michelsen Institute*, 7,9. <https://open.cmi.no/cmi-xmlui/handle/11250/2435990> adresinden 25 Ekim 2018’de alınmıştır.

- İnternet: OECD. (2007). Science, Technology and Industry Scoreboard- Innovation and Performance in the Global Economy. **OECD**, 219. https://www.oecdilibrary.org/docserver/sti_scoreboard-2007-en.pdf?expires=1573661277&id=id&accname=guest&checksum=6223972707713256693E68D154346E78 adresinden 12 Eylül 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Oktar, S., Yurdabak, K. (2015). 2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları. **Akademik Hassasiyetler Dergisi**, 83. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/270512> adresinden 16 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Ötker, I., Pazarbaşıoğlu, C. (1996). Speculative Attacks and Currency Crises: The Mexican Experience. **IMF**, 95/112, 105,106. <https://link.springer.com/article/10.1007/BF01886212>'den 2 Kasım 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Özden, A., Haçikoğlu, M. (2017). Ana metal sanayi sektörü, 2. <https://www.atbank.com.tr/documents/ANA%20METAL%20SANAYI%20SEKTORU%20EYLUL%202017.PDF> adresinden 6 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Özeren, S. (2012). 2001 Krizi Sonrası Ekonomik Büyüme, İstihdamdaki Gelişmeler ve Beklentiler. **Türkiye Ekonomi Kurumu (TEK)**, Tartışma Metni 2012/81, 5. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/buyume13.pdf> adresinden 2 Mayıs 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: PAGEV. (2017). Türkiye Kauçuk Sektör İzleme Raporu, 4. <https://www.pagev.org/upload/files/Hammadde%20Yeni%20Tebli%C4%9F%20Bilg.%203/Kau%C3%A7uk%20Sekt%C3%B6r%20%C4%B0zleme%20Raporu%202017.pdf> adresinden 5 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Roerink, B. (2014). Testing The Static Trade-Off Theory And The Pecking Order Theory Of Capital Structure: Evidence From Dutch Listed Firms,1. <https://essay.utwente.nl/65316/> adresinden 17 Nisan 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Sangine, A. (1989). Managing Mexico's External Debt: The Contribution of Debt Reduction Schemes. **The World Bank**, Internal Discussion Paper, 4,59. <http://documents.worldbank.org/curated/en/306531468915291515/pdf/multi0page.pdf> den 10 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Schuler, K. (1999). Basics of Dollarization Report of Joint Economic Comitee of the US Congress. **Office of the Committee Chairperson**. <https://www.globalpolicy.org/pmscs/30435.html> adresinden 25 Temmuz 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Simerly, R. L & Li, M. (2002). Re-thinking The Capital Structure Decision: Translating Research Into Practical Solutions, **Journal of Applied Topics in Business and Economics**'den aktaran Abosedo, A.J. (2012). Pecking

Order Theory Of Capital Structure:Another Way To Look At It. **Journal of Business Management and Applied Economics**, 5, 5. <http://jbmae.scientificpapers.org> adresinden 25 Mart 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), <https://www.spk.gov.tr/>.

İnternet: Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM), <https://www.tim.org.tr>.

İnternet: Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), www.tuik.gov.tr.

İnternet: T.C. Kalkınma Bakanlığı, www.kalkinma.gov.tr.

İnternet: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), www.tcmb.gov.tr

İnternet: T.C Ticaret Bakanlığı, <https://www.ticaret.gov.tr/>.

İnternet: TCMB. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu. Web: www.tcmb.gov.tr adresinden 1 Temmuz 2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2004). **2001-2003 Sektör Bilançoları. TCMB Değerlendirme Raporu**, 20. Web: www.tcmb.gov.tr adresinde 12 Şubat 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2011). **2008-2010 Sektör Bilançoları. TCMB Değerlendirme Raporu**, 10,18. Web: www.tcmb.gov.tr adresinde 12 Şubat 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2013). **2010-2012 sektör bilançoları. TCMB değerlendirme raporu**. Ankara: TCMB, 10. www.tcmb.gov.tr adresinden 10 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2013). Bülten. **TCMB**, 30, 3. www.tcmb.gov.tr adresinden 12 Mayıs 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2013). **Sektör Bilançoları (2011-2013) Değerlendirme Raporu**. Ankara: TCMB, 19. www.tcmb.gov.tr adresinde 10 Şubat 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TCMB. (2015). **Sektör Bilançoları (2013-2015)-TCMB Değerlendirme Raporu**, 20. www.tcmb.gov.tr adresinde 10 Şubat 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Tepav. (2013). Dünya ve Türkiye Otomotiv Sektörü. **Tepav**, 11-30. <http://www.odd.org.tr/folders/2837/categorial1docs/821/ic%20dokumanlar.pdf> adresinden 1 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.

İnternet: The World Bank. (1988). External Debt, Definiton, Statistical Coverage and Methodology. **The World Bank**, 19, <http://documents.worldbank.org/curated/en/193061468782370806/pdf/multi-page.pdf> den 18/06/2018'de tarihinde alınmıştır.

