



T.C.

**ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**HİSSE SENEDİ FİYATININ FAİZ ORANI VE EKONOMİK
BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

SERGEN EMRE EKİCİ

Tez Danışmanı

DOÇ . DR. Burcu KILINÇ SAVRUL

Çanakkale - 2019



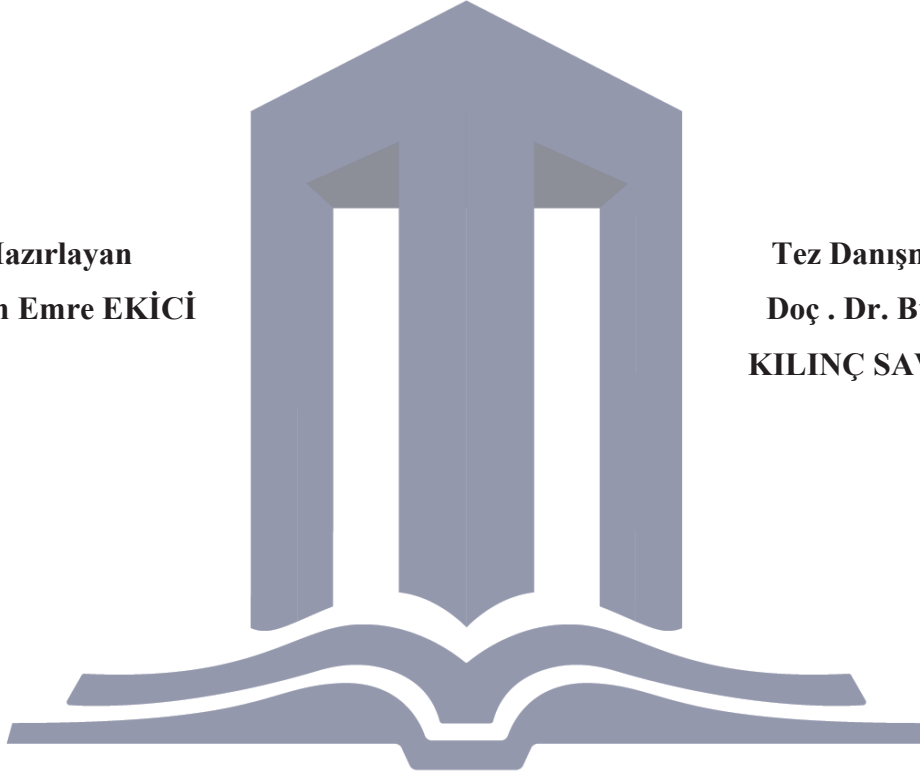
**T.C.
ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**HİSSE SENEDİ FİYATININ FAİZ ORANI VE EKONOMİK BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

**Hazırlayan
Sergen Emre EKİCİ**

**Tez Danışmanı
Doç . Dr. Burcu
KILINÇ SAVRUL**



Çanakkale- 2019

TAAHHÜTNAME

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Hisse Senedi Fiyatının Faiz Oranı ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını, özgünlüğünü ve bir başka mecraya sunulmadığını, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu ve yararlandığım kaynak ve verilerde hiçbir bir çarpıtma yapmadığımı belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

28/10/2019

Sergen Emre EKİCİ





Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne



Sergen Emre EKİCİ'ye ait 'Hisse Senedi Fiyatının Faiz Oranı ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi' adlı çalışma jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak oybirliği/~~oyçokluğu~~ ile kabul edilmiştir.

Üyeler	İmza
Doç.Dr. Burcu KILINÇ SAVRUL (Danışman)	
Doç. Dr. Cüneyt KILIÇ	
Dr. Öğr. Üyesi İsmail METİN	

Tez No : 10 304171

Tez Savunma Tarihi : 24.09.2019

ONAY

Prof. Dr. Şerif KORKMAZ

Enstitü Müdürü

21.10.../2019

ÖZET

HİSSE SENEDİ FİYATININ FAİZ ORANI VE EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Sermaye piyasalarında fon arz ve talep eden yatırımcıların en çok ilgi gösterdiği piyasa hisse senetleri piyasasıdır. Hisse senetlerinin birçok risk faktörünün etkisi altında olması, yatırımcıların bu piyasalara yatırım yapmalarında söz konusu faktörleri dikkatle izlemesi gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmayla, hisse senetleri üzerindeki en önemli risk faktörü olan faiz oranlarındaki değişimlerin iktisadi büyümeye olan etkileri incelenmiştir.

Borsa ve faiz oranı, bir ülkedeki ekonomik büyümenin iki önemli faktörüdür. Yatırımcılar ve politika yapıcılar faiz oranının borsa üzerindeki etkisine bakarak; para politikasını, risk yönetim uygulamalarını, finansal varlık değerlemelerini ve hükümet uygulamalarını izleme imkânı bulurlar.

Ekonomik büyüme ile doğrudan ilişkili olan faiz oranı, belli bir zaman sürecinde kullanılan para için ödenen ücret olarak tanımlanabilir. Borçlu açısından faiz oranı, borçlanılan paranın maliyetidir. Borç verenin açısından ise, borç verilen paranın ücretidir.

Hisse senedi ekonominin barometresi olarak ifade edilmekte ve hisse senedi fiyatı ekonominin ve işletme performansının bir yansıması olarak görülmektedir. Hisse senetlerinin diğer yatırım araçlarına göre yüksek risk taşıması ve buna karşılık yüksek getiri sağlaması nedeniyle, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin incelenmesine yönelik pek çok çalışma yapılmıştır.

Genel olarak literatürde hisse senedi piyasası gelişiminin çeşitli kanallar vasıtasıyla ekonomik performansı ve reel ekonomiyi etkilediği kabul edilmektedir. Bu kanallardöviz kuru, enflasyon, para arzı, endüstriyel büyüme, GSYİH ve faiz oranı'dır.

Bu bağlamda, hisse senedi ve faiz oranları üzerine yapılan bu çalışmanın hem piyasanın gelişimine katkıda bulunması hem de bu piyasadaki yatırımcıların bilgi sahibi olabilmeleri açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi, Faiz Oranları, İktisadi Büyüme

ABSTRACT

THE EFFECT OF STOCK PRICE ON INTEREST RATE AND ECONOMIC GROWTH

Equity markets are the markets most interested by investors who demand and supply funds in capital markets. The fact that stocks are under the influence of many risk factors has led to the necessity of investors to monitor these factors carefully when investing in these markets. In this study, the effects of changes in interest rates, which are the most important risk factors on stocks, on economic growth were examined.

The stock market and interest rate are two important factors of economic growth in a country. Investors and policy makers are looking at the impact of interest rate on the stock market; monitor monetary policy, risk management practices, financial asset valuation and government practices.

The interest rate, which is directly related to economic growth, can be defined as the fee paid for the money used over a period of time. For the borrower, the interest rate is the cost of the borrowed money. From the lender's point of view, the lender is the fee for the money lent.

The stock is expressed as a barometer of the economy and the stock price is seen as a reflection of the economy and the performance of the enterprise. Due to the fact that stocks carry higher risk compared to other investment instruments and provide high returns in return, many studies have been conducted to examine the factors affecting stock prices. In general, it is accepted in the literature that stock market development affects economic performance and real economy through various channels.

These channels are exchange rate, inflation, money supply, industrial growth, GDP and interest rate.

In this context, it is considered that this study on stock and interest rates will be beneficial both in terms of contributing to the development of the market and providing information to investors in this market.

Keywords: Equity, Interest Rates, Economic Growth

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında bana yol gösteren veher konuda yardımcı olan danışman hocam sayın Doç. Dr. Burcu KILINÇ SAVRUL'a, ayrıca hayatımın her zamanında destekleriyle yanımda olan ve beni bugünlere getiren aileme sonsuzteşekkürlerimi sunarım.

Sergen Emre EKİCİ

Çanakkale, 2019



İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR	vi
TABLolar	vii
ŞEKİLLER	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ, FAİZ ORANLARI VE BÜYÜME KAVRAMI

1.1. Hisse Senedi Kavramı.....	4
1.2. Faiz Kavramı.....	6
1.3. Büyüme Kavramı.....	7
1.4. Hisse Senedi, Faiz ve Büyümenin Çeşitleri.....	9
1.4.1. Hisse Senedi Çeşitleri.....	9
1.4.1.1. <i>Adi Hisse Senetleri</i>	9
1.4.1.2. <i>İmtiyazlı Hisse Senetleri</i>	10
1.4.1.3. <i>Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri</i>	10
1.4.1.4. <i>Primli–Primsiz Hisse Senetleri</i>	11
1.4.1.5. <i>Bedelli - Bedelsiz Hisse Senetleri</i>	12
1.4.1.6. <i>Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri</i>	12
1.4.1.7. <i>Oydan Yoksun Hisse Senetleri</i>	13
1.4.2. Faiz Çeşitleri.....	14
1.4.2.1. <i>Nominal Faiz ve Reel Faiz</i>	14
1.4.2.2. <i>Basit Faiz ve Bileşik Faiz</i>	15
1.4.2.3. <i>Sabit Faiz ve Değişken Faiz</i>	16
1.4.2.4. <i>Brüt Faiz ve Net Faiz</i>	17
1.4.2.5. <i>Kanuni Faiz ve Serbest Faiz</i>	17
1.4.2.6. <i>Öz Sermaye Faizi ve Ödünç Sermaye Faizi</i>	18
1.4.2.7. <i>Temerrüt (Gecikme) Faizi</i>	18
1.4.3. Büyümenin Çeşitleri.....	19

1.4.3.1. Spontane Büyüme.....	19
1.4.3.2. Planlı Büyüme.....	19
1.4.3.3. Kapalı Büyüme.....	19
1.4.3.4. Açık Büyüme.....	19
1.4.3.5. Durgun Büyüme.....	19
1.4.3.6. Üstel Büyüme.....	20
1.4.3.7. Biyolojik Büyüme.....	20
1.4.3.8. Dengeli Büyüme.....	20
1.4.3.9. Dengesiz Büyüme.....	20
1.5. Hisse Senedi, Faiz ve Büyümenin Teorik Altyapısı.....	20
1.5.1. Hisse Senedinin Teorik Altyapısı.....	20
1.5.2. Faizin Teorik Alt Yapısı.....	23
1.5.2.1. Nemalandırma Teorisi.....	23
1.5.2.2. Verimlilik Teorisi.....	24
1.5.2.3. İstismar Teorisi.....	25
1.5.2.4. Feragat (Vazgeçme) Teorisi.....	26
1.5.2.5. Kullanma Teorisi.....	26
1.5.2.6. Emek Teorisi.....	27
1.5.2.7. Zaman Tercihi Teorisi.....	27
1.5.2.8. Agio Faiz Teorisi.....	28
1.5.2.9. Fisher'in Sabırsızlık Teorisi.....	29
1.5.3. Büyümenin Teorik Altyapısı.....	29
1.5.3.1. Klasik Teoride Ekonomik Büyüme.....	29
1.5.3.2. Harrod- Domar Büyüme Modeli.....	30
1.5.3.3. Neo-Klasik Teoride Büyüme.....	31
1.5.3.4. İçsel Büyüme Modelleri.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HİSSE SENEDİ FİYATLARININ FAİZ ORANLARININ VE BÜYÜMENİN GELİŞİMİ

2.1. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının, Faiz Oranlarının ve Büyümenin 1980 Öncesi Gelişimi.....	33
2.2. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının, Faiz Oranlarının ve Büyümenin 1980 Sonrası Gelişimi.....	49

2.2.1. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının 1980 Sonrası Gelişimi.....	49
2.2.2. Türkiye'de Faiz Oranlarının 1980 Sonrası Gelişimi.....	52
2.2.2.1. <i>Faiz Oranını Gelişimini Belirleyen Temel Faktörler</i>	54
2.2.2.2. <i>Faiz Oranını Gelişimini Belirleyen İkincil Faktörler</i>	56
2.2.3 Türkiye'de Büyümenin 1980 Sonrası Gelişimi.....	58

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ FİYATI İLE FAİZ ORANI VE BÜYÜME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. Modelin Amacı ve Önemi	81
3.2. Verilerin Tanımı.....	82
3.3. Geleneksel Birim Kök Testi Sonuçları	84
3.4. Kapetanios (2005) Çoklu Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi.....	85
3.5. Maki (2012) Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi.....	87
3.6. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini	88
3.7. Kısa Dönem Analizi: Hata Düzeltme Modeli.....	90
3.8. Granger Nedensellik Analizi.....	91
SONUÇ VE ÖNERİLER	92
KAYNAKÇA	93

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Artırılmış Dickey Fuller Testi (Augmented Dickey Fuller)
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GSYH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
PP	: Phillips-Perron Testi
THY	: Türk Hava Yolları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

TABLOLAR

Tablo No	Tablo Adı	Sayfa
Tablo 2.1.	Sektörel Büyüme Hızları (1924-1949).....	38
Tablo 2.2.	GSMH'nın Sektörel Dağılımı (1923-1949).....	40
Tablo 2.3.	Türkiye İçin Temel Toplumsal ve İktisadi Göstergeler (1913-1950)..	47
Tablo 2.4.	Türkiye İçin Temel Toplumsal ve İktisadi Göstergeler (1980-2010)..	48
Tablo 2.5.	Merkez Bankası 2010 yılı Değişikliğiyle Uygulanan Politika Araç ve Amaçları	53
Tablo 2.6.	1980 Öncesi Enflasyon ve Faiz Oranı.....	54
Tablo 2.7.	G20 Ülkeleri Faiz Oranları (Mayıs-Haziran 2019) Verilerin Göre....	58
Tablo 2.8.	2009-2019 Türkiye Ekonomik Göstergeler.....	78
Tablo 2.9.	G20 Ülkeleri 2019 Yılı Enflasyon Oranları (Nisan-Mayıs 2019 verilerine göre).....	79
Tablo 3.1.	Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanıtımı.....	82
Tablo 3.2.	Değişkenlere Yönelik Tanımsal İstatistik Bilgiler.....	84
Tablo 3.3.	Değişkenler için Durağanlık Test Sonuçları.....	85
Tablo 3.4.	Kapetanios (2005) Birim Kök Testi Sonuçları.....	86
Tablo 3.5.	Maki (2012) Eşbütünleşme Testi Bulgular.....	88
Tablo 3.6.	FMOLS Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayı Tahminleri.....	89
Tablo 3.7.	Kısa Dönem Hata Düzeltme Modeli Katsayı Tahminleri.....	90
Tablo 3.8.	Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	91

ŞEKİLLER

Şekil No	Şekil Adı	Sayfa
Şekil 2.1.	Türkiye Ekonomisinde 1980-2013 Dönemi Enflasyon ve Faiz Oranı...	54
Şekil 2.2.	Türkiye FaizOranları(2010-2018).....	57
Şekil 2.3.	Türkiye 2010-2019 Enflasyon Oranları.....	79



GRAFİKLER

Grafik No	Grafik Adı	Sayfa
Grafik 3.1.	FAIZ Değişkeni İçin [2002.Q1-2018.Q4] Dönemi Grafiği.....	82
Grafik 3.2.	GSYIH Değişkeni için [2002.q1-2018.q4] Dönemi Grafiği.....	83
Grafik 3.3.	HIF değişkeni için [2002.Q1-2018.Q4] Dönemi Grafiği.....	83



GİRİŞ

İktisadi büyüme tarih boyunca bir ülke ekonomisinin performansının ölçülmesinde kullanılan en önemli makroekonomik değişkenlerden biri olmuştur. Özellikle günümüzde, sermayenin sınır tanımadığı globalleşen dünyada bu değişken daha önemli bir konuma gelmiştir. Hisse senedi fiyatlarının faiz oranları ve büyüme üzerindeki etkisi ise, gelişmekte olan ülkeler için önemli bir tartışma konusu olmuştur.

İktisadi büyüme son yıllarda önemi artan ve tartışma konusu olan bir makro iktisat konusudur. Dinamik bir yapıya sahip olan iktisadi büyüme bir ülkede yaşayan tüm bireyleri etkileyen bir kavramdır. Hisse senedi piyasası bir ülkenin iktisadi gelişiminde son derece önemli rol oynamaktadır. İktisadi büyüme, bir ülkede belli bir dönemde piyasada üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin parasal ifadesi olan GSYH’inde meydana gelen artışı ifade etmektedir

Üretimin artması gerekliliği gün geçtikçe ülke ekonomilerinin birbirleri ile entegre olmasına sebep olmuştur. Böylece dış ticaret olanakları gelişmiş, ülkelerin mevcut üretim ve dış ticaret yapılarına göre kazançları da değişiklik göstermiştir. Mevcut dönemin teknolojik yapısına ayak uydurabilen ülkeler bu değişimden daha kazançlı çıkarken, buna ayak uyduramayan ülkelerin ekonomilerinde sürdürülebilir bir gelişim süreci yakalanamamıştır.

Günümüzde ise dünya ekonomisi neredeyse tümüyle birbiri ile entegre olmuş, sermayenin ve emeğin önündeki engeller mümkün olduğunca kaldırılmaya çalışılmıştır. Bu da ülke ekonomilerinin sürdürülebilir bir büyüme açısından bağımlı olduğu makroekonomik değişkenlerin daha da çeşitlenmesine sebep olmuştur.

İktisadi büyümenin faktörlerinden olan hisse senedi ve faiz oranı ile arasındaki ilişki ise literatürde kendine fazlaca çalışma alanı bulmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmaların kimisinde bu ilişki negatif yönlü, kimisinde pozitif yönlü, kimisinde ise dolaylı olarak birbirlerini etkilediği sonucuna varılmıştır.

Bir ülkenin ekonomik düzeninin başarılı olabilmesi ancak tam istihdamı sağlayarak düzenli bir ekonomik büyüme gerçekleştirebiliyorsa söz konusudur (Eski, 1984: 33). Ekonomik büyüme, ihtiyaç duyulan mal ve hizmetleri üretmek için toplumun üretim kabiliyetinin artması şeklinde tanımlanmalıdır (Peterson, 1994: 480).

Nitekim ekonomik büyüme, bir yıldan ötekine üretim miktarındaki reel artışı ifade etmektedir (Eğilmez, 2009: 194). Ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için üretim faktörlerinin (işgücü, doğal kaynaklar, sermaye, girişimci) kişi başına reel milli geliri yükseltecek şekilde arttırılabilmesi gerekmektedir (Dirimtekin, 1989: 295).

Milli gelirin fiyatlardaki artış sebebi ile yükselmesi ise ekonomik büyümeyi ifade etmemektedir (Eğilmez, 2009: 194). Enflasyonun fiyatlar genel seviyesini yükseltmesi parasal olarak gelir artışı yaratmakta fakat bu reel anlamda ekonomik büyüme sağlamamaktadır (Eker, Altay ve Sakal, 2009: 194).

Bir ekonomi sahip olduğu kıt kaynakların miktarını arttırarak veya onların kalitelerini iyileştirerek veya üretim teknolojisini ve kurumsal çerçevesini değiştirerek daha yüksek üretim düzeylerine çıkması ekonomik büyüme sayılmaktadır (Üstünel, 1997: 58).

Böylece ekonomide bir önceki döneme göre daha fazla üretim yapılabilecektir. Ekonomik büyümenin sağlanabilmesi üretimin hızlı ve sürdürülebilir olmasına bağlıdır (Savaş, 2007: 138). Çünkü büyümeden söz edebilmek için büyüme hızı önemli oranlarda olmalı, büyüme sürekli ve kesintisiz olmalı, büyüme dengeli ve istikrarlı olmalıdır (Eski, 1984: 27).

Ekonomide hızlı büyüme ivmesinden bahsedebilmek için ise ekonominin yıllık olarak % 6,5'in üstünde büyümesi ve bu oranların en az 1,5 yıl devam etmesi gerekmektedir. Bu periyoddan kısa süren yüksek ve iki haneli büyüme oranı ise hızlı büyüme olarak nitelendirilemez (Türkoğlu, 2014: 114).

Sonuç itibariyle ekonomik büyüme hızını ekonomik düzen ve tercih ettiği ekonomik sistem belirler. Faiz oranları genel çerçevede ele alındığında, yüksek faiz oranlarının yüksek maliyetlerden kaynaklanan talep düşüşüne, proje ve yatırımların başka bir zamana ertelenmesine neden olmaktadır. İktisadi büyümenin faizler ile ters orantıda olduğunu söylemek mümkündür. İktisadi büyüme ile faiz oranları arasında bulunan bu ilişki, farklı etkenler aracılığıyla farklı etkiler sergileyebilir. Ancak yine anlamda yüksek faizlerin GSYH artışına olumsuz etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır. Faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde tüketim ve yatırım taleplerinde düşme görülmekte ve dolayısıyla iktisadi aktiviteler zayıflamaktadır.

Yatırımcılar yatırım kararlarını, yatırımdan elde edebileceği tahmini kazanç ile aynı miktar paraya bankanın vereceği faiz gelirini karşılaştırarak verirler.

Eğer bankadan kazanacakları faiz geliri daha fazla ise yatırımcıların yatırım kararı vermeleri söz konusu değildir (Pekin, 2012: 203). Sermaye mallarının getirisi, faizin getirisinden büyükse; para, sermaye malları yatırımına daha fazla kayacaktır. Öyle ise, düşük faiz oranları sermaye/emek yatırımlarını arttırarak ekonomik büyümeyi reel olarak hızlandıracaktır (Sak, 1995: 13).

Yatırımcılar yapacakları yatırımlarda kredi kullanacaklarsa; faiz oranlarının değerlendirmesinde yüksek faiz oranlarının yatırım maliyetlerini arttırması önemli bir husustur (Ataç, 1999: 192). Yüksek faiz oranları sebebiyle yatırım kredileri pahalı hale geleceği için yatırımlar azalır (Türkoğlu, 2014: 31).

Ekonomide faiz oranları düşükse bu defa kredilerin ucuz olması yatırım maliyetlerine yansıtacağı için yatırımlar artar. Borçlanmanın olumlu yönünden yararlanarak tasarruf artışı sağlamak için reel faiz oranları aşırı yükseltilirse; yatırımlar ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenir. Faiz oranları yükseldikçe ekonomik büyüme hızı gerilemektedir. Böyle bir durumda, ekonomik büyüme hızı, reel faiz oranlarının altına inmektedir (Tarı ve Kumcu, 2005: 161).

Ekonomik büyüme hızının artabilmesi için ise faiz hadleri rekabetçi bir fiyatta oluşmalıdır. Böylece ekonomide tasarruflar ve yatırımlar birbirine eşitlenecektir. Bu bilgiler ışığında yapılan çalışmada hisse senedi ve faiz oranının iktisadi büyümeye olan etkisi başlangıçta teorik olarak ele alınmış, daha sonra iktisadi büyüme ve faiz oranı uygulamaları anlatılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ, FAİZ ORANLARI VE BÜYÜME KAVRAMI

1.1. Hisse Senedi Kavramı

Ekonomide varlıkları finansal ve finansal olmayan varlık diye ikiye ayırdığımızda, finansal varlıklar bono, hisse senedi, banka mevduatları ve türev ürünler gibi araçları kapsamaktayken; finansal olmayan varlıklar, gayrimenkul ve kişisel mülk gibi fiziksel varlıkları kapsamaktadır (Şahin, 2011: 116). Hane halklarının genelde ellerinde tuttıkları varlıklar ise para, tahvil, hisse senedi, gayrimenkul, dayanıklı tüketim malları gibi araçlardır (Abel vd. 2011: 246).

Bu finansal ve finansal olmayan varlıklardan bir kısmı sabit getirili iken bir kısmı ise değişken getirilidir. Değişken getirili sınıfa giren finansal araçlardan biri de hissesenetleridir.

Ekonomide fon talep edenler ile fon arz edenler arasında köprü işlevi gören kurumlardan biri olan borsaların, mali kurum olmanın yanında finansal piyasalara işlerlik kazandırma rolü vardır. Literatürde pay senedi olarak da ifade edilen hisse senetleri, anonim şirketlerdeki hissedarlığı belgelendirmek amacıyla çıkarılan, şirket sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır (Afşar, 2006: 40).

Diğer bir tanımda ise hisse senetleri; anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların paylarını temsil eden menkul kıymetlerdir. Dolayısıyla hisse senetleri, işletmelerde sahipliği gösteren bir belge niteliğine sahiptir (Başoğlu vd. 2009: 251).Geçmiş 16. yüzyıla dayanan hisse senedi piyasaları, bugün daha küresel bir noktaya gelerek büyük şirketlerin büyük çoğunluğunun hisselerinin yatırımcılar tarafından düzenli olarak alındıkları ve satıldıkları yer haline gelmiştir.

Hisseler normal olarak çok sayıdadır. Bu bakımdan çok sayıda hisselerin alınıp satıldığı hisse senedi piyasaları her bir şirketin toplam değerinin yalnızca küçük bir kısmını temsil eder. Bu pay senetleri ile hisse senedi sahipleri şirketin ortağı konumunda olduklarından, periyodik olarak ortağı oldukları şirketten kâr payı (temettü) alırlar (DeFina, 1991; Cecchetti ve Schoenholtz, 2015: 190-191).

Ancak kâr payı ödemesi her zaman gerçekleşmez. Ekonominin gidişatında ya da firmanın yapısında durgunluk olduğunda kâr payı ödemesi gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla

hisse senedi fiyatları ekonominin ve firmanın yapısına bağılı olarak artabilir ya da düşebilir. Bu tür gelişmeler hisse senedi fiyatlarını öngörülemez kılmaktadır (Abel vd. 2011: 247).

Hisse senetleri mülkiyet hakkı ve ortaklık hakkı doğurduğundan herhangi bir vadesi yoktur. Bu bakımdan hisse senedinin, tahvil, hazine bonosu ve diğer sabit getirili menkul kıymetler gibi önceden belirlenen bir getirisi olmadığından yatırımcılar açısından risk taşır (Mishkin ve Eakins, 2012: 302; Ünver, 2012: 38- 39).

Dolayısıyla, hisse senedinde beklenen bir gelir, sabit faizli bir yatırım aracından sağlanacak kazancın üstünde olmalıdır. Çünkü yatırımcılar bu durumu gözeterek hisse senedi ile sabit faiz getirisi olan bir yatırım aracı arasında tercih yapabilir. Yatırımcılar eğer, hisse senetlerinden elde edeceği kazancın faiz oranlarından yüksek olacağını düşünürse hisse senedi piyasalarına yönelecektir (Başoğlu vd. 2009:206).Hisse senetleri yatırımcısına bir takım avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar aşağıdaki başlıklar halinde sıralanabilmektedir (Mishkin vd. 2013: 130-131; Afşar, 2006: 41-42).

Şirket payından kar payı alma hakkı: Hisse senedi sahiplerinin en önemli haklardan biri, şirketlerin dağıtmış olduğu kârdan hisse senedi yatırımcısının kâr payı almasıdır. Kâr payları genellikle her çeyrek dönemde periyodik olarak hissedarlara yapılan ödemelerdir. Firma yönetim kurulu bazı durumlarda bu hakkı sınırlandırılabilir.

Şirket yönetimine katılma hakkı: Hisse senedi yatırımcısı ortağı olduğu şirketin yönetim kurulunu seçmek ve hatta seçilme hakkına sahiptir.

Oy kullanma hakkı: Hisse senedi sahipleri şirket genel kurulunda oy hakkı elde etmiş olur.

Yeni pay (rüçhan) alma hakkı: Üstünlük ya da öncelik anlamına gelen rüçhan hakkı mevcut ortaklara yeni sermaye artırımlarında, ortaklıktaki payları oranında ve öncelikli olarak nominal değerden ya da nominal değer üzerindeki primli fiyattan yeni pay senetlerinden alma olanağı vermektedir.

Tasfiyeden pay alma hakkı: Şirketin tasfiye edilmesi halinde herhangi bir bakiyenin kalması durumunda hisse senedi sahiplerinin bu artık değerden payları ölçüsünde yararlanması durumudur.

Şirket faaliyetleri ile ilgili bilgi alma hakkı: Hisse senedi yatırımcılarının sahip olduğu bilgi alma hakkı sınırlandırılmaz. Hisse senedi sahipleri şüpheli gördükleri konularda denetçilerin ya da murakkıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları talep etmeye yetkilidir.

1.2. Faiz Kavramı

Literatüre bakıldığında faiz kavramının değişik birçok tanımlamasıyla karşılaşılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan bir tanıma göre faiz: Belirli bir vadeye kadar başkasına kredi olarak verilen anaparaya ek olarak borçlu tarafından alacaklıya ödenen bedeldir. Bu tanım biraz daha genişletilecek olursa varlık sahipleri, sahip oldukları varlıkları, bunları talep edenlerin kullanımına sunarlar ve buna karşılık bir bedel isterler. İstenen bu bedele kira denmektedir (Pıçak, 2012: 62).

Benzer şekilde, para da ihtiyaç duyanlara ihtiyaçlarını gidermek için kiraya verilmektedir. Paranın kirası da faizdir ve anaparanın belirli bir yüzdesi şeklinde ifade edilir. Ödünç para alanlar için faiz, aslında kazanmadan harcama yapmak istediği için bir ceza; ödünç verenler açısından ise, tüketimini ertelediği için bir ödüdür (Coşkun, 2010: 16).

Bunun yanı sıra ekonomi biliminde faiz, üretim faktörleri içerisindeki yerine göre sermayenin getirisi olarak tanımlanmaktadır. Çünkü üretim faktörlerinden toprağın getirisi rant, emeğin getirisi ücret, girişimcinin getirisi kâr ve sermayenin getirisi de faizdir. Sermaye sahibi için bir getiri olan faiz, girişimci için sermayeyi kullanmanın maliyetidir (Eğilmez 2010: 165).

Faiz, fon ihtiyacı olanların fon sahibine belirli bir süre için kullandığı fonlara karşılık ek olarak ödediği miktardır. Faiz oranı ise ödenen faizin borç alınan paraya oranının yüzde olarak ifade edilmesidir (Seyidoğlu, 2012: 22)

Faiz oranları, kişilerin tüketimlerini veya tasarruflarını, ev, tahvil alımı veya fonların vadeli mevduat hesaplarına yatırılması gibi birçok kararını etkilemektedir. Faiz oranlarının yüksek olması finansman maliyetini artıracığından kişisel olarak insanları ev veya araç almaktan vazgeçirebilir ya da tersine gelirlerini tüketmekten ziyade tasarrufa yönlendirerek faiz geliri elde etmelerine sebep olabilir. Aynı zamanda iş dünyası açısından bakıldığında fonların yeni bir yatırım için kullanılması veya bankaya yatırılması gibi ekonomik kararları da etkilemektedir. Örneğin yüksek faiz oranları, yeni istihdam alanlarının açılmasını sağlayacak olan yeni yatırımların yapılmasını engelleyebilir (Büberkökü, 2014: 88).

Bu yüzden faiz oranlarındaki değişimlerin bireyler, finansal kurumlar, şirketler ve genel olarak ekonominin tamamı üzerinde önemli etkileri olduğu şüphesizdir (Mishkin,

2006: 4-67).Faiz oranlarının düzeyi, ülkelerin ekonomik performansı hakkında önemli bilgiler vermektedir. Ancak bu durum, faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelerin kötü; düşük olduğu ülkelerin ise iyi bir ekonomik performans sergilediği anlamına gelmemektedir. Faiz oranlarının seviyesi, her farklı ekonomi için ayrı ayrı analiz edilmelidir. Çünkü faiz oranları ekonomilerin gidişatına yön vermek için merkez bankaları tarafından alınan kararlara göre farklılık göstermektedir.

Günümüz ekonomi dünyasında, mortgage faiz oranları, tüketici kredisi faiz oranları, araç kredisi faiz oranları, tahvil faiz oranları gibi birçok farklı faiz oranı vardır (Mishkin, 2006: 4).

Bunların yanı sıra, 1-3-6 ay ve 1 yıl vadeli tasarruf mevduatı, hazine bonusu, kısa ve uzun vadeli devlet tahvili gibi çok sayıda vadesi ve geri ödenmeme riski farklı olan birçok faiz oranı vardır. Gerçek hayatta birçok farklı faiz oranı olmasına rağmen ekonomistler tek bir faiz oranından bahsederler. Bunun nedeni, faiz oranlarının birlikte hareket etme eğiliminde olması ve dolayısıyla bir faiz oranı üzerinden yapılan analizden elde edilen sonuçların birden çok faiz oranı için de geçerli olmasıdır (Ünsal, 2009: 110).

1.3. Büyüme Kavramı

Ekonomik büyümenin tanımını, ülkelerin sahip oldukları sınırlı kaynakların miktarını arttırmaları veya kalitelerini yükselterek üretim olanaklarının sınırlarını genişletmeleri ya da üretim teknolojilerini arttırmaları ve şirket ortamını daha yüksek üretim seviyelerine ulaştırmaları şeklinde yapmak mümkündür (Üstünel, 1975: 64).

Doğal bir sonuç olarak, ülkenin ekonomik üretimi ve kişi başına düşen geliri artış gösterir. Bu anlamda, ekonomik büyüme aslında üretimde daha büyük miktarlara ulaşma ve ülkelerin üretken kapasitesini artırma çabaları olarak açıklanabilir. Bu tanımlar fiyat değişimlerinden muaftır, yani kişi başına reel artışlar anlamına gelmektedir. Bunun yanı sıra ekonomik büyüme, üretim kapasitesindeki artışın bir işaretidir. Ortalama büyüme hızı ve yıllık büyüme hızı bir ülkede ekonomik büyümenin ne düzeyde gerçekleştiğini gösteren parametrelerdir. Ortalama büyüme hızı, belirli bir dönemdeki büyüme oranıdır ve yıllık büyüme oranı ise belirli bir yıldaki büyüme oranı anlamını taşımaktadır.

Ekonomik büyüme hızı, belirli bir dönemde reel GSMH'deki artışı temsil etmekte, başka bir deyişle, üretimin önceki döneme kıyasla gösterdiği yüzdelik artışı

göstermektedir, Buna ek olarak, ekonomik büyümeyi anlamak için üretim imkânları eğrisine başvurmak yaygın bir yöntemdir (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 12).

Ekonomide büyüme sağlanabilmesinin temel ön koşulu uygun bir teşvik sistemidir. Bu ise, bir ekonominin piyasalarının, mülkiyet haklarının ve parasal değişiminin olmasıyla mümkündür. Söz konusu bu üç teşviğine ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmesi için;

- Üretim faktörlerinin üretkenliği artırılmalıdır. (Özellikle yeni teknolojiler üreterek işgücü verimliliği artırılmalıdır.)
- Üretim faktörleri stoku artırılmalıdır. (İşgücü artırılmalı, yeni doğa kaynakları keşfedilmeli ve ek sermaye malları sağlanmalıdır.)