- İnternet: TSPAKB. (2005). *Finansal Yönetim*, 32. [http://www.dt-audit.com/dosyalar/Kutuphane/Finansal-Y%C3%B6netim\[1\].pdf](http://www.dt-audit.com/dosyalar/Kutuphane/Finansal-Y%C3%B6netim[1].pdf) 'den 10 Ocak 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: TSPAKB. (2012). Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, *TSPAKB*, 20. <http://bizdosyalar.nevsehir.edu.tr/6d320f0a5961bb300e88cf7b253f3312/menkul-kiymetler.pdf> adresinden 5 Nisan 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: TUSİAD. (2008). Türkiye Sanayiine Sektörel Bakış. *TUSİAD*. Yayın No. TUSİAD-T/2008- 05/466, 157-256. <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/3659-turkiye-sanayiine-sektorel-bakis> adresinden 10 Ekim 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Türkiye İhracatçılar Meclisi. (2017). *Ekonomi ve dış ticaret raporu*. İstanbul: TİM, 40,41. https://www.tim.org.tr/files/downloads/Raporlar/T%C4%B0M_Ekonomi_Raporu_2017.pdf adresinden 1 Kasım 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *TEK Tartışma Metni*, 23,24. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf> adresinden 14 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Wong, R. Y. C., Chang, E.C., Siu, A. K. F., Tso, P.S., Kwan, W. C. (2000). Asian Financial Crisis: Causes and Development. *Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy*, 7,35. [http://wangyujian.hku.hk/papers/monographs/04_Asian_Financial_Crisis\(English\).pdf](http://wangyujian.hku.hk/papers/monographs/04_Asian_Financial_Crisis(English).pdf) adresinden 13 Ekim 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Yaşa, M. (1963). Türkiye Dış Borçlarının Takip Ettiği Gelişme. *İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi Maliye Konferansları Dergisi*, 140. <https://arastirmax.com/tr/publication/istanbul-universitesi-maliye-arastirma-merkezi-konferanslari-dergisi/9/1/turkiye-dis-borclarinin-takip-ettigi-gelisme/arid/6f9317ab-d69b-498b-9011-b1464bcaba34> adresinden 10 Aralık 2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Yeldan, E. (2004). Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi. *Çalışma ve Toplum Dergisi*, 1, 7. <http://www.calismatoplum.org/sayi1/makale1.pdf> adresinden 7 Mart 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Yücel, M. (2013). Finansman Gider Kısıtlaması Uygulamasında Son Durum. *E-Yaklaşım*, 250. <http://alpsinanerturk.diyalogo.com/yazilar/finansman-gider-kisitlamasi-uygulamasinda-son-durum/5000000000182962> adresinden 16 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Yülek, M. A. (1996). *Financial Liberalization And The Real Economy: The Turkish Experience*. Doktora Tezi. Bilkent Üniversitesi. Ankara, 7. <http://repository.bilkent.edu.tr/bitstream/handle/11693/18599/0008336.pdf?sequence=1> adresinden 3 Mayıs 2019 tarihinde alınmıştır.

- İstanbul Sanayi Odası. (2013). KOBİ'lerin Finansmana Bitmeyen Çileli Yolculuğu, **ISO Dergisi**, 43, 40-45
- İstanbul Sanayi Odası (2014). **Mineral Ürünler İmalatı Sanayi**. İstanbul: İSO, Yayın No:2014/2, İstanbul. İstanbul Sanayi Odası Yayınları, 8,15.
- İstanbul Sanayi Odası. (2014). Elektrikli Teçhizat İmalat Sanayi. **İstanbul Sanayi Odası Yayınları** No: 2014/1, 16,29.
- İstanbul Sanayi Odası. (2016). **Kok Kömürü ve Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri İmalatı Sanayi**. Ankara: İSO, 1,20.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 308.
- Kale, S., Eken, M. H. (2017). "Türk Bankacılığında Krizler ve Çıkarılan Dersler". **Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(5), 15.
- Kalkınma Bakanlığı. (2014). **Türkiye'de Cari İşlemler Açığı**. Ankara: Kalkınma Bakanlığı, xiv.
- Kalkınma Bakanlığı. (2014). **Yurtiçi Tasarruflar. Kalkınma Bakanlığı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**. Yayın No: KB: 2902- ÖİK: 742, 10.
- Kaminsky, G., Mati, A., Choueiri, N. (2009). "Thirty Years Of Currency Crises In Argentina: External Shocks Or Domestic Fragility?". **NBER**. 15478, 6.
- Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. **TCMB Çalışma Tebliği**, No:12/17, 3,17.
- Kara, H., Ögünç, F. (2011). "Döviz Kuru ve İthal Fiyatlarının Enflasyona Etkisi". **TCMB Çalışma Tebliği**, 2011-14, 1.2.
- Karabıyık, L., Anbar, A. (2010). **Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi**. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 22,41.
- Karaçam, N. (2014). **İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi**. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 98.
- Karagöl, E T., Özcan, B. (2014). "Sürdürülebilir Büyüme İçin Tasarruf". **SETA**, 92, 10,22.
- Karagöz, K. (2007). "Türkiye'de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme." **Sayıştay Dergisi**, 18(66-67), 103.
- Karahan, Ö. (2006). "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği". **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 13(2), 152-154.