-Teknolojik değişimler olmalıdır (Üretim teknolojileri geliştirilmelidir.) (Parasız, 1997: 241). Buna ek olarak, ülkelerin istikrarlı bir ekonomik büyüme performansı gösterebilmeleri için beşeri ve fiziki sermayelerini artırmaları gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkeler liberalleşme atılımları yaparak yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların yetersizliği sorununun aşmaya çalışmış, bu yolla küreselleşen finansal piyasaların, üretim süreci üzerinde etkinliklerini artırarak yatırım ve büyümeyi olumlu yönde etkileyecekleri öngörülmüştür. McKinnon ve Shaw finansal piyasalardaki derinleşmenin ekonomik büyümeye katkı yaptığını ifade etmiş, Schumpeter ise finansal kesimin aracılık hizmetleri vasıtasıyla büyüme sürecine katkı sağladığını vurgulamıştır.

Bunun yanı sıra ekonomik büyümenin, bir toplumun ihtiyaç duyduğu mal ve hizmetleri üretmek için üretim olanaklarının geliştirilmesi olarak tanımlanması, üretim faktörlerinin yaygınlaştırılmasını ve geliştirilmesini de içermektedir (Peterson, 1994: 480).

Ekonomik büyüme; hem stok, mal ve hizmet akımını hem de miktar bakımından üretim faktörlerinde artışları ifade etmektedir. Bu artışların gerçekleşmesi, emek sermaye birikimi ve teknolojik gelişmelere bağlıdır. Bu üç unsurun birlikte sağlanmaları büyümeyi mümkün kılmakta, verimlilikteki artış da sürdürülebilir bir büyüme yaratmaktadır. Ekonomik büyümenin sağlanabilmesi üzerine getirilen açıklamaların yanı sıra, ekonomik büyüme uygulamalarında karşılaşılan bazı problemler de mevcuttur. MIT'den Robert Solow'un 1950'lerde yayınladığı iki makale, ekonomik büyüme uygulamalarında karşılaşılan problemlerin giderilebilmeleri üzerine üretilen teorilere dayanak oluşturmaktadır. Özetle bu makaleler, büyümenin sürdürülebilirliği noktasında

fiziksel sermaye artışına ve teknolojik gelişmelere dikkat çekmektedir (Açıkgöz Ersoy, 2009: 79).

Büyüme teorileri genellikle tam istihdam verilerini incelemekte ve bunun sadece bu durumu gerçekleştiren ülkelerde nasıl gerçekleştirilebileceğine odaklanmaktadırlar. Oysaki tam istihdam ile tam kapasiteyi baz alan büyüme teorilerinin az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için bir geçerliliği bulunmamaktadır.

Bu durumun temel sebebi; yapısal problemler, yetersiz sermaye ve eksik istihdam (işsizlik) gibi etmenlerin bu ülkelerde mevcut bulunmasıdır (Kaynak, 2007: 53). Bu yüzden ekonomik büyüme teorileri hem ekonomi bilimine hem de diğer sosyal bilimlere dayandırılmalıdır. Günümüzde disiplinler arası bağlantılar kurmanın bir zorunluluk haline gelmesi, sosyal ve toplumsal dönüşüm sürecinin sonucunda ekonomik ve sosyal alandaki karşılıklı bağımlılığın giderek artmasıyla yakından ilgilidir (Huges ve Boyer, 2001: 80).

1.4. Hisse Senedi, Faiz ve Büyümenin Çeşitleri

1.4.1. Hisse senedi çeşitleri

Hisse senetleri Türk Ticaret Kanunun 409. maddesince hamiline ve nama yazılı hisse senetleri olarak ikiye ayrılmışlardır. Bu ayrımla beraber hisse senetleri donanım kabiliyeti, satış şekli ve karşılığının ödenme şekli gibi konular açısından da sınıflandırılabilir (Temiz, 2012: 4).

1.4.1.1. Adi Hisse Senetleri

Hisse senetlerine aynı zamanda adi hisse senetleri de denmektedir. Adi hisse senetlerinin sahiplerine, esas sözleşmede aksine bir durumun söz konusu olmadığı hallerde hisse senetleri sahiplerine eşit hak tanılırlar. Bu özelliklere sahip hisse senetleri adi hisse senetleri olarak nitelendirilir (Kılıç, 2011: 11)

Hisse senedini piyasa ihraç eden şirketin belirli bir kısmını temsil eden ve bununla birlikte hisse sahibine şirketin elde ettiği kardan pay alma hakkı, şirket yönetimi içerisinde görev alma hakkı, şirketin faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı ve oy kullanma hakkını tanıyan hisse senetleridir (Bayhan, 2015)

Tüm bunların yanında adi hisse senetleri, nominal değere sahip hisse senetleri ve nominal değere sahip olmayan hisse senetleri adı altında iki başlık olarak sınıflandırılırlar.

Nominal değere sahip olmayan hisse senedinin uygulandığı ülkeler genellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkeler de kullanılmaktadırlar (Aydın vd, 2005: 65)

Adi hisse senedinin temel prensibi, elde tutulan hisse senedinin gelecekteki nakit akımlarını beklenen getiri oranı ile iskonto etmektir. Hisse senedinin elde bulundurma döneminde nakdi temettü yapılır ve muhtemelen hisse senedi fiyatı elde bulundurma süresinin sonunda yükselerek veya düşerek değişir, yani sermaye kazancı ortaya çıkar (Kılıç, 2011: 11)

1.4.1.2.İmtiyazlı Hisse Senetleri

İmtiyazlı hisse senetleri adi hisse senetlerine nazaran birçok ayrıcalığı içerisinde barındıran hisse senetleridir. Özel kar payı dağıtımlarından sahip olduğu hisse senedi oranında kar payı alma gibi hakları hisse senedi sahibine tanıyan ve buna ek olarak esas sözleşmede yer alan koşulların yerine getirilmesini sağlayan hisse senetleridir. (Bayhan, 2015)

İmtiyazlı hisse senetlerin sahiplerine birçok imtiyazlı hakları tanımaktadırlar.Bu hakları; kar payı dağıtımına katılma, yönetim kuruluna ve denetim kuruluna üye seçilme ve seçme hakkı gibi birçok konuda esas sözleşmesine dayandırılarak sahiplerine sağladığı imtiyazlı haklardan birçoğudur.Bir anonim şirketin çıkardığı hisse senetleri içerisinde çeşitli imtiyazları bulunduruyorsa bunlar verdikleri imtiyazlar ve haklara göre farklı isimler altında adlandırılmaktadırlar.Örneğin A grubu, B grubu ve C grubu hisse senetleri şeklinde adlandırılırlar.

Belirli başlıklar altında toplanan bu hisse senetleri borsa içerisinde farklı işlem esaslarına göre işlem görmektedirler (Sermaye Piyasası Kurulu, 2010).Bu senet sahiplerine, kar ve tasfiye payı almada, ödemelerin yapılmasında ve diğer konularda özel imtiyazlar tanınabilir.Örneğin; imtiyazlı hisse senetleri sahipleri, kar payı almadan diğer hisse senedi sahiplerine kar payı dağıtılamaz.

İmtiyazlı hisse senedinin en önemli dezavantajı vergiden sonra maliyetlerinin yüksek olmasıdır.Vergiden sonraki borç sermaye maliyetinin iki katını bulmasıdır. Marjinal sermaye maliyetini yükselteceği ve bir kısım projelerin gerçekleştirilmesine mani olacağı için, birçok firma, borç sermayeyi imtiyazlı hisse senetlerine tercih etmekte ve imtiyazlı hisse senedi ihraç etmemektedir (Kılıç, 2011: 10).

1.4.1.3.Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Nama yazılı hisse senetleri, şirket defteri içerisinde yazılı olarak belirtilen kişilerin adına düzenlenirler. Bu hisse senetlerinin devri ise, esas sözleşmede aksini gerektiren bir hükmün yer almaması sonucunda, hisse senedini satın alan kişiye teslim edilmesi şirketin pay defteri içerisine bu işlemin kaydedilmesi ile gerçekleşir. Esas sözleşmede aksini içeren bir hükmün yer almadığı müddetçe, hisse senetlerinin nama yazılı bir biçimde düzenlenmiş olması gerekmektedir (Alkan, 2015: 131)

Nama yazılı hisse senetleri, genellikle anonim şirketlerin kurucu ortakların paylarını temsil etmesi amacıyla çıkarılan ve ortaklık payına sahip olan kişi adına düzenlenen kıymetli evraklar olarak belirtilirler. Nama yazılı hisse senetlerin devir işlemlerindeki ayrıntılar nedeniyle devredilmesi gerçekleşen hisse senedinin devir alan yeni ortağa teslim edilmesi ile beraber şirket pay defterine kaydedilmesi sonucunda devri gerçekleşmiş olur.

Bu senetlerin hamiline yazılı olanlardan iki önemli farkı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, nama yazılı hisse senedi ihraç edebilmek için hisse bedelinin tamamen ödenmiş olmasının gerekmemesi, ikincisi de paydaşlığın devri ve ileri sürülmesi için devrinin yetmemesidir (Kılıç, 2011: 11). Hamiline yazılı hisse senetlerinin üzerinde belirli bir ortağı temsil eden bir isim bulundurmazlar. Hamiline yazılı hisse senedinin sahibi ise hisse senedini istendiği zaman sunan veya Takas bank dökümlerin de ismi yazılı olan kişinin ismi yazılır (Bayhan, 2015).

Hamiline yazılı hisse senetlerinin mülkiyeti ise, hisse senedini satın alan kişiye teslim edilmesiyle ile gerçekleşir. Şirketlerin hamiline yazılı hisse senetlerini piyasa ihraç edebilmesi için, bu hisse senetlerinin bedelleri tamamı ödenmesi gereklidir. Bu tür hisse senetlerinin devredilmesi oldukça kolay bir biçim de gerçekleşmektedir. (Aydın vd, 2005: 66). Hamilin oluşu hisse senedinin devrini kolaylaştırmakla beraber el değiştirme olanağını artırır. Bununla birlikte dolaşım yeteneğini en üst düzeyde çıkardığı için Borsa İstanbul içerisinde alım-satımının gerçekleştiği hisse senetleri de hamiline yazılı hisse senetleridir.

1.4.1.4.Primli–Primsiz HisseSenetleri

Hisse senetlerinin üzerinden nominal değer yazılıdır. Yazılı olan nominal değer üzerinde bir değer ile piyasaya sürülen hisse senetleri, primli hisse senetleridir.

Primli hisse senedinin çıkarılabilmesi, ana sözleşmesinde bu durumla alakalı herhangi bir hükmün bulunmasına ve şirket genel kurulunun bu konu hakkında karar

almasına bağlıdır. Üzerinde yazılı olan değeri yani nominal değeri üzerinden piyasaya sunulan hisse senetlerine ise primsiz hisse senedi denir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2010). Nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı mümkün değildir. Ancak TTK'ne göre itibari (nominal) değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetleri primsiz, nominal değerinin üzerinde bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir (Karan, 2013: 318)

1.4.1.5. Bedelli - Bedelsiz Hisse Senetleri

Şirketin kuruluş aşamasın da ya da sermaye artırımını gerçekleştirmek amacıyla çıkarılmış olan hisse senetlerinin adı bedelli hisse senetleridir. Bedelli hisse senetlerinin piyasaya çıkarılmasıyla beraber şirkete canlı para girişini sağlayan hisse senetleridir. Kuruluş aşaması sürecin de ya da sermaye artırımları esnasında mevcut ortakların sahip olduğu rüçhan hakkını kullanmaları ve bu hakkın yanın da halka arzının gerçekleşmesiyle beraber ortaklar dışında ki kişilerin satın aldığı hisse senetleridir (Karan, 2013: 317).

Şirketin sahip olduğu bazı varlıklarda değer artışlarının söz konusu olması sonucunda ortaya çıkan bu değer artışlarının sermayeye dahil edilmesiyle çıkarılmış hisse senetlerine ise bedelsiz hisse senetleri denir (Bayhan, 2015). İç kaynakların kullanılarak sermaye artırımının gerçekleştirmek amacıyla ihraç edilmiş hisse senetleridir. Yedek akçe, alıkonulan karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, taşınmaz mal satışlarından elde edilen kazançlarla birlikte iştirakler elinde bulunan değerlerde ortaya çıkan artışların sermaye üzerine eklenmesini sağlamak amacıyla çıkarılan hisse senetleridir (Apak ve Demirel, 2013:166). Bu hisse senetlerinin piyasa ya çıkarılmasıyla işletmeye dışarıdan yeni bir para girişinin söz konusu olmadığı hisse senetleridirler (Kılıç, 2011: 12)

1.4.1.6. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu Hisse Senetleri, kuruluş esnasında hizmetinin karşılığı olarak esas sözleşmenin hükümleri bakımından şirketin elde ettiği karın belirli kısmına katılma hakkını sağlayan ve daima kuruluş esansında emeği geçenlerin adlarının yazılı olması koşuluyla piyasaya ihracı gerçekleşen hisse senetleridir. Kurucu hisse senetleri, şirket üzerinde belirli sermaye payını belirtmediği gibi şirketin yönetimine de katılma ve söz alma hakkını da vermemektedirler. (Borsa İstanbul, 2016). Bu hisse senetleri sadece şirketin elde ettiği kardan pay alma hakkını vermektedir.

İntifa hisse senetleri, şirketin genel kurulu tarafından alınan kararlarla belirli kişilere çeşitli hizmetlerinin ve alacaklarının karşılığında kuruluş aşamasından sonra verilirler. Bu hisse senetleri sermaye payının hiç bir bölümünü temsil etmemektedirler (Apak ve Demirel, 2013:166). İntifa hisse senetleri ortaklık hakkını içermeyen hisse senetleridir.

Şirketin elde etmiş olduğu kardan kanuni yedek akçenin ayrılmasından sonra bütün hisseler için ödenmiş olan sermaye miktarının %5'i oranında kanuni birinci temettünün ödenmesinden önce, gerek imtiyazlı hisseler, gerekse sermaye payının hiç bir bölümünü temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetleri için özel temettü ödemesi yapılmaz, ödenmesi gereken miktar ise geriye kalan karın %10'unu geçemez (Mumcu, 2005: 5).

1.4.1.7.Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Ortaklıkların ana sözleşmede aksi hüküm bulunmamak şartı ile sermaye artırımını esnasında ihraç edilebilen oy kullanma hakkını içermeyen, sahibine elde edilen kardan pay almak ve gerektiğinde tasfiye bakiyesinden ayrıcalıklı bir biçimde yararlanabilme hakkı veren ve bunların dışında kalan ortaklık haklarını içeren hisse senetlerine denir (Karan, 2013: 319).

Oydan yoksun hisse senetlerinin nama yazılı olma zorunluluğu vardır. Oydan yoksun hisse senetleri, bu hisse senedini ihraç eden şirket için alternatif bir kaynağı ortaya çıkmasını sağlarken, şirketin sahip olduğu ortaklık yapısıyla beraber yönetim düzenini de korunmasını sağlamaktadır. Yatırımcılar açısından da alternatif bir yatırım aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Oydan yoksun hisse senedinin sahiplerine, ana sözleşme içerisinde belirtilen oranda kar payı alma önceliğinin verilmesi zorunludur. Bu hisse senetlerinin öncelikli olan kar paylarının da nakden dağıtılması esastır. İşletme, üst üste 3 yıl kar dağıtımını yapmazsa ya da ana sözleşme gereğince müsaade edilmediği halde, herhangi bir sebepten dolayı bir yıl oydan yoksun hisse senedine tanınan ayrıcalığa ilişkin kar dağıtımını yapamama hakkına sahiptir. Bu durumun ortaya çıkması sonucu oydan yoksun hisse senedi sahiplerinin, bu durumun kesinleştiği genel kurul toplantısını tarihinden sonraki yıl, esas sermaye içerisinde katılım durumları ile orantılı olacak şekilde oy hakkı elde ederler.

Ve bu durumla beraber bu ayrıcalıklı hisse senetleri adi hisse senedine dönüşmüş olurlar. Tüm bunların yanında ise ana sözleşmede hükümlerin yer alması şartıyla, belirlenen süreç sonrasında bu hisse senetlerinin adi hisse senetlerine dönüştürülmesi mümkündür (Akıray vd, 2012: 116).

1.4.2. Faiz çeşitleri

Ekonomi literatüründe birçok faiz ve faiz oranı türü mevcuttur. Bunlardan günlük hayatta sıklıkla kullanılanlardan bazıları bu başlık altında açıklanmıştır.

1.4.2.1. Nominal Faiz ve Reel Faiz

Nominal faiz haddi, borç alan kişinin borç veren kişiden parayı kiralamak için ek olarak ödemesi gereken fiyat ya da borçlunun alacaklıya paranın tüketimden vazgeçmesini sağlamak için ödemeye razı olduğu getiri haddi olarak da tanımlanabilir (Ünsal, 2009: 110).

Nominal faiz oranı, piyasada gerçekleşen faiz oranıdır. Örneğin, tasarrufu bulunan bir kişinin 1000 liralık tasarrufunu 1 yıllık %10 faiz oranından bankaya yatırdığını 1 varsayalım. Dönem sonunda tasarruf sahibinin eline 1100 lira geçecektik. Buradaki faiz oranı, nominal faiz oranıdır ve tasarruf sahibine %10 faiz oranından 1000 lira için dönem sonunda 100 liralık faiz getirisi sağlar.

Nominal faiz oranı, enflasyon etkisini de içermektedir ve aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadır:

$$i = i^* + EP + \ddot{O}P + LP + VP \quad (1.1)$$

Burada; i nominal faiz oranı, risksiz faiz oranı i^* , enflasyon risk primi EP , ödenmeme risk primi $\ddot{O}P$, likidite risk primi LP ve vade risk primini VP göstermektedir. Enflasyon oranı yükseldikçe ödenmeme, likidite ve vade risk primleri arttıkça nominal faiz oranları artmaktadır. Bunların yanı sıra hükümetlerin uyguladıkları mali politikalar ve ekonominin genel konjonktürel durumu da nominal faiz oranlarını etkileyen önemli faktörlerden sayılabilir. Örneğin hükümetler para arzını artırırlarsa, öncelikle faiz oranları düşer; ancak para arzı artışı enflasyon beklentisini artıracığı için faiz oranları tekrar yükselir (Coşkun, 2010: 26).

Reel faiz oranı, nominal faiz oranının enflasyon oranından arındırılması sonucunda elde edilen faiz oranıdır (Pinar ve Erdal, 2008: 142). Yani kısaca, enflasyonun etkisinin giderildiği ya da enflasyondan arındırılmış faiz oranı olarak tanımlanabilir.

Reel faiz oranını doğru bir şekilde tanımlamak için 20. yüzyılın en önemli iktisatçılarından bir olan IrvingFisher'in ortaya koymuş olduğu ve kendi adıyla anılan

Fisher Denklemi kavramını kullanmak gerekmektedir. Bu denklem, nominal faiz oranının (i), reel faiz oranı (ir) ve beklenen enflasyon oranı (π^e) toplamına eşit olduğunu varsayar.

$$i = ir + \pi^e \quad (1.2)$$

Bu denklem reel faiz oranı yalnız bırakılarak yeniden düzenlenirse;

$$ir = i - \pi^e \quad (1.3)$$

Reel faiz oranı, beklenen enflasyon oranının nominal faiz oranından çıkarılmasıyla elde edilir (Mishkin, 2006: 87).

Bu denklemden hareketle nominal faiz oranının %12, beklenen enflasyon oranının %8 olduğu bir ekonomi örneği verildiğinde reel faiz oranı %4 olarak bulunur.

Nominal faiz oranlarının ve enflasyonun yüksek seyrettiği ekonomilerde daha hassas bir hesaplama yapabilmek için aşağıdaki denklemin kullanılması daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlayabilir:

$$1 + \text{Reel Faiz Oranı} = \frac{1 + \text{Nominal Faiz Oranı}}{1 + \text{Enflasyon Oranı}} \quad (1.4)$$

Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ekonomilerde reel faiz oranları %2-4 civarında seyretmektedir. Ekonomilerde riskler ve belirsizlikler arttıkça reel faiz oranları da genelde yükselmektedir (Coşkun, 2010: 27).

Nominal ve reel faiz oranları arasındaki fark oldukça önemlidir. Çünkü reel faiz oranı borçlanmanın veya borç vermenin gerçek maliyetini gösterir. Nominal faiz oranları çok yüksekken borçlanmak istemeyen yatırımcılar reel faiz oranlarının düşük olduğunu bildiklerinde borçlanmaktan kaçınmayacak ve yatırım kararı verebileceklerdir.

1.4.2.2. Basit Faiz ve Bileşik Faiz

Basit faiz, anapara üzerinden sadece bir kereliğine hesaplanan faiz olarak tanımlanır. Bu yöntemle hesaplanan faiz anapara, dönemin faiz oranı ve dönem sayısının çarpımına eşittir (Ercan ve Ban, 2014: 63).

$$\text{Faiz Tutarı} = (\text{Anapara}) * (\text{Faiz Oranı}) * (\text{Dönem Sayısı})$$

$$I = BD * i * n \quad (1.5)$$

Örneğin; bir kişinin bankaya 1000 lira yatırdığını ve bankasında yıllık mevduata oranında faiz verdiğini varsayalım. Bu hesaplama göre yılsonunda 1000 lira anaparaya ek 200 lira faiz geliri elde edilir. Eğer şahıs, parasını 2 yıl vadeli yatırmışsa ve bankanın basit faiz uyguladığı biliniyorsa, ikinci yılın sonunda kişinin eline geçecek para miktarı $1000+200+200=1400$ lira olacaktır.

Bileşik faiz ise anapara ve faiz toplamı üzerinden hesaplanan faiz türüdür. Yani bileşik faiz, anapara üzerinden elde edilen her bir dönem sonundaki faizin de anaparaya eklenerek bir sonraki dönemde birikmiş değer üzerinden yapılan faiz hesaplamasıdır. Bu faiz türünde faizin de faizi hesaplanmaktadır (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2006: 7).

Bileşik faizde dönem sonu gelecek değer aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$S = P (1+r)^n \quad (1.6)$$

Burada, S dönem sonunda elde edilecek anapara+faiz tutarını, P başlangıçta yatırılan parayı, r faiz oranını ve n dönem sayısını belirtmektedir. Örneğin, 100 liralık anapara %15 faiz oranından 2 yıl vadeli bankaya yatırılırsa, dönem sonunda 132,25 lira olur ve 32,25 liralık bileşik faiz geliri elde edilir.

1.4.2.3.Sabit Faiz ve Değişken Faiz

Sabit faiz, borç işlemlerinde her iki taraf arasında belirlenen ve dönem sonuna kadar da değişmeyen faiz oranıdır (Mishkin, 2004: 63). Değişken faiz ise borç alan ve borç veren taraf arasında önceden belirlenen (Örneğin; altın, döviz, buğday gibi çeşitli emtia fiyatlarına endeksleme, enflasyon oranına göre yeniden düzenleme vb.) işlemlerle faiz oranının başlangıç düzeyine göre farklılık gösterebildiği faiz türüdür (Dirimtekin, 1989: 202).

Yani değişken faiz oranı, zaman içinde artıp azalabilir. Örneğin; 10 yıllık sabit faizli bir konut kredisi kullanıldığı zaman ilk başta anlaşılan faiz oranı tüm kredi kullanım süresince devam eder ve aylık ödemeler sabit kalır. Eğer değişken faizli bir konut kredisi kullanılır ve bu enflasyon oranlarına endekslenirse enflasyon arttıkça ödenecek faiz tutarı artar, enflasyon düştükçe ödenecek faiz tutarı azalır.

Faiz türünün belirlenmesinde, borç alan ve borç veren tarafın geleceğe ilişkin beklentileri oldukça önemlidir. Borç alan açısından bakıldığında, gelecekte faizlerin

artacağı beklentisi varsa uzun dönemli ve sabit faizli borçlanması kendisi için daha kârlı olacaktır. Faizlerin düşeceği beklentisi varsa, kısa dönemli ve değişken faizli borçlanması daha mantıklı olacaktır.

1.4.2.4.Brüt Faiz ve Net Faiz

Piyasalarda faiz oranları genellikle vergi ve fon gibi giderlerden bağımsız olarak ilan edilir. Brüt faiz, borç alan ile borç verenin üzerinde anlaşıldığı faiz oranıdır. Bu faiz içerisinde getirinin elde edilmesine aracılık eden kişi ya da kurumlara ödenen komisyon, stopaj, reklam, damga vergisi ve muamele masrafları gibi giderler de bulunmaktadır. Net faiz ise brüt faiz tutarından bu gibi giderlerin düşürülmesi sonucu bulunan faizdir. Matematiksel olarak da ifade edilirse; olarak belirtilebilir (Ergin, 1983: 256).

$$\text{Brüt Faiz} = \text{Net Faiz} + \text{Kesintiler} \quad (1.7)$$

Örneğin; faiz oranlarının yıllık %20 olduğu bir bankaya 1000 lira yatıran bir yatırımcı 1 yılın sonunda 200 lira faiz geliri elde edecektir. Bu faiz tutarı brüt faizdir ve banka dönem sonunda 200 lira faiz ödemesi yapmayacaktır. Çünkü banka bu tutarın üzerinden stopaj vergisi, banka ve sigorta muamele vergisi (BSMV) vb. masrafları kestikten sonra ödeme yapar. Stopaj vergisinin %18, stopaj oranı üzerinden BSMV %5 ve diğer masraflarında 20 lira olduğu varsayılırsa; $200 = \text{Net Faiz} + (200 \times \%18 + 36 \times \%5 + 20)$ Net Faiz = 142,2 lira olarak bulunur.

1.4.2.5.Kanuni Faiz ve Serbest Faiz

Bir ekonomide faiz oranları kanun koyucu (otorite) tarafından belirleniyorsa bu faiz oranlarına kanuni faiz oranları denir (Dirimtekin, 1989: 205). Kontrollü (Narhlı) veya yasal faiz olarak da adlandırılan bu faiz oranı merkezi otorite veya para otoriteleri tarafından tek yönlü olarak belirlenen faiz türüdür.

Serbest faiz ise borç alan ve borç veren arasında herhangi bir sınırlama olmaksızın piyasa şartlarına göre belirlenen faizdir (Ergin, 1983: 259). Piyasada para arz ve talebinin karşılaşması sonucunda belirlenen faiz oranı olarak da tanımlanabilir. Bu faiz oranı, piyasada serbestçe belirlendiğinden ekonomideki kaynakların daha verimli ve etkin yatırım alanlarında kullanılmasını sağlar (Dirimtekin, 1989: 205)

Serbest faizde, piyasadaki para arz edenler ve para talep edenler kendi aralarında hiçbir müdahale olmadan serbestçe faiz oranlarını belirleyebilirler. Ancak herhangi bir faiz oranı belirlenmemişse ve faize dayalı bir işlem yapılıyorsa, kanuni faiz oranları her iki

taraf içinde kabul edilmiş varsayılır.

Günümüz ekonomilerinin çoğunluğu, liberal ekonomi politikalarının da etkisiyle serbest faiz politikası izlemekte olmasına rağmen bazı önemli alanlarda kanuni faiz oranları para otoriteleri tarafından belirlenebilmektedir. Bunun yanı sıra merkez bankaları reeskont oranları gibi birçok enstrümanla piyasa faiz oranlarına yön vermektedir (Yeldan, 2003: 136).

1.4.2.6.Öz Sermaye Faizi ve Ödünç Sermaye Faizi

Asli faiz olarak da adlandırılan öz sermaye faizi, bir girişimcinin yatırım yapmak için kullandığı sermayenin alternatif maliyeti olarak adlandırılır. Bu kavramı biraz daha açmak gerekirse, işletme sahiplerinin işletmenin kuruluş aşamasında kendi adlarına koydukları sermayeyle elde edecekleri kârın içinde yer alan faiz, öz sermaye faizidir (Ergin, 1983: 257).

Öz sermaye faizi girişimciler için yatırıma karar verme açısından oldukça önemlidir. Çünkü girişimciler ellerindeki sermayeyi yatırıma dönüştürdüklerinde kazanacakları gelirler ile sermayeyi başkalarına faiz karşılığı vererek elde edecekleri faiz gelirlerini kıyaslayarak yatırım kararlarını verirler.

Ödünç sermaye faizi ise sermayenin kullanılma amacıyla başka girişimcilere ödünç verilmesi halinde elde edilecek olan faizdir. Bir işletmenin yatırım gerçekleştirmek için tahvil çıkarması veya bankalardan kredi kullanması sonucu karşılaşacağı faiz ödünç sermaye faizidir (Ergin, 1983: 257).Ödünç sermaye faizi de öz sermaye faizi gibi günümüzde yatırım kararlarında önemlidir. Çünkü burada katlanılacak olan faiz gideri işletme için masraf niteliğinde olduğundan üretim maliyetlerine katılmakta ve işletmeye yük getirmektedir. Eğer faiz oranları yüksekse işletmenin maliyet yükü artmakta ve kâr hacmi düşmektedir. Bu durum da işletmelerin yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir.

1.4.2.7.Temerrüt (Gecikme) Faizi

Temerrüt, kelime olarak “gecikme” anlamına gelmektedir. Temerrüt (gecikme) faizi ise borçlunun borcunu zamanında ödememesi durumunda temerrüte düşmesi ve bunun sonucunda alacaklıya ödemek zorunda olduğu ilave paradır (Ayan, 2007: 287).Temerrüt faiz oranı taraflar arasında sözleşmede serbestçe belirlenebilir. Eğer belirlenmemişse, 6543 sayılı “Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanun”da açıkça belirtilmiştir. Kanuni faiz oranı, Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu’nda faiz

ödenmesi gereken durumlarda uygulanan oran miktarı sözleşme ile belirtilmemişse yıllık %12 oranı üzerinden alınır.

Temerrüde düşmüş borçlu ise sözleşmede aksi kararlaştırılmamışsa geçen her gün için bu oranla hesaplanacak temerrüt faizi ödemekle yükümlüdür. TCMB'nin önceki yılın son günü kısa vadeli avanslar için işleme koyduğu faiz oranı, %12'den fazla ise, kişiler arasında sözleşme yapılmamış olsa dahi ticari işler için temerrüt faizi bu orana göre hesaplanır. Buradaki avans faiz oranı, 30 Haziran günü önceki yılın 31 Aralık günü uygulanan avans faiz oranından beş veya üzeri kadar fazla ise yılın ikinci yarısında bu faiz oranı geçerli kabul edilir.

Temerrüt faizi miktarı sözleşmede belirtilmemişse, akdi faiz miktarı yukarıdaki yasanın maddelerinde öngörülen miktarların üstünde ise, bu durumda temerrüt faizi, akdi faiz oranından az olmamalıdır (Mevzuat, 2018).

1.4.3. Büyümenin çeşitleri

1.4.3.1. Spontane Büyüme

Spontane büyümede devletin ekonomi üzerine müdahalesi en az seviyededir. Üretim faktörleri kendiliğinden harekete geçmesiyle birlikte belirli bir oranda büyüme sağlanabilmektedir.

1.4.3.2. Planlı Büyüme

Planlı büyümede az miktarda bulunan kaynakların ne oranda ve hangi malların üretimi aşamasında kullanılacağına bir program dahilinde karar verilir. Buradaki maksat bütün alanlarda üretim devamlılığının sağlanması ve üretim veriminin artırılmasıdır (Hsiao, 2003:298-299).

1.4.3.3. Kapalı Büyüme

Kapalı büyümenin temeli kendi öz kaynaklarıdır. Kapalı büyümede devlet ekonomiye her açıdan müdahalede bulunmaktadır (Yülek, 1997, s. 2).

1.4.3.4. Açık Büyüme

Açık büyümede uluslararası emek ve sermaye son derece önem arz etmektedir. Açık büyüme serbest piyasa ekonomisini benimseyen tüm ülkelerde görülmektedir.

1.4.3.5. Durgun Büyüme

Durgun büyümede milli gelirlerin artış hızı ve nüfus artış hızının birbirine eşit olması sebebiyle kişi başı gelir artış hızı sıfırdır. Bu durumda nüfus artan geliri tamamıyla

bitirerek ekonominin büyümesine paralel olarak kişi başına düşen gelir artışı üzerine etkisi bulunmamaktadır.

1.4.3.6. Üstel Büyüme

Üstel büyüme hızı gün geçtikçe artan büyüme şeklidir. Bazı ülkelerin bazı dönemlerinde görülmesiyle beraber, devamlı olarak üstel büyümeyi gerçekleştirebilen ülkeye henüz rastlanmamıştır.

1.4.3.7. Biyolojik Büyüme

Biyolojik büyüme adını canlılardan esinlenerek almıştır. Yani önce hızlı şekilde sonrasında ise yavaşlayarak ilerlemekte ve bir süre sonra ilerleme durmaktadır. Öyleki bu noktadan sonraki süreçte gerileme görülmeye başlar.

1.4.3.8. Dengeli Büyüme

Dengeli büyümenin en önemli özelliği sektörlerin arasındaki bağımlılıktır. Bu durum gerek üretim gerekse tüketim hususunda geçerliliğini korumaktadır(Seyidoğlu, 2006: 829).

1.4.3.9. Dengesiz Büyüme

Dengesiz Büyüme dengeli büyümenin gerçeği yansıtmadığı düşüncesi sonucunda doğmuştur. Ekonomilerin genel olarak dengesizliklerin, hiyerarşinin ve eşitsizliklerin içinde bulunduğu, bu özelliklerin kaldırılmaya çalışılmasının aksine bu durumdan fayda sağlamak adına adımlar atılmasının daha yararlı olacağını ifade edilmiştir. Bu anlayışa göre ekonomide daha ileride olan bölgeler ve sektörler lokomotif rolü oynamaktadır(Seyidoğlu, 2006: 829).

1.5. Hisse Senedi, Faiz ve Büyümenin Teorik Altyapısı

1.5.1. Hisse Senedinin Teorik Altyapısı

Gönüllü açıklamaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin anlaşılabilmesi için ilk olarak hisse senedi fiyatlarının oluşum sürecinin tanımlanması, daha sonra ise bilgi ve beklentilerin bu süreçteki fonksiyonunun belirlenmesi gerekmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde özellikle beklentilerin üzerine odaklanılmasının nedeni, gönüllü açıklamaların beklentileri yönetme sanatı olarak değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır(Wagabace, 2004: 3). Bu çerçevede ilk olarak hisse senedi fiyatlarının belirlenme süreci ve yeni bir bilgiye göre fiyatların nasıl ayarlandığı konusunda çerçeve oluşturan “Etkin Piyasalar Hipotezi” açıklanmakta, daha sonra ise bilgi ve beklentilerin hisse senedi getirileri ile ilişkisi analiz edilmektedir. Son

olarak ise önemli bir piyasa başarısızlığı olan Asimetrik Bilgi Problemi ve bu problemin çözümüne yönelik iki önemli kavram Şeffaflık ve Güvenilirlik tanımlanmaktadır.

İktisat Teorisine göre sermaye piyasalarındaki denge fiyat, arz ve talep kanunları çerçevesinde belirlenir. Servet, enformasyona göre oluşturulmuş beklentiler, hisse senetlerinin fiyatları ve faiz oranları gibi makro düzeydeki faktörler, arz ve talep düzeylerini değiştirerek genel denge fiyatların değişmesine neden olur(Hondroyiannis vd., 2005: 174).Muhasebe ve Finans alanında çalışmalarını yürüten akademisyenler, sermaye piyasalarında oluşan genel denge fiyat yerine, her bir hisse senedinin fiyatının oluşumunu açıklama gayreti içerisindeyler.

Bu amaç doğrultusunda, muhasebe ve finans alanındaki çalışmalarda servet ve genel faiz oranları gibi makro değişkenler bir kenara bırakılarak, firma ve yatırımcılara ilişkin mikro düzeydeki faktörler ile her bir hisse senedinin fiyatının oluşumunun açıklanması üzerine odaklanılmıştır.1950’li yıllarda başlayan ve günümüze kadar süren çalışmalar neticesinde varlıkların fiyatlarının oluşumuna yönelik olarak nihai bir sonuca varılmıştır. Türk (2001) bu sonucu aşağıdaki gibi özetlemektedir.

Bir varlığın değerini tayin eden üç faktör vardır;

- Varlıktan beklenen nakit akımlarının zamanları ve miktarları,
- Nakit akımlarının riski (gelecekteki nakit akımlarının değişme potansiyeli),
- Yatırımcıların bu yatırımı yapması için gerekli gördüğü veya istediği verim oranı.

Bir hisse senedinin değerini açıklayan önemli bir faktör, yatırımcı tarafından istenen verim oranıdır. Yatırımcılar tarafından arzulanan verim oranı, yatırımcının nakit akımlarının riski hakkındaki değerlendirmesi ve riske karşı tutumu tarafından belirlenir. Daha teknik bir ifade ile istenen verim oranı risksiz verim oranı ile risk priminin toplamıdır.

$$ER_i = rf + RiskPrimi \quad (1.8)$$

Yukarıdaki denklemde yer alan risksiz verim oranının (rf) belirlenmesi ile ilgili bir zorluk yoktur. Normal şartlarda uzun vadede en düşük getiriyi sağlayan hazine bonoları risksiz kabul edildiğinden, hazine bonolarının faiz oranı, risksiz verim oranı olarak dikkate alınmaktadır.

Hisse senetlerine yatırım yapıldığında ise hazine bonolarına oranla daha büyük bir riske girilir ve bunun karşılığında daha fazla bir getiri elde etmek istenir.

Yatırımcının hisse senedi yatırımının riskini karşılamak için gerekli gördüğü ek verim oranına risk primi denir. Risk priminin tahmini konusunda önemli bir yaklaşım Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelidir (Capital Assets Pricing Model). Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk düzeyi arasındaki ilişkiyi kurmaktadır.

$$(ER_i - r_f) = \beta_i (ER_m - r_f) \quad (1.9)$$

Yukarıdaki denklemdeki ER_i : i'inci hisse senedinin beklenen getiri oranını, r_f : risksiz getiri oranını (hazine bonolarının getiri oranını), ER_m : piyasa portföyünün beklenen getiri oranını (örneğin BIST bileşik endeksini), β_i : beta katsayısını göstermektedir. Beta katsayısı çeşitlendirme ile ortadan kaldırılmayan sistematik riskin bir ölçüsü olup, bir hisse senedinin getiri oranının piyasa getiri oranı ile ne derecede birlikte hareket ettiğini ifade eder.

$$(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i (R_{mt}) + \mu_{it} \quad (1.10)$$

Denklemdeki; R_{it} : i menkul kıymetinin günlük getirisini, β_i : sistemik riski (beta katsayısını), R_{mt} : BIST günlük fiyat endeksine göre piyasa portföyünün günlük getirisini, μ_{it} : hata terimini ifade etmektedir.

Denklemdeki hata terimi (μ_{it}) piyasa modeli içerisinde özel bir öneme sahiptir. Sistematik olmayan risk (unsystematic risk) veya anormal getiri (abnormal return) olarak ifade edilen hata terimi (μ_{it}), bir hisse senedinin beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisi arasındaki farktır. Bu farkın oluşmasının temel nedeni hisse senedinin hatalı fiyatlandırılmış olmasıdır.

Hatalı fiyatlandırmanın, dolayısıyla hata terimine (μ_{it}) ihtiyaç duyulmasının başlıca nedenleri, hisse senedinin fiyatındaki değişimin piyasadaki enformasyonel olmayan (servet düzeyinin değişmesi gibi) bir faktördeki değişme nedeniyle ortaya çıkması, firmaya ilişkin özel bir enformasyonun (private information) oluşması veya enformasyon yayılımı ile ilgili diğer aksaklıklardır (Morse, 1980).

Hisse senetlerinin fiyat oluşumuna ilişkin açıklamaları tamamlamadan önce ifade edilmesi gereken önemli bir husus Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'nin en önemli

varsayımının “Etkin Piyasalar Hipotezi” olduğudur.

Etkin Piyasalar Hipotezi, Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli’nin geçerliliğinin ön şartı niteliğindedir. Fama (1991)’e göre, akademisyenler etkinliğe yönelik varsayımlar konusunda konsensüse varmadan, yürüttükleri analizler sonucunda elde ettikleri sonuçlar hakkında uzlaşa içerisine girmektedirler. Oysaki getirilerin hareketlerinde anormallik yansıtan kanıtlar bulunduğu, bu anormalliklerin piyasanın etkin olmaması ile piyasa denge modelinin başarısızlığı arasında ne şekilde dağılacığı konusu tam olarak net değildir.

1.5.2. Faizin Teorik Alt Yapısı

Faiz olgusu, iktisadi düşüncenin ortaya çıkışından bugüne kadar uzanan tarihsel süreç boyunca ekonomi literatüründe en dikkat çeken konular arasında olmuş ve önemini hiçbir zaman yitirmemiştir. Faizin varlığının hangi teorik altyapılara dayandırıldığını sorgulayan ve açıklamaya çalışan birçok kuramsal yaklaşım ortaya çıkmıştır. Bu kuramsal yaklaşımlardan bazıları bu başlık altında açıklanmıştır.

1.5.2.1. Nemalandırma Teorisi

Faizin teorik temellerini inceleyen ilk fikirlerin Fizyokratlar tarafından öne sürüldüğü bilinmektedir ve bunun da öncülüğünü Turgut (1727-1781) yaparak “Nemalandırma Teorisi” olarak adlandırılan ilk ilmi faiz teorisini ortaya koymuştur. Faizin varlığını açıklarken Turgut, toprağın üretkenliği kavramını kullanır. Çünkü toprağı elinde bulundurmak, toprağın doğal verimliliği ve üretkenliği sayesinde sahibine, herhangi bir çaba sarf etmeden sürekli bir rant, yani safi hasıla geliri sağlayacaktır. Menkul mallar, her zaman gayrimenkul mallarla değiştirilebildiğinde, bir miktar paranın değer karşılığı bir parça toprağın değeri ile ölçülebilir. Bu durumda bir kişi bir fabrikatöre borç para verdiğinde, belli bir dönem sonunda ek bir gelir sağlaması mümkündür.

Bu ek gelir de borç verdiği para karşılığı satın alabilmesi mümkün olan topraktan elde edebileceği ranta eşit olmalıdır. Bu düşünceye göre kapital (sermaye), toprağa; faiz de ranta dönüştürülerek temsil edilebilir (Akdiş, 2001: 117). Turgut, nemalandırma teorisi ile faiz ve rant kavramını birbiriyle aynı göstererek faiz gelirini haklı ve yasal göstermeye çalışmıştır (Pıçak, 2012: 75).

Faiz oranları konusunda da önemli görüşleri olan Turgot, bunu arz ve talebe bağlamıştır. Bu durumda sermayenin artmasıyla faiz oranlarının düşeceğini ancak bir alt

sınırının olduğunu belirtmiştir. Bu sınırın altına indiğinde tasarruf sahiplerinin paralarını yanlarında tutmayı tercih edeceklerini söylemektedir (Akdiş, 2001: 117). Faiz oranlarındaki alt sınır rant geliri kadardır. Çünkü rant geliri ile faiz arasındaki seçim verimlilikler dikkate alınarak yapılmaktadır. Ödünç verilecek olan fonların faizle işletilebilmesi için en az rant geliri kadar gelir getirmesi gerekmektedir. Bu durum da rant, asgari (en az) faizdir (Ergin, 1983: 177).

1.5.2.2. Verimlilik Teorisi

Say, Roscher, Landerdale, Riedel, Lares, Malthus ve VonThünen gibi düşünürler tarafından savunulan verimlilik teorisi (sermayenin verimliliği teorisi) faizin varlığını açıklamaya çalışan bir diğer önemli teorileridir. Bu düşünürlerin buluştukları ortak nokta, sermaye mallarının bir açıdan bakıldığında verimli oldukları ve bu yüzden de gelir dağılımından fonksiyonel anlamda bir pay almaları gerektiğidir (King ve Levine, 1993).

Verimlilik teorisinin daha kolay anlaşılması için bu düşünürlerden Roscher, sermayeyle üretimin sermayesiz üretimden daha verimli olduğunu belirterek bunu basit bir örnekle açıklamaktadır. Balık avlamada ilkel bir şekilde elle yakalamaya kıyasla ağ, olta, zıpkın gibi araçlarla avlanıldığında daha çok balık yakalanabileceğini ve bu şekilde verimin artacağını belirtmektedir. Üretimdeki bu artışı ağ, olta, zıpkın gibi üretime katılan sermayenin sağladığını savunan Roscher, verimlilik artışını sağlayan bu sermayenin üretimden bir pay alması gerektiğini belirtmektedir. İşte bu noktada Roscher, sermayenin ya da sermaye sahibinin üretimden alacağı payı faiz olarak ifade etmektedir (Oğuz, 1992: 343).

Bunun yanı sıra bugün ekilen buğday tanesi ya da dikilen bir fidan belli bir süre sonra daha fazla buğday ve kereste verecektir örneğiyle sermaye mallarının oluşturduğu materyalin zamanla kendisinden daha fazlasını üreteceği açıklanmaktadır. Bir diğer açıklama da faydası gelecekte artacak olan malları bugün tüketmek yerine gelecekte faydası daha yüksek ve değerli bir duruma getirebiliriz düşüncesiyle bugünkü tüketimden vazgeçmenin gelecekte mutlaka bir mükâfatının olacağı vurgulanmaktadır.

Sermaye malları bu ve bunun gibi yollarla verimliliği artırabildiklerinden, sermayeyi sağlayan ya da muhafaza eden aracının da bu artan üretimden net bir gelir elde etmesi gerekmektedir (Akdiş, 2001: 118).

Verimlilik kuramını savunan düşünürlerden J.B. Say, işçinin üretime katılması karşılığında pay olarak elde ettiği gelire ücret denildiği gibi sermayenin de üretime katılması sonucunda bir gelir elde edebileceğini ve bunun da faiz kavramı ile ifade edilmesi gerektiğini belirtmiştir. Burada Say, faiz kavramını açıklarken para faizi terimi yerine sermaye faizi ya da sadece faiz denilmesini uygun görmektedir (Ergin, 1983: 178).

1.5.2.3.İstismar Teorisi

Sermayenin üretken olduğu ve bu nedenle de üretimden pay alması gerektiğini savunan verimlilik teorisi, Marksistler tarafından oldukça eleştirilmiştir. Çünkü onlara göre, üretken olan emektir ve üretim sonucunda elde edilen her şey ona ait olmalıdır (Akdiş, 2001: 118).Faiz olgusunu ünlü düşünürler Karl Marx ve Robertus, kapitalistlerin işçileri istismar etmesi ile ortaya çıkan bir uygulama olarak kabul ederler (Oğuz, 1978: 322).

Marx ve Robertus'un görüşlerinin temelini oluşturan ihtiyaç içindeki emek sahiplerinin ürettikleri değer faiz kanalı yoluyla ellerinden alınarak sermaye sahiplerine aktarılması ve emek sahiplerinin bu durumda mahrumiyetlerinin devam edeceği düşüncesidir. Çünkü çalışan, muhtaç durumda olduğu için ödünç verme sözleşmesinde ürettiğinden daha az değer almaya mecbur kalacaktır. Kapitalist ise kendisine artık bir değer ayıracaktır. İşte bu şekilde kapitalistlerin elde ettiği gelir, bir başkasının emeği üzerinden sağlandığı için sömürü niteliğindedir (Lonard, 1963: 34).

Marx, malların değerinin onlar için harcanmış emek tarafından belirlendiğini ve sermayenin de daha önceden sarf edilmiş emeklerin toplamından oluştuğunu kabul eder. Bu durumda Marksist Teori, sermayenin üretimden aldığı payın, emek tarafından üretilmiş olup ancak işçiye verilmemiş bulunan artık değerden oluştuğunu savunmaktadır (Selik, 1973: 333-336). Yani Marksistlere göre faiz ve kar kavramları ile üretimden alınan pay işçinin emeğine aittir ve sermayedarların ve girişimcilerin bunları elde etmesi haksız kazanç olarak nitelendirilmektedir. Marx'a göre tek değer kaynağı emektir ve faiz kapitalistler tarafından bir sömürü aleti olarak kullanılmaktadır (Ergin, 1983: 178-179).

Marksist faiz teorisi, kar ve faizi birbirinden ayırmadan emeğin sömürüsü olarak kabul etmekte ve eleştirmektedir. Fakat üretim sürecinde riske katlanan girişimcinin elde edeceği kârı, sermayedarların elde edeceği faiz gelirinden ayrı düşünmek gerekmektedir (Akdiş, 2001: 119).

Bu gibi nedenlere bağılı olarak Marksist teori, faizi açıklamakta diğerk teorilere göre zayıf kalmaktadır.

1.5.2.4.Feragat (Vazgeçme) Teorisi

Faiz olgusunu açıklamaya çalışan bir diğerk teori, İngiliz iktisatçılarından Nassau William Senior (1790-1864) tarafından ortaya atılan feragât (vazgeçme) teorisidir. Senior, üretim faktörleri arasındaki sermayenin üretimden aldığı payı, feragat (vazgeçme) kavramıyla açıklamıştır (Ersoy, 2008: 359).

Bu teoriye göre tasarruf sahibi tasarruflarını ihtiyaçlarını gidermek için kullanmamakta ve harcamaktan feragat etmektedir. Elindeki gelirini tüketim harcamaları için kullanmamakta, bir süre için ihtiyaçlarını gidermekten vazgeçmeyi ve bu nedenle doğacak ıstırabı göze almaktadır. Katlandığı bu önemli fedakârlığın, arzularının önüne geçmesinin bir bedeli olmalıdır ve bu da faizdir. Yani burada faiz, şu anki tüketimden vazgeçmenin karşılığıdır (Oğuz, 1992: 324-325).Senior’a göre, üretim faktörlerinden emek çalışma sıkıntısına maruz kaldığı için bir ödül olarak ücret almaktadır (Landreth ve Colander, 2002: 172). Sermaye sahipleri de bugünkü tüketimden feragat ettiği için sıkıntı çekmekte ve bu yüzden de faiz geliri elde etmektedir. Bu açıdan bakıldığında Senior’un bu teorisi, ücret gibi faizi haklı bir gelir hâline getirmektedir.

Bazı durumlarda faiz ödenmeden tasarrufta bulunulması bu teoriye itiraz olarak ortaya koyulmuştur. Bunun yanı sıra, Sosyalist F. Lassale “Mahrumiyet içinde yaşayan zavallı, çilekeş milyarderler ve buna karşılık zevk sefa içinde yaşayan mutlu yoksullar” diyerek bu teoriyi alaya almış ve sermaye sahiplerinin nefislerini mahrum etme pahasına tasarrufta bulunduklarını söylemenin gülünç olduğunu ileri sürmüştür. Bu gibi eleştirilerden dolayı Marshall, feragat yerine bekleme deyimini kullanmıştır. Marshall’a göre tasarruf sahibi tüketimden sadece belli bir süreliğine vazgeçmiştir. Yani tüketimi ileri bir tarihe ertelemiştir. Bu erteleme ya da bekleme için bir özendirici güce ihtiyaç vardır ve bu da faizdir. Bununla birlikte her ne kadar eleştirilse de Senior’un feragat teorisi, sermayenin arz fiyatını açıklamakta çok önemli bir yere sahip olmuş ve kendisinden sonra gelecek olan teorilere öncü olmuştur (Akdiş, 2001: 119-120).

1.5.2.5.Kullanma Teorisi

Kullanma teorileri olarak isimlendirilen teoriler birçok düşünür tarafından ortaya koyulmuştur. Ancak bunların içinden en önemlileri Hermann (1795-1868) ve Menger

(1840-1921)'in görüşleridir (Ergin, 1983: 179). Bu teoriler, verimlilik teorileri ile yakın bir ilişki içerisinde

Kullanma teorileri, sermayenin varlığının yanı sıra sermayenin kullanımının da bir değer konusu olduğunu savunurlar. Bu durumda sermayeyi satın alan taraf hem sermayenin varlığını elde ettiği hem de sermayeyi kullandığı için ek bir ödeme yapmalıdır. Bu ek ödeme de artık ortaya çıkarır, o da faizdir. Menger bu kullanımı, zaman sürecinde sermaye üzerinde tasarruf olarak kabul eder. Bu tasarrufun karşılığı olan ödemenin ise faiz şeklinde olması gerektiğini vurgular (Lonard, 1963: 31).

Örneğin, bir ev sahibi evini başkasının kullanımına sunduğunda, karşılığında hem evi geri alır hem de bir kira geliri elde eder. Bu durumda sermayeyi alıp kullanan, vade sonunda hem sermayeyi hem de kullanım bedeli olan faizi ödemek zorundadır. Burada faiz, parayı kiralamanın bedelidir.

Kira ve faiz kavramlarının bu teoride birbirine karıştığı görülmektedir. Burada paranın kullanılmasıyla herhangi bir değer kaybı yaşanmazken gayrimenkullerin kullanılmasında yıpranma payının olduğu ve buna karşılık da kira alındığı dikkate alınmamıştır (Paya, 1998: 120).

1.5.2.6.Emek Teorisi

Emek teorilerinin en önemli temsilcileri olan James Mill ve John RamseyMcCulloch tarafından, sermayenin kaynağının tasarruf olduğu ve tasarruf yapabilmek içinde emek harcanması gerektiği savunulmaktadır. Bu yüzden de faizin bir ücret olduğunu öne sürerler. Ücret olan faiz, tasarruf emeğinin ya da tasarruf külfetinin karşılığıdır.

Çünkü kişiler, tasarruf yaparken bir emek sarf ederler ve bu tasarruflarını ödünç verirlerken bir kazanç elde etmek isterler. İşte bu gelir emeğin geliridir ve faiz olarak adlandırılır (Dirimtekin, 1989: 207).

1.5.2.7.Zaman Tercih Teorisi

Zaman tercihi teorileri, zaman kavramı ve faiz arasında bir ilişki kurarak sermayenin bugünkü kullanımıyla gelecekteki kullanımından sağlanan faydaların eşit olmadığı ve önemli farklılıkların olduğu görüşüne dayanır. Faiz ve zaman tercihi kavramı arasındaki ilişkiyi inceleyen teorilerin en önemlileri ise, Böhm-Bawerk (1851- 1914)

tarafından geliştirilen Agio Faiz Teorisi ve I. Fisher tarafından geliştirilen “Sabırsızlık Teorisi”dir.

1.5.2.8.Agio Faiz Teorisi

Diğer faiz teorilerini eleştiren Böhm-Bawerk, faizin varlığını “zaman tercihi” kavramı ile açıklamaya çalışmıştır. Aynı miktar, cins ve kalitede olan malların bugünkü ve gelecekteki değerleri arasındaki farka “agio” denmektedir. Bu teori Agio faiz teorisi olarak adlandırılmaktadır. Çünkü bu teorinin temelini şimdiki malların gelecekte elde edilecek mallardan daha değerli olduğu görüşü oluşturmaktadır (Lutz, 1967: 3).

Böhm-Bawerk’e göre üç temel sebeple insanlar ellerinde bulunan mevcut mallara gelecekte elde edecekleri mallardan daha fazla değer vermektedir. Bunlardan ilki farklı zamanlardaki tatmin ve istekler arasında ilişki farklılıkları olmasıdır. Bu yüzden insanlar, gelecekteki kazanma kapasitelerinin şimdikinden daha fazla olacağını kabul ederler ve bu nedenle insanların gelecekte elde edecekleri mallarla hazır mallar arasında agio bulunmaktadır. İkincisi ise kişiler sistematik olarak psikolojik nedenlerle şimdiki mallara gelecekte elde edeceklerine göre daha fazla değer verir.

Bunun yanı sıra gelecekte geri ödeyecekleri bir borç için de faiz ödemeye razı olurlar ve bu da agioya eşittir. Üçüncüsü ise teknik sebepler sonucu istekleri tatmin eden şimdiki mallar gelecekteki mallara göre üstündür. Bu üstünlük marjinal faydasının ve değerinin daha yüksek olması sonucunu doğurur bu da agio yaratır. Belirtilen bu üç nedenden dolayı insanlar için bugünkü malların subjektif değerlerinin gelecekte elde edilecek mallara oranla daha büyük olacağı kabul edilir. Bu olgu piyasada bugünkü elde edilecek malların fiyatının gelecekte elde edileceklerle oranla daha yüksek olmasına yol açar. Borçlanma da bugünkü mallarla gelecekte elde edilecek malların değişimi anlamına geldiği için faiz, bu ikisi arasında oluşan farktan ortaya çıkmaktadır (Kazgan, 2004: 175).

Böhm-Bawerk, dolaylı üretim ve zaman tercihi kavramları ile faiz olgusunun en önemli savunucularından olmuşlardır. Agio olarak anılan teori zamanı satmak, azalan marjinal fayda kuramını göz ardı etmek gibi nedenlerle eleştirilse bile üretim ve insanların psikolojik davranışlarının ekonomideki etkilerini ortaya çıkarması açısından önemlidir. Ayrıca bu teorinin tasarrufların tüketim malına ya da sermayeye dönüşmesiyle sağlanacak yararları dikkat çekmesi ekonomi bilimine katkı sağlamıştır (Akdiş, 2001: 123).

Böhm-Bawerk'in iktisadi literatüre zaman faktörünü katması ve faiz olgusu ile ilgili görüşleri kendisinden sonra gelen teorilere yol göstermiştir (Ersoy, 2008: 480).

1.5.2.9.Fisher'in Sabırsızlık Teorisi

Böhm-Bawerk'inagio faiz teorisine birçok eleştiri getirmesine karşın Fisher, sabırsızlık teorisini bu teorinin savunduğu gibi zaman tercihi kavramı üzerine kurmuştur. Ancak Fisher, faizi gelecekte elde edilecek mallara göre bugünkü mallar üzerindeki prim olarak tanımlamış ve Böhm-Bawerk'in faizi açıklamak için kullandığı zaman tercihi ve sermaye verimliliği kavramlarına risk olgusunu eklemiştir. Fisher faizin varlığı konusunu, sermayeden ziyade gelirle bağdaştırmış ve insanların gelecekteki gelir yerine bugün elde edilebilir bir gelir için ödeme yapmalarında gönüllü olacaklarını belirtmiştir. Bu da kişileri, gelirin elde edilmesi konusunda zaman tercihi ya da Fisher'in kullandığı "sabırsızlık" olgusuyla ödünç almaya veya vermeye, faizi kabul etme ya da ödemeye gönüllü yapmaktadır. Bu tercihleri ise faiz oranı belirleyecektir (Akdiş, 2001: 123-124).

Fisher'e göre, sabırsızlık kişileri harcamaya yönlendirerek gelecekte kazanacakları geliri bugün harcamak istemelerine ya da üretim yapmak için sermaye talep ederek ödünç almalarına yol açar. İşte bu durumda gösterilen sabırsızlığın bir bedeli olması ve bunun da faiz olarak adlandırılması gerektiğini söyler (Dirimtekin, 1989: 208-209). Bu durumda faiz oranı, sabır veya sabırsızlık arasındaki tercihi belirler. Sabırlı olan kişiler sermaye arz ederek faiz geliri elde ederler, sabırsız kişiler ise bugünkü geliri tercih ederek sermaye talep eder ve faiz ödemeye razı olurlar. Bu durumu belirleyen ise faiz oranlarıdır.

1.5.3. Büyümenin Teorik Altyapısı

Ekonomik büyüme teorileri iki ana gruba ayrılır. Bunlardan biri neoklasik bir yöndür ve özellikle Cobb-Douglas, R. Solowteorilerinde yansıtılmıştır. İkinci grup, Keynesyen teoriye dayanan modelleri içermektedir. Bunlardan en ünlüsü, Harrod- Domar modelidir.

1.5.3.1.Klasik Teoride Ekonomik Büyüme

İktisat yazınında birçok büyüme teorisi vardır. Ekonomik büyümenin klasik teoride kurucuları Adam Smith ve David Ricardo'dur. Adam Smith (1776)'e göre, emek artışı ve sermaye verimliliği, daha fazla işbölümüyle (uzmanlaşma) sonuçlanmaktadır. Ayrıca işbölümü üç nedenden dolayı etkinliği artırmaktadır:

- Her işçinin tek iş üzerinde yoğunlaşması o işçinin yeteneğini artırır
- İşçinin bir işten diğer bir işe geçmesi sırasında oluşacak zaman kaybından tasarruf edilir
- İşçiler işgücünün verimliliğini artıran makineler ve aletleri geliştirip, bunları işe uygularlar. İşçi yenilik yapabilir ve performansını artırabilir

Daha fazla emek bölüşümü, sermaye birikimi ve daha geniş pazarlar tarafından sağlanır (Taban, 2008: 23-25):

- Güven ve istikrarlı hükümet
- Serbest ticaret
- Demokrasi
- Yeni teknolojiler
- Ekonomik büyüme

Adam Smith'e göre sermaye birikimi ekonomik büyüme için çok önemlidir. Sermaye arttıkça kişi başına sermaye de artar. İşgücü üretkenliğinde ve büyümede artışa neden olur. Ricardo'nun ekonomik modeli (1817), azalan verimler kanununa dayanmaktadır. Ricardo'ya göre, sanayi sektöründe artan verimlilik ekonomik büyümenin kaçınılmaz bir yoludur. Teknoloji sayesinde artan verimlilikle üretim artmakta, buna ilaveten ücret seviyesi de artacaktır. Ücret arttığını için kâr oranı düşecektir. Kâr oranı düşünce yatırım da azaltacaktır. Çünkü yatırım yapanlar için kâr en önemli motivasyondur. Bu süreç durağan bir ekonomiye yol açacaktır. Bu nedenle model, nüfusun artmasında temel ekonomik büyüme sorununu ele almaktadır. Çünkü nüfusun artışı sebebiyle kârın payında ücret oranı artacaktır.

Bu nedenle, işgücü ücretinin doğal seviyede durması gerektir. Diğer taraftan, rant seviyesi yüksek olmalıdır. Nüfus artıkça ve kaynaklar daha şiddetli bir biçimde kullanmaya başladığında, azalan verim durumuna göre toprağın verimliliği azaltmaktadır. Verimlilik azalınca buna bağlı olarak ekonomik büyüme azalacaktır. Sadece teknolojik gelişme kâr, nüfus artışı ve ücret arasında geçici bir uçuruma neden olmaktadır. Aradaki farkın süresi ekonomik büyümenin seviyesini belirlemektedir (Taban, 2008: 31-32).

1.5.3.2. Harrod- Domar Büyüme Modeli

Harrod-Domar ekonomik büyüme modeli, büyümenin temel belirleyicileri olarak tasarrufların ve yatırımın önemini vurgulamaktadır. Model üç ana varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar şunlardır:

Tasarruflar yatırımlara yol açmaktadır. İnsanlar veya şirketler fazla para yani tasarruflar (S) olduğunda, yatırım (I) yapabilirler. Yatırım (I) sermaye stokundaki (K) değişikliklere (ΔK) yol açmaktadır. Yatırım yaparken sermaye stoku artmaktadır.

$$I = \Delta K \quad (1.11)$$

Sabit Sermaye-çıktı oranıdır (r). Bu temel olarak, bir ekonomi için, sermaye açısından ölçülen üretim verimliliğidir. Eğer sermaye-çıktı oranı düşükse, ekonomi küçük bir sermayeden çok fazla çıktı üretebilir. Sermaye-çıktı oranı yüksekse, üretim için çok fazla sermaye gerekir ve aynı sermaye miktarı için çok fazla bir çıktı değeri elde edilemez. Eğer ülke çok verimli, yüksek kaliteli sermayeye sahip olsa, o zaman daha yüksek bir büyüme oranına ulaşacaktır. Eğer sermaye (K) artışı, çıktıda (Y) artışa yol açıyorsa, sermayedeki her ilave artış, çıktıyı da aynı oranda artırır.

$$K / Y = r \quad (1.12)$$

Çıktının değiştirilmesi aslında ekonomik büyümedir. Böylece bu üç varsayım ile Harrod-Domar modeli ekonomik büyümenin formülünü göstermektedir. Ekonomi dışa kapalıdır, bu nedenle net ihracat sıfırdır. Hükümet harcamalarında modele dâhil edilmemiştir.

1.5.3.3. Neo-Klasik Teoride Büyüme

Neo-klasik büyüme modeline Solow tarafından geliştirildiği için Solow Modeli de denmektedir. Ekonomik büyüme süreci, üretim fonksiyonunun şekline bağlıdır. Ekonomik büyüme sermaye (K) ve işgücü (L) miktarına bağlamaktadır.

$$Y = f(L, K) \quad (1.13)$$

Standart Solow modeli teknolojik gelişme bir değişken olarak yer almamaktadır. Ayrıca yeni Solow modelindeki teknoloji birikmiş bilgi ve fikirler olarak yer almaktadır.

$$Y = f(L, K, A)$$

Bu fonksiyonda Y, hasıla düzeyini; K, sermaye, L, emek ve A, birikmiş bilgi ve fikirlerdir. A, çıktı üretmek için L ve K'yi en etkin biçimde birleştirme çabalarını temsil etmektedir. Solow modelinde, emek girdisinin miktarı (L) ve verimliliğinin zaman içerisinde

sabit olduğu kabul edilmektedir. Modelde, sermaye iki faktör tarafından yönetilmektedir. Bunlar yatırım (yeni sermaye oluşturulması) ve amortisman (eski sermaye yıpranması)'dır.

Herhangi bir noktada, sermaye stokundaki değişim, yatırım miktarı ile amortisman miktarı arasındaki fark yansıtmaktadır. Eğer I yatırım miktarını temsil ederse ve D amortisman miktarını temsil ederse, sermaye stokundaki değişim, $\Delta K = I - D$ olarak gösterebilir (Weil, 2012: 77). Solow modelinde, emek verimliliğinin artışı, teknik ilerleme oranına eşittir. Ekonomik büyüme hızı, teknolojik ilerleme oranı ile nüfus artış oranının toplamıdır.

1.5.3.4. İçsel Büyüme Modelleri

Solow modeline göre, uzun vadede kişi başı üretim artışının tek kaynağı verimlilik artışıdır. Ancak model, performans faktörlerini açıklayamamaktadır.



İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HİSSE SENEDİ FİYATLARININ FAİZ ORANLARININ VE BÜYÜMENİN GELİŞİMİ

2.1. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının, Faiz Oranlarının ve Büyümenin 1980 Öncesi Gelişimi

Osmanlı Devleti 1854 yılında aldığı ilk borcun ardından kısa sürede dış borçlarını ödeyemez duruma gelmiş ve 1875 yılında moratoryum ilan etmiştir. 1881 yılında yılın da Duyun-u Umumiye İdaresi Osmanlı Devletinin gelirlerini toplayarak alacaklılara ödeme yapılması için yetkilendirilmiştir (Sungur, 2015: 9-10).

Osmanlı Devleti ilk dış borcunu aldıktan 20 yıl gibi kısa bir süre sonra iflas etmiştir. Bu nedenle Osmanlı maliyesine cumhuriyet kuruluncaya kadar batılılar el koymuştur. 20. yüzyılın başında Osmanlı Ekonomisi dünya pazarlarına ve yabancı sermayeye açılmış olmasına rağmen büyük oranda tarıma dayalı yarı sömürgeleşmiş bir toplum yapısına sahiptir. Birinci Dünya Savaşına kadar sermaye malı ithal edilerek imalat sanayi işletmeleri kurulmuş olmasına rağmen yurtiçi talebi karşılayamamaktadır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 79-80).

Osmanlı Devletinin son yıllarında İttihat ve Terakki hükümeti cumhuriyet tarihini de etkileyecek olan milli iktisat görüşü olarak sanayileşerek kalkınmayı savunmuştur. Kalkınma ve modernleşme için ulusal bir sanayi burjuvazisi kurmayı devlet teşvik ve müdahalelerini içeren korumacı sanayi politikalarını kullanarak sağlamaya çalışmışlardır (Tekerek, 2013: 28-29). Fakat Osmanlı Devleti, ekonomik miras olarak fakirlik, yerli sanayinin olmaması, dışa bağımlılık, yüksek dış borçlar ve üretim yetersizliğini bırakmıştır. Kapitülasyonlar nedeniyle de demiryolları, madencilik, deniz ulaşımı, bankacılık gibi sektörler Avrupalıların elindedir (Sungur, 2015: 9-10). Nitekim Osmanlının ekonomik mirası yarı sömürgeleşmiş bir toplum yapısı ile cumhuriyet yönetimine devir edilmiştir.

Osmanlı Sanayisi 1915 yılı göstergelerine göre oldukça zayıftır. Anadolu ve Trakya Bölgelerinde 582 sanayi kuruluşu mevcuttu. Bu kuruluşlar, gıda, debağat, tahta, tekstil, matbaacılık, kırtasiye, kimya, madeni eşya, deniz tezgahları, demiryolu atölyeleri sanayi dallarında kurulmuştu. İmalatın yarısından fazlasını 239 adet kuruluşun olduğu gıda sanayisi gerçekleştirmekteydi. Osmanlı imalat sanayinin üretim daha çok iç talebe

yönelikti. Devlet işletmelerinin üretimdeki payı % 2 olduğundan sanayide yerinin önemsiz olduğu bir mülkiyet dağılımı vardı (Kongar, 2008: 346-347).

Uzun süren savaşlar nedeniyle insan gücü, tarım, dış borçlar, ulaşım, sanayi ve milli üretim konularında perişandı. Üretimin olmadığı, dışa bağımlı, dış borç stoku yüksek ve yerli sanayisi gelişmemiş ekonomik bir yapıya sahipti. Sanayi sektörü el sanatlarında ibaretti ve sanayi ürünü ihtiyacı büyük oranda ithalatla karşılanmaktaydı. Nüfus % 80 oranında tarımda istihdam edilmekteydi. Ticaretin neredeyse tamamına yakını yabancıların ve azınlıkların elinde bulunmaktaydı (Sungur, 2015: 8-9). Müslüman kesim ise daha çok tarım sektöründe istihdam edilmekteydi.