- Karakurt, B. (2010). "Küreselmali Krizi Önlemede Maliye Politikasının Rolü ve Türkiye'nin Krize Maliye Politikası Cevabı". **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 24(2), 186.
- Karluk, R. (2007). **Cumhuriyet İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm**. (Gözden Geçirilmiş 11. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları, 167,422.
- Karslı, M. (1994). **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**. İstanbul: İrfan Yayıncılık, 351.
- Katalina M. Bianco, J.D. (2008). The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown, **CCH Federal Banking Law Reporter, CCH Mortgage Compliance Guide and Bank Digest**, 3,5. Web: <https://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf> den adresinden 11 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- Kaya, A. A., Güçlü, M. (2005). "Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar". **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**,15(55), 5.
- Kayalı, C. A., Terim, B. (2009). "Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği". **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(1), 128,129.
- Kazgan, G. (2008). **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)**. (2. Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 235,282.
- Kesebir, M. (2018). "2008 Küresel Finansal Kriz ve Bu Krizin Türkiye'deki Ekonomik Göstergelere Etkisi". **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(4), 536.
- Keskin, N. (2018). "Küresel Kriz Sonrası Türkiye'de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme". **Yönetim Bilimleri Dergisi**, 16(31), 161.
- Kılıçarslan, E. (2016). **Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri**. Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum, 12,14.
- Kınacı, İ., Genç, A. (2002). "Hataları Değişen Varyanslı ve Otokorelasyonlu Lineer Olmayan Regresyonda Parametre Tahmini". **Selçuk Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi**, 20, 55.
- Kınaytürk, Z. (2006). **1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (Kobi) Üzerindeki Etkileri**. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 32.
- Kibritçiöğlu, A. (2011). "Avro Bölgesi Ülkelerindeki Güncel Borç Krizi." **İktisat ve Toplum Dergisi**, 10, 13.
- King, R. G., Levine, R. (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right". **The Quarterly Journal of Economics**, 108(3), 718,735.

- Kocaoğlu, F. (2005). *1990 sonrası Türkiye’de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 37-39.
- Kocaoğlu, F., (2005). *1990 sonrası Türkiye’de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Eskişehir, 39.
- Koç, E., Kaya, K., ve Şenel, M. C. (2017). “Türkiye’de Sanayi Sektörü ve Temel Sanayi Göstergeleri – Ekonomik Güven Endeksi”. **Mühendis ve Makine Dergisi**, 58(688), 16.
- Koçak, A. (2009). “Küresel Dönemde Türkiye’nin Borç Yapısındaki Dönüşüm”. **Maliye Dergisi**, 157, 78.
- Kol, E. M., Karaçor, Z. (2012). “2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri”. **Maliye Dergisi**, 162, 385.
- Korkmaz, T., Ceylan, A. (2012). **Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi**. (Gözden Geçirilmiş Altıncı Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 207.
- Korkmaz, B., Aybarç, S. (2018). “Bir İktidar Aracı Olarak Dış Yardım ve Dış Borçlar: Osmanlı İmparatorluğu’ndan Günümüze Türkiye’nin Dış Borçlanma / Borçlandırılma Serüveni”. **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. 33(2), 637-638.
- Korkmaz, Ö., Erer, D., Erer, E. (2016). “Alternatif Yatırım Araçlarında Ortaya Çıkan Balonlar Türkiye Hisse Senedi Piyasasını Etkiliyor Mu? BİST 100 Üzerine Bir Uygulama”. **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 10(2), 31.
- Korkmaz, T., Albayrak, A.S., Karataş, A. (2007). “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Kobi’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997–2004 Dönemi”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 22(253), 82.
- Korun, E. O. (2005). *Türk Vergi Hukukunda Enflasyon Düzeltmesi*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 121-122.
- Kozalı, J. (2007). *Dış Borç Sorunu vr Dış Borçların Ekonomi Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 15.
- Kösekahyaoğlu, L., Karataşlı, İ. (2018). “Türkiye –AB Dış Ticaretinde J Eğrisi Etkisi: 1994-2016 Dönemi Üzerine Ampirik Bir İnceleme”. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 23(Geybulla Ramazanoğlu Özel Sayısı), 835.
- Kraus, A., Litzenberger, R. H. (1973). “A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage”. **The Journal of Finance**, 28(4), 911-912.
- Krugman P. (1998). “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises”. **International Tax and Public Finance**, 6, 461.

- Krugman, P. (1979). "A Model Of Balance Of Payments Crise". *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311, 325
- Kula, V. (2001). "Verginin İşletmelerin Sermaye Yapısına Etkisi". *Maliye Dergisi*, 136, 19,31.
- Kurt, B. (2012). *Plastik Ürün İmalatı Yapan Kobi'lerde İsg Uygulamaları ve Plastik Enjeksiyon Makinelerinde Oluşan Tehlikelerin Tanımlanması ve Önlenmesi*. Uzmanlık tezi. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Ankara, 9.
- Lane, P. R. (2012). "The European Sovereign Debt Crisis". *Journal of Economic Perspective*, 26(3), 55.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. (2001). "Exchange Rate Regimes and Economic Performance." *IMF Staff Papers*, 47, 65.
- Lim, T.C. (2012). "Determinants of Capital Structure Empirical Evidence From Financial Services Listed Firms in China". *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 195.
- Luca, A., Petrova, I. (2003). Credit Dollarization In Transition Economies: Is It Firms' or Banks' "Fault?". *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 858-869.
- Lynch, David (1996). "Measuring Financial Sector Development: A Study Of Selected Asia Pasific Countries". *Developing Economies*, 33, (1), 10,11.
- Marcelin, İ., Mathur, I. (2016). Financial Sector Development And Dollarization In Emerging Economies. *International Review of Financial Analysis*, 46, 20,21.
- Mazur, K. (2007). "The Determinants Of Capital Structure Choice: Evidence From Polish Companies". *International Advances in Economic Research*, 13, 409,509.
- Miller, M. H. (1977). "Debt and Taxes". *The Journal of Finance*, 32(2), 266-269.
- Mishkin, F. S. (1990). "Asymmetric Information And Financial Crises: A Historical Perspective". *NBER*, Working Paper No. 3400, 7.
- Mishkin, F. S. (1991). "Anatomy of A Financial Crisis". *NBER*, Working Paper No. 3934, 3,4.
- Mishkin, F. S. (1999). "Lesson From The Asian Crisis". *NBER*, 7102, 5,6.
- Mishkin, F. S. (2004). "Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?". *NBER*, 10646, 23.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). "The Cost Of Capital, Corporation Finance And Theory Of Investment." *The American Economic Review*, 53(3), 261-281.

- Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). "Corporation Income Taxes And The Cost Of Capital A Correction." **American Economic Review**, 53(3), 433,442.
- Mugoša, A. (2015). "The Determinants Of Capital Structure Choice: Evidence From Western Europe". **Business and Economic Horizons**, 11(2), 78.
- Muijs.W. (2015). The Impact Of The Financial Crisis on The Determinants of Capital Structure: Evidence From Dutch Listed Firms. 5th IBA Bachelor Thesis Conference. Hollanda, 3.
- Myers, S. C. (1984). "Capital Structure Puzzle". **The Journal of Finance**, 39 (3), 577,582.
- Myers, S. C. (2001). "Capital Structure." **Journal of Economic Perspectives**, 15(2), 92,93.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". **Journal of Financial Economics**, 13, 187,220.
- Nataraj, G., Sahoo, P. (2003). "Argentina's Crisis: Causes and Consequences. Economic and Political Weekly." **Economic and Political Weekly**, 38(17), 1641,1642.
- Nilssen, C. M. (2014). *Determinants of Capital Structure In Listed Norwegian Firms*, Master's Thesis, Norges Handelshøyskole and Lancaster University, 26,28.
- Nzotta, S. M., Okereke, E. J. (2009). "Financial Deepening And Economic Development Of Nigeria: An Empirical Investigation". **African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research**, 5(5), 52.
- O'Connell A. (2005). "The Recent Crisis – and Recovery – of the Argentine Economy: Some Elements And Background". **Financialization and the World Economy Book**. Chapter: 12, 290,304.
- Obstfeld, M. (1986), Rational and Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crises. **The American Economic Review**, 76(1), 72,73.
- Obstfeld, M. (1994). The Logic Of Currency Crises. **NBER**, 4640, 1.
- Oktayer, A. (2008). "Finansal Derinleşme ve İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye örneği". **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, 58(2), 45,72.
- Oktayer, N., Susam, N. (2007). "Tasarruf- Yatırım – Sermaye Hareketleri İlişkisinin Türkiye Örneğinde Değerlendirilmesi". **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. 9(2), 29.
- Olgun, H. (2001). "Kasım, Şubat Krizleri ve Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı." **Yeni Türkiye Dergisi**, Kriz Özel Sayısı 1.

- Ongun, M. T. (2001). "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme". **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3(2), 3.
- Ongun, M. T. (2002). Türkiye'de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler. Ö. F. Çolak. (Editör). *Kriz ve IMF politikaları*. İstanbul: Alkım Yayınevi, 64-65.
- Opuş, S. (2002). "Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye". **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19, 183, 184.
- Orhaner, E. (2000). **Kamu Maliyesi**. (3. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi, 223.
- Oruç, S., Turgut, A. (2014). "Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010)". **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. Dr. Mehmet YILDIZ Özel Sayısı, 111,112.
- Önder, Y. (2007). *Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği*. T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 8.
- Özatay, F. (2000). "2000-2002 Yıllarında Türkiye Ekonomisi". **Panel, İktisat-İşletme-Finans**, 15(166), 21.
- Özatay, F., Öztürk, E., ve Sak, G. (1996). Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları. **TUSİAD**, Yayın No: TUSİAD-T/96-1/192, 11,45.
- Özdemir, Z. (2-005). "Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Factoring ve Forfaiting İşlemleri". **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 10, 210.
- Özen, A. E. (2018). "Dolarizasyon Olgusu: Teorik Bir İnceleme ve Türkiye Örneği". **Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi**, 3(1), 104.
- Özlale, Ü., Özcan, K. (2005). "Does Time Inconsistency Problem Apply For Turkish Monetary Policy?". **ODTÜ Geliştirme Dergisi**, 32(2), 467.
- Özlale, Ü. (2012). "Türkiye Bankalar Birliği: Türkiye'de Tasarruf Açığının Nedenleri ve Kapatılması İçin Politika Önerileri". **Bankacılar Dergisi**, 83, 8.
- Özmen, E. (2014). Reel Döviz Kuru ve Türkiye Dış Ticaret Dinamikleri. **ERC**, Working Papers in Economics 14/12, 4.
- Özmen, E. (2015). "Türkiye'de Cari Açıklar, Dış Ticaret ve Finansal Kırınlıklar". **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 30(351), 54,61.
- Öztürk, İ. (2011). **İç Borçlanmanın Sermaye Piyasalarına Etkileri**. İstanbul: Yılmaz Baskı, 134,169.
- Öztürk, İ. (2012). **Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisinin Dönüşümü**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları Türkiye Ekonomisi Araştırmaları, 106.