Osmanlı Devleti'nde var olan imalat sanayi işletmeleri büyük oranda şirketleşmemiş ve özel kişilerindi. Bu işletmeler yaklaşık % 85 oranında Müslüman kökenden olmayanlara aitti. Çünkü Osmanlı Devletinin toplumsal ve ekonomik yapısı Türklerin ekonomik etkinliklerini kısıtlamıştır (Kongar, 2008: 347).

Diğer doğu toplumlarında olduğu gibi Osmanlı Türk Toplumunda da 'kanaat tükenmez hazinedir felsefesi' ve 'yoksulluğu erdem sayma düşüncesi' ülkenin kalkınmasını engelleyen batıl bir inanç sistemidir. Gerçekte Tanrı, dünya üzerinde iyilik ve güzellikleri insanların faydalanması için yaratmış; insanların gelişmesi ve kalkınması için zeka ve akıllı bahşetmiştir. Doğru olan insanların sahip oldukları bu zeka ve akılla ekonomik alanda çalışarak kalkınması ve yoksulluğun kısır döngüsünü kırmasıdır (Yıldırım, 2006: 19-20).

Gerçekte ülke kalkınması sağlayacak olan üretim düzenin işlemesi insan zekasının ve yeteneklerinin kullanılmasına bağlıdır. Ekonomik tutum ve davranışlarını etkileyen diğer bir inanç ve düşünce sistemi de toplumun geleneksel örgütlenme biçiminin değiştirilmemesidir. Toplum, üretimle uğraşmayan ve vergi ödemeyen yönetici sınıfla, üretici olan ve vergi ödeyen halk arasında bölünmüştü. Halk da ticaret ve sanayiyile uğraşan kentliler ve tarımla uğraşan köylüler olarak kendi içinde ikiye ayrılmıştı. Devletin görevi, ticari merkezleri koruyarak ulaşımı geliştirmek, tarımsal alanları genişletmek, sömürgeleri vasıtasıyla uluslararası ticarete katılmaktı. Bu sebeplerle, Osmanlı siyasal ve toplumsal yapısı, kapitalist ekonomik sisteme uygun değildi (Kongar, 2008: 348).

Bu kurumsal yapıya kapitülasyonlarda eklenince Osmanlı ekonomisi sanayileşmenin zayıf kaldığı, dışa bağımlı bir ekonomik yapı ile yarı haline gelmişti.

Atatürk'ün düşüncesi Osmanlı Devleti yıkıldıktan sonra cumhuriyeti ilan etmek ve sanayi devrimi sonrası ortaya çıkan batı tipi bir toplumu yaratmaktır.

Atatürk batı standartlarına göre belirlenmiş yeni kurumları ve yeni değerleri kullanarak yeni bir Türk Toplumunu yaratmak; Osmanlı Toplumunun geleneklere ve örflere dayanan yaşam biçimini rasyonel ve batılı fikirlerle değiştirmek ve modernleştirmek istemiştir. Bu sebeple, eğitim sistemini ilahi olana göre değil; üretim düzenine göre kurmak gerektiğini savunmaktadır. Bu dönemde, milli iktisat modeli benimsenerek devlet desteğiyle yerli ve milli bir burjuvazi yaratılmasını kalkınmanın ve modernleşmenin temeli olarak varsayılmıştır (Gümüş, 2015: 190-195).

Türkiye'de batı toplumlarında var olan burjuva sınıfı gelişmemiş; batı tarzı kurumları desteklemesi gereken güçlü bir burjuva kesimi yerine Osmanlı Devletinin yönetici kesiminden gelen bir kısım asker ve sivil bürokrat kesim vardı. Bu devletçi kesim, böyle bir toplumu yaratmak için batı dünyasının birkaç yüzyıllık gelişimini eğitim, kültür, hukuk araçlarını kullanarak devrim yoluyla kısa sürede gerçekleştirmek istemekteydi (Kongar, 2008: 121-123). Aslında Türk Devriminin esas amacı Türkiye'nin kalkınmasını sağlamaktır.

Eğitim, Türkiye'nin kalkınması için bir araç olarak düşünülmüştür. 1923 yılında Türkiye'ye çağrılan Amerikalı eğitimci John Dewey'in önerilerine göre, eğitim mesleki ve teknik bilgi ve becerileri geliştirmeye yönelik olmalıydı. Böylece, ülkeden giden Müslüman olmayan kesimin yol açtığı meslek erbabı ve teknik eleman açığı kapatılabilecekti. Cumhuriyetin kurulmasından sonra üretimi destekleyen ekonomik kalkınmaya ve modernleşmeye hizmet eden bir toplum yaratılması için homo economicus'un akılcılığını aşıl原因an bir eğitim sistemine geçilmiştir. Bu eğitim anlayışı, kapitalist bir ekonomik yapı içerisinde büyük toprak ve sermaye sahiplerini korumuştur (Gümüş, 2015: 190-195). Böylece devlet sermaye birikimi sağlayan bir ekonomik düzen kurmuştur.

1923 yılındaki İzmir İktisat Kongresi'nde milli iktisat politikası benimsenerek devlet desteğiyle yerli ve milli bir burjuvazi yaratılması kalkınma ve modernleşmenin temeli olarak varsayılmıştır (Gümüş, 2015: 190-195). Kongrede alınan bazı kararlara göre, ülkenin ekonomik kalkınması sağlanacak, yabancı sermayeye izin verilecek, ulusal üretim teşvik edilecek, ormancılık, madencilik ve hayvancılığın geliştirilecek, tarımın gelişmesi için makineleşmeye gidilecek, Ziraat Bankası düzenlenecek ve ihtiyaç duyulan alanlarda

yeni bankalar kurulacaktır. Demir yolları ve limanlar dahil tüm ulaşım altyapısı geliştirilecek, gümrük politikası yeniden düzenlenirken; makine ve teçhizat ithalatından gümrük vergisi alınmayacak, ticaret ve sanayi odaları kurulacak, harp sanayi tesisleri geliştirilecektir (Susam, 2009: 83-85).

Kongre kararlarına göre, devlet üretim artışı sağlayabilmek için özel üretimi teşvik edecek ve ulaşım altyapısının geliştirilmesini sağlayacaktı. Cumhuriyetin ilan edilmesiyle büyük ölçüde İzmir İktisat Kongresi kararları doğrultusunda milli ekonomi politikası uygulanmıştır.

Cumhuriyetin ilk yıllarında batıya entegrasyon politikası doğrultusunda artan özgürlükçü eğilimler ekonomi alanında da kendini belli etmiştir. Özellikle de Avrupa ulus devletlerinin uyguladığı ekonomi politikaları benimsenmiştir. 1927 yılına girildiğinde, Türkiye nüfusu yaklaşık 13 milyon olan geri kalmış bir tarım ülkesidir. Köylü % 50 oranında topraksızdır. Nüfusun % 81 kesimi tarımda, % 9 kesimi sanayide, % 10 kesimi hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Milli gelir ise % 45 oranında tarım, % 10 oranında sanayi ve % 45 oranında hizmetler sektöründe yaratılmaktadır (Sungur, 2015: 10-12). Osmanlı'da devlete ait olan toprak mülkiyeti ile ilgili düzenleme 1926-1929 yılları arasında çıkarılan yasalarla yapılmıştır. Bu düzenlemelerle, köylülere işledikleri toprakların tapusu verilmiş ve topraksız köylülere toprak dağıtılmıştır.

Toprak reformu sayesinde 1927 yılında tarım yapılabilen toprak % 4,9 oranındayken; 1940 yılında % 12,3 oranına kadar yükselmiştir. Bu nedenle ülke ekonomisinde tarım ve türevlerinin ezici bir ağırlığı olmuş ve istihdamı büyük ölçüde karşılamıştır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 81-84). Özel mülkiyetin kapsamının genişletilmesini sağlayan toprak reformuyla kalkınma süreci hızlanmıştır.

Cumhuriyet rejiminin ilk modern devlet işletmeleri millileştirilen demiryollarıdır. 1926 yılında ise kabotaj yani Türk Limanları arasında deniz ulaşımı yapma hakkı, yabancı sermayeye yasaklanmıştır. Limanlar devletin imtiyaz verdiği yerli şirketlerce işletilmeye başlanmıştır. 1927 tarihli Teşviki Sanayi Kanunu, sanayi yatırımlara ve sanayi işletmelere çok geniş muafiyet, imtiyaz ve teşvikler sağlamaktadır (Boratav, 2014: 47-48).

1927 Sanayi Sayımı sonuçlarına göre, 65 bin işletme % 43,6 oranında tarım ürünleri, % 23,9 oranında dokuma ve % 22,6 oranı makine yapım ve onarımı ile maden sanayi gruplarından oluşmuştur (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 82). 1923-1929 yılları arasında yapılan reformlar dış ticareti de olumlu etkilemiş; ithalat ve ihracatın milli gelir içinde

kapladığı paylar (oransal olarak), sonraki elli yılda bile aşılmamıştır. Bu anlamda cumhuriyet tarihinin ‘dışa açık’ bir dönemi olma özelliği kazanmıştır. Tütün, kuru üzüm, pamuk, incir, fındık, yün, afyon ve yumurta toplam ihracatın % 60-72’sini ve sanayi tüketim malları ise ithalatın çok büyük bir bölümünü oluşturmaktaydı. Türkiye, ham madde ihraç edip, sanayi tüketim malı ithal eden bir ülke konumundadır (Boratav, 2013: 49-50). Bu dönemde, dış ticarete açık verilmesine rağmen (Sungur, 2015: 16); dış ticaret hacmi artmıştır.

1930 yılından itibaren devletin ekonomi ve kalkınma politikalarında değişikliğe gidilmiştir. Bu dönemde sanayi planları hazırlanmış ve kamu sektörü yatırımları artmıştır. Devletçilik politikasına geçilmesinin başlıca nedenleri 1929 yılındaki Büyük Buhranın etkileri, sermaye birikiminin ve özel sektörün sermaye yönünden olduğu kadar yönetici kadrosunun da zayıf olması, özel sektörün uluslararası pazarlarda rekabet gücü olmadığı gibi yurtiçi talebin yetersiz olmasının özel sektör yatırımlarını caydırmasıydı (Varcan, 1987: 45).

1930 yılında başlayan ekonomide devletçilik politikası anlaşılabileceği üzere sadece Büyük Buhranın olumsuz etkilerini bertaraf etmek için değil esas olarak kalkınma amaçlı uygulanmıştır (Kongar, 2008: 351). 1930 yılından itibaren hükümetin, iktisat politikası olarak devletçiliği benimsemesi; devleti ekonomide yatırımcı ve üretici durumuna getirmiştir. Devlet kesimi Sümerbank, Etibank, Maden Tetkik Araştırma Enstitüsü ve diğer kuruluşların devreye girmesiyle birlikte, demir ve çelik, tekstil, şeker, cam, çimento, madencilik gibi sektörlerde üretime başladı (Pamuk, 2014: 188-189; Tekerek, 2013: 38).

Türkiye’de artık un, şeker ve dokuma yerli üretimle sağlanıyordu. Demir çelik, kağıt ve kimya sanayi kollarında ilk modern tesisler kurulmuş; inşaat malzemesi ve çimento üretiminde büyük sıçramalar gerçekleştirilmiştir. Makine ve teçhizat yatırımlarındaki ortalama yıllık artış hızı % 10 dolaylarındadır (Boratav, 2014: 72). Bu yatırımlardaki artış büyük oranda devletin yatırım harcamalarından kaynaklanmaktadır.

Türkiye kapitalist ekonomik sistemi uygulamak için kurumsal hazırlıklarını yapmış olmakla beraber henüz tarım toplumdur ve girişimcilik kültürü yeterince gelişmemiştir. Özel sermayenin büyük sanayiye kuracak düzeyde olmaması nedeniyle istihdam artışını ve büyümeyi tarım sektörüne dayalı olarak sürdürürken; 1929 yılındaki Büyük Buhranın etkisiyle özellikle tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki düşüş Türk ekonomisini olumsuz etkilemiş ve talep daralmıştır. Ekonomide bu gerekçelerle devletçi

görüş ağırlık kazanmış ve Türk sanayisinin temellerini atan devlet, sanayileşerek kalkınma misyonunu üstlenmiştir. Devlet sanayileşme için yeterli tasarrufa sahip olmadığından otonom olan yatırım harcamalarını büyük ölçüde dış borçlanmayla finanse etmiştir.

Tablo 2.1. Sektörel Büyüme Hızları (1924-1949)

Yıllar	TARIM (%)	SANAYİ (%)	HİZMET (%)
1924	27,2	-07,1	08,4
1925	05,6	17,9	19,7
1926	31,8	14,8	05,7
1927	-30,9	19,4	02,2
1928	19,2	-00,6	07,3
1929	42,6	03,8	06,6
1930	-03,9	12,7	07,6
1931	14,3	14,2	01,4
1932	-28,8	17,8	03,9
1933	22,1	19,0	09,6
1934	02,7	13,8	06,6
1935	-06,1	-00,1	-01,3
1936	54,1	-03,4	06,0
1937	-03,5	10,3	05,1
1938	05,4	15,7	12,1
1939	03,8	16,7	06,9
1940	-01,2	-10,2	-06,8
1941	-16,5	-02,4	-06,4
1942	19,4	-02,5	-05,0
1943	-12,5	-01,4	-09,6
1944	-10,7	-06,1	02,2
1945	-23,4	-16,6	-06,3
1946	54,2	26,1	14,8
1947	-11,7	05,8	21,8
1948	-	-	-
1949	-13,5	-02,7	03,1

Kaynak: TÜİK (2012). İstatistik Göstergeler 1923-2011; Sungur, 2015: 36

Planlı devletçiliğin olduğu bu dönemde Birinci Sanayi Planı 1934 yılında uygulamaya geçilmiştir (Varcan, 1987: 49). Plan, yeni kurulacak işletmeleri ve kuruluş yerlerini içermektedir. Planda ele alınan diğer konular, elektrik şebekeleri, altın ve petrol arama işleri ve eğitim sorunlarıdır. Devlet plana göre dokuma, maden, kağıt, seramik ve kimya sanayilerini kuracaktır (Kongar, 2008: 353). Fabrikaların kurulması için gerekli olan makine ve teçhizatın finansmanı Sovyetler Birliği'nden borç alınarak yapılmıştır. Yatırımlar üç yıl içerisinde başarıyla sonuçlandırılmıştır (Varcan, 1987: 49). Plan kapsamında 20 fabrika kurulmuş ve ithal edilen un, şeker, dokuma gibi temel tüketim mallarının yurtiçinde üretilmesi sağlanmıştır. Yine bu dönemde, demir-çelik ve kağıt

fabrikaları kurulmuştur. 1938 yılında uygulanmak üzere daha kapsamlı olan İkinci Sanayi Planı da hazırlanmıştır (Sungur, 2015: 1516).

İkinci Dünya Savaşı koşulları nedeniyle bu planın uygulanması mümkün olmamış (Varcan, 1987: 49); sadece birinci sanayi planı ile devlet sanayisi kısa bir süre içerisinde kurulabilmiştir.

Birinci Sanayi Planı toplam ithalatın % 44 oranını oluşturan temel tüketim mallarının yerli üretimle karşılanmasına ve döviz tasarrufu sağlanarak dış ticaret açığının kapatılmasına yöneliktir. İkinci Sanayi Planı ise ara ve yatırım mallarının üretimine ve altyapı gelişimine öncelik vermiştir (Gül, Ekinci, Konya. 2009: 85). İkinci Sanayi Planı uygulanmasa da 1938 yılına kadar dokuma, maden, kimya, çimento ve şeker işletmeleri kurulmuş ve kurulmaya devam etmiştir (Kongar, 2008: 353). Özel sanayinin devletçilik yıllarında toplam sanayi gayri safi üretim değeri içindeki payı % 38 oranındadır. Devletçi politika uygulamaları 1930-1938 yılları arasında dış ticaret açığını ortadan kaldırmıştır (Boratav, 2014: 73-76). Çünkü Türkiye Ekonomisi tüketim mallarında ithal bağımlılıktan kurtulmuştur.

1930 yılından başlayan ve II. Dünya Savaşının başlangıcına kadar süren devletçi uygulamalar döneminde çok yoğun biçimde kamu yatırımları yapılmıştır (Kongar, 2008: 423). Fakat sermaye birikiminin olmaması nedeniyle sanayi sektörü tam anlamıyla gelişmemiş; işgücünün büyük bölümünü tarım kesiminde istihdam edilmiştir (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 83-87).

Dönem sonunda, Türkiye hala bir tarım ülkesidir ve geç başlamış bir kalkınma hamlesiyle henüz bir sanayi ülkesine dönüşememiştir.

Tablo 2.2. GSMH'nın Sektörel Dağılımı (1923-1949)

YILLAR	TARIM (%)	SANAYİ (%)	HİZMET (%)
1923	43,1	10,6	46,3
1924	47,8	8,5	43,7
1925	44,7	8,9	46,4
1926	49,9	8,7	41,5
1927	39,5	11,9	48,6
1928	42,4	10,6	46,9
1929	49,8	9,1	41,2
1930	46,8	10	43,2
1931	49,2	10,5	40,3
1932	39,3	13,9	46,9
1933	41,4	14,2	44,4
1934	40,1	15,3	44,6
1935	38,8	15,7	45,4
1936	48,6	12,3	39,1
1937	46,2	13,4	40,4
1938	44,4	14,2	41,4
1939	43,2	15,5	41,4
1940	44,8	14,6	40,6
1941	41,8	15,9	42,3
1942	47,2	14,7	38,1
1943	45,8	16,0	38,2
1944	43,1	15,9	41,1
1945	39,0	15,6	45,4
1946	45,5	14,9	39,5
1947	38,6	15,2	46,2
1948	44,3	12,8	42,8
1949	40,4	13,1	46,5

Kaynak: TÜİK (2012). İstatistik Göstergeler 1923-2011 (Sungur, 2015: 34).

1940-1945 dönemini II. Dünya Savaşı sebebiyle iktisadi gelişme sürecinde bir kesinti olarak nitelendirmek doğrudur (Boratav, 2014: 81). Savaş yıllarında nüfusun % 10'u askere çağırılmış ve pek çok girdi ve yatırım malının ithalatının kesintiye uğramasıyla beraber yatırımlar ertelenmiş, sanayi ve tarımsal üretim olumsuz etkilenmiş ve hatta kıtlık ortaya çıkmıştır (Pamuk, 2014: 199-200; Tekerek, 2013: 40).

Savaş yılları pek çok üründe kıtlıklar yaşanmasına ve karaborsaların oluşmasına neden olmuştur (Sungur, 2015: 17). Bu yıllarda üretimde azalmaya bağlı olarak ekonomi küçülmüştür.

Savaş yıllarında, kıtlık ve karaborsa tüccarların sahip olduğu sermayede önemli bir artışa neden oldu. Böylece bu sınıfın sahip olduğu sermaye birikimi, savaş sonrası yatırımları finanse edecek seviyeye yükseldi (Kongar, 2008: 356). Savaş yıllarında,

ekonomi dış ticaret fazlası vermiştir. Böylece son 15 yılda dış ticaret fazlası veren Türk ekonomisi altın ve döviz rezervini önemli miktarda arttırmıştır (Sungur, 2015: 18-19). 1946 yılında yapılan devalüasyonla dış ticaret fazlası artmasına rağmen; ekonomide altyapı ve teknolojik yetersizliklerden kaynaklanan kalite ve verimsizlik gibi nedenlerle ihracatta istenilen artış sağlanamamıştır (Korkmaz, 2013: 111). Fakat savaş sonrasında ekonominin kapasite kullanım oranının artmasıyla cumhuriyet tarihinin en yüksek büyüme hızına ulaşılmıştır.

II. Dünya Savaşı sonrası yeni bir düzen için uluslararası para fonu (IMF) ve Avrupa'nın toparlanması ve yeniden imarının yapılması için Dünya Bankası (WB) kurulmuş; Türkiye'de 1947 yılında her iki örgüte de üye olmuştur. Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa'nın yeniden kalkınması için Marshall Planını hazırlamış; Türkiye, Avrupa'nın yeniden imarına tarım üretimi ve madencilik üretimiyle katkıda bulunmak için bu plana dahil edilmiş ve 1948-1952 yılları arasında 351,7 milyon dolar yardım almıştır. Bu yardımlar, karayolu yapımı, tarımda makineleşme alanlarında kullanılmıştır. Karayolu ulaşımının geliştirilmesi, tarımda makineleşmenin artması, tarım sektörüne sağlanan krediler ve tarım ürünlerinin fiyatlarının önceki yıllara göre daha çok desteklenmesiyle birlikte tarımsal üretimde ciddi oranda artışlar yaşanmıştır (Sungur, 2015: 31-53).

Aynı zamanda, kapalı köy ekonomilerinin pazarla bütünleşmesi sağlanarak tarımsal kalkınmaya önem verilirken; Türk ekonomisinin sanayileştirilmesi de hedeflenmiştir (Kongar, 2008: 360-361). Türkiye sahip olduğu tarım potansiyelini tarımı desteklemeye yönelik politikalarla değerlendirmiş; tarımsal gelişmelerle beraber özel sermaye birikimi de hızlanmıştır. Türkiye bu dönemde tarımsal kalkınma politikalarını sanayileşerek kalkınma politikalarıyla beraber uygulamıştır.

1923 yılından 1950 yılına kadar tarım, sanayi ve hizmetler sektörünün milli gelirdeki payı fazlaca değişmemiştir. Tarımın ve hizmetler sektörünün bu yıllar boyunca milli gelirdeki payı % 40-45 civarındayken; sanayinin payı % 10-15 arasındadır (Sungur, 2015: 33-35). 1950 yılına kadar devletin bir fonksiyonu olan kalkınma sağlanamamış; sanayi toplumuna dönüşüm henüz gerçekleşmemiştir. 1950 yılına kadar devlet destekli ve sanayi planları ile müdahaleci kalkınma politikası izlenmiştir (Eker, Altay ve Sakal, 2009: 201-202).

Bu nedenle 1950 sonrası yıllarda uygulanan ekonomi politikaları da aslında liberal değil müdahaleci politikalardır (Kongar, 2008: 357-358). Milli bir burjuvazi oluşturulmak

ve güçlendirilmesi istenmekle beraber kamu hizmetlerinde ve özel sektörün faaliyette bulunmadığı alanlarda devlet işletmeciliği sürdürülmektedir (Sungur, 2015: 79). Atatürk döneminde uygulanan devletçi politikalarla benzer bir şekilde devlet, özel girişimlerin yatırım yapmadığı alanlara yatırım yapma amacındadır (Kongar, 2008: 357-358). Devletin ideolojisi nedeniyle hem özel sektör hem de kamu yatırımları ekonomide karma bir üretim düzeni yaratmıştır. 1950-1960 arası yıllarda devletçi döneme benzer olarak devletin ekonomik etkinlikler içindeki rolü fazlaca değişmemiştir. Kamu kesimi, üretimde öncü ve egemen konumunu sürdürmüştür (Kongar, 2008: 357-359).

1950 yılında Türkiye’de toplam imalat sanayi işletmeleri içerisinde kamu işletmelerinin payı % 3,93 oranından (2618 imalat sanayi işyerinden 103 işyeri kamu kesimine ait) 1960 yılında % 3,98 oranına (5503 imalat sanayi işyerinden 219 işyeri kamu kesimine ait) çıkmıştır (Sungur, 2015: 70-71). Kamu kesiminin imalat sanayinin toplam katma değeri içerisindeki payı ise 1950 yılı için % 58,3 oranındayken; 1960 yılında % 59,1 olarak gerçekleşmiştir. Buradan, kamu kesiminin imalat sanayi üretiminin büyük çoğunluğunu karşıladığı anlaşılmaktadır (Kongar, 2008: 357-359). Dönem itibarıyla az sayıdaki kamu kesimi imalat sanayi işletmelerinin özel kesim imalat sanayi işletmelerine oranla daha büyük ölçekli olduğu sonucuna ulaşabiliriz.

1950 yılında özel kesimin toplam yatırımlardaki payı % 57 oranındayken; 1959 yılında payı % 38 oranına kadar gerilemiştir. Aynı dönemde KİT yatırımlarının payı ise % 15 oranından % 20 oranına yükselmiştir. 1950 yılında Makine Kimya Endüstrisi Kurumu (MKEK), 1952 yılında Et ve Balık Kurumu, 1953 yılında Türkiye Çimento Azot, 1954 yılında Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) ve Devlet Malzeme Ofisi (DMO), 1955 yılında Türkiye Selüloz ve Kağıt Fabrikaları (SEKA) ve Türkiye Demir Çelik İşletmeleri, Türkiye Kömür İşletmeleri kurulmuştur (Sungur, 2015: 72-82). Özel kesim yatırımlarındaki azalma ve kamu yatırımlarında artışla ekonomide devletin ağırlığı devam etmiştir.

Bu dönemde, özel sektöre dayalı ekonomi politikalarına geçmek istenilmiş fakat günün koşulları sebebiyle devlet yatırımları ile gerçekleştirilen ithal ikameci sanayileşme ile kalkınma stratejisi uygulanmıştır (Gül, Ekinci ve Konya, 2009: 88). Çünkü özel kesim henüz ekonomide kalkınmayı sağlayabilecek kaynaklara sahip değildir (Kongar; 2008: 357).

Fakat kalkınma amacıyla kullanılan genişletici maliye politikasıyla artan kamu yatırımları ve tarımsal gelir; yabancı sermayenin ülkeye girişiyle beraber özel sanayi yatırımlarını uyarmıştır. Özel sektör genelde küçük ölçekli işletmelerden oluşmaktadır. Bu işletmelerin teknolojileri eski ve geri, sermayeleri yetersizdir. Özel sektörün artan yatırımları daha çok şeker, çimento, pamuklu ve yünlü dokuma alanlarına yoğunlaşmıştır. Türkiye'nin en önemli özel sektör yatırımları ise 1954 yılında kurulan Türk Traktör, 1955 yılında kurulan Arçelik ve Beko, 1959 yılında kurulan Ford Otosan'dır (Sungur, 2015: 66-89).Günümüzde bile en büyük sanayi kuruluşları arasında gösterilen bu işletmeler ekonomi içindeki önemini hala korumaktadır.

Bu dönemde ithalatın serbestleştirilmesi ise ekonomide ithalat artışı yarattı ve dış ticaret açıkları arttı. Bu dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı ise yaklaşık olarak % 92 den % 75 oranına geriledi. 1958 yılında dış borç ödeme güçlüğünden dolayı moratoryum ilan edildi (Korkmaz, 2013: 111-113). Dış ticaretin serbestleştirilmesinde başarılı olunamamasının sebebi ihracatın tütün, pamuk, fındık, kuru üzüm, incir gibi tarım ürünlerine dayalı olmasıdır. Bu nedenle dış ticaret hacmi 900 milyon doları aşamamıştır. 1950-1960 arası dönemde, tüketim malı ithalatı % 23,7 azalırken; yatırım malı ithalatı % 86,3 ve hammadde ithalatı ise % 88,4 artmıştır (Sungur, 2015: 91).

Ancak bu durum, ekonomik büyümeyi olumlu etkilemiştir. Türk ekonomisinde tarımsal üretim artışıyla beraber 1950, 1951, 1952, 1953 yıllarında ekonomide hızlı büyüme süreci yaşanmıştır. İthalat artışı durdurulabilmiş fakat devam eden ekonomik büyümeye rağmen ihracat artışı sağlanamadığı için dış ticaret açığı kapatılamamıştır.

1950-1960 döneminde yıllık büyüme hızı ortalaması % 7 oranında gerçekleşmiştir. 1960 yılında milli gelir % 37,5 oranında tarım sektöründe, % 15,7 oranında sanayi sektöründe ve % 46,8 oranında hizmetler sektöründe yaratılmıştır. Toplum henüz sanayi toplumuna dönüşmemiş (Sungur, 2015: 148-149); işgücünün % 74,8 kısmı hala tarım sektöründe istihdam edilmektedir. İşgücü sadece % 11,5 oranında sanayi sektöründe ve % 13,7 oranında hizmetler sektöründe istihdam edilmiştir (Gül, Ekinci ve Konya, 2009: 89).

Ekonomi de yaşanan döviz darboğazı ve enflasyon nedeniyle ekonomik istikrarın sağlanması için planlı kalkınma dönemine geçilmiştir (Sungur, 2015: 129). Çünkü döviz darboğazı sanayileşmenin ve hızlı ekonomik büyümenin önünde engel teşkil etmiştir.

1960 yılında yasayla Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulmuş; 1961 Anayasası da kalkınma planları yapma görevini devlete vermiştir. Türkiye, 1963 yılında planlı

ekonomi dönemine girmiş ve 1963-1967 yılları için I. Beş Yıllık Kalkınma Planı hazırlanmıştır. Karma ekonomi düzeni için hazırlanan plan, kamu kesimi için emredici, özel kesimi teşvik edici niteliktedir (Tekerek, 2013: 53-55). Planda yatırımların arttırılması ve bu yatırımların finansmanının büyük oranda yurtiçi tasarruflarla karşılanması gereği üzerinde durulmuştur. Planda ekonominin büyüme hızı yıllık % 7 olarak hedeflenmiş fakat ortalama % 6,7 oranında büyüme sağlanmıştır (Tüğen, 2013: 410).

Plan döneminde yatırımlarla gelir artışı arasındaki oranı gösteren katsayı 2,6'dır. Bu katsayıya göre, hedeflenen büyüme hızına ulaşmak için milli gelirin % 18,3 oranını yatırımlara ayırmak gerekiyordu. Milli gelirin yaklaşık % 15 oranı kadar yatırım harcaması iç tasarruflarla finanse edilmesi planlanmıştır (Kongar, 2008: 363-364). Geri kalan kısmı da dış finansmanla sağlanmıştır.

II. Beş Yıllık Kalkınma Planı bir karma ekonomi planıdır ve devlet ekonominin düzenleyicisidir. Ancak ekonomide etkinlik piyasa mekanizmasıyla sağlanacak ve fiyatlar serbest piyasada oluşacaktır. Devlet ise hem kamu hem özel sektörün faaliyet gösterdiği ekonomide fırsat eşitliği sağlamakla görevlidir (Susam, 2009: 146). I. Beş Yıllık Kalkınma Planı temel altyapı yatırımları ve istihdam sorunu gibi konulara ağırlık verirken, II. Beş Yıllık Kalkınma Planı ise sanayi sektörünün ekonomide ön plana çıkmasını sağlamıştır (www.kalkinma.gov.tr). 'İkinci beş yıllık kalkınma planında sanayi kesimi ekonomik büyüme açısından lokomotif kesim olarak tanımlandı. Bu dönemde ithalat ikamesi, ihracatın teşviki gibi politika önlemleri ön plana çıktı' (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 256).

Bunlar ucuz kredi, yatırım indirimi, vergi indirimi, gümrük vergisi muafiyeti ve düşük oranlı vergilendirme gibi özel sektöre yönelik teşviklerdir (Susam, 2009: 146). Böylece, ekonomik büyümeyi sürükleyici bir nitelik kazanacak olan sanayi sektörünün üretimi yılda % 12 oranında arttırılacak ve 1967 yılında % 16,3 olan milli gelir içindeki payı 1972 yılında % 20,5 oranına çıkarılacaktır (Kongar, 2008: 366). Plan dönemi içerisinde ekonominin ortalama büyüme hızı % 6,9 olarak gerçekleşmiştir (Tüğen, 2013: 413). Fakat ekonomik büyüme hızı oranının yüksek olması ödemeler dengesinde açığa neden olmuştur.

Türkiye dış ödemeler dengesinin bozulması nedeniyle 1970 yılında devalüasyon yaparak kronik döviz sıkıntısını geçici olarak gidermiş ve sanayinin rekabet gücü döviz bazında fiyatların ucuzlamasına bağlı olarak artmıştır (Korkmaz, 2013: 113). 1970 devalüasyonun yardımıyla sanayinin artan rekabet gücüne paralel olarak yarı mamül ve

mamül ihracatı başlamıştır (Eker, Altay ve Sakal, 2009: 202). 1970'li yıllarda, imalat sanayinin yıllık büyüme hızı % 10 olurken; yeni teknolojilerin kullanılmaya başlaması ve yeni yatırımlar bunda etkili olmuştur. Genellikle iç tasarruflara dayanan yatırımların milli gelire oranı % 20 düzeyine ulaşmıştır (Pamuk, 2014: 255-256). Bu durum, Türk ekonomisine hızlı bir büyüme süreci yaşatmıştır.

II. Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1973-1977 yılları arasında kalkınmanın tüm kurumları içermesini ve ekonomik ve sosyal yapının sanayileşmiş bir topluma dönüşmesini hedeflemiştir. Bu plan kalkınma amacıyla yaşam düzeyinin ve gelir dağılımının iyileştirilmesi için sanayileşmenin sağlanarak istihdam sorununu çözmeye çalışmaktadır (Özdemir, 2014: 17).

Kalkınmaya yönelik dönüşüm için sanayinin ara ve yatırım malı üreten sektörler önceliğinde büyümesini sağlayarak; dış kaynaklara bağımlılığı azaltmaya çalışmaktadır (www.kalkinma.gov.tr). Birinci plan temel altyapı yatırımlarına, ikinci plan sanayi sektörünün gelişmesini, üçüncü plan gelir seviyesi ve üretim yapısı esas alınarak darboğazlar aşılmasını (Kongar, 2008: 367)

Ekonominin istikrarlı olarak büyümesini hedeflemiştir (Tekerek, 2013: 82). Birinci ve ikinci planda hedeflenen büyüme hızına yaklaşılmış; üçüncü planda ise üretim yapısının değiştirilerek hızlı büyümenin sağlanması için kamu kesiminin öncülük etmesi istenmiştir (Susam, 2009: 148). Fakat III. Beş Yıllık Kalkınma Planı, ekonomide hızlı büyüme ve üretim yapısının değiştirilmesi gibi iki önemli hedefe ulaşamamıştır (Özdemir, 2014: 13-17). Bunun üzerine IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı hazırlanmıştır.

Beş Yıllık Kalkınma Planı 1979-1983 yılları arası dönem için hazırlanmıştır. Fakat hükümet ve teknik kadronun bir yıl geçmeden görevden ayrılması nedeniyle uygulanamamıştır (Tekerek, 2013: 90-91). Dördüncü plan ekonomi tarihinde sadece bir iyi niyet belgesi olarak kalmıştır (Kongar, 2008: 369). 24 Ocak 1980 Tarihinden itibaren Türk ekonomisinin sanayileşme stratejisinin değişmesiyle beraber gelecek yıllarda hazırlanan kalkınma planlarının içeriği ve hedefleri değişmiştir.

İthal ikameci dönemin kalkınma planlarında milli gelirin yüksek ve istikrarlı bir hızda büyümesi temel önceliktir. Kalkınma planlarının diğer öncelikli amaçlarıysa sanayileşme, istihdamın artırılması, ödemeler bilançosu sorunun çözümü, mali ve sosyal politikalarla gelir dağılımı eşitsizliğinin azaltılmasıdır. Fakat yatırımların gerçekleştirilmesi tasarruf ve dövizle bağlı olmasından dolayı yatırım artışı hedeflenen ölçüde olmamıştır.

1980 yılına kadar uygulanan kalkınma planlarında, istihdam sorununun çözümü ise büyük ölçüde ekonomik büyüme ve sanayileşmeye endekslenmiştir. Türkiye ithal ikameci sanayileşme stratejisi gereğince temel ve ara malların üretimine öncelik vermiştir. Kamu ve özel kesim yatırımları teşvik edilerek; sermaye ve teknolojiye dayalı hızlı sanayileşme modeli benimsenmiştir (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 89-103).

Planlı dönem boyunca ekonomik ve toplumsal dönüşüm de gelişme yaşanmıştır. Tarım sektörü, 1962 yılında toplam istihdamın % 77,4 oranındayken; 1977 yılında % 58,1 oranına kadar inmiştir (Özdemir, 2014: 13-17; Gül, Ekinci, Konya, 2009: 104).Cumhuriyetin kurulmasıyla başlayan kalkınma çabaları sonucu nihayet istihdamın yapısı değişmiş; % 80'nin üzerinde olan tarım sektörünün istihdam oranı % 58,1 oranına gerilemiştir.

İthal ikameci dönemde, ekonomide yaşanan teknolojik ilerlemeler ve altyapı yatırım harcamaları üretimi ve geliri arttırmış; bu artışın ücretlere yansiyarak arttırması ile birlikte ise elektrik kullanımı, radyo, buzdolabı ve diğer dayanıklı tüketim mallarının kullanımı ülke çapında yaygınlaşmıştır (Pamuk, 2014: 239).İlk aşamada salt montaj biçiminde kurulan dayanıklı tüketim malları sanayi, zamanla daha fazla yerli katkıyla ve çevresinde beslendiği yan sanayi kollarıyla modern sanayiye dönüşmüştür. Fakat bu üretim kolları teknoloji ve temel girdiler bakımından dışa bağımlıdır. Yine üretim ölçeği, birim maliyetler ve kalite bakımından batılı emsallerinden geri kalmıştır. Tüketim malları sanayinin bu özellikleriyle de dış pazarlara yönelme imkanları çok sınırlıdır (Boratav, 2014: 119).

Tarım kesimi ise, büyük miktarda yeni toprakların üretime açılması, traktör, gübre ve diğer girdilerin kullanımı sayesinde verimlilik ve üretim artışı sağlamıştır. İç pazarın yüksek gümrüklerle korunması ve artan kişisel gelir ve tasarruflar sayesinde yatırımların artmasının yanı sıra ücretlerde ve tarımsal gelirlerde sağlanan artışlar yerli sanayi için talep yaratarak ekonomide büyüme sağlamıştır (Pamuk, 2014: 255-256).

Geniş tarım kesiminin gelirinin artması iç talebi arttırarak sanayileşme ve büyüme sağlarken; ekonomik büyümenin yarattığı enerji, ara ve yatırım malı talebi sebebiyle oluşan döviz darboğazı ödemeler dengesinde sorun yaratmış; ekonomik büyüme hızı kısıtlanmıştır.1974 yılında yaşanan iki kriz Türk ekonomisini stagflasyon olgusu ile tanıştırdı. Birinci krizin sebebi Kıbrıs Savaşı nedeniyle Türkiye'ye uygulanan ekonomik ambargodur. Diğer krizin sebebi ise petrol fiyatlarının 4 misli artmasıyla yaşanan arz

şokudur (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 256). Hammadde ve enerji arzında meydana gelen tıkanmalar nedeniyle sanayinin kapasite kullanım oranı düşmüştür. Buna karşın kurumsal ve politik sebeplerle sendikaların güçlü olması, ücretlerin yükselmesini sağlarken; istihdamın düşürülmesine engel olmuş ve bu durumda azalan üretimle beraber verimlilik de azalmıştır (Boratav, 2014: 143).

Dönem sonuna doğru ithal ikameci sanayileşme stratejisi, uzun vadeli hedeflerden, etkinlik ve rekabet gibi ölçütlerden uzaklaştığı gibi özel sektörün kısa vadeli talepleriyle belirlenmeye başladı. Daha ileri teknoloji ile daha rekabetçi yapılar oluşturmaktansa devletten destek alan bir kurumsal yapıya dönüştü. ‘Rekabet gücü daha yüksek olan sanayi dallarının ihracata yönlendirilmesi hedefinden vazgeçildi’ (Pamuk, 2014: 251 - 252). Sadece iç talebe yönelik üretim yapılarak ekonomik büyüme yaratıldı.

Genel olarak, Türk ekonomisinde tarımsal üretim faaliyetleri sonucunda belirli bir sermaye birikimi yaratılmış; bu sermaye, ticaret, bankacılık ve sanayi yatırımlarında kullanılmıştır (Kongar, 2008: 616). Türk ekonomisi karma ekonomi sisteminin uygulandığı, ithal ikameci sanayileşme stratejisiyle iktisadi büyüme ve kalkınmayı sağlamaya çalışmıştır (Tekerek, 2013: 57). Bu uzun süreçte nihayet kalkınma yolunda belirli bir mesafe alabilmiştir. Aslında planlı sanayileşmeyle kalkınma sağlayan devletçi ekonomi döneminden sonra başlayan bu yeni dönem ilk yıllarda plansız uygulanan karma ekonomi dönemi olmakla beraber daha sonra planlı karma ekonomi dönemi olarak devam etmiştir.

Tablo 2.3.Türkiye İçin Temel Toplumsal ve İktisadi Göstergeler (1913-1950)

	1913	1950
Toplam Nüfus (Milyon)	16	20,8
Kentleşme Oranı (Yüzde)	26	24
10.000 Kişiden Büyük Merkezler / Toplam Nüfus		
Doğumda Yaşam Beklentisi (Yıl)	32-33	44
Okuryazarlık Oranı (Yüzde)	10	33
25 Yaş Üstü Nüfus Ortalama Okul Süresi (Yıl)	1,7	3,9
Tarımın İşgücü İçindeki Payı (Yüzde)	75-80	75-80
Tarımın GSYH İçindeki Payı (Yüzde)	50	42
İhracat / GSYH (Yüzde)	11	7,6
İthalat / GSYH (Yüzde)	14	8,3
Yatırımlar / GSYH (Yüzde)	9	11

Kaynak: Pamuk, 2014: 217.

1950-1979 yılları arası ithal ikameci kalkınma döneminde, toplam nüfus 20,8 milyondan 44,7 milyona; kentleşme oranı ise % 24’den % 44 oranına yükselmiştir. Bu

dönemde, ortalama yaşam süresi 44 yıldan 57 yıla; okuryazarlık oranı % 33 den % 68; 25 yaş üstü nüfusun ortalama okul süresi 1,7 yıldan 2,9 yıla yükselmiştir (Pamuk, 2014: 259).

Dönem sonunda, okullaşma oranı ve sağlık sektöründeki toplam yatak sayısı, gübre üretimi ve kullanımı ile elektrik üretimi ve elektrik kullanan köy sayısı artmıştır. Sulanabilir tarım alanları yaklaşık % 24 oranında sulanmaya başlanılmış (Kongar, 2008: 375-376). 1950 yılında tarımın milli gelir içindeki yaklaşık payı % 42 ve işgücü içindeki payı % 75-80 seviyelerinden; 1979 yılında milli gelir içindeki yaklaşık payı % 25 ve işgücü içindeki yaklaşık payı % 50 seviyelerine gerilemiştir (Pamuk, 2014: 259). Ekonomide sosyal güvenlik sisteminin kapsamı genişlerken; istihdam ve üretim de artmış (Kongar, 2008: 375-376).

Tablo 2.4. Türkiye İçin Temel Toplumsal ve İktisadi Göstergeler (1980-2010)

	1980	2010
Toplam Nüfus (Milyon)	47,7	73
Kentleşme Oranı (Yüzde)	44	75
10.000 Kişiden Büyük Merkezler/Toplam Nüfus		
Doğumda Yaşam Beklentisi (Yıl)	57	74
Okuryazarlık Oranı (Yüzde)	68	94
25 Yaş Üstü Nüfus Ortalama Okul Süresi (Yıl)	2,9	6,5
Tarımın İşgücü İçindeki Payı (Yüzde)	50	25
Tarımın GSYH İçindeki Payı (Yüzde)	25	9
İmalat Sanayinin GSYH İçindeki Payı (Yüzde)	17	16
İhracat / GSYH (Yüzde)	4	16
İthalat / GSYH (Yüzde)	11	26
Yatırımlar / GSYH (Yüzde)	22	22

Kaynak:Pamuk, 2014: 218.

24 Ocak 1980 Türkiye’de Liberalleşme sürecini başlatan bir dönüm noktasıdır. Piyasa mekanizmasının işlemesi için ekonomi dış rekabete açılmış ve yabancı sermaye davet edilmiştir. Kalkınma ve sanayileşme için kurulan KİT’lere iktidar partilerinin alımının ve KİT zararlarının karşılanması devlet bütçesine zarar verdiği anlatılarak ithal ikameci kalkınmayla sanayileşme stratejisinden vaz geçilmiş; ihracata dönük sanayileşme stratejisiyle kalkınmak için özel sektörün teşvik edilmesi planlanmıştır (Tekerek, 2013: 246).

Uygulamaya konan program çerçevesinde kamu kesiminin daraltılması esas alınmış; diğer taraftan özel sektöre ekonomide yürütücü güç olma görevi verilmiştir (Yıldırım, 1992: 163). Fakat kapitalist dünya ile bütünleşmede enerji, ulaşım, haberleşme gibi altyapı yatırımlarının yapılması kamu harcamalarını arttırırken; ekonomide üretim, KİT’lerden oluşan devlet tekellerinin ağırlıkta olduğu aksak bir piyasada

gerçekleştirilmektedir (Bülbül, 1993: 73-75). Bu durum, ekonomik düzenin henüz karma sistemle işlediğini göstermektedir.

İthal ikameci sanayileşmeyle kalkınma döneminin son yıllarında, ekonomide tasarruflar ve yatırımlar azalmış, işsizlik sorunu çözülememiş, üretim ve tüketim dengesi bozulmuş, enflasyon yükselmiş, ödemeler dengesi sağlanamamış, dış ticaret açıkları artmış, döviz darboğazına girilmiş, karaborsa ve yokluklar artmış, ekonomik büyüme hızı gerilemiştir. Bunların sebebi aşırı değerli ulusal paranın ihracatı olumsuz etkilemesi ve sermaye mallarının ikamesinin yapılmasına gerek bırakmayarak ithal edilmesine neden olmasıdır. Bu durum, döviz talebini arttırmış ve petrol fiyatlarındaki artışla beraber ödemeler dengesini zorlamıştır (Tekerek, 2013: 101-104). T

Türkiye, ödemeler dengesini sağlamak ve döviz darboğazını aşarak dış borç sorununu çözmek için global piyasalara açılmış ve ihracatı teşvik ederek ihracatçı sanayileşme stratejisini uygulamaya başlamıştır. Fakat zaman içinde dış borçları daha da artmış; ihracatı destekleyecek bir sanayi yapısının oluşturulmasında başarılı olamamıştır (Kara, 2001: 103).

2.2. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının, Faiz Oranlarının ve Büyümenin 1980 Sonrası Gelişimi

2.2.1. Türkiye'de Hisse Senedi Fiyatlarının 1980 Sonrası Gelişimi

Ülkelerin kalkınabilmesi ve büyüebilmesi için gerekli ön koşul, ekonomideki üretkenliğin ve dolayısıyla yatırımların arttırılmasıdır. Ekonomideki yatırımların artışı birçok faktöre bağlı olmasına rağmen yeterli mali kaynağa sahip olan ekonomiler bir adım öndedir.

Aksi durumda ülkelerin büyüebilmesi için gerekli yatırım girişimleri sağlanamaz. Bunun yanında her ülke kendi kaynakları ile büyüüp kalkınamayabilir. Başka ekonomilerin tasarruflarına ihtiyaç duyması söz konusu olabilir. Bu durumda ülkelerin kalkınabilmesi için öncelikli hedeflerinin başında tasarruflarının artırılması gelmektedir. Diğer taraftan yaratılan tasarrufların üretken alanlara kaydırılması önem arz etmektedir. Yaratılan tasarrufların ticarete konu olmayan mal ve hizmetlere kaydırılması üretkenliği sağlamayacaktır. Uzun vadeli fonların bir araya geldiği sermaye piyasalarının ülke ekonomilerinin gelişmesine katkısı bu noktada başlamaktadır. Sermaye piyasaları gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tasarruf açığı probleminin giderilmesini sağlar. Küçük birikimlerin daha iyi değerlendirilmesi ve ekonomiye kazandırılmasına yardımcı olur.

Ayrıca küçük tasarruf sahiplerinin girişimci rolü kazanmasını sağlar. Menkul kıymet piyasaların gelişmesi, beraberinde bu piyasaların ekonomik etkilerini arttırmıştır. Zira menkul kıymet piyasaları ekonomik birimler için tasarrufların değerlendirildiği yer olarak; firmalar için ise yatırımların finansmanı noktasında kaynak sağlanan bir yer konumundadır (Erim ve Türk, 2005: 37).

Bu noktada piyasaların en önemli fonksiyonlarından biri tasarrufların firmalara tahsisini sağlamaktır. İşletmelerin mal ve hizmetlere olan talebi arttıkça daha büyük kapasite ile çalışıp yeni yatırımlara yönelirler. Bundan dolayı, işletmeler daha büyük sermaye gereksinimlerine ihtiyaç duyarlar.

Mal ve hizmetlerine talep artışı olmayan firmalar için ise ek bir sermaye artışına gerek kalmayacaktır (Başoğlu vd. 2009: 14). Sermaye piyasaları, bu işlevlerini yerine getirmesinde menkul kıymet piyasalarının dışında kalan başka araçlar vasıtasıyla da sağlayabilir. Ancak sermaye piyasaları piyasalara kaynak sağlarken bunu daha düşük maliyet içeren fonlar aracılığı ile gerçekleştirir.

Menkul kıymetler piyasalarının gelişmişliğini temsil eden göstergeleri birkaç başlık altında toplayabiliriz. İlki sermaye piyasalarının büyüklüğünü ölçmede baz alınan piyasa değeri oranı (market capitalization ratio)'dır. Bu oran piyasadaki toplam hisselerin değerleri toplamının GSYİH' ya bölünmesi ile elde edilir. Bir başka gösterge piyasadaki şirketlerin sayısıdır. Şirket sayısının çokluğu sermaye piyasalarının ve dolayısıyla borsaların daha gelişmiş olduğunun göstergesi sayılır. Bunun yanında sermaye piyasaları likidite riskini azaltma noktasında önemli bir işlev görür. Bu bakımdan menkul kıymet piyasalarının gelişmişliğini baz alan likidite göstergeleri de kullanılmaktadır. Bunlardan ilki işlem hacminin GSYİH' ya bölümü ile bulunurken; diğeri işlem hacminin piyasa değerine bölümü ile hesaplanmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 34-35).

Bunların dışında, menkul kıymet piyasalarının gelişmişliğine yönelik farklı göstergeler olsa da en çok kullanılan göstergeler yukarıda bahsedildiği gibidir.

Hisse senetlerinin ekonomiye etkisi farklı kanallarla gerçekleşir. Bu kanallar, yatırımlar, şirket bilançoları, hane halkı likiditesinin değişimi ve hane halkı serveti aracılığıyla olmak üzere dört yolla gerçekleşir (Mishkin, 2001):

Yatırımlar yoluyla etkisi: Menkul kıymet fiyatlarındaki değişme toplam talebi etkiler. Bu da yatırımlar aracılığıyla sağlanır. Bu noktada Tobin-Q teorisi, hisse senedi fiyatlarındaki değişimin ekonomiyi nasıl etkileyebileceğine dair önemli bir mekanizma sunmaktadır.

Para arzında meydana gelen bir genişleme ya da daralma hisse senetleri talebini etkileyecek ve bu da hisse senedi fiyatlarında değişime sebep olur. Parasal bir genişleme başta faiz oranlarını düşürüp hisse senedi fiyatlarının artışı sağlayacaktır. Hisse senedi fiyatlarının artışı Tobin-Q değerini arttıracaktır. Sonuç olarak hisse senedi fiyatlarındaki değişim Tobin-Q oranındaki değişime bağlı olarak yatırım harcamalarını etkileyecektir.

Firma bilançoları yoluyla etkisi (kredi görüşü): Hisse senedi fiyatlarının değişimi, şirket bilançoları üzerinde değişim meydana getirir. Bilançolardaki değişim ise asimetrik bilgiye neden olup şirketlerin daha düşük değerlerde kredilendirilmesine neden olur. Şirketlerin daha düşük kredi değerlerine sahip olması borçlanmalarını zorlaştıracak ve bilançolarının bozulmasına yol açacaktır. Firmaların asimetrik bilgiye bağlı olarak bilançolarındaki bozulma şirket net değerlerinin azalmasına neden olur. Dolayısıyla bilançoları bozulan ve düşük kredi değerlerine sahip olan firmalar yatırım taleplerine yeterli cevabı veremeyecektir. Kredi görüşü olarak da bilinen bu kanala göre sonuçta, hisse senedi fiyatları etkilenecektir.

Hane halkı likiditesindeki değişim ile etkisi: Hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin hane halkı likiditesine etkisi, dayanıklı tüketim malları talebine göre açıklanmaktadır. Buna göre parasal bir genişleme faiz oranlarını düşürerek hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olur. Bu da finansal varlıkların değerinin yükselmesini sağlar. Böylece hanehalkı bilançolarının değeri yükselmiş olur. Hane halkının kendini güvende hissetmesi ve elindeki likit varlıklarının değerinin artması konut ya da gayrimenkul gibi dayanıklı tüketim malı talebini arttıracaktır. Sonuç olarak hanehalkının tüketimindeki bu değişime toplam talebin etkilenmesine yol açacaktır.

Hane halkı servetindeki değişim ile etkisi: Modigliani hayat boyu tüketim hipotezinde, hane halkının tüketiminin hayat boyu sahip oldukları kaynaklar tarafından belirlendiğini öne sürmektedir. Hane halkının sahip olduğu servetin bir kısmı ise hisse senedi olarak tutulmaktadır. Kişiler servetlerini farklı şekilde tutabileceğinden, hane halkının da servetlerini hisse senedi olarak tutabilecekleri varsayılır. Buna göre genişletici bir para politikası hisse senedi fiyatlarını yükselteceğinden kişilerin servetlerinde artışa neden olur.

Hane halkının servetlerinin artması tüketim harcamalarını ve dolayısı ile toplam talebi arttıracaktır.

Bunların dışında hisse senetlerinin başka ekonomik işlevleri de bulunmaktadır (Singh, 1991: 34; Levine, 1997: 2; Parasız, 2005: 88):

- Hisse senedi piyasaları; finansal dünya ile reel piyasalar arasında bağlantı kurup, hane halklarının küçük tasarruflarını büyük firmalar bünyesinde bir araya getirerek ekonomik kalkınmada gerekli sermaye birikimi oluşumunu sağlar. Böylece mevcut kaynaklar daha iyi kullanılır.

- Hisse senetleri, üretim araçlarının mülkiyetini tabana yayarak ekonomik refahın artmasını ve gelir dağılımında daha adil bir dağılım sağlar.

- Halkın iktisadi kararlarda söz sahibi olmasını sağlar. Böylece hisse senetleri ekonomide demokrasiyi bir araya getirme işlevi görür.

- Ekonomide tasarruf artışı sağlar. Böylece de hane halkının tasarruflarına ek gelir sağlanmış olunur. Fakat bunu yaparken faiz kanalıyla değil, enflasyon karşısında dayanıklı ve enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım kanalıyla sağlar. Hisse senetleri böylece kazancının değerini enflasyon karşısında korumuş olur.

- Hisse senedi piyasaları sermaye yatırımlarının likiditesini artırarak ekonomik kalkınmaya katkıda bulunur. Birçok kârlı yatırım, uzun vadeli bir sermaye taahhüdü gerektirmektedir. Ancak yatırımcılar birikimlerini bu kadar uzun sürelerle birleştirmek istemeyebilirler. Likit bir sermaye piyasası bu bakımdan nispeten daha cazip yatırım imkanı sunarak ekonomik büyümeyi hızlandırıp, öz kaynak yatırımlarını artırır.

- Hisse senetleri aracılığın olmadığı bir finansman şeklidir. Firmalar yatırımları için büyük miktarda fonlara ihtiyaç duyarlar. Bu fonlar hisse senedi ihracı dışında başka finansman yollarıyla sağlanırsa firmalar aracılık maliyeti yüklenmek zorunda kalırlar. Hisse senedi piyasaları ise bu aracılık maliyeti olmaksızın gerçekleşen finansman şeklidir. Kaynaklar etkin bir kullanımına ulaştığında ise ekonomi daha verimli hale gelir. Böylece yatırım kaynaklarının verimli tahsisi sağlanmış olur.

Hisse senetlerinin ekonomiler için gösterge olma ve kaynak yaratmanın yanında diğer bir önemli etkisi de kayıt dışılığın önlenmesidir. Kayıt dışılığın azaltılmasıyla ülke açısından vergi kazancı elde edilir. Böylece vergide adaletin sağlanması noktasında bir adım öne geçilir. Bu işlevler göz önünde bulundurulduğunda menkul kıymet borsalarının ülke ekonomilerine geniş katkıları olduğu söylenebilir.

2.2.2. Türkiye’de Faiz Oranlarının 1980 Sonrası Gelişimi

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararıyla birlikte para arzı ve emisyonu kontrol etmeye yönelmiş, kredi ve para hacmindeki artışın enflasyonun altında tutulması hedeflenmiştir. Fakat bu hedef yalnız 1984 yılında gerçekleştirilmiş diğer yıllarda

enflasyon ve para hacmindeki artış enflasyon oranının üzerine çıkmıştır. Bu sebeple 1984 yılından sonra para bastırılarak kamu açığı karşılanmaya çalışılmış bu durum fiyat artışlarına ve bütçe açıklarına sebep olmuştur. Öte yandan KİT'lerin borçlanma ihtiyaçları ana sebep olarak sunularak kamu borçlanması artış göstermiştir. Borçlanmaya yönelik bu ihtiyaç 1989 senesinde sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla iç borç stoğunda sürekli artışa sebep olmuştur.

1994 senesinde enflasyon oranında yükselmeye beraber iç borçlanma krizi yaşanmıştır. Özetlemek gerekirse 2000 yılına kadar faiz oranlarının artması, borç stoğunda yükselme ve enflasyon oranının artmasıyla beraber kendini göstermiştir (Bulut, 2010: 944-956). Güçlü ekonomiye geçişle beraber 2002'den sonra Merkez Bankası fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarından faydalanmıştır. Bir diğer deyişle, döviz kuru politika aracı olma özelliğinden çıkarılarak örtük enflasyon hedeflemesi rejimi başlamıştır.

2002 senesinden sonra faiz oranları düşmeye başlamış ve bu durum 2008 küresel kriz sonrasında da sürmüştür. Ancak faiz oranlarında yaşanan düşüş hala Japonya ve ABD gibi ülkelerin faiz oranlarından yüksek olduğu için Türkiye'de borçlanmanın reel getirisinin yüksel olmasında neden olmuştur (Eren, 2011: 282-299).

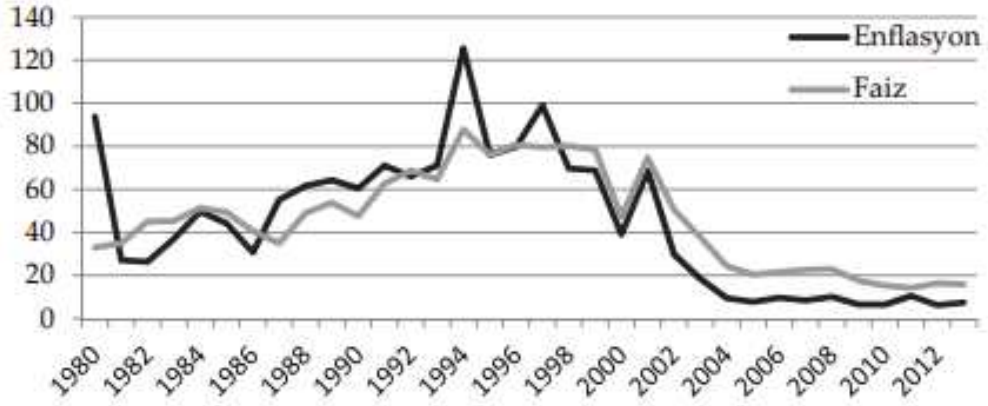
2003-2004 yıllarında enflasyon hedeflemesiyle beraber enflasyon ve faiz oranlarındaki devamlı düşüşle Türkiye en çok faiz indirimi yapan ülkeler arasında yer edinmiştir. Bu sebeple Merkez Bankası enflasyonu bu oranda tutabilmek adına 2010 yılında yeni yöntemler üzerinde dururken aynı zamanda politika araçlarını da çeşitlendirme yoluna girmiştir. Merkez Bankası'nın benimsediği yeni yaklaşım faiz koridoru uygulamasıyla biçimlenmiştir. Aşağıda Merkez Bankasının 2010 yılı değişikliği ile uyguladığı politika amaç ve araçlarına ilişkin tablo ve Türkiye'de 1980-2012 yıllarına ilişkin enflasyon ve faiz oranları grafiği verilmiştir (TCMB, 2019).

Tablo 2.5. Merkez Bankası 2010 yılı Değişikliğiyle Uygulanan Politika Araç ve Amaçları

Araçlar	Aktarım Yolu	Amaçlar
- Faiz Koridoru, Haftalık Repo Faizi, Likitide Yönetimi - Zorunlu Karşılıklar - Rezerv Opsiyonu Mekanizması	Krediler ve Döviz Kuru	- Fiyat İstikrarı (Enflasyonu Hedeflenen Düzeyde Tutmak) - Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB, 2019

Şekil 2.1. Türkiye Ekonomisinde 1980-2013 Dönemi Enflasyon ve Faiz Oranı



Kaynak: TCMB, 2019

Şekilde görüldüğü gibi enflasyon ve faiz oranları 1988-1998 yılları arasında yüksek oranda şekillenirken örtük enflasyon hedeflemesine geçilen 2002 yılından sonra ciddi anlamda düşüş göstermiştir.

Tablo2.6. 1980 Öncesi Enflasyon ve Faiz Oranı

ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI			
Yıllar	Tüfe Oranı	Mevduat Ortalama Faiz Oranı	Ticari Kredi Ortalama Faiz Oranları
1970	11,80	9,0	11,50
1971	21,80	9,0	11,50
1972	15,30	9,0	11,50
1973	15,80	7,0	10,50
1974	15,40	9,0	11,50
1975	19,00	9,0	11,50
1976	16,40	9,0	11,50
1977	22,50	9,0	11,50
1978	53,30	12,0	16,00

Kaynak:TCMB, 2019

Türkiye ekonomisinin 1980 yılından itibaren serbestleşme hareketi içine girmesi ile faiz oranlarının gelişimini etkileyen faktörler çeşitlilik kazanmıştır. Bu nedenle faiz oranının stabilizasyonu üzerindeki baskı artmış ve istikrarsız bir görünüm ortaya çıkmıştır.

2.2.2.1.Faiz Oranını Gelişimini Belirleyen Temel Faktörler

Faiz oranını gelişimini belirleyen temel faktörler para arzı, para talebi ve enflasyondur. Türkiye’de para arzını belirleyen kurum TCMB; para talebini belirleyenler

ise hane halkı, işletmeler ve kamu sektörüdür. Burada daha çok ön plana çıkan, merkez bankasının para arzına yönelik politikalarıdır. Enflasyon oranı tarihsel olarak yüksek bir seyir izlediğinden, faiz oranları üzerindeki etkisi de olumsuz yönde olmaktadır.

Para Arzındaki Değişmeler: Türkiye ekonomisinde merkez bankası, para arzı ayarlamalarını gerçekleştiren kurumdur. Bu nedenle, faiz oranlarını da etkileyen en önemli kurum olarak kabul edilmektedir.

Türkiye’de 2000’lerden önce, gerçekleşen kamu borçları merkez bankasından borçlanılarak, yani para arzı ile sağlanmaktaydı ve bu da ekonomide enflasyona neden olarak finansal piyasaları derinden etkilemekteydi. Bu durumda devletin kredibilitesinin düşük olması neticesinde borçlanma faizi artmakta, bu da ekonominin genelinde faiz oranlarının yüksek olmasına sebep olmaktaydı. Ancak 2000’lerden sonra merkez bankasına büyük ölçüde bağımsızlığının kazandırılması ile birlikte bu durumun önüne geçilmiş, piyasalarda stabilizasyon sağlanmıştır. Artık merkez bankası hükümete borç vermekten ziyade piyasaları düzenlemek adına para arzını gerçekleştirmeye başlamıştır. Bu durum da hükümetin kredibilitesini artırarak faiz oranlarının nispeten düşük kalmasına neden olmuştur.

Para Talebindeki Değişmeler: Türkiye ekonomisinde son yirmi yıldaki gelişmelere bakıldığında, 1980’lerin ikinci yarısından sonra birçok yapısal reform gerçekleştirilmiş, finansal piyasalar üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve daha liberal bir finansal sistem oluşturulmaya başlanmıştır. Bu da finansal araçların çeşitlenmesine sebep olarak finansal piyasaların derinleşmesine neden olmuştur. Finansal piyasalarda gözlenen bu liberalleşme ve yenilik süreçleri de para talebinde istikrarın gerçekleşmesini sağlamıştır (Algan ve Gencer, 2011: 196).

Finansal piyasalardaki derinleşmeyle birlikte ekonomik birimlerin para talebinin daha rahat karşılanması neticesinde, para talebi ve faiz oranı arasındaki ilişki de güçlenmektedir. Bu doğrultuda faiz oranlarının finansal piyasalarda serbestçe belirlenmesi kolaylaşmakta, makroekonomik açıdan olumlu görünüm sürdürülmektedir.

Enflasyon: Türkiye’de 2000 yılından sonra para politikası uygulamalarında değişiklik gerçekleşmiştir. Fiyat istikrarının kalıcı olarak sağlanması amacı ile TCMB 2002 senesinden itibaren örtük, 2006 senesinden itibaren de resmi olarak enflasyon

hedeflemesi uygulamasını yürütmekte ve böylece enflasyon beklentilerini daha düşük seviyelerde kalmasını sağlamaktadır (Atgür ve Altay, 2004-2013: 522).

Gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon ve faiz oranlarına bakıldığında, ikisinin de düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Yani buradan, düşük enflasyonun düşük faiz oranlarına sebep olacağı sonucu çıkarılabilmektedir.

2.2.2.2.Faiz Oranını Gelişimini Belirleyen İkincil Faktörler

Faiz oranının gelişimini belirleyen ikincil faktörler; döviz kuru, kamu iç borçlanması ve uluslararası sermaye akımlarıdır. Türkiye ekonomisinde gerçekleşen serbestleşme hareketinden sonra başlayan süreçten itibaren söz konusu ikincil faktörler, faiz oranının belirlenmesinde etkin rol oynamaya başlamıştır.

Döviz Kuru: Türkiye ekonomisinde döviz kurları serbest piyasada, devlet müdahalesi olmadan belirlenmektedir. Ekonominin dışa açık olması sebebiyle de gerek ülke içindeki gerek ülke dışındaki ekonomik ve politik gelişmelerden oldukça etkilenmektedir.

Bununla birlikte, faiz oranları ise merkez bankası tarafından belirlenmekte, döviz kurları ile arasındaki ilişki kuvvetli olmamaktadır. Faiz oranlarının döviz kurunu etkileme gücü, döviz kurlarının faiz oranlarını etkileme gücünden daha fazla olmaktadır. Nitekim faiz oranları yüksekken içeriye döviz girişi artmakta, böylece ulusal paraya olan talebin artmasıyla birlikte döviz kurları düşmektedir.

Kamu İç Borçlanması: Türkiye’de kamu açıkları ve borçlanmanın artması ile birlikte faizler de hızla artmaktadır (Demir ve Sever, 2008: 180). 1980’den sonra ekonomide serbestleşmenin başlaması ile birlikte, ekonomideki gereksinimlerin artmasına paralel olarak, iç borçlanma seviyesi de artmıştır. Bu noktadan sonra gerçekleşen borçlanmanın vadesi ve faiz oranları ise, ekonomik konjonktüre göre değişiklik göstermiştir. Merkez bankasından borçlanma yolundan vazgeçilmesi sonucunda başlangıçta faizler yüksek seyretmiştir.

Oluşan krizlerle birlikte faiz oranları daha da artmış ve vadeler kısalmış, ancak 2000’lerden sonra kamu iç borç miktarının azalması ile birlikte hükümetin kredibilitesindeki artışa bağlı olarak faiz oranları azalmış, vadeler ise uzamıştır.

Uluslararası Sermaye Akımları: Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ülkeler, yüksek riskin yanında yüksek kazanç getirmesi sebebiyle önemli ölçüde uluslararası

sermaye çekmektedirler. Bunun yanında tasarruf yetersizliğinin de bulunması neticesinde, söz konusu sermayenin ülkeden çıkması ile birlikte önemli krizler oluşmaktadır.

Nitekim Türkiye ekonomisinde de risk algısının yüksek olduğu dönemlerde önemli miktarda sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. Bu durumda dövize olan talep artmış, likidite yetersiz olunca faiz oranları yükselmiş, bu da ekonomik kriz oluşmasına sebep olmuştur.

Burada yapılması gereken; doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilmesini teşvik ederek, söz konusu durumdaki risklerin minimum seviyeye indirilmesidir.

Aşağıda Türkiye'nin 2010-2018 yılları arasındaki faiz oranlarının değişimine ilişkin şekil verilmiştir.

Şekil 2.2. Türkiye Faiz Oranları (2010-2018)



Kaynak: Trading Economics, <https://tr.tradingeconomics.com/turkey/interest-rate>

Şekil incelendiğinde 2010 yılında faiz oranlarında düşüş yaşandığı ve 2014'e kadar nispeten istikrarlı bir seviyede kaldığı görülmektedir. 2014 yılından sonra faiz oranlarında yükseliş yaşanmış ve bu seviye 2018'e kadar nispeten korunmuştur. Fakat 2018 yılı itibariyle faiz oranlarında ciddi bir yükseliş yaşandığı görülmektedir. Bu çerçevede Türkiye'nin de içinde bulunduğu G20 ülkelerinin güncel faiz oranlarını değerlendirmek faydalı olacaktır.