- Öztürk, M. B., Demirgüneş. K. (2008). "İşletme Sermayesi Gereksinimini Etkileyen Değişkenler Üzerine İmkb'de Bir Uygulama". **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 45(516), 54.
- Öztürk, N., Barışık, S., Kılıcı Darıcı, H. (2010). "Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi". **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(12), 99-113.
- Öztürk, N., Bayraktar, Y. (2010). "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar". **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11(1), 166,167.
- Parasız, İ. (2000). **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. (Beşinci Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi, 199.
- Pekdoğdu, E. (1993). Kıyı Bankacılığı Gelişimi: Uygulanması ve Türkiye.
- Pınar, A. (2010). **Maliye Politikası Teori ve Uygulama**. (3. Baskı). Ankara: Natürel Kitabevi, 347,360.
- Pinková, P. (2012). "Determinants Of Capital Structure: Evidence From The Czech Automotive Industry". **Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendeliana Brunensis**, 60(7), 219.
- Poole, W., Rasche R.H., and Thornton T.L. (2002). "Market Anticipation Of Monetary Policy Actions". **FED Economic Research, Review**, 84(4), 65.
- Poyraz, E. (2008). **Finansal Yönetim**. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 368,386.
- Prasetyantoko, S. (2007). *Debt Composition and Balance Sheet Effect of Currency Crisis in Indonesia*. The Japan Economic Policy Association 5th International Conference, Dec 2006, Tokyo, 8,12.
- Pratap, S., Urrutia, C. (2004). "Firm Dynamics, Investment, And Debt Portfolio: Balance Sheet Effects of The Mexican Crisis of 1994." **NBER**, 10523, 1.
- Radelet, S., Sachs, J. (2000). "The Onset Of The East Asian Financial Crisis". **NBER**, 6680, 115,138.
- Raheem, I. D. (2017). "Dollarization: Asymmetry And Breaks". **International Review of Applied Economics**, 32(5), 697.
- Rajan, R.G., Zingales, L. (1995). "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data". **The Journal of Finance**, 50(5), 1421-1454.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., Savastano, M. A. (2003). Addicted to Dollars. **NBER**, 10015, 3,4.
- Rivera-Batiz, F. L., Rivera-Batiz, I. (1985). **International Finance and Open Economy Macroeconomics**. New York: Macmillan Publishing

- Rodriguez, M., Dombrow, J. (2015). "Dollarization and Real Estate Market Performance: Evidence from Housing in El Salvador". **Journal of Housing Research**, 25(12), 38,39.
- Roubini, N., Mihm, S. (2012). **Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği**. Çev. I. Tezcan). (Birinci Baskı). İstanbul. Pegasus Yayınları, 42.
- Ryen, G. T., Vasconcellos, G. M., Kish, R.J. (1997). Capital Structure Decisions: What Have We Learned? **Business Horizons**, 40(5), 44.
- Sachs, J. D. (1989). "Mexico 1958-86: From Stabilizing Development to the Debt Crisis". **NBER**, 0-226-73338-6,141,142.
- Salant, S. W., Henderson, D.W. (1978). "Market Anticipations Of Government Policies And The Price Of Gold". **Journal of Political Economy**. 86(4), 627-648.
- Samur, C. (2010). "Uluslararası Finansal Panik Yaklaşımı ve 1997/8 Asya Krizi". **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi**, 23, 174-180.
- Sancak, E., Demirci, N. (2012). "Ulusal Tasarruflar ve Türkiye'de Sürdürülebilir Büyüme İçin Tasarrufların Önemi". **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 8(2), 173,182.
- Saraçoğlu, F., Çaşkurlu, E., ve Ejder, H. L. (2014). **Maliye Yazıları**. Ankara: Gazi Kitabevi, 37.
- Sarıaslan, H., Erol, C. (2008). **Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**. Ankara: Siyasal Basım Yayın Dağıtım, 99.
- Sarıkamış, C., Ceylan, A., Aydın, N., Çoşkun, M. (2004). **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**. (Birinci Basım). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset, 41,66.
- Saygılı, Ş, Cihan, C., Yalçın, C., Hamsici, T. (2010). Türkiye İmalat Sanayinin İthalat Yapısı. **TCMB Çalışma Tebliği**, No:10/02, 7.
- Sayılgan, G. (2008). **Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı**. (Güncelleştirilmiş 3. Basım). Ankara: Turhan Kitabevi, 66.
- Sayım F. Aydın V. (2011). "Hizmet Sektörü Özellikleri ve Sistemati Olmayan Risklerin Sektör Menkul Kıymetleri ile Etkileşimine Dair Teorik Bir Çalışma". **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 29, 248.
- Sayıştay. (2000). **2000 Yılı Mali Raporu**. Ankara: Sayıştay, 75-76.
- Scherr, F. C. (1988). "The Bankruptcy Cost Puzzle". **Quarterly Journal of Business and Economics**, 27(3), 147-148.
- Selimler, H., Kale, S. (2012). "Türk Bankacılık Sektöründe Yabancı Para İşlemler". **Maliye Finans Yazıları**, 96, 44.