Tablo 2.7. G20 Ülkeleri Faiz Oranları (Mayıs-Haziran 2019) Verilerin Göre

Ülke	Faiz Oranı (%)
Arjantin	70.28
Türkiye	24.00
Meksika	8.25
Rusya	7.75
Güney Afrika	6.75
Brezilya	6.50
Endonezya	6.00
Hindistan	5.75
Çin	4.35
Suudi Arabistan	3.00
ABD	2.50
Singapur	1.88
Kanada	1.75
Güney Kore	1.75
Avustralya	1.25
İngiltere	0.75
Japonya	-0.10
İsviçre	-0,75

Kaynak: Trading Economics, <https://tr.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate?continent=g20>

Şekil incelendiğinde G20 ülkeleri içinde faiz oranlarının oranları dikkate alındığında Türkiye'nin 2. Sırada olduğu görülmektedir.

2.2.3. Türkiye'de büyümenin 1980 sonrası gelişimi.

Türkiye Cumhuriyetinin kalkınma hedefi 1923 yılında İzmir İktisat Kongresi kararlarıyla kabul edilmiştir. Atatürk cumhuriyetin ilanı ile beraber ekonomik kalkınmayı sağlayarak; üretim düzeninde batı tarzı kapitalist bir üretim sistemini kurmaya ve toplumsal dönüşümü sağlamaya yönelik kurumsal yapıyı oluşturmak için Türk Devrimini yapmıştır. 1927 yılında Teşviki Sanayi Kanunu ile sanayileşme teşvik edilirken; 1934 yılından itibaren devlet sanayi planlarıyla sanayileşmeye dayalı kalkınma stratejisini uygulamaya geçmiş ve başarılı olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı ise büyüme ve kalkınma çabalarına ara verilen; devletçilikten karma ekonomik düzene geçiş dönemidir. 1960 yılında kurulan Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulduğu tarihten itibaren 10 tane beş yıllık kalkınma planı uygulamaya koymuştur. 1960 öncesi planlar, kısmi ve devletçiyken; 1963-1980 yılları arası planlar, bütüncül ve karma ekonomiktir. 1980 yılı sonrası planlar ise stratejik ve liberaldir (Özdemir, 2014: 10). Planların öncelikli hedefi yıllık % 7 büyüme hızı ile ekonomik büyüme sağlamaktır. Türk plan modeli, kamu kesimi için zorunlu, özel kesimi için yol gösterici bir modeldir (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 256).

1838 yılında Osmanlı Devletinin İngiltere ile imzaladığı Serbest Ticaret Antlaşması diğer Avrupa devletleriyle de imzalanarak Osmanlı Ülkesini açık bir pazar haline dönüştürmüş ve Osmanlı Devleti hızla sömürgeleşme sürecine girmiştir (Tekerek, 2013: 27).

Osmanlı Devleti 1854 yılında aldığı ilk borcun ardından kısa sürede dış borçlarını ödeyemez duruma gelmiş ve 1875 yılında moratoryum ilan etmiştir. 1881 yılında yılın da Duyun-u Umumiye idaresi Osmanlı Devletinin gelirlerini toplayarak alacaklılara ödeme yapılması için yetkilendirilmiştir (Sungur, 2015: 9-10). Osmanlı Devleti ilk dış borcunu aldıktan 20 yıl gibi kısa bir süre sonra iflas etmiştir. Bu nedenle Osmanlı maliyesine cumhuriyet kuruluncaya kadar batılılar el koymuştur.

20. yüzyılın başında Osmanlı Ekonomisi dünya pazarlarına ve yabancı sermayeye açılmış olmasına rağmen büyük oranda tarıma dayalı yarı sömürgeleşmiş bir toplum yapısına sahiptir. Birinci Dünya Savaşına kadar sermaye malı ithal edilerek imalat sanayi işletmeleri kurulmuş olmasına rağmen yurtiçi talebi karşılayamamaktadır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 79-80).

Osmanlı Devletinin son yıllarında ittihat ve Terakki hükümeti cumhuriyet tarihini de etkileyecek olan milli iktisat görüşü olarak sanayileşerek kalkınmayı savunmuştur. Kalkınma ve modernleşme için ulusal bir sanayi burjuvazisi kurmayı devlet teşvik ve müdahalelerini içeren korumacı sanayi politikalarını kullanarak sağlamaya çalışmışlardır (Tekerek, 2013: 28-29).

Fakat Osmanlı Devleti, ekonomik miras olarak fakirlik, yerli sanayinin olmaması, dışa bağımlılık, yüksek dış borçlar ve üretim yetersizliğini bırakmıştır. Kapitülasyonlar nedeniyle de demiryolları, madencilik, deniz ulaşımı, bankacılık gibi sektörler Avrupalıların elindedir (Sungur, 2015: 9-10).

Nitekim Osmanlının ekonomik mirası yarı sömürgeleşmiş bir toplum yapısı ile cumhuriyet yönetimine devir edilmiştir.

Osmanlı Sanayisi 1915 yılı göstergelerine göre oldukça zayıftır. Anadolu ve Trakya Bölgelerinde 582 sanayi kuruluşu mevcuttu. Bu kuruluşlar, gıda, debağat, tahta, tekstil, matbaacılık, kırtasiye, kimya, madeni eşya, deniz tezgahları, demiryolu atölyeleri sanayi dallarında kurulmuştu. imalatın yarısından fazlasını 239 adet kuruluşun olduğu gıda sanayisi gerçekleştirmekteydi. Osmanlı imalat sanayinin üretim daha çok iç talebe

yönelikti. Devlet işletmelerinin üretimdeki payı % 2 olduğundan sanayide yerinin önemsiz olduğu bir mülkiyet dağılımı vardı (Kongar, 2008: 346-347).

Uzun süren savaşlar nedeniyle insan gücü, tarım, dış borçlar, ulaşım, sanayi ve milli üretim konularında perişandı. Üretimin olmadığı, dışa bağımlı, dış borç stoku yüksek ve yerli sanayisi gelişmemiş ekonomik bir yapıya sahipti. Sanayi sektörü el sanatlarında ibaretti ve sanayi ürünü ihtiyacı büyük oranda ithalatla karşılanmaktaydı. Nüfus % 80 oranında tarımda istihdam edilmekteydi. Ticaretin neredeyse tamamına yakını yabancıların ve azınlıkların elinde bulunmaktaydı (Sungur, 2015: 8-9). Müslüman kesim ise daha çok tarım sektöründe istihdam edilmekteydi.

Osmanlı Devleti'nde var olan imalat sanayi işletmeleri büyük oranda şirketleşmemiş ve özel kişilerindi. Bu işletmeler yaklaşık % 85 oranında Müslüman olmayanlara aitti. Çünkü Osmanlı Devletinin toplumsal ve ekonomik yapısı Türklerin ekonomik etkinliklerini kısıtlamıştır (Kongar, 2008: 347).

Diğer doğu toplumlarında olduğu gibi Osmanlı Türk Toplumunda da 'kanaat tükenmez hazinedir felsefesi' ve 'yoksulluğu erdem sayma düşüncesi' ülkenin kalkınmasını engelleyen batıl bir inanç sistemidir. Gerçekte Tanrı, dünya üzerinde iyilik ve güzellikleri insanların faydalanması için yaratmış; insanların gelişmesi ve kalkınması için zeka ve akıllı bahşetmiştir. Doğru olan insanların sahip oldukları bu zeka ve akılla ekonomik alanda çalışarak kalkınması ve yoksulluğun kısır döngüsünü kırmasıdır (Yıldırım, 2006: 19-20).

Gerçekte ülke kalkınması sağlayacak olan üretim düzenin işlemesi insan zekasının ve yeteneklerinin kullanılmasına bağlıdır. Ekonomik tutum ve davranışlarını etkileyen diğer bir inanç ve düşünce sistemi de toplumun geleneksel örgütlenme biçiminin değiştirilmemesidir. Toplum, üretimle uğraşmayan ve vergi ödemeyen yönetici sınıfla, üretici olan ve vergi ödeyen halk arasında bölünmüştü. Halk da ticaret ve sanayiyile uğraşan kentliler ve tarımla uğraşan köylüler olarak kendi içinde ikiye ayrılmıştı. Devletin görevi, ticari merkezleri koruyarak ulaşımı geliştirmek, tarımsal alanları genişletmek, sömürgeleri vasıtasıyla uluslararası ticarete katılmaktı. Bu sebeplerle, Osmanlı siyasal ve toplumsal yapısı, kapitalist ekonomik sisteme uygun değildi (Kongar, 2008: 348).

Bu kurumsal yapıya kapitülasyonlarda eklenince Osmanlı ekonomisi sanayileşmenin zayıf kaldığı, dışa bağımlı bir ekonomik yapı ile yarı haline gelmişti.

Atatürk'ün düşüncesi Osmanlı Devleti yıkıldıktan sonra cumhuriyeti ilan etmek ve sanayi devrimi sonrası ortaya çıkan batı tipi bir toplumu yaratmaktır.

Atatürk batı standartlarına göre belirlenmiş yeni kurumları ve yeni değerleri kullanarak yeni bir Türk Toplumunu yaratmak; Osmanlı Toplumunun geleneklere ve örflere dayanan yaşam biçimini rasyonel ve batılı fikirlerle değiştirmek ve modernleştirmek istemiştir. Bu sebeple, eğitim sistemini ilahi olana göre değil; üretim düzenine göre kurmak gerektiğini savunmaktadır. Bu dönemde, milli iktisat modeli benimsenerek devlet desteğiyle yerli ve milli bir burjuvazi yaratılmasını kalkınmanın ve modernleşmenin temeli olarak varsayılmıştır (Gümüş, 2015: 190-195).

Türkiye'de batı toplumlarında var olan burjuva sınıfı gelişmemiş; batı tarzı kurumları desteklemesi gereken güçlü bir burjuva kesimi yerine Osmanlı Devletinin yönetici kesiminden gelen bir kısım asker ve sivil bürokrat kesim vardı. Bu devletçi kesim, böyle bir toplumu yaratmak için batı dünyasının birkaç yüzyıllık gelişimini eğitim, kültür, hukuk araçlarını kullanarak devrim yoluyla kısa sürede gerçekleştirmek istemekteydi (Kongar, 2008: 121-123). Aslında Türk Devriminin esas amacı Türkiye'nin kalkınmasını sağlamaktır.

Eğitim, Türkiye'nin kalkınması için bir araç olarak düşünülmüştür. 1923 yılında Türkiye'ye çağrılan Amerikalı eğitimci John Dewey'in önerilerine göre, eğitim mesleki ve teknik bilgi ve becerileri geliştirmeye yönelik olmalıydı. Böylece, ülkeden giden Müslüman olmayan kesimin yol açtığı meslek erbabı ve teknik eleman açığı kapatılabilecekti. Cumhuriyetin kurulmasından sonra üretimi destekleyen ekonomik kalkınmaya ve modernleşmeye hizmet eden bir toplum yaratılması için homo economicus'un akılcılığını aşıl原因an bir eğitim sistemine geçilmiştir. Bu eğitim anlayışı, kapitalist bir ekonomik yapı içerisinde büyük toprak ve sermaye sahiplerini korumuştur (Gümüş, 2015: 190-195). Böylece devlet sermaye birikimi sağlayan bir ekonomik düzen kurmuştur.

1923 yılındaki İzmir İktisat Kongresi'nde milli iktisat politikası benimsenerek devlet desteğiyle yerli ve milli bir burjuvazi yaratılması kalkınma ve modernleşmenin temeli olarak varsayılmıştır (Gümüş, 2015: 190-195). Kongrede alınan bazı kararlara göre, ülkenin ekonomik kalkınması sağlanacak, yabancı sermayeye izin verilecek, ulusal üretim teşvik edilecek, ormancılık, madencilik ve hayvancılığın geliştirilecek, tarımın gelişmesi için makineleşmeye gidilecek, Ziraat Bankası düzenlenecek ve ihtiyaç duyulan alanlarda

yeni bankalar kurulacaktır. Demir yolları ve limanlar dahil tüm ulaşım altyapısı geliştirilecek, gümrük politikası yeniden düzenlenirken; makine ve teçhizat ithalatından gümrük vergisi alınmayacak, ticaret ve sanayi odaları kurulacak, harp sanayi tesisleri geliştirilecektir (Susam, 2009: 83-85).

Kongre kararlarına göre, devlet üretim artışı sağlayabilmek için özel üretimi teşvik edecek ve ulaşım altyapısının geliştirilmesini sağlayacaktı. Cumhuriyetin ilan edilmesiyle büyük ölçüde İzmiriktisat Kongresi kararları doğrultusunda milli ekonomi politikası uygulanmıştır.

Cumhuriyetin ilk yıllarında batıya entegrasyon politikası doğrultusunda artan özgürlükçü eğilimler ekonomi alanında da kendini belli etmiştir. Özellikle de Avrupa ulus devletlerinin uyguladığı ekonomi politikaları benimsenmiştir. 1927 yılına girildiğinde, Türkiye nüfusu yaklaşık 13 milyon olan geri kalmış bir tarım ülkesidir. Köylü % 50 oranında topraksızdır. Nüfusun % 81 kesimi tarımda, % 9 kesimi sanayide, % 10 kesimi hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Milli gelir ise % 45 oranında tarım, % 10 oranında sanayi ve % 45 oranında hizmetler sektöründe yaratılmaktadır (Sungur, 2015: 10-12).

Osmanlı'da devlete ait olan toprak mülkiyeti ile ilgili düzenleme 1926-1929 yılları arasında çıkarılan yasalarla yapıldı. Bu düzenlemelerle, köylülere işledikleri toprakların tapusu verildi ve topraksız köylülere toprak dağıtıldı. Toprak reformu sayesinde 1927 yılında tarım yapılabilen toprak % 4,9 oranındayken; 1940 yılında % 12,3 oranına kadar yükselmiştir. Bu nedenle ülke ekonomisinde tarım ve türevlerinin ezici bir ağırlığı olmuş ve istihdamı büyük ölçüde karşılamıştır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 81-84). Özel mülkiyetin kapsamının genişletilmesini sağlayan toprak reformuyla kalkınma süreci hızlanmıştır.

Cumhuriyet rejiminin ilk modern devlet işletmeleri millileştirilen demiryollarıdır. 1926 yılında ise kabotaj yani Türk Limanları arasında deniz ulaşımı yapma hakkı, yabancı sermayeye yasaklanmıştır. Limanlar devletin imtiyaz verdiği yerli şirketlerce işletilmeye başlanmıştır. 1927 tarihli Teşviki Sanayi Kanunu, sanayi yatırımlara ve sanayi işletmelere çok geniş muafiyet, imtiyaz ve teşvikler sağlamaktaydı (Boratav, 2014: 47-48). 1927 Sanayi Sayımı sonuçlarına göre, 65 bin işletme % 43,6 oranında tarım ürünleri, % 23,9 oranında dokuma ve % 22,6 oranı makine yapım ve onarımı ile maden sanayi gruplarından oluşmuştur (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 82).

1923-1929 yılları arasında yapılan reformlar dış ticareti de olumlu etkilemiş; ithalat ve ihracatın milli gelir içinde kapladığı paylar (oransal olarak), sonraki elli yılda bile aşılmamıştır. Bu anlamda cumhuriyet tarihinin 'dışa açık' bir dönemi olma özelliği kazanmıştır. Tütün, kuru üzüm, pamuk, incir, fındık, yün, afyon ve yumurta toplam ihracatın % 60-72'sini ve sanayi tüketim malları ise ithalatın çok büyük bir bölümünü oluşturmaktaydı. Türkiye, ham madde ihraç edip, sanayi tüketim malı ithal eden bir ülke konumundadır (Boratav, 2013: 49-50). Bu dönemde, dış ticarete açık verilmesine rağmen (Sungur, 2015: 16); dış ticaret hacmi artmıştır.

1930 yılından itibaren devletin ekonomi ve kalkınma politikalarında değişikliğe gidilmiştir. Bu dönemde sanayi planları hazırlanmış ve kamu sektörü yatırımları artmıştır. Devletçilik politikasına geçilmesinin başlıca nedenleri 1929 yılındaki Büyük Buhranın etkileri, sermaye birikiminin ve özel sektörün sermaye yönünden olduğu kadar yönetici kadrosunun da zayıf olması, özel sektörün uluslararası pazarlarda rekabet gücü olmadığı gibi yurtiçi talebin yetersiz olmasının özel sektör yatırımlarını caydırmasıydı (Varcan, 1987: 45).

1930 yılında başlayan ekonomide devletçilik politikası anlaşılaacağı üzere sadece Büyük Buhranın olumsuz etkilerini bertaraf etmek için değil esas olarak kalkınma amaçlı uygulanmıştır (Kongar, 2008: 351). 1930 yılından itibaren hükümetin, iktisat politikası olarak devletçiliği benimsemesi; devleti ekonomide yatırımcı ve üretici durumuna getirmiştir. Devlet kesimi Sümerbank, Etibank, Maden Tetkik Araştırma Enstitüsü ve diğer kuruluşların devreye girmesiyle birlikte, demir ve çelik, tekstil, şeker, cam, çimento, madencilik gibi sektörlerde üretime başladı (Pamuk, 2014: 188-189; Tekerek, 2013: 38).

Türkiye'de artık un, şeker ve dokuma yerli üretimle sağlanıyordu. Demir çelik, kağıt ve kimya sanayi kollarında ilk modern tesisler kurulmuş; inşaat malzemesi ve çimento üretiminde büyük sıçramalar gerçekleştirilmiştir. Makine ve teçhizat yatırımlarındaki ortalama yıllık artış hızı % 10 dolaylarındadır (Boratav, 2014: 72). Bu yatırımlardaki artış büyük oranda devletin yatırım harcamalarından kaynaklanmaktadır.

Türkiye kapitalist ekonomik sistemi uygulamak için kurumsal hazırlıklarını yapmış olmakla beraber henüz tarım toplumdur ve girişimcilik kültürü yeterince gelişmemiştir. Özel sermayenin büyük sanayiye kuracak düzeyde olmaması nedeniyle istihdam artışını ve büyümeyi tarım sektörüne dayalı olarak sürdürürken; 1929 yılındaki Büyük Buhranın etkisiyle özellikle tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki düşüş Türk ekonomisini olumsuz

etkilemiş ve talep daralmıştır. Ekonomide bu gerekçelerle devletçi görüş ağırlık kazanmış ve Türk sanayisinin temellerini atan devlet, sanayileşerek kalkınma misyonunu üstlenmiştir. Devlet sanayileşme için yeterli tasarrufa sahip olmadığından otonom olan yatırım harcamalarını büyük ölçüde dış borçlanmayla finanse etmiştir. Planlı devletçiliğin olduğu bu dönemde Birinci Sanayi Planı 1934 yılında uygulamaya geçilmiştir (Varcan, 1987: 49).

Plan, yeni kurulacak işletmeleri ve kuruluş yerlerini içermektedir. Planda ele alınan diğer konular, elektrik şebekeleri, altın ve petrol arama işleri ve eğitim sorunlarıdır. Devlet plana göre dokuma, maden, kağıt, seramik ve kimya sanayilerini kuracaktır (Kongar, 2008: 353). Fabrikaların kurulması için gerekli olan makine ve teçhizatın finansmanı Sovyetler Birliği'nden borç alınarak yapılmıştır. Yatırımlar 3 yıl içerisinde başarıyla sonuçlandırılmıştır (Varcan, 1987: 49). Plan kapsamında 20 fabrika kurulmuş ve ithal edilen un, şeker, dokuma gibi temel tüketim mallarının yurtiçinde üretilmesi sağlanmıştır. Yine bu dönemde, demir-çelik ve kağıt fabrikaları kurulmuştur. 1938 yılında uygulanmak üzere daha kapsamlı olan ikinci Sanayi Planı da hazırlanmıştır (Sungur, 2015: 15-16).

İkinci Dünya Savaşı koşulları nedeniyle bu planın uygulanması mümkün olmamış (Varcan, 1987: 49); sadece birinci sanayi planı ile devlet sanayisi kısa bir süre içerisinde kurulabilmiştir. Birinci Sanayi Planı toplam ithalatın % 44 oranını oluşturan temel tüketim mallarının yerli üretimle karşılanmasına ve döviz tasarrufu sağlanarak dış ticaret açığının kapatılmasına yöneliktir. ikinci Sanayi Planı ise ara ve yatırım mallarının üretimine ve altyapı gelişimine öncelik vermiştir (Gül, Ekinci, Konya. 2009: 85).

İkinci Sanayi Planı uygulanamasa da 1938 yılına kadar dokuma, maden, kimya, çimento ve şeker işletmeleri kurulmuş ve kurulmaya devam etmiştir (Kongar, 2008: 353). Özel sanayinin devletçilik yıllarında toplam sanayi gayri safi üretim değeri içindeki payı % 38 oranındadır. Devletçi politika uygulamaları 1930-1938 yılları arasında dış ticaret açığını ortadan kaldırmıştır (Boratav, 2014: 73-76). Çünkü Türkiye Ekonomisi tüketim mallarında ithal bağımlılıktan kurtulmuştur.

1930 yılından başlayan ve II. Dünya Savaşının başlangıcına kadar süren devletçi uygulamalar döneminde çok yoğun biçimde kamu yatırımları yapılmıştır (Kongar, 2008: 423). Fakat sermaye birikiminin olmaması nedeniyle sanayi sektörü tam anlamıyla gelişememiş; işgücünün büyük bölümünü tarım kesiminde istihdam edilmiştir (Gül,

Ekinci, Konya, 2009: 83-87). Dönem sonunda, Türkiye hala bir tarım ülkesidir ve geç başlamış bir kalkınma hamlesiyle henüz bir sanayi ülkesine dönüşmemiştir.

1940-1945 dönemini II. Dünya Savaşı sebebiyle iktisadi gelişme sürecinde bir kesinti olarak nitelendirmek doğrudur (Boratav, 2014: 81). Savaş yıllarında nüfusun % 10'u askere çağrılmış ve pek çok girdi ve yatırım malının ithalatının kesintiye uğramasıyla beraber yatırımlar ertelenmiş, sanayi ve tarımsal üretim olumsuz etkilenmiş ve hatta kıtlık ortaya çıkmıştır (Pamuk, 2014: 199-200; Tekerek, 2013: 40). Savaş yılları pek çok üründe kıtlıklar yaşanmasına ve karaborsaların oluşmasına neden olmuştur (Sungur, 2015: 17). Bu yıllarda üretimde azalmaya bağlı olarak ekonomi küçülmüştür. Savaş yıllarında, kıtlık ve karaborsa tüccarların sahip olduğu sermayede önemli bir artışa neden oldu. Böylece bu sınıfın sahip olduğu sermaye birikimi, savaş sonrası yatırımları finanse edecek seviyeye yükseldi (Kongar, 2008: 356). S

Savaş yıllarında, ekonomi dış ticaret fazlası vermiştir. Böylece son 15 yılda dış ticaret fazlası veren Türk ekonomisi altın ve döviz rezervini önemli miktarda arttırmıştır (Sungur, 2015: 18-19). 1946 yılında yapılan devalüasyonla dış ticaret fazlası artmasına rağmen; ekonomide altyapı ve teknolojik yetersizliklerden kaynaklanan kalite ve verimsizlik gibi nedenlerle ihracatta istenilen artış sağlanamamıştır (Korkmaz, 2013: 111). Fakat savaş sonrasında ekonominin kapasite kullanım oranının artmasıyla cumhuriyet tarihinin en yüksek büyüme hızına ulaşılmıştır.

II. Dünya Savaşı sonrası yeni bir düzen için uluslararası para fonu (IMF) ve Avrupa'nın toparlanması ve yeniden imarının yapılması için Dünya Bankası (WB) kurulmuş; Türkiye'de 1947 yılında her iki örgüte de üye olmuştur. Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa'nın yeniden kalkınması için Marshall Planını hazırlamış; Türkiye, Avrupa'nın yeniden imarına tarım üretimi ve madencilik üretimiyle katkıda bulunmak için bu plana dahil edilmiş ve 1948-1952 yılları arasında 351,7 milyon dolar yardım almıştır. Bu yardımlar, karayolu yapımı, tarımda makineleşme alanlarında kullanılmıştır. Karayolu ulaşımının geliştirilmesi, tarımda makineleşmenin artması, tarım sektörüne sağlanan krediler ve tarım ürünlerinin fiyatlarının önceki yıllara göre daha çok desteklenmesiyle birlikte tarımsal üretimde ciddi oranda artışlar yaşanmıştır (Sungur, 2015: 31-53). Aynı zamanda, kapalı köy ekonomilerinin pazarla bütünleşmesi sağlanarak tarımsal kalkınmaya önem verilirken; Türk ekonomisinin sanayileştirilmesi de hedeflenmiştir (Kongar, 2008: 360-361).

Türkiye sahip olduğu tarım potansiyelini tarımı desteklemeye yönelik politikalarla değerlendirmiş; tarımsal gelişmelerle beraber özel sermaye birikimi de hızlanmıştır. Türkiye bu dönemde tarımsal kalkınma politikalarını sanayileşerek kalkınma politikalarıyla beraber uygulamıştır.

1923 yılından 1950 yılına kadar tarım, sanayi ve hizmetler sektörünün milli gelirdeki payı fazlaca değişmemiştir. Tarımın ve hizmetler sektörünün bu yıllar boyunca milli gelirdeki payı % 40-45 civarındayken; sanayinin payı % 10-15 arasındadır (Sungur, 2015: 33-35). 1950 yılına kadar devletin bir fonksiyonu olan kalkınma sağlanamamış; sanayi toplumuna dönüşüm henüz gerçekleşmemiştir. 1950 yılına kadar devlet destekli ve sanayi planları ile müdahaleci kalkınma politikası izlenmiştir (Eker, Altay ve Sakal, 2009: 201-202).

Bu nedenle 1950 sonrası yıllarda uygulanan ekonomi politikaları da aslında liberal değil müdahaleci politikalardır (Kongar, 2008: 357-358). Milli bir burjuvazi oluşturulmak ve güçlendirilmesi istenmekle beraber kamu hizmetlerinde ve özel sektörün faaliyette bulunmadığı alanlarda devlet işletmeciliği sürdürülmektedir (Sungur, 2015: 79). Atatürk döneminde uygulanan devletçi politikalarla benzer bir şekilde devlet, özel girişimlerin yatırım yapmadığı alanlara yatırım yapma amacındadır (Kongar, 2008: 357-358). Devletin ideolojisi nedeniyle hem özel sektör hem de kamu yatırımları ekonomide karma bir üretim düzeni yaratmıştır.

1950-1960 arası yıllarda devletçi döneme benzer olarak devletin ekonomik etkinlikler içindeki rolü fazlaca değişmemiştir. Kamu kesimi, üretimde öncü ve egemen konumunu sürdürmüştür (Kongar, 2008: 357-359). 1950 yılında Türkiye’de toplam imalat sanayi işletmeleri içerisinde kamu işletmelerinin payı % 3,93 oranından (2618 imalat sanayi işyerinden 103 işyeri kamu kesimine ait) 1960 yılında % 3,98 oranına (5503 imalat sanayi işyerinden 219 işyeri kamu kesimine ait) çıkmıştır (Sungur, 2015: 70-71).

Kamu kesiminin imalat sanayinin toplam katma değeri içerisindeki payı ise 1950 yılı için % 58,3 oranındayken; 1960 yılında % 59,1 olarak gerçekleşmiştir. Buradan, kamu kesiminin imalat sanayi üretiminin büyük çoğunluğunu karşıladığı anlaşılmaktadır (Kongar, 2008: 357-359). Dönem itibarıyla az sayıdaki kamu kesimi imalat sanayi işletmelerinin özel kesim imalat sanayi işletmelerine oranla daha büyük ölçekli olduğu sonucuna ulaşılabilir.

1950 yılında özel kesimin toplam yatırımlardaki payı % 57 oranındayken; 1959 yılında payı % 38 oranına kadar gerilemiştir. Aynı dönemde KİT yatırımlarının payı ise % 15 oranından % 20 oranına yükselmiştir. 1950 yılında Makine Kimya Endüstrisi Kurumu (MKEK), 1952 yılında Et ve Balık Kurumu, 1953 yılında Türkiye Çimento Azot, 1954 yılında Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) ve Devlet Malzeme Ofisi (DMO), 1955 yılında Türkiye Selüloz ve Kağıt Fabrikaları (SEKA) ve Türkiye Demir Çelik işletmeleri, Türkiye Kömür işletmeleri kurulmuştur (Sungur, 2015: 72-82). Özel kesim yatırımlarındaki azalma ve kamu yatırımlarında artışla ekonomide devletin ağırlığı devam etmiştir. Bu dönemde, özel sektöre dayalı ekonomi politikalarına geçmek istenilmiş fakat günün koşulları sebebiyle devlet yatırımları ile gerçekleştirilen ithal ikameci sanayileşme ile kalkınma stratejisi uygulanmıştır (Gül, Ekinci ve Konya, 2009: 88). Çünkü özel kesim henüz ekonomide kalkınmayı sağlayabilecek kaynaklara sahip değildir (Kongar; 2008: 357).

Fakat kalkınma amacıyla kullanılan genişletici maliye politikasıyla artan kamu yatırımları ve tarımsal gelir; yabancı sermayenin ülkeye girişiyle beraber özel sanayi yatırımlarını uyarmıştır. Özel sektör genelde küçük ölçekli işletmelerden oluşmaktadır. Bu işletmelerin teknolojileri eski ve geri, sermayeleri yetersizdir. Özel sektörün artan yatırımları daha çok şeker, çimento, pamuklu ve yünlü dokuma alanlarına yoğunlaşmıştır. Türkiye'nin en önemli özel sektör yatırımları ise 1954 yılında kurulan Türk Traktör, 1955 yılında kurulan Arçelik ve Beko, 1959 yılında kurulan Ford Otosan'dır (Sungur, 2015: 66-89).

Günümüzde bile en büyük sanayi kuruluşları arasında gösterilen bu işletmeler ekonomi içindeki önemini hala korumaktadır. Bu dönemde ithalatın serbestleştirilmesi ise ekonomide ithalat artışı yarattı ve dış ticaret  ıkları arttı. Bu dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı ise yaklaşık olarak % 92 den % 75 oranına geriledi. 1958 yılında dış borç ödeme güçlüğünden dolayı moratoryum ilan edildi (Korkmaz, 2013: 111-113).

Dış ticaretin serbestleştirilmesinde başarılı olunamamasının sebebi ihracatın tütün, pamuk, fındık, kuru üzüm, incir gibi tarım ürünlerine dayalı olmasıdır. Bu nedenle dış ticaret hacmi 900 milyon doları aşamamıştır. 1950-1960 arası dönemde, tüketim malı ithalatı % 23,7 azalırken; yatırım malı ithalatı % 86,3 ve hammadde ithalatı ise % 88,4 artmıştır (Sungur, 2015: 91). Ancak bu durum, ekonomik büyümeyi olumlu etkilemiştir. Türk ekonomisinde tarımsal üretim artışıyla beraber 1950, 1951, 1952, 1953 yıllarında

ekonomide hızlı büyüme süreci yaşanmıştır. ithalat artışı durdurulabilmiş fakat devam eden ekonomik büyümeye rağmen ihracat artışı sağlanamadığı için dış ticaret açığı kapatılamamıştır.

1950-1960 döneminde yıllık büyüme hızı ortalaması % 7 oranında gerçekleşmiştir. 1960 yılında milli gelir % 37,5 oranında tarım sektöründe, % 15,7 oranında sanayi sektöründe ve % 46,8 oranında hizmetler sektöründe yaratılmıştır. Toplum henüz sanayi toplumuna dönüşmemiştir (Sungur, 2015: 148-149); İşgücünün % 74,8 kısmı hala tarım sektöründe istihdam edilmektedir. işgücü sadece % 11,5 oranında sanayi sektöründe ve % 13,7 oranında hizmetler sektöründe istihdam edilmiştir (Gül, Ekinci ve Konya, 2009: 89).

Ekonomi de yaşanan döviz darboğazı ve enflasyon nedeniyle ekonomik istikrarın sağlanması için planlı kalkınma dönemine geçilmiştir (Sungur, 2015: 129). Çünkü döviz darboğazı sanayileşmenin ve hızlı ekonomik büyümenin önünde engel teşkil etmiştir. 1960 yılında yasayla Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulmuş; 1961 Anayasası da kalkınma planları yapma görevini devlete vermiştir. Türkiye, 1963 yılında planlı ekonomi dönemine girmiş ve 1963-1967 yılları için I. Beş Yıllık Kalkınma Planı hazırlanmıştır. Karma ekonomi düzeni için hazırlanan plan, kamu kesimi için emredici, özel kesimi teşvik edici niteliktedir (Tekerek, 2013: 53-55).

Planda yatırımların arttırılması ve bu yatırımların finansmanının büyük oranda yurtiçi tasarruflarla karşılanması gereği üzerinde durulmuştur. Planda ekonominin büyüme hızı yıllık % 7 olarak hedeflenmiş fakat ortalama % 6,7 oranında büyüme sağlanmıştır (Tüğen, 2013: 410). Plan döneminde yatırımlarla gelir artışı arasındaki oranı gösteren katsayı 2,6'dır. Bu katsayıya göre, hedeflenen büyüme hızına ulaşmak için milli gelirin % 18,3 oranını yatırımlara ayırmak gerekiyordu. Milli gelirin yaklaşık % 15 oranı kadar yatırım harcaması iç tasarruflarla finanse edilmesi planlanmıştır (Kongar, 2008: 363-364). Geri kalan kısmı da dış finansmanla sağlanmıştır.

II. Beş Yıllık Kalkınma Planı bir karma ekonomi planıdır ve devlet ekonominin düzenleyicisidir. Ancak ekonomide etkinlik piyasa mekanizmasıyla sağlanacak ve fiyatlar serbest piyasada oluşacaktır. Devlet ise hem kamu hem özel sektörün faaliyet gösterdiği ekonomide fırsat eşitliği sağlamakla görevlidir (Susam, 2009: 146). I. Beş Yıllık Kalkınma Planı temel altyapı yatırımları ve istihdam sorunu gibi konulara ağırlık verirken, II. Beş Yıllık Kalkınma Planı ise sanayi sektörünün ekonomide ön plana çıkmasını sağlamıştır (www.kalkinma.gov.tr). İkinci beş yıllık kalkınma planında sanayi kesimi ekonomik

büyüme açısından lokomotif kesim olarak tanımlandı. Bu dönemde ithalat ikamesi, ihracatın teşviki gibi politika önlemleri ön plana çıkmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 256). Bunlar ucuz kredi, yatırım indirimi, vergi indirimi, gümrük vergisi muafiyeti ve düşük oranlı vergilendirme gibi özel sektöre yönelik teşviklerdir (Susam, 2009: 146).