- Sermaye Piyasası Kurulu. (2007). **Sermaye piyasası araçları**. Ankara: SPK, 6-10.
- Seyidoğlu, H. (1982). **Uluslararası İktisat**. (Genişletilmiş Dördüncü Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi, 142,458.
- Seyidoğlu, H. (2003). **Uluslararası Finans**. (Genişletilmiş Dördüncü Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları, 483.
- Seyidoğlu, H. (2015). **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, (20. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları, 491.
- Shahar, W. S. S., Shahar, W. S.S., Bahari, N. F., Ahmad, N.W., Faisal, S., Rafdi, N. J., A. (2015). A Review Of Capital Structure Theories: Trade-Off Theory, Pecking Order Theory And Market Timing Theory. Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah, 242-243.
- SPK. (2007). **Sermaye Piyasası Araçları**. Ankara: SPK,6.
- Studart, R. (2001). "Dollarization: "An Intellectual Fad Or A Deep Insight"? **Journal of Post Keynesian Economics**, 23(4), 642
- Suratno, S., Djaddan, S., Ghozal, Imam. (2017). The Role Of Business Risk And Non Debt Tax Shields To Debt To Equity Ratio On Pharmacy Listed Companies In Indonesia. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 7(2), 76.
- Süer, S. (2011). "Uluslararası Piyasalarda Özel Sektör Tahvil Fiyatlaması". **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 2(4), 39.
- Şahin, D. (2015). "Türkiye ve Çin'in Tekstil ve Hazır Giyim Sektöründe Rekabet Gücünün Analizi". **Akademik Bakış Dergisi**, 47(157), 155,169.
- Şahin, G., Kalaycı, İ. (2015). "Niceliksel Gevşeme Para Politikası Üzerine Bir İnceleme: Japonya Deneyimi". **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. 33(3), 103-104.
- Şahin, H. (2012). **Türkiye Ekonomisi**. (Yenilenmiş 12. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi, 129,217.
- Şenel, C., Şekeroğlu, S. (2019). "Yatırım ve Kalkınma Bankalarının Etkinliklerinin VZA Yöntemiyle Analizi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama". **Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi**, 54(1), 565,580.
- Şişman, M. (2006). "Parasal Kriz Teorileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler". **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 21(1), 17,19.
- Taban, S. (2004). "Döviz Kuru Rejimleri Türkiye'de Bir İstikrar Aracı Olarak Kullanılabilir mi?". **Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(1), 131-132.
- Taner, A., Akkaya, C. (2009). **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**. Ankara: Detay Yayıncılık, 120,124.

- Tarı, R. (2011). **Ekonometri**. (Gözden Geçirilmiş Yedi Baskı). Kocaeli: Umutevi Yayınları, 191.
- Taşseven Ö., Çınar, S. (2015). "Türkiye'de Borç Dolarizasyonunun Belirleyicileri ve Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri". **Social Sciences Research Journal**. 4(2), 131-137.
- Taub, A. J. (1975). "Determinants of The Firm's Capital Structure." **The Review of Economics and Statistics**, 57(4), 410-416.
- Taylor, John B. (1993). "Discretion Versus Policy Rules In Practice." **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, 39, 198.
- TCMB. (1981). **1980 Yıllık Rapor**. Ankara: TCMB, 49.
- TCMB. (1987). **1986 Yıllık Rapor**. Ankara: TCMB, 40.
- TCMB. (1991). **Ellidokuzuncu Hesap Yılı Hakkında Banka Meclisince Hazırlanan Faaliyet Raporu Bilanço, Kâr ve Zarar Hesabı Denetleme Kurulu Raporu**. Ankara: TCMB, 52.
- TCMB. (2000). **1999 Yıllık Rapor**. Ankara: TCMB, 91.
- TCMB. (2003). **2002 Yıllık Rapor**. Ankara: TCMB, 14,62.
- TCMB. (2004). **Yıllık Rapor 2003**. Ankara: TCMB, 15.
- TCMB. (2010). **Yıllık Rapor 2009**. Ankara: TCMB, 25,27.
- TCMB. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. **TCMB Bülteni**, 28, 2-3.
- TCMB. (2012). **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Bağımsızlık**. Ankara: TCMB, 2,19.
- TCMB. (2015). **Finansal İstikrar-Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri**. Ankara: TCMB, 30
- TCMB. (2015). **Tasarruf- Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri**. Ankara: TCMB, 18.
- Tiryaki, S. T. (2002). Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği. **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, 8, 5.
- Titman, S., Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal Of Finance**, 42(1), 9-17.
- TOBB. (2015). Ekonomik Rapor 2014. **TOBB**, Yayın No: 2015/253, 29.
- TOBB. (2018). Ekonomik Rapor 2017. **TOBB**, Yayın No: 2018/306, 30.