Böylece, ekonomik büyümeyi sürükleyici bir nitelik kazanacak olan sanayi sektörünün üretimi yılda % 12 oranında arttırılacak ve 1967 yılında % 16,3 olan milli gelir içindeki payı 1972 yılında % 20,5 oranına çıkarılacaktır (Kongar, 2008: 366). Plan dönemi içerisinde ekonominin ortalama büyüme hızı % 6,9 olarak gerçekleşmiştir (Tüğen, 2013: 413). Fakat ekonomik büyüme hızı oranının yüksek olması ödemeler dengesinde açığa neden olmuştur.

Türkiye dış ödemeler dengesinin bozulması nedeniyle 1970 yılında devalüasyon yaparak kronik döviz sıkıntısını geçici olarak gidermiş ve sanayinin rekabet gücü döviz bazında fiyatların ucuzlamasına bağlı olarak artmıştır (Korkmaz, 2013: 113). 1970 devalüasyonun yardımıyla sanayinin artan rekabet gücüne paralel olarak yarı mamül ve mamül ihracatı başlamıştır (Eker, Altay ve Sakal, 2009: 202). 1970'li yıllarda, imalat sanayinin yıllık büyüme hızı % 10 olurken; yeni teknolojilerin kullanılmaya başlaması ve yeni yatırımlar bunda etkili olmuştur. Genellikle iç tasarruflara dayanan yatırımların milli gelire oranı % 20 düzeyine ulaşmıştır (Pamuk, 2014: 255-256). Bu durum, Türk ekonomisine hızlı bir büyüme süreci yaşatmıştır.

III. Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1973-1977 yılları arasında kalkınmanın tüm kurumları içermesini ve ekonomik ve sosyal yapının sanayileşmiş bir topluma dönüşmesini hedeflemiştir. Bu plan kalkınma amacıyla yaşam düzeyinin ve gelir dağılımının iyileştirilmesi için sanayileşmenin sağlanarak istihdam sorununu çözmeye çalışmaktadır (Özdemir, 2014: 17). Kalkınmaya yönelik dönüşüm için sanayinin ara ve yatırım malı üreten sektörler önceliğinde büyümesini sağlayarak; dış kaynaklara bağımlılığı azaltmaya çalışmaktadır (www.kalkinma.gov.tr). Birinci plan temel altyapı yatırımlarına, ikinci plan sanayi sektörünün gelişmesini, üçüncü plan gelir seviyesi ve üretim yapısı esas alınarak darboğazlar aşılmasını (Kongar, 2008: 367) ve ekonominin istikrarlı olarak büyümesini hedeflemiştir (Tekerek, 2013: 82).

Birinci ve ikinci planda hedeflenen büyüme hızına yaklaşılmış; üçüncü planda ise üretim yapısının değiştirilerek hızlı büyümenin sağlanması için kamu kesiminin öncülük etmesi istenmiştir (Susam, 2009: 148). Fakat III. Beş Yıllık Kalkınma Planı, ekonomide

hızlı büyüme ve üretim yapısının değiştirilmesi gibi iki önemli hedefe ulaşamamıştır (Özdemir, 2014: 13-17). Bunun üzerine IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı hazırlanmıştır.

IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı 1979-1983 yılları arası dönem için hazırlanmıştır. Fakat hükümet ve teknik kadronun bir yıl geçmeden görevden ayrılması nedeniyle uygulanamamıştır (Tekerek, 2013: 90-91). Dördüncü plan ekonomi tarihinde sadece bir iyi niyet belgesi olarak kalmıştır (Kongar, 2008: 369). 24 Ocak 1980 tarihinden itibaren Türk ekonomisinin sanayileşme stratejisinin değişmesiyle beraber gelecek yıllarda hazırlanan kalkınma planlarının içeriği ve hedefleri değişmiştir.

İthal ikameci dönemin kalkınma planlarında milli gelirin yüksek ve istikrarlı bir hızda büyümesi temel önceliktir. Kalkınma planlarının diğer öncelikli amaçlarıysa sanayileşme, istihdamın artırılması, ödemeler bilançosu sorunun çözümü, mali ve sosyal politikalarla gelir dağılımı eşitsizliğinin azaltılmasıdır. Fakat yatırımların gerçekleştirilmesi tasarruf ve dövizle bağlı olmasından dolayı yatırım artışı hedeflenen ölçüde olmamıştır. 1980 yılına kadar uygulanan kalkınma planlarında, istihdam sorununun çözümü ise büyük ölçüde ekonomik büyüme ve sanayileşmeye endekslenmiştir. Türkiye ithal ikameci sanayileşme stratejisi gereğince temel ve ara malların üretimine öncelik vermiştir. Kamu ve özel kesim yatırımları teşvik edilerek; sermaye ve teknolojiye dayalı hızlı sanayileşme modeli benimsenmiştir (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 89-103).

Planlı dönem boyunca ekonomik ve toplumsal dönüşüm de gelişme yaşanmıştır. Tarım sektörü, 1962 yılında toplam istihdamın % 77,4 oranındayken; 1977 yılında % 58,1 oranına kadar inmiştir (Özdemir, 2014: 13-17; Gül, Ekinci, Konya, 2009: 104). Cumhuriyetin kurulmasıyla başlayan kalkınma çabaları sonucu nihayet istihdamın yapısı değişmiş; % 80'nin üzerinde olan tarım sektörünün istihdam oranı % 58,1 oranına gerilemiştir.

İthal ikameci dönemde, ekonomide yaşanan teknolojik ilerlemeler ve altyapı yatırım harcamaları üretimi ve geliri arttırmış; bu artışın ücretlere yansıtılarak arttırması ile birlikte ise elektrik kullanımı, radyo, buzdolabı ve diğer dayanıklı tüketim mallarının kullanımı ülke çapında yaygınlaşmıştır (Pamuk, 2014: 239). İlk aşamada salt montaj biçiminde kurulan dayanıklı tüketim malları sanayi, zamanla daha fazla yerli katkıyla ve çevresinde beslendiği yan sanayi kollarıyla modern sanayiye dönüşmüştür. Fakat bu üretim kolları teknoloji ve temel girdiler bakımından dışa bağımlıdır. Yine üretim ölçeği, birim maliyetler ve kalite bakımından batılı emsallerinden geri kalmıştır. Tüketim malları

sanayinin bu özellikleriyle de dış pazarlara yönelme imkanları çok sınırlıdır (Boratav, 2014: 119).

Tarım kesimi ise, büyük miktarda yeni toprakların üretime açılması, traktör, gübre ve diğer girdilerin kullanımı sayesinde verimlilik ve üretim artışı sağlamıştır. iç pazarın yüksek gümrüklerle korunması ve artan kişisel gelir ve tasarruflar sayesinde yatırımların artmasının yanı sıra ücretlerde ve tarımsal gelirlerde sağlanan artışlar yerli sanayi için talep yaratarak ekonomide büyüme sağlamıştır (Pamuk, 2014: 255-256).

Geniş tarım kesiminin gelirinin artması iç talebi artırarak sanayileşme ve büyüme sağlarken; ekonomik büyümenin yarattığı enerji, ara ve yatırım malı talebi sebebiyle oluşan döviz darboğazı ödemeler dengesinde sorun yaratmış; ekonomik büyüme hızı kısıtlanmıştır. 1974 yılında yaşanan iki kriz Türk ekonomisini stagflasyon olgusu ile tanıştırdı. Birinci krizin sebebi Kıbrıs Savaşı nedeniyle Türkiye'ye uygulanan ekonomik ambargodur. Diğer krizin sebebi ise petrol fiyatlarının 4 misli artmasıyla yaşanan arz şokudur (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 256).

Hammadde ve enerji arzında meydana gelen tıkanmalar nedeniyle sanayinin kapasite kullanım oranı düşmüştür. Buna karşın kurumsal ve politik sebeplerle sendikaların güçlü olması, ücretlerin yükselmesini sağlarken; istihdamın düşürülmesine engel olmuş ve bu durumda azalan üretimle beraber verimlilik de azalmıştır (Boratav, 2014: 143). Dönem sonuna doğru ithal ikameci sanayileşme stratejisi, uzun vadeli hedeflerden, etkinlik ve rekabet gibi ölçütlerden uzaklaştığı gibi özel sektörün kısa vadeli talepleriyle belirlenmeye başlamıştır. Daha ileri teknoloji ile daha rekabetçi yapılar oluşturmaktansa devletten destek alan bir kurumsal yapıya dönüşülmüştür. Rekabet gücü daha yüksek olan sanayi dallarının ihracata yönlendirilmesi hedefinden vazgeçilmiştir (Pamuk, 2014: 251-252). Sadece iç talebe yönelik üretim yapılarak ekonomik büyüme yaratılmıştır.

Genel olarak, Türk ekonomisinde tarımsal üretim faaliyetleri sonucunda belirli bir sermaye birikimi yaratılmış; bu sermaye, ticaret, bankacılık ve sanayi yatırımlarında kullanılmıştır (Kongar, 2008: 616). Türk ekonomisi karma ekonomi sisteminin uygulandığı, ithal ikameci sanayileşme stratejisiyle iktisadi büyüme ve kalkınmayı sağlamaya çalışmıştır (Tekerek, 2013: 57).

Bu uzun süreçte nihayet kalkınma yolunda belirli bir mesafe alabilmiştir. Aslında planlı sanayileşmeyle kalkınma sağlayan devletçi ekonomi döneminden sonra başlayan bu yeni dönem ilk yıllarda plansız uygulanan karma ekonomi dönemi olmakla beraber daha

sonra planlı karma ekonomi dönemi olarak devam etmiştir. 24 Ocak 1980 Türkiye’de Liberalleşme sürecini başlatan bir dönüm noktasıdır. Piyasa mekanizmasının işlemesi için ekonomi dış rekabete açılmış ve yabancı sermaye davet edilmiştir. Kalkınma ve sanayileşme için kurulan KİT’lere iktidar partililerin alımının ve KİT zararlarının karşılanmasının devlet bütçesine zarar verdiği anlatılarak ithal ikameci kalkınmayla sanayileşme stratejisinden vaz geçilmiş; ihracata dönük sanayileşme stratejisiyle kalkınmak için özel sektörün teşvik edilmesi planlanmıştır (Tekerek, 2013: 246).

Uygulamaya konan program çerçevesinde kamu kesiminin daraltılması esas alınmış; diğer taraftan özel sektöre ekonomide yürütücü güç olma görevi verilmiştir (Yıldırım, 1992: 163). Fakat kapitalist dünya ile bütünleşmede enerji, ulaşım, haberleşme gibi altyapı yatırımlarının yapılması kamu harcamalarını arttırırken; ekonomide üretim, KİT’lerden oluşan devlet tekellerinin ağırlıkta olduğu aksak bir piyasada gerçekleştirilmektedir (Bülbül, 1993: 73-75). Bu durum, ekonomik düzenin henüz karma sistemle işlediğini göstermektedir.

İthal ikameci sanayileşmeyle kalkınma döneminin son yıllarında, ekonomide tasarruflar ve yatırımlar azalmış, işsizlik sorunu çözülememiş, üretim ve tüketim dengesi bozulmuş, enflasyon yükselmiş, ödemeler dengesi sağlanamamış, dış ticaret açıkları artmış, döviz darboğazına girilmiş, karaborsa ve yokluklar artmış, ekonomik büyüme hızı gerilemiştir. Bunların sebebi aşırı değerli ulusal paranın ihracatı olumsuz etkilemesi ve sermaye mallarının ikamesinin yapılmasına gerek bırakmayarak ithal edilmesine neden olmasıdır. Bu durum, döviz talebini arttırmış ve petrol fiyatlarındaki artışla beraber ödemeler dengesini zorlamıştır (Tekerek, 2013: 101-104).

Türkiye, ödemeler dengesini sağlamak ve döviz darboğazını aşarak dış borç sorununu çözmek için global piyasalara açılmış ve ihracatı teşvik ederek ihracatçı sanayileşme stratejisini uygulamaya başlamıştır. Fakat zaman içinde dış borçları daha da artmış; ihracatı destekleyecek bir sanayi yapısının oluşturulmasında başarılı olamamıştır (Kara, 2001: 103). Çünkü dış ticaretin liberalleşmesi ithalatın serbest bırakılmasını içermektedir.

24 Ocak 1980 kararlarının özelliği sadece bir istikrar programı olmakla kalmayıp, sermayenin güçlendirildiği yapısal uyum programı niteliği taşımaktadır (Saraçoğlu, Çaşkurlu ve Ejder, 2014: 284). IMF ile Stand-by Antlaşması yapılarak kısa dönemde ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılırken; uzun dönemde ekonominin yapısal sorunlarını

aşmak için yapısal uyum reformlarını uygulamaya geçilmiştir (Tekerek, 2013: 125-126). Kısa dönemde, ödemeler dengesinin iyileştirilmesi ve enflasyonun düşürülerek istikrarın sağlanması, uzun dönemde ise piyasaya daha fazla ağırlık veren ve ihracata yönelen bir ekonomik yapı yaratılmak istenmiştir (Pamuk, 2014: 265).

Yapısal reformlar, para piyasalarında serbestleşme, dış ticarete serbestleşme ve bütçe disiplini başta olmak üzere üç alanda yoğunlaşmıştır. Fakat dönem sonuna kadar bütçe disiplini konusunda başarı sağlanamamıştır (Tekerek, 2013: 125-126). 24 Ocak kararlarının hedeflenen amaçlara ulaşabilmesi için döviz gelirlerinin artırılması, ithalatın serbestleştirilmesi, fiyatların serbest piyasada oluşturulması, yabancı sermaye girişinin serbest bırakılması kararlaştırıldı (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 257).

1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1986 yılında Bankalar Arası Para Piyasası, 1988 yılında Döviz Piyasası ve 1989 yılında Altın Piyasası faaliyete geçmiştir. Türk ekonomisi uluslararası rekabete açılmış, ekonomik büyüme için ihracatın öncülük ettiği bir sanayileşme politikası tercih edilmiş ve yatırımların finansmanı için iç tasarrufların artırılmasına önem verilmiştir. Enflasyon oranları aşağıya çekilerek ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır (Kongar, 2008: 380-381). Fiyat kontrolleri, ithalat yasakları ve kısıtlamalar kaldırılarak karaborsa önlenirken; dış ticaret açığı, bütçe açığı ve fiyat istikrarı konusunda başarı sağlanamamıştır (Bülbül, 1993: 73-75).

Dönem boyunca daha da artan bütçe ve dış ticaret açıkları faizleri arttırmış ekonomik büyümeyi de olumsuz etkilemiştir. Sermaye birikimi ve ekonomide büyümenin sağlanmasında iç tasarrufların yeterli olmamasından dolayı dış tasarruflara başvurmaya gerek duyulmuş ve finansal serbestleşme kararı alınmıştır (Saraçoğlu, Çaşkurlu ve Ejder, 2014: 286). Yabancı yatırımlar ise Türk ekonomisi riskli olduğu için artış göstermiyordu. Bu riskler yatırımın devletleştirilmesi olasılığı ile sermayenin geri transferindeki risk ve ödeme gecikmeleridir (Özsağır, 2016: 27).

Devletin artan ekonomik faaliyetlerinin özel kesimin faaliyet alanını daraltması sebebiyle kamunun ekonomideki payı azaltılarak özel sektörün ekonomide gelişmenin sürükleyici gücü olması da öngörülmüştür (Sakal, 2003: 83). Devlet, serbest piyasa ekonomisine geçiş döneminde, ihracata dönük sanayileşme stratejisine uygun olarak kalkınmayı planlamaya devam etmiştir. Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 1984-1989 yıllarını kapsayan bir dönem için hazırlanmıştır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 108).

Planın temel amaçları, halkın refahının artırılması, enflasyonun düşürülmesi ve istikrarlı büyümenin sağlanmasıdır. Aynı zamanda, ihracat artışının sağlanması, üretimde sanayinin payı artırılırken tarımsal gelişme potansiyelinin de değerlendirilmesi, gelir dağılımında adaletin sağlanması, istihdamın artırılması, ekonomik sosyal altyapının geliştirilmesi için kurumsal düzenlemelere gidilmesi, kamu hizmetlerinde israfın önlenmesi ve tasarruf sağlanması, doğal ve beşeri kaynakların etkin ve verimli kullanılarak kalkınmanın hızlandırılmasının iç tasarruflarla sağlanmasıdır. Planın amaçlarına ulaşmasında maliye (bütçe) politikasının kullanılması uygun bulunmuştur (Tüğen, 2013: 422-423).

Aynı zamanda, istihdam politikasının teknoloji ve sanayi politikalarıyla uyumlu gelişmesi amaçlanmaktadır. işsizlik sorununun çözümü için daha çok istihdam yaratan ve aynı veya daha fazla milli gelir artışı sağlayan yatırımlar tercih edilecektir (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 109-110). Plan döneminde, piyasa ekonomisi güçlendirilmeye çalışılmış ve % 5,2 oranında büyüme sağlanabilmiş fakat enflasyon hedefi tutturulamamıştır (Tüğen, 2013: 424).

Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı 1990-1994 yılları arasındaki dönemde uygulanmıştır (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 112). Bu dönemde, kalkınma için ekonomik büyüme rekabete açık olarak ve dış talebe ağırlık vererek gerçekleştirilecek; toplam yatırımlar içerisinde özel kesimin payı arttırılacaktır. Kalkınma için uygulanan ekonomi politikaları, sosyal ve kültürel politikalarla desteklenecektir. Bir yandan sanayileşme, şehirleşme ve tarımda modernleşme politikaları yürütülürken; diğer yandan sosyal, kültürel ve ekolojik yapının korunarak, çevre kirlenmesinin önlenmesi planlanmıştır. Kamu yatırımları, bölgesel gelişmişlik farklarını azaltmaya yönelik ekonomik, sosyal ve kültürel altyapıya dönüktür. Teşvik sistemi, ihracata dönük ve dış pazarlarda rekabet edebilecek bir sanayi kurulması için kullanılmıştır. Ar-ge harcamalarının ise desteklenmesi gerektiği kabul edilmiştir (Kongar, 2008: 389). Böylece ihracatla sanayileşme stratejisinin destekleyeceği sürdürülebilir bir kalkınma planlanmıştır.

Bu plan yatırımların teşvik edilmesini, girişimcilik ruhunun ve teşebbüs gücünün kuvvetlendirilmesini, KOBİ'lerin kuvvetlendirilmesini, nitelikli işgücü yetiştirilmesini ve mevcut işgücünün niteliğinin arttırılmasını amaçlamaktadır. Plan çerçevesinde İŞKUR, istihdam, mesleki eğitim ve kamu yararına çalışma programlarından; TOBB yerel ekonomiyi geliştirmeye yönelik hizmetlerden; KOSGEB ise küçük işletmelere danışmanlık

ve çalışma teşvik programlarından sorumludur. Plan döneminde, örgün ve yaygın mesleki teknik eğitim, beceri kazandırma eğitimi, iş öncesi eğitim, işbaşı eğitimi ve yeniden eğitim programlarının yaygınlaştırılması hedeflenmiştir (Gül, Ekinci, Konya, 2009: 112-113). Daha çok sanayinin ihtiyaç duyacağı işgücünü ve üretimi arttırmaya yönelik bir eğitim politikasıyla kalkınma benimsenmiştir.

Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde, Türk ekonomisinin kalkınmasındaki yapısal sorunlar tespit edilmiştir. Piyasa mekanizmasının işlemesi, fiyatların arz-talebe bağlı oluşması ve tekelliliğin azalması, hızlı nüfus artışı, işsizlik, enflasyon, gelir dağılımı, çevre, sağlık, eğitim, fırsat eşitliği, bölgesel gelişmişlik farkları, adalet hizmetlerinin hızlandırılması gibi yapısal sorunlarda ilerleme sağlanırken; kamu açıklarının kapatılması ve teknolojik ilerleme konularında başarı sağlanamamıştır (Kongar, 386-388).

Planının uygulama sonuçlarına göre, ekonomik büyüme hızı ortalaması bu dönemde düşerek % 3,6 oranında gerçekleşmiştir. 1990 yılında % 9,4 oranında gerçekleşen büyüme hızı, Nisan 1994 Krizi nedeniyle % -6,1 oranındadır. Enflasyon ise 1990 yılında % 53,1 oranından, 1994 yılında % 120,7 oranına yükselmiştir (Tüğen, 2013: 428). Bu durumda, ekonomide planlanan üretim artışı ve büyüme sağlanamamıştır.

Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 1996-2000 yılları arasında Türkiye'nin çağı yakalayıp kalkınmış ülkeler arasında yerini almasını hedeflemektedir. Bunun için özgür ve demokratik ortamın sağlanması, bireyin ön plana çıkarılması, toplumun yaşam standartlarının yükseltilmesi ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, eğitim sisteminin iyileştirilmesi ve eğitim düzeyinin artırılması, kültürel gelişmenin sağlanması, sağlık hizmetlerinin iyileştirilmesi, tüm toplumun sosyal güvenlik ve temel sağlık hizmetlerinden yararlanması, çevrenin korunması ve geliştirilmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, teknolojik ilerleme sağlanması, istihdamın artırılması, sanayileşmenin hızlandırılması ve sürdürülebilir hızlı bir büyüme gerekmektedir (Kongar, 2008: 390). Çünkü Türkiye'nin kalkınması için temel şartlardan biri de devamlı ve hızlı bir ekonomik büyümenin sağlanmasıdır.

Ekonomik büyüme ve kalkınma, yatırımların artması ile mümkündür. Milli gelirin artması için yapılması gereken yatırım harcamaları miktarı bir katsayı ile belirtilmektedir. Devlet Planlama Teşkilatı, Türkiye ekonomisinde bu kat sayının 2,6 tutarında olduğunu tespit etmiştir. Yani, milli gelirden % 1 oranında bir artış için bunun 2,6 katı kadar bir yatırıma ihtiyaç vardır (Dikmen ve Yaşa, 1963: 13). Türkiye'de yapılan yatırımların milli

geliri arttırma oranı 1960'lı yıllarda yaklaşık 2,6 olan bir kat sayıyken, 1991 yılında 5,4 ve 1995 yılında ise 7,6 olmuştur (Kara, 2001: 106). Bu yatırımların verimliliğinin zamanla düştüğünü göstermektedir. Verimlilik 1960'lı yıllarda yaklaşık olarak $1 / 2,6 = 0,385$ oranındayken; 1995 yılında $1 / 7,6 = 0,143$ oranına kadar gerilemiştir.

Verimlilikte düşüşün belli başlı sebepleri sermayenin azalan verimliliğinin yanı sıra, yatırımların ağırlığının iletişim gibi altyapı harcamalarına kayması ve iç piyasaya üretim yapan ithal ikameci sanayileşmeden, global piyasaya üretim yapan ihracata yönelik sanayileşmeye geçilmesidir. Türk sanayisinin teknolojisinin geri olması rekabetçi serbest piyasada yaratılan katma değerin düşük olmasına sebep olmuştur. Global iş bölümünde, Türk sanayinin üretiminin montaja ve tekstile dayalı olması, rekabet gücünü de sadece fiyat avantajıyla arttırmak istemesi, turizm sektörünün emek yoğun olması gibi etkenlerden dolayı yatırım harcamalarının başa baş seviyesine gelme süresi uzatmıştır.

Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planında, eğitim, sağlık, tarım, imalat sanayi ve kentsel altyapı yatırımları yapılacaktır. Böylece ekonomik büyümeyi kolaylaştırmak için sulama, enerji, liman, hava alanı, içme suyu, kanalizasyon ve arıtma tesisleri yapımına ve insan kaynaklarının gelişmesi sağlayan eğitim ve sağlık sektörü yatırımlarına öncelik verilmiştir (Kongar, 2008: 396-400). Plana göre, ekonominin istikrarlı ve kesintisiz büyümesinin amaçlanmasına rağmen kamu harcamalarında tasarrufa gidilerek yatırım, ihracat ve tarım alanlarında devlet desteklerine sınırlama getirilmek istenmiştir. Aynı nedenle kalkınma için önem arz eden eğitim ve sağlık harcamalarına bütçeden yeterli kaynak ayrılamamıştır. Ekonomik ve sosyal gelişme ile kalkınmanın bölgeler arasında dengeli sağlanması amacıyla yapılan altyapı yatırım harcamalarında ise bir artış söz konusu olmuştur (Tüğen, 2013: 430-432).

Dönem sonunda, Türkiye Ekonomisinde yaşanan yapısal dönüşümle toplam yatırımlarda, kamu yatırımlarının payı azalırken özel yatırımların payı artmıştır (Kongar, 2008: 406). Fakat piyasa ekonomisine ve özel sektöre öncelik veren, devletin ekonomiye müdahalesini azaltan uygulamalara geçilmesiyle devlet yatırımlarının azalması, özel sektör tarafından tam olarak telafi edilememiş; yatırım hacminde beklenen artışı yaratılamamıştır (Karaosmanoğlu, 1993: 288-289). KİT'lerde yatırımların durması, teknolojik aşınma ve verimdeki düşme (Boratav, 2014: 155) ile özel sektörün (tarım, turizm, inşaat, hafif sanayi ve montaj sanayi) yarattığı katma değerin düşük olması büyüme hızını planlanan ölçüde arttıramamıştır.

Türk ekonomisinde 1980’li yılların ortasında özelleştirmeler başlamış ve 1985 yılından 2002 yılına kadar yaklaşık 8 milyar dolarlık; 2002 yılı sonrasında da yaklaşık 35 milyar dolarlık kamu işletmesinin özelleştirmesi gerçekleşmiştir (Tunalı, 2016: 151). Böylece, 24 Ocak Kararlarıyla başlayan karma ekonomiden özel piyasa ekonomisine geçiş dönemi tamamlanmıştır. 1980 yılından itibaren Türkiye’nin uyguladığı ihracata yönelik sanayileşme stratejisi ve yapısal uyum politikaları kalkınmayı tam olarak sağlayamamıştır (Sevindirici, 2013: 89).

Kalkınmanın sürdürülebilirliği için uygun yatırım ortamı oluşturmak amacıyla 2002 yılından sonra birçok yeni kurumsal reformlar gerçekleştirilmiştir. 2003 yılında doğrudan yabancı yatırım mevzuatı yapılmış, 2006 yılında yeni Kurumlar Vergisi Kanunu ile kurumlar vergisi indirilmiş, 2008 yılında Ar-ge Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun çıkarılmış, 2011 yılında yeni Türk Ticaret Kanunu ile şirket kurmak kolaylaşmış ve yeni yatırım teşvik sistemi kabul edilmiştir (Tunalı, 2016: 176-177).

2011 yılında, ülkenin doğal, beşeri ve her türlü iktisadi kaynak ile imkanlarını belirleyerek izlenecek iktisadi, sosyal, kültürel politika ve hedefler doğrultusunda makro ekonomik, sektörel (sosyal ve iktisadi) ve bölgesel gelişme alanlarında, yerel düzeyde analiz ile çalışmalar yaparak kalkınma planı, orta vadeli program, yıllık programlar, stratejiler ve eylem planları hazırlamak; özel sektör ve yabancı sermaye faaliyetlerinin plan hedef ve amaçlarına uygun olarak yürütülmesini sağlayacak politikaları hazırlamak; maliye, para ve dış ticaret politikalarının kalkınma planları ile uyum içinde uygulanmasını sağlamak için kalkınma bakanlığı kurulmuştur.

2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu ise yurtiçi ve yurtdışı pay senetleri, borçlanma araçları, türev araçları, kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları gibi yatırım araçlarının alım satımını yapmaktadır. Borsa İstanbul, Ziraat Bankası, THY, Halk Bankası, Milli Piyango idaresinin de aralarında bulunduğu şirketlerin devredildiği Varlık Fonu, kamuya ait kaynakları ve temin edilen dış kaynakları otoyollar, Kanal İstanbul, üçüncü köprü ve hava limanı, nükleer santral gibi büyük ölçekli stratejik yatırımların finansmanında kullanmayı planlamaktadır.

Ancak çok büyük bir kaynağa sahip olan Türkiye Varlık Fonunun, Sermaye Piyasası Kanunu 1. Maddesinde belirtilen sermaye piyasasının şeffaf, adil ve rekabetçi bir ortamda işlemlerini engelleyebileceği; yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için piyasanın tarafsız olarak denetimini aksatabileceği, piyasanın oligopollere veya devlet

tekeline dönüştürebileceği gözlerden kaçırılmamalıdır. Devlet, bu kurumsal reformların yanı sıra hazırladığı kalkınma planlarıyla devam eden kalkınma sürecinin çerçevesini çizmiştir.

Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (2001-2005), yapısal reformlarla ekonomik istikrarı, sürdürülebilir büyümeyi, ekonominin rekabet gücünü arttırmayı, mali disiplini sağlayarak kamu açıklarını, finansman yapısının sürdürülebilirliğini ve enflasyon oranını AB kriterlerine uyumunu sağlamaya çalışmıştır (Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2007-2013).

Plan, yedi yıllık bir süreyi kapsamakta olup; istikrarlı büyümeyi, gelir dağılımında adaleti, rekabet gücünü arttırarak ve bilgi toplumuna dönüşerek kalkınmayı, sıkı maliye politikasına devam etmeyi ve AB üyeliği için uyumu amaçlamıştır.

Aşağıdaki tabloda Türkiye'nin 2009-2019 yılları arasındaki ekonomik göstergelerine yer verilmiştir.

Tablo 2.8. 2009-2019 Türkiye Ekonomik Göstergeler

Yıl	Nüfus	Büyüme Hızı GSYH (2009 bazlı)	Kişi Başına Milli Gelir (GSYH) (2009 bazlı)	İthalat	İhracat	İhracat- İthalat	Cari İşlemler Dengesi
	(Bin Kişi)	(%)	(TL)	(Milyon \$)	(Milyon \$)	(Milyon \$)	(Milyon \$)
2009	72.039	-4,7	13.870	140.929	102.143	-38.786	-11.358
2010	73.142	8,5	15.860	185.544	113.883	-71.661	-44.616
2011	74.224	11,1	18.788	240.839	134.906	-105.933	-74.402
2012	75.176	4,8	20.880	236.544	152.462	-84.082	-47.963
2013	76.148	8,5	23.766	251.661	151.803	-99.858	-63.642
2014	77.182	5,2	26.489	242.178	157.610	-84.568	-43.644
2015	78.218	6,1	29.899	207.234	143.839	-63.395	-32.109
2016	79.278	3,2	32.904	198.619	142.530	-56.089	-33.137
2017	80.313	7,4	38.680	233.801	156.993	-76.808	-47.355
2018***	81.339	2,6	45.463	223.047	167.932	-55.115	-27.115
2019 P.	82.337	2,3	54.023	244.000	182.000	-62.000	-26.000

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, <https://www.hmb.gov.tr/bumko-ekonomik-gostergeler>

Şüphesiz ekonomik büyüme bir çok faktörle değerlendirilmektedir. Büyüme hızı, ithalat ve ihracat hacmi de bu faktörlerdendir. Tablodan da anlaşılacağı gibi Türkiye’de büyüme hızı yıllara göre istikrarlı bir seyir izlememiştir. Türkiye’nin ithalat ve ihracat rakamları incelendiğinde verilen tüm yıllarda ithalatın ihracattan daha fazla olduğu görülmektedir. Yine ekonomik büyüme ile ilgili fikir vermesi açısından aşağıdaki şekilde Türkiye’nin 2010-2019 enflasyon oranlarının değişimi gösterilmiştir.

Şekil 2.3. Türkiye 2010-2019 Enflasyon Oranları



Kaynak: TradingEconomics, <https://tr.tradingeconomics.com/turkey/inflation-cpi>

Şekil incelendiğinde 2010 yılından bu yana en yüksek faiz oranının yaşandığı dönemin 2018 yılı sonrasından günümüze kadar uzanan dönem olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin enflasyon oranını değerlendirmek açısından G20 ülkelerinin 2019 enflasyon oranlarını incelemek faydalı olacaktır. G20 ülkelerinin enflasyon oranlarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

Tablo 2.9. G20 Ülkeleri 2019 Yılı Enflasyon Oranları (Nisan-Mayıs 2019 verilerine göre)

Ülke	Faiz Oranı (%)
Arjantin	55.80
Türkiye	18.71
Rusya	5.10
Brezilya	4.66
Güney Afrika	4.40
Meksika	4.28
Endonezya	3.32
Hindistan	2.92
Hollanda	2.90
Çin	2.50
İngiltere	2.10
ABD	2.00
Kanada	2.00
Almanya	1.40
Avustralya	1.30
Japonya	0.90
Singapur	0.80
Güney Kore	0.70
İsviçre	0.60
Suudi Arabistan	-1.90

Kaynak: Trading Economics, <https://tr.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate?continent=g20>

Tablo incelendiğinde Türkiye'nin enflasyon oranları bakımından G20 ülkeleri içinde ikinci sırada yer aldığı görülmektedir



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ FİYATI İLE FAİZ ORANI VE BÜYÜME

İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. Modelin Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, Hisse senedi fiyatları bağlı olarak son yıllarda ekonomi ve finans literatüründe en fazla tartışılan konulardan birisi de, hisse senedi fiyatlarının makroekonomik değişkenlerle olan ilişkisidir. Hisse senedinin fiyatı üzerinde etkili olan faktörlerin birçoğu bilinmekle beraber, bu faktörlerin ne zaman ve hangi derecede etkili olabileceğini saptamak oldukça güçtür. Ekonomik ve piyasa şartlarına göre oluşan bu faktörlerle hisse senedi fiyatını açıklamak bazı durumlarda yeterli olmayabilir. Bu gibi durumlarda yatırımcıların psikolojik davranışları daha fazla öne çıkmaktadır. Aynı şekilde psikolojik davranışların etkisi ile, piyasa koşullarında hiçbir değişiklik olmadığı halde hisse senedi fiyatları çok büyük dalgalanmalar gösterebilmektedir.

1980 ve 1990'lı yıllarda başta Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olmak üzere pek çok ülkede hisse senedi fiyatlarında umulmadık dalgalanmalar görülmüştür. Birçok araştırmacı bu dalgalanmaların makroekonomik faktörlerden kaynaklanabileceğini ifade etmiştir. Bunun üzerine para arzı, enflasyon, faiz oranı, endüstriyel üretim, gayri safi milli hâsıla, dış ticaret dengesi, döviz kuru ve petrol fiyatları gibi makroekonomik değişkenlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalar birbirleriyle çelişen sonuçları da beraberinde getirmiştir. Elde edilen bulgular ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gibi, aynı ülkede yapılan farklı çalışmalarda da farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Zamanla konuyla ilgili yaklaşımlar ve bunun bir devamı olarak da sonuçlar değişmiştir. Öyle ki, hisse senedi fiyatlarındaki bu dalgalanmaların nedeninin makro ekonomik faktörlerden ziyade spekülasyon hareketleri olduğunu ifade eden görüşler ortaya çıkmıştır.