- Topaloğlu, E. E. (2018). Bankalarda Finansal Kırılganlığı Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi ile Belirlenmesi. **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 13(1), 22.
- Toprak, M., Demir, O. (2001). "Türk Bankacılık Sektörü: Sorunlar, Krizler ve Arayışlar". **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. 2(2), 8.
- Tornell, A., Westermann, F., and Martinez, L. (2004). Nafta And Mexico's Less-Than-Stellar Performance. **NBER**, 10289, 31.
- Toroslu, M.V. (1998). "Finansman Bonosu". **Vergi Sorunları Dergisi**, 123, 108.
- Toroslu, M. V. (2000). **Çağdaş Finansal Teknikler**. İstanbul: Beta Basım Yayım, 28-29.
- Torun, M. (1997). *Türkiye'de Dış Borçlanma Sorunu ve Dış Borçlanmada Çözüm (Dış Borç Yönetimi)*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul, 74,80.
- TSPAKB. (2012). Türkiye'de ve Dünyada Özel Sektör Borçlanma Araçları. **TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem**, 116, 16.
- Turan, Z. (2015). "2002 – 2012 Yılları Arasında Türk İktisat Politikasındaki Gelişmeler". **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**. 8(1), 229.
- TUSİAD. (2005). **Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler**. Yayın No. **TÜSİAD**, T/2005-02/391, 27-28.
- Türk, İ. (1999). **Kamu Maliyesi**. (3. Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi, 258-259.
- Türko, M. (2002). **Finansal Yönetim**. (İkinci Baskı). Bursa: Alfa Kitabevi, 361,562.
- Türk Ticaret Kanunu
- Uçgun, S. (2017). **Türkiye'de Ulusal Tasarrufların Seyri ve Ekonometrik Analizi** (2000-2014). Konya: Çizgi Kitabevi, 15,16.
- Uğur, A. A., Karatay, P. (2009). İkiz Açıklar Hipotezi: Teorik Çerçeve ve Hipoteze Yönelik Yaklaşımlar. **Sosyoekonomi Dergisi**, 9(9), 111.
- Ulusoy, A. (2009). **Devlet Borçlanması**. (Dördüncü Baskı). Trabzon: Aksakal Kitabevi, 1,295.
- Ulusoy, A., Ela, M. (2014). Avrupa Borç Krizi ve Türkiye. **Emek ve Toplum Dergisi**, 3(7), 86,99.
- Usta, Ö. (2008). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**. (Üçüncü Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık, 50,250.

- Uzun, A. (2005). *Financial Dollarization, Monetary Policy Stance And Institutional Structure: The Experience Of Latin America and Turkey*. Yüksek Lisans Tezi, ODTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1,2.
- Ülgen, G. (2007). Dış Borçlanmanın Analizi ve Türkiye’de Dış Borç Sorunu. Ahmet Ay. (Editör). *Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Konya: Çizgi Kitabevi, 300.
- Ünal, O. K. (2000). Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Hisse Senedi Çıkarma Yetkisi. **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 4(1,2), 2-3.
- Ünsal, H. (2003). “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma Ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri”. **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 5(3), 199.
- Varlık, C. (2011). Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Politika Seçenekleri. **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, 11(22), 151,156.
- Varlık, S. (2014). “TCMB’nin Dalgalanma Korkusu Davranışları: Açık ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Dönemleri İçin Bir Karşılaştırma. **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 51(597), 15-17.
- Vergil, H., Erdoğan, S. (2009). “Döviz Kuru-Ticaret Dengesi İlişkisi: Türkiye Örneği”. **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 5(9), 42.
- Voyvoda, E. (2012). Türkiye Ekonomisinde Kamu Maliye Politikaları ve Büyüme İlişkisi Üzerine Bir Değerlendirme. **Türk Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2012/72, 2. Web: <http://www.tek.org.tr/dosyalar/buyume4.pdf> adresinden 13 Nisan 2019 tarihinde alınmıştır.
- Wald, J. K. (1999). “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison.” **Journal of Financial Research**, 22(2), 161-187.
- Warner, J. B. (1977). “Bankruptcy Costs: Some Evidence”. **The Journal of Finance**, 32(2), 338,339.
- Yakar, R. (2011). *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’ de Ampirik Bir Çalışma*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 69-83.
- Yalçiner, B. (2007). **Küresel Ekonomideki Dengesizlikler**. Ankara: SPK Araştırma Raporu, 28.
- Yanar, R. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejim Tercihinin Makroekonomik Performans Üzerine Etkileri. **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(2), 258.
- Yavuz, A., Şataf, C., Gül Kır, S. (2013). Avrupa’da Borç Krizi ve Çözüm Arayışları. **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**. 15(2), 146.

- Yavuz, M. (2009). **İhracatta Alternatif Finansman Teknikleri**. Ankara: İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, 7,26.
- Yeldan, E. (2001). **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**. İstanbul: İletişim Yayınları, 146,166.
- Yeldan, E. (2009). "Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?." **Çalışma ve Toplum Dergisi**, 20, 11,12.
- Yener, E., Karakuş, R. (2012). "Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama." **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 14(2), 77-78.
- Yentürk, N. (2003). **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizleri**. (Birinci Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 42, 69.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2012). **Panel veri ekonometrisi stata uygulamalı**. İstanbul: Beta Basım Yayım, 14,180.
- Yiğidim, A. (1999). "Doğu Asya'da Döviz Kuru Krizi ve IMF'nin Yaklaşımı." **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 10(32), 88,89.
- Yolcu, M., Sağlam, N. (2013). **Factoring Şirketlerinde Finansal Raporlama**. Ankara: Detay Yayıncılık, 26.
- Zabri, S.M. (2012). The Determinants Of Capital Structure Among Smes In Malaysia. Proceedings International Conference of Technology Management, Business and Entrepreneurship. Malaysia, 132-144.
- Zarakolu, A. (1954). "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu." **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 11(1-2), 594.
- Zerenler, M. (2003). "Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri". **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**. 3(5), 199, 206.



Ek-1**İmalat Sanayi
Firmalar**

Random-effects GLS regression Number of obs = 252
 Group variable: fd Number of groups = 12

R-sq: Obs per group:
 within= 0.2974 min = 21

 between=0.7397 avg = 21.0
 Overall=0.3878 max = 21

Wald chi2(9) = 117.95
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0.0000

bd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ihr	.2879558	0.093679	3.07	0.002	0.104349	0.471563
mdv	.4105603	0.131421	3.12	0.002	0.15298	0.668141
bvk	-.0002861	0.000663	-0.43	0.666	-0.00159	0.001013
yk	.1265209	0.084826	1.49	0.136	-0.03974	0.292777
sz	.0251462	0.010676	2.36	0.019	0.004222	0.04607
rer	-.0024311	0.001011	-2.4	0.016	-0.00441	-0.00045
vix	-.0000112	0.001628	-0.01	0.994	-0.0032	0.00318
kkgb	.0074107	0.00279	2.66	0.008	0.001943	0.012879
m2	-.0103427	0.003498	-2.96	0.003	-0.0172	-0.00349
_cons	.3288379	0.147706	2.23	0.026	0.03934	0.618336

İmalat Dışı Firmalar

Random-effects GLS regression Number of obs =210
 Group variable: fd Number of groups=10

R-sq: Obs per group:
 within= 0.2147 min=21
 between=0.5445 avg =21.0
 overall=0.3953 max =21

Wald chi2(9) =
 60.70
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 =
 0.0000

bd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
+						
ihr	.2082365	0.139615	1.49	0.136	-0.0654	0.481877
mdv	.3691934	0.083871	4.4	0	0.204809	0.533578
bvk	.0000159	1.76E-05	0.91	0.365	-1.9E-05	5.04E-05
yk	.0751998	0.075021	1	0.316	-0.07184	0.222238
sz	.0527837	0.01105	4.78	0	0.031127	0.07444
rer	.0004163	0.001257	0.33	0.74	-0.00205	0.00288
vix	.00081	0.001841	0.44	0.66	-0.0028	0.004419
kkg	.0033662	0.003247	1.04	0.3	-0.003	0.00973
m2	-.0209023	0.004057	-5.15	0	-0.02885	-0.01295
_cons	-.2578697	0.1641	-1.57	0.116	-0.5795	0.063761
+						

Tüm Firma Grubu

Random-effects GLS regression Number of obs =462
 Group variable: fd Number of groups=22

R-sq: Obs per
 group:
 within = 0.2242 min=21
 between = 0.5551 avg=21.0
 overall = 0.3581 max=21

Wald chi2(9) =
 147.72
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 =
 0.0000

bd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ihr	.1430914	0.074779	1.91	0.056	-0.00347	0.289656
mdv	.3370904	0.066193	5.09	0	0.207355	0.466826
bvk	.0000121	1.75E-05	0.69	0.489	-2.2E-05	4.63E-05
yk	.0524923	0.05478	0.96	0.338	-0.05487	0.159858
sz	.0479091	0.007363	6.51	0	0.033478	0.062341
rer	-.0017159	0.000788	-2.18	0.029	-0.00326	-0.00017
vix	.0005314	0.001239	0.43	0.668	-0.0019	0.00296
kkg	.0057901	0.002151	2.69	0.007	0.001575	0.010006
m2	-.0162039	0.002589	-6.26	0	-0.02128	-0.01113
_cons	.0399418	0.108903	0.37	0.714	-0.1735	0.253388

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : BURGAZ, Neslihan
 Uyuğu : TC
 Doğum tarihi ve yeri : Erzurum
 Medeni hali : Evli
 e-mail : nesli_karacam@hotmail.com

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Doktora	Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü	Devam ediyor
Yüksek Lisans	Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü	2014
Lisans	Erciyes Üniversitesi Maliye Bölümü	2009
Lise	Aydın Lisesi	2003

Yabancı Dil

İngilizce

Yayınlar

A. Uluslararası bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitaplarında basılan bildiriler

1. Karaçam Neslihan, Şahin Serdar (2016). An Analysis of the Effects Tax Burden on Wage Revenue in Turkey on Employment Politics. EconWorld2016 The Third International Conference in Economics (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)

B. Ulusal/ uluslararası kitap bölümleri:

1. Yrd. Doç. Dr. Nilgin Akça'ya Armağan, Gelir Vergisi Kanunu'na Göre Tevkifat Yönteminin Değerlendirilmesi, Gazi Kitabevi, Editör; Doç. Dr. Fatih SARAÇOĞLU, Basım sayısı:1, Türkçe (Bilimsel Kitap).

C. Ulusal bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitaplarında basılan bildiriler

1. Karaçam Neslihan (2014). İç Borçlanmada Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. III. Türkiye Lisansüstü Çalışmalar Kongresi (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)

2. Karaçam Neslihan (2014). Türkiye De Mali Disiplin Uygulaması ve Bu Uygulama Çerçevesinde Mali Kural Yaklaşımı. EconHarran 2014 Ulusal Ekonomi Kongresi. (Sözlü Sunum)

3. Karaçam Neslihan (2015). 1980 Sonrası İç Borçlanmanın Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri. Artvin Çoruh Üniversitesi Hopa Sosyal Bilimler Lisansüstü Öğrenci Çalıştayı (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum)

D.Diğer Yayınlar

1. Karaçam Neslihan (2015). İç Borçlanmanın Birincil ve İkincil Sermaye Piyasalarına Baskısı. Kamu- İş Hukuku ve İktisat Dergisi, 14(2), 83-95 (Ulusal), (Hakemsiz).

2. Karaçam Neslihan, (2012). Dünyada ve Türkiye de AR GE Harcamalarının Gelişimi. Legal Mali Hukuk, (89), 161, 170 (Ulusal), (Hakemsiz)



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