Bütün bu değerlendirmelere rağmen hisse senedi fiyatlarıyla makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki, 1970'li yıllardan günümüze kadar ekonomi ve finans literatüründe tartışılmaya devam etmiş, bu konuda yapılan çalışmalarda çelişkili sonuçlar, konunun güncel kalmasında önemli bir rol oynamıştır. Bir hisse senedinin fiyatı, o senedin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının iskonto edilmiş değeridir. İskonto oranı risksiz faiz oranı ve risk primi değişkenlerine bağlı olduğundan, iskonto oranı ve/veya

beklenen nakit akışları, piyasa faiz oranı, enflasyon, risk primi vb.. makroekonomik değişkenlerin birer fonksiyonudur.

3.2. Verilerin Tanıtımı

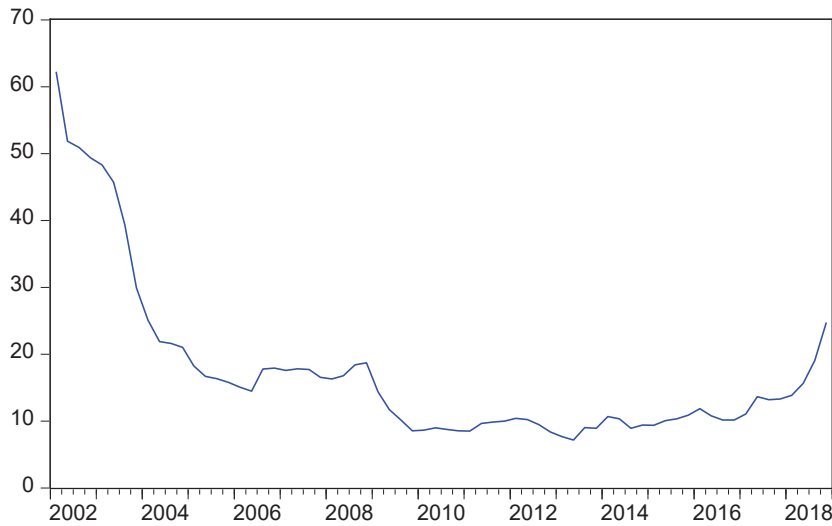
Çalışmada,faiz oranı ve GSYİH değişkeni arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkileri ele alınacaktır. Veriler www.tcmb.gov.tr, www.bist.org.tr veri bankalarından oluşturulmuştur. Analiz periyodu verilerin ortak noktada başladığı dönem olarak [2002.Q1-2018.Q4] çeyreklik bazda ele alınmıştır. Analizler Gauss kodları ve Eviews 10.0 sürümü yardımıyla elde edilmiştir. Modelde yer alan değişkenler Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 3.1. Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanıtımı

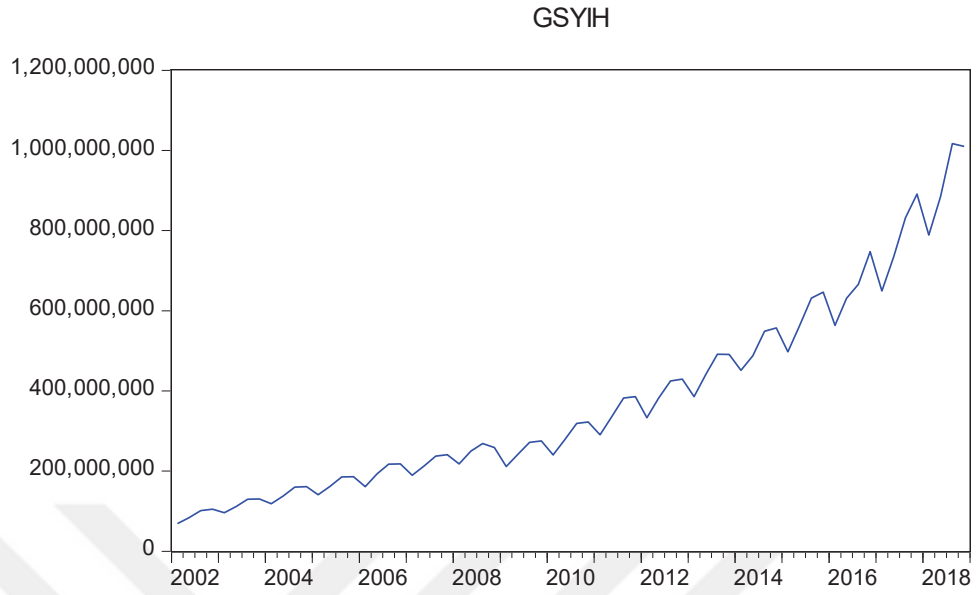
Değişken	Gösterimi	Tanımı
Faiz Oranı (%)	FAIZ	Bağımlı değişken
Gayri Safı Yurtiçi Hasıla (Bin TL)	GSYİH	Bağımlı değişken
Hisse Senedi Fiyatı (Kapanış Değeri)	HIF	Bağımsız değişken

Değişkenlerin zaman içindeki seyrine yönelik grafikler aşağıdadır:

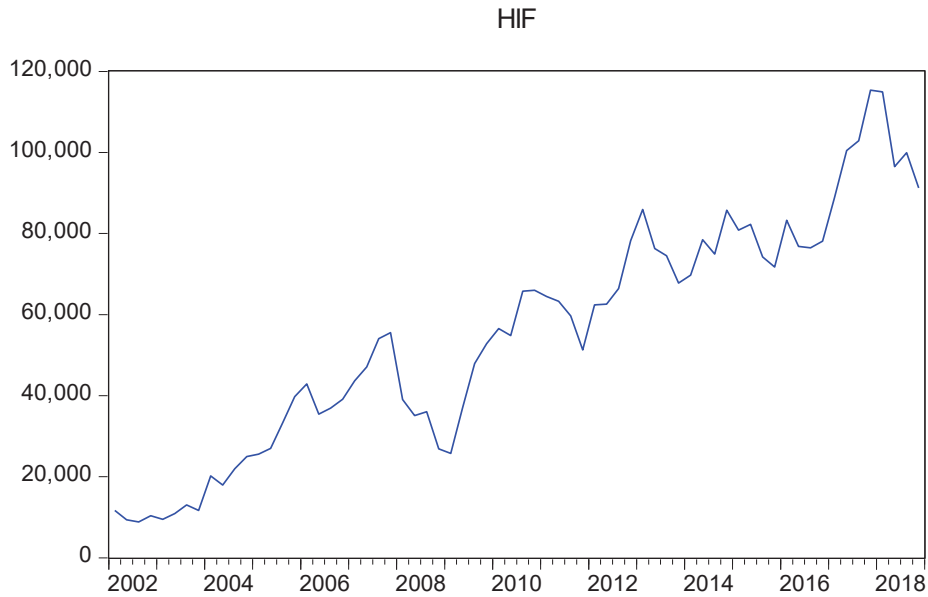
Grafik 3.1. FAIZ Değişkeni İçin [2002.Q1-2018.Q4] Dönemi Grafiği
FAIZ



Faiz oranı değişkeni genel seyri içinde artış ve azalış eğilimleri sergilemiştir. Genel olarak istikrarsız bir yapı taşımaktadır. 2008 küresel finansal kriz dönemi sonrasında hareketlenmeler gösterse de yatay bir seyrde devam etmektedir.

Grafik 3.2. GSYİH Değişkeni için [2002.q1-2018.q4] Dönemi Grafiği

GSYİH değişkeni genel yapısı içinde artış seyri izleyen bir görünümdeydir. Belli dönemlerde dalgalanmalar göstermiş, iniş eğilimleri sonunda çıkışa geçerek artış hızına devam etmiştir.

Grafik 3.3. HİF değişkeni için [2002.Q1-2018.Q4] Dönemi Grafiği

Hisse senedi fiyatı değişkeni dalgalı bir yapı içinde genel seyri itibariyle artış eğilimi taşımaktadır. 2008 finansal kriz döneminde ciddi düşüş yaşamış, 2009.Q2 itibariyle tekrar yükseliş eğilimi kazanmıştır.

Tablo 3.2. Değişkenlere Yönelik Tanımsal İstatistik Bilgiler

İstatistikler	FAİZ	HİF	GSYİH
Ortalama	17.28221	55148.45	3.75E+08
Medyan	13.45500	56038.25	2.85E+08
Maksimum	62.22000	115333.0	1.02E+09
Minimum	7.140000	8842.240	69108200
Std. sapma	12.19519	28498.20	2.42E+08

Yeni dönem literatürde değişkenlerin mevsimsellikten arındırılması için farklı mevsimsel filtreler logaritma alma işlemine göre daha etkili görülmektedir. Eviews 10.0 sürümü içinde oldukça güçlü filtreler mevcuttur. En çok kullanılanlar arasında Hodrick ve Prescott (1997) tarafından önerilen filtre, yönseme parçasının zaman içinde yavaşça değişmesine izin vermektedir. Bu filtre yeni dönem literatürde bazı eleştiriler aldığı için çalışmada yer verilmemiştir. Toplam ve çarpan şekilleri olan Census X-12 mevsimsel yöntemleri, ABD Sayım Bürosu'nun, yayınladığı verilerdeki mevsimselliği yok etmek için kullandığı yöntemlerdir (Alper ve Aruoba, 2001: 35). Bu çalışmada “U. S. Department of Commerce ve U. S. Census Bureau” tarafından geliştirilen standart Census X-12 prosedürü Eviews yazılımı aracılığıyla serilere uygulanmıştır.

Genel olarak trend, mevsimsel hareketler, konjonktürel hareketler ve rastsal hareketlerin bileşiminden oluşan zaman serileri, frekansına göre söz konusu bileşenlerin tümünü ya da bir bölümünü bünyesinde bulundurabilmektedir. Serilerin sahip oldukları bu bileşenler serilerin durağanlık özelliklerini etkilemektedir. Seriler üzerinde uygulamalı çalışmalar yapmadan önce mutlaka serinin hangi bileşenin etkisi altında olduğu tespit edilmeli ve gerekli düzeltmelerden sonra analiz aşamasına geçilmelidir. Zaman serileri kullanımı ile yapılan ekonometrik çalışmalarda serilerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesi oldukça önemlidir. Durağanlık etkin ve tutarlı tahminler için gerekli bir koşuldur.

3.3. Geleneksel Birim Kök Testi Sonuçları

İktisadi zaman serilerinin durağanlığı için geleneksel testler GenişletilmişDickey-Fuller (ADF) (1981) ve Phillips-Perron (PP) (1988) testleri olmaktadır. Serilerin durağanlık sınaması; sabit terimin bulunduğu “sabitli” model, sabit terim ve trendin her ikisinin de bulunmadığı “sabitli” model ile hem sabit hem de trendin bulunduğu “trendli ve sabitli” model çerçevesinde incelenmiştir. Bu incelemede serilerin düzey değerlerinde

durağan olmadığı görülmüştür. Bu nedenle tüm serilerin birinci farkları alınmıştır. Seriler, birinci farkın alınmasıyla durağan hale gelmiştir.

Tablo 3.3. Değişkenler için Durağanlık Test Sonuçları

Değişkenler	ADF Test		PP test	
	Düzy	Birinci mertebe fark	Düzy	Birinci mertebe fark
	Trend+sabit	Sabit	Trend+sabit	Sabit
GSYIH	0.145	0.000*	0.193	0.000*
FAIZ	0.251	0.008*	0.277	0.015*
HIF	0.277	0.002*	0.238	0.000*

***MacKinnon (1996) tablosuna göre durağan değişken**
Değişkenler için durağanlık analizleri yapılırken seriler mevsimsel etkilerden arındırılmış, model seçiminde trend ve sabit bileşenleri anlamlı olduğu sürece modele katılmıştır. Gecikme uzunluğu seçiminde otokorelasyonun kalktığı minimum gecikme uzunluğu seçilmiştir.

Modeldeki değişkenlerinin birinci farklarında birim kök içermemesi değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin incelenmesine olanak sağlamıştır. Değişkenlerin ADF ve PP durağanlık test sonuçlarına göre ele alınan tüm değişkenler birinci farkta $I(1)$ durağan çıkmıştır.

3.4. Kapetanios (2005) Çoklu Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi

Bir zaman serisi, analiz dönemi içinde, farklı dönemlerde, değişik deterministik trendler etrafında durağan olabilir. Bu değişiklikler; sabit terimde ve/veya eğimde meydana gelen yapısal farklılaşmalardan (kırılmalardan) kaynaklanabilir. Bu kırılmalara; savaş, barış, doğal afetler, terör olayları, politika değişiklikleri ve ekonomik krizler neden olabilir. Bu yapısal kırılmaları dikkate almadan yapılan birim kök analizleri, hatalı sonuçlar verebilir ve testin gücünü azaltır (Perron, 1989). Bununla birlikte, Perron (1989), yapısal kırılmaların varlığı durumunda, standart Augmented Dickey Fuller (ADF) testlerinin, birim kök hipotezini reddedememe, yani durağan olan serileri durağan değil biçiminde değerlendirme eğiliminde olduğunu ifade etmiştir.

Birim kök sınavasında muhtemel yapısal kırılmaların dikkate alınmaması, hatalı sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Yapısal kırılmaları da göz önünde bulundurarak yapılan birim kök testleri Perron (1989) ile başlamış, Zivot ve Andrews (1992), Lumsdaine ve Papeli (1997), Perron (1997) ve Lee ve Strazicich (2003) ile sürmüştür. Bu testler genel olarak seride bir ya da iki yapısal kırılmaya izin verirken Kapetanios (2005) yönteminde

çoklu yapısal kırılmaya kadar izin verilmekte ve yapısal kırılma tarihleri içsel olarak belirlenmektedir. Bu testte kullanılan model aşağıdaki gibidir :

$$y_t = a_0 + a_1t + \beta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \varphi_i DU_{i,t} + \sum_{i=1}^m N_i DT_{i,t} + \epsilon_t (3.1.)$$

$$DU_{i,t} = \begin{cases} 1 & t > T_{b,i} \\ 0 & t \leq T_{b,i} \end{cases} \quad ve \quad DT_{i,t} = \begin{cases} t - T_{b,i} & t > T_{b,i} \\ 0 & t \leq T_{b,i} \end{cases} (3.2)$$

Burada DU_i ; sabit terimde, DT ise trendde oluşan yapısal kırılmayı gösteren kukla değişkendir. Testin boş hipotezi; *"Yapısal kırılmalar altında seri durağan değildir"* şeklindedir.

Bu testte; her bir dönem, muhtemel bir yapısal kırılma tarihi olarak değerlendirilmekte, hata terimlerinin kareleri toplamı minimum olan modeldeki kukla değişkeninin belirttiği tarih ilk kırılma tarihi olarak alınmaktadır. Modele eklenen ilk kırılma tarihiyle birlikte ikinci yapısal kırılma tarihi araştırılır. Bu aşama m kırılma tarihine kadar devam etmekte ve minimum T - istatistiğini veren modelin yapısal kırılma sayısı ve tarihi rapor edilmektedir (Capistrán ve Ramos-Francia, 2009).

Tablo 3.4.Kapetanios (2005) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	τ - istatistiği	Kritik Değerler			Yapısal Kırılma Tarihi
		%1	%5	%10	
GSYİH	-3.116	-5.808	-4.632	-4.109	2008Q2,2009Q1,2014Q1,2017Q3, 2018.Q1
FAİZ	-4.957	-5.567	-4.383	-4.182	2009Q1, 2012Q1,2013Q3,2016Q1, 2018.Q2
HİF	-4.672	-5.489	-4.399	-4.164	2008Q1,2009Q2,2014Q2,2017Q3, 2018.Q1
Δ GSYİH	-11.365*	-6.125	-5.625	-4.558	-
Δ FAİZ	-13.901*	-6.447	-5.817	-4.743	-
Δ HİF	10.337*	-6.138	-5.739	-4.508	-

* %5 anlamlılık düzeyinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir.

Test istatistikleri Gauss programı için yazılmış kodlarla elde edilmiştir. Kritik değerler, bootstrap yardımıyla 1000 yinleme ile elde edilmiştir. Test yöntemi olarak,

yapısal kırılma sayısını veri setine göre belirleyen, sabitte ve trendde yapısal kırılmaya izin veren model seçilmiştir. Serilerdeki gerçek yapısal kırılma noktalarını tespit edebilmek için sadece serilerin düzey değerlerinde belirlenen yapısal kırılma tarihleri rapor edilmiştir.

Tablo 3.4'deki sonuçlar incelendiğinde; serilerin düzeyde durağan olmayıp, birinci farkı alındığında durağan hale geldikleri, yani oldukları görülmektedir. Test yöntemi tarafından tespit edilen yapısal kırılma tarihlerine bakıldığında; 2008 küresel ekonomik krizi etkisi, son olarak 2012, 2014 ve 2017'deki ekonomik ve politik dalgalanmalarının etkilerini görmek mümkündür.

3.5. Maki (2012) Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi

Eşbütünleşme denkleminde yapısal kırılmaların varlığını göz önünde bulundurmaksızın yapılan eşbütünleşme testleri, sapmalı sonuçlar verebilmektedir. Eşbütünleşme denkleminde yapısal kırılmaların varlığını göz önünde bulunduran ilk çalışmalar Gregory ve Hansen (1996) ile başlamış, Hatemi-J (2008) ve benzeri çalışmalarla devam etmiştir.

Maki (2012), bir yapısal kırılmalı Gregory ve Hansen (1996) ve iki yapısal kırılmalı Hatemi-J (2008) eşbütünleşme testlerini eleştirerek yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği ve beş yapısal kırılmaya izin veren bir yöntem geliştirmiştir. Modelin boş hipotezi; seriler arasında eşbütünleşmenin olmadığı yönündedir. Maki (2012), yapısal kırılmalar altında seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini dört farklı modelle ele almıştır. Testin çalışma algoritmasında; her bir dönem muhtemel bir kırılma noktası olarak alınmakta, t istatistikleri hesaplanmakta ve t 'nin minimum olduğu noktalar, kırılma noktası olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemde analize alınacak bütün serilerin $I(1)$ olması gerekmektedir. Maki (2012), yapısal kırılmaların varlığı durumunda seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını test edebilmek için, dört farklı model geliştirmiştir. Bu modeller;

Model 0: Sabit terimde kırılmaya izin verilen trendsiz model,

Model 1: Sabit terimde ve eğimde kırılmaya izin verilen trendsiz model,

Model 2: Sabit terimde ve eğimde kırılmaya izin verilen trendli model,

Model 3: Sabit terimde, eğimde ve trendde kırılmaya izin verilen modeldir.

$$Model\ 0: y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + u_t$$

$$\text{Model 1: } y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

$$\text{Model 2: } y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \gamma x + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t$$

$$\text{Model 3: } y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i K_{i,t} + \gamma t + \sum_{i=1}^k \gamma_i t K_{i,t} + \beta x_t + \sum_{i=1}^k \beta_i x_i K_{i,t} + u_t \quad (3.3.)$$

Testin boş hipotezi; “Yapısal kırılmalar altında seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi yoktur” şeklindedir. Bu hipotezi test etmek için gerekli olan kritik değerler, Monte Carlo simülasyonu ile hesaplanmış ve Maki’de (2012) verilmiştir. Model 1: FFAIZ=f(FHIF) ve Model 2: FGSYIH=f(FHIF) olarak tanımlanmıştır.

Tablo 3.5. Maki (2012) Eşbütünleşme Testi Bulguları

FFAIZ=f(FHIF)	Test İstatistiği	%1	%5	%10	Kırılma Tarihi
Model 0	-8.362*	-6.753	-6.482	-5.907	2009Q1, 2012Q2, 2014Q1, 2016Q3, 2017.Q3
Model 1	-8.775*	-6.682	-6.467	-5.861	2008Q1, 2010Q2, 2015Q3, 2016Q1, 2017.Q1
Model 2	-8.521*	-6.774	-5.528	-5.473	2009Q1, 2012Q3, 2013Q1, 2016Q3, 2017.Q2
Model 3	-8.904*	-7.253	-6.259	-5.226	2008Q2, 2009Q3, 2014Q2, 2017Q2, 2017.Q3
FGSYIH=f(FHIF)	Test İstatistiği	%1	%5	%10	Kırılma Tarihi
Model 0	-9.115*	-6.753	-6.482	-5.907	2009Q2, 2012Q2, 2014Q1, 2016Q3, 2017.Q2
Model 1	-9.283*	-6.682	-6.467	-5.861	2008Q1, 2010Q3, 2015Q2, 2016Q2, 2017.Q2
Model 2	-8.990*	-6.774	-5.528	-5.473	2009Q3, 2012Q3, 2013Q4, 2016Q2, 2017.Q1
Model 3	-9.472*	-7.253	-6.259	-5.226	2008Q1, 2009Q4, 2014Q1, 2017Q2, 2017.Q3

Not: (F) gösterimi birinci merteye farkı belirtmektedir.

Tablodaki sonuçlar incelendiğinde, her iki model için test istatistiği değerleri tablo değerlerini geçtiği için seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu ve H_1 hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Yani; model 1 ve model 2’deki bu seriler uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Diğer aşamada, seriler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme katsayılarının tahminine geçilmiştir.

3.6. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini

Bu çalışmada uzun dönem eşbütünleşme katsayıları FMOLS (Full Modified OLS) yöntemiyle incelenmiştir. Phillips ve Hansen (1990) göre, FMOLS yöntemi; değişkenlere ait denklemlerin hata terimleri arasındaki eş-anlı ilişkileri dikkate aldığından, ikinci derece sapmaları da gidermektedir.

FMOLS tahmincisi, standart tahmincilerde meydana gelen diagnostik sorunları gidermektedir. Bu yöntem içsellik ve otokorelasyon sorununu dikkate alarak OLS’nin geliştirilmesiyle elde edilmiştir. Ayrıca, OLS tahmincisinin eşbütünleşik denklemlerin optimal değerlerini hesaplamada ortaya çıkan yetersizliğini gidermek için FMOLS’de asimptotik sapmalı ve dışsallık varsayımı kullanılmıştır (Chen ve Huang, 2013).

Kapetanios (2005) ve Maki (2012) testlerinden elde edilen kırılma yıllarının ortak keşişimi olan K1=2009.Q1, K2=2014.Q3, K3=2016.Q3, K4=2017.Q3 kukla değişken olarak FMOLS denklemine ilave edilmiştir. Söz konusu kırılmalar dönemi öncesi “0” kod, sonrasına “1” kod verilmiştir. FMOLS tahmin sonuçları Tablo 6’ da verilmiştir.

Tablo 3.6.FMOLS Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayı Tahminleri

Bağımlı Değişken: FGSYIH	Katsayı	St hata	t-İstatistiği	Olasılık Değeri (p)
FHIF	0.027	0.008	3.375	0.000*
K1	-0.152	0.026	-5.846	0.000*
K2	-0.139	0.022	-6.318	0.001*
K3	-0.125	0.019	-6.578	0.000*
K4	-0.104	0.017	-6.117	0.000*
Sabit	1.452	0.562	2.583	0.014*
$R^2=0.487$, DW=2.11, JB=0.234, Harvey Test (p)= 0.337				
Bağımlı Değişken: FFAIZ	Katsayı	St hata	t-İstatistiği	Olasılık Değeri (p)
FHIF	-0.082	0.024	-3.416	0.017*
K1	0.162	0.031	5.225	0.000*
K2	0.141	0.048	2.937	0.026*
K3	0.105	0.035	3.088	0.000*
K4	0.092	0.012	7.666	0.000*
Sabit	2.951	0.774	3.812	0.000*
$R^2=0.538$, DW=2.17, JB=0.290, Harvey Test (p)= 0.251				

Not: * %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı, JB; Jarque-Bera normallik testi olasılık değerini ifade etmektedir. Tahminlerdeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey-West yöntemi ile giderilmeye çalışılmıştır.

Tablo sonuçlarına göre model 1 için; HIF değişkeni ve GSYIH arasında istatistik anlamlı pozitif yönlü ilişki vardır. HIF değişkeni 1 br. arttığında, GSYIH değişkeni 0.027 br. artış gösterecektir. Ele alınan kırılma dönemleri GSYIH üzerinde negatif yönlü azaltıcı anlamlı ilişkiye sahiptir. Kriz dönemlerine bakıldığında 2009Q1 içlerinde büyük etkiye sahiptir. Düşük etki 2016.Q3 döviz hareketliliği ve sonrası döneme aittir. Bu durumda, yaşanan krizlerde hala en büyük olumsuz etki küresel finans krizinden gelmiştir.

Model 2 için bakıldığında; HIF değişkeni ve FAIZ arasında istatistik anlamlı negatif yönlü ilişki vardır. HIF değişkeni 1 br. arttığında, FAIZ değişkeni 0.082 br. azalış gösterecektir. Ele alınan kırılma dönemleri FAIZ üzerinde pozitif yönlü arttırıcı anlamlı ilişkiye sahiptir. Kriz dönemlerine bakıldığında yine küresel kriz büyük etkiye sahiptir. Düşük etki yine 2016.Q3 dönemine aittir. Dikkat edilirse, hisse senedi fiyatları artışında

büyük etki faizler üzerinde olmaktadır ve GSYİH üzerine olan etki katsayılarına bakıldığında daha düşüktür. Bu durumda hisse senedi fiyatları en çok faizlere etki etmektedir.

3.7. Kısa Dönem Analizi: Hata Düzeltme Modeli

Eşbütünleşik seriler arasında kısa dönemde meydana gelen nedensellik ilişkisinin belirlenmesinde hata düzeltme teriminden yararlanılarak bilgi elde edilmektedir. Kısaca, bağımsız değişkende meydana gelen dengesizliğin bir sonraki dönemde ne kadarının düzeltileceğini gösteren hata düzeltme modelidir. Kısa dönem analizinde, farkı alınmış serilerin gecikmelileri ve uzun dönem analizinden elde edilen hata terimi serisinin bir dönem gecikmeli değeri (ErrorCorrectionTerm: ECT_{t-1}) kullanılmaktadır.

Tablo 3.7. Kısa Dönem Hata Düzeltme Modeli Katsayı Tahminleri

Bağımlı değişken: $\Delta GSYİH$	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık Değeri(p)
ΔHIF	0.012	7.462	0.000*
ECT_{t-1}	-0.384	-6.990	0.013*
Sabit			
$R^2=0.436$, $DW=2.09$, $J-B=0.197$, Harvey test(p)=0.283			
Bağımlı değişken: $\Delta FAİZ$	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık Değeri(p)
ΔHIF	-0.047	-7.801	0.001*
ECT_{t-1}	-0.395	-7.128	0.000*
Sabit			
$R^2=0.468$, $DW=2.15$, $J-B=0.216$, Harvey test(p)=0.235			

Not: * %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı, JB; Jarque-Bera normallik testi olasılık değerini ifade etmektedir. Tahminlerdeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey-West yöntemi ile giderilmeye çalışılmıştır.

Tabloda her iki model için hata düzeltme teriminin katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani; modellerin, hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Bu durumda uzun dönemde beraber seyreden seriler arasında kısa dönemde meydana gelen sapmaların model 1 için %38.4'ü ortadan kalkmakta ve seriler tekrar uzun dönem denge değerine yakınsamaktadır. Yani; kısa dönemde ortaya çıkan sapmalar (her yıl %38.4'lik kısmı giderilerek) ortadan kalkmakta ve değişkenler tekrar uzun dönemde denge değerine yaklaşmaktadır. Model 2 için meydana gelen sapmaların %39.5'i ortadan kalkmakta ve seriler tekrar uzun dönem denge değerine yakınsamaktadır. Yani; kısa dönemde ortaya

çıkan sapmalar (her yıl %39.5’lik kısmı giderilerek) ortadan kalkmakta ve değişkenler tekrar uzun dönemde denge değerine yaklaşmaktadır. Kısa dönemde de HIF değişkeni FAİZ ve GSYİH değişkenini istatistik anlamlı etkilemektedir. Etkileme yönleri değişmemiş, katsayı değerleri uzun döneme göre daha küçük değer olarak elde edilmiştir. kısa dönemde verilen tepki uzun döneme göre daha az olmaktadır.

3.8.Granger Nedensellik Analizi

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini belirlemek için Granger Nedensellik Testi kullanılmıştır. Uygun gecikme uzunluğu SC kriteriyle (Schwarz Information Criterion) belirlenmiştir. Kriteria göre uygun gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir. Granger nedeni olma’nın anlamı, her bir denkleme ilişkin bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bağımlı değişkenin nedeni olduğudur. Sıfır hipotezi “X değişkeni Y değişkeninin Granger nedeni değildir” biçimindedir.

Tablo 3.8. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Boş Hipotez	N	F-ist	p
FHIF değişkeni FGSYİH’nınGranger nedeni değildir	66	1.15223	0.2498
FGSYİH değişkeni FHIF’inGranger nedeni değildir	66	4.05891	0.0025*
FHIF değişkeni FFAİZ’inGranger nedeni değildir	66	6.22238	0.0035*
FFAİZ değişkeni FHIF’inGranger nedeni değildir	66	4.97843	0.0071*

*Nedensellik ilişkisi var

Granger nedensellik analizi sonucunda; HIF değişkeni GSYİH değişkenininGranger nedeni değildir, buna karşılık GSYİH değişkeni HIF değişkeninin Granger nedenidir. Böylece tek yönlü bir nedensellik ilişkisi belirlenmiştir (GSYİH→HIF).

HIF değişkeni FAİZ değişkeninin Grangernedenidir, aynı zamandaFAİZ değişkeni HIF değişkeninin Granger nedenidir. Böylece çift yönlü bir nedensellik ilişkisi belirlenmiştir (GSYİH↔HIF).

SONUÇ VE ÖNERİLER

Tarih boyunca dünya ekonomisi çeşitli değişim süreçlerinden geçerek ülke ekonomilerini farklı şekillerde etkilemiştir. Son otuz yıldır gerçekleşen bu değişim dünya ekonomisinin gittikçe birbiriyle entegre olmasını sağlamış, ülke ekonomilerini etkileyen makroekonomik değişkenler de çeşitlenmeye başlamıştır.

Ancak dünya ekonomisinde değişim sürecinin devam etmesi, Türkiye’de gerçekleştirilen yapısal reformların daha uzun vadeli olarak devamını gerekli kılmıştır. Ülkeler arasındaki ekonomik sınırların kalktığı bu dönemde dış ticaret en önemli ekonomik faktörlerden biri olmuş, bir ülke ekonomisinin büyümesinde lokomotif görevi görmeye devam etmiştir. Dünya ticaretinde rekabet avantajını elinde bulunduran ülkeler ekonomik büyüme ve gelişmelerini devam ettirirken Türkiye ekonomisinde bir durgunluk süreci yaşanmaya başlamıştır.

Her ne kadar bu çalışmada iktisadi büyümeye hisse senedi ve faiz oranı arasındaki ilişki analiz edilse de, her iki değişkeni de etkileyen birçok faktör bulunmaktadır.

Son zamanlarda Türkiye ekonomisinde faiz oranlarının indirilerek ekonomik büyümenin hızlandırılıp hızlandırılmayacağı tartışması devam etmektedir. Aslına bakıldığında faiz oranlarının düşürülmesi üretim maliyetlerini azaltıp, iç talebin artmasına sebep olarak ekonomik büyümeyi canlandırmaktadır. Ancak burada bahsedilen durum ekonomik büyümenin sürdürülüp sürdürülemeyeceği olmaktadır.

Eğer ekonomide uzun vadeli yatırım ve üretim planı yoksa, ekonomi tamamen belli sektörler üzerine inşa edilmişse, dünya ticaretinde rekabet edebilecek ürünler üretilmiyorsa yalnızca faizlerin indirilmesiyle ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi mümkün olmamaktadır. Ayrıca konuya başka bir açıdan bakıldığında; faiz oranlarına para arzı ile müdahale edildiğinde, TL’nin dünyada rezerv para olmaması sebebiyle enflasyon körüklenmekte ve bu da bir maliyet unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki zayıf seyretmektedir.

KAYNAKÇA

- ABEL, A.B; Bernanke, BS; Croushore, D. (2011). *Macroeconomics*.Seventh Edition. Addison-Wesley Publishing Company.
- AÇIKGÖZ, Ersoy B. (2009). *Devletlerin Mali Rollerini Ekonomik Büyümelerini Nasıl Etkiler?*Manisa:CBÜ Matbaası,
- AKDİŞ, Muhammed (2001). *Para Teorisi ve Politikası*, İstanbul: Beta Yayınları.
- AKGİRAY,Vedat (2012). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*.Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- ALGAN, Neşe; GENCER, Salı (2011). Türkiye’de Para Talebi Fonksiyonunun Modellenmesi, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (1), 195-211.
- ALKAN, Gönül (2015). *Finansal Piyasalar veKurumlar*.Ankara: Detay Yayıncılık.
- ALPER C.Emre ve ARUOBA S. Borağan;(2001).*Moving Holidays and Seasonality: An Application in the Time and Frequency Domains for Turkey*. Bogazici University ISS/EC Working Paper No. 01-07.
- APAK Sudi; DEMİREL Engin (2013). *Finansal Yönetim*.İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim A.Ş.
- ATAÇ, Beyhan (1999). *Maliye Politikası Gelişimi, Amaçları, Araçları ve Uygulama Sorunları*.Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- ATGÜR, Musa; ALTAY,Oğuzhan (2004-2013), Enflasyon Ve Nominal Faiz Oranılışkisi: Türkiye Örneği (2004-2013), *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 2 (2), 519-533.
- AYAN, Mehmet (2007), *Borçlar Hukuku: (Genel Hükümler)*. (5. Baskı), Konya: Mimoza Yayıncılık, Konya.
- BAŞOĞLU, Ufuk; CEYLAN, Ali; PARASIZ, İlker. (2009). *Finans: Teori, Kurum. Uygulama*.İstanbul: Ekin Yayınevi.
- BAYHAN, Aysun, (2014). Borsa Tarihi-Borsaların 2000 Yıllık Mazisi ve Gelişimi. <http://borsanasiloyunanir.co/borsa-tarihi/>, (21.10. 2018).
- BORATAV, Korku. (2014). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2009*. Ankara: İmge Yayınları.

- BULUT, Erol (2007). *Makro İktisat-Para-Banka-Türkiye Ekonomisi*. Ankara: Martı Kitabevi.
- BÜLBÜL, D. (1993). *Türkiye’de Kamu Harcamalarının Gelişimi. (1980-1990 Dönemine İlişkin İnceleme)*. Ankara: Takav Matbaası.
- CAPİSTRAN, Carlos; RAMOS-Francia, Manuel. (2009). Inflation Dynamics in Latin America. *Contemporary Economic Policy*, 27(3), 349-362
- CECCHETTI, S.G; SCHOENHOLTZ, K.L. (2015). *Money, Banking, And Financial Markets*. Fourth Edition, Mcgraw-HillEducation.
- CHEN J; Huang, Y.F. (2013).The Study of the Relationship between Carbon Dioxide (CO₂) Emission and Economic Growth.*Journal of International and Global Economic Studies*, 6(2), 45-61.
- DEFİNA, R. H. (1991). *Does İnflation Depress the Stock Market? Federal Reserve Bank of Philadelphia: Business Review*.
- DEMİR, Murat; SEVER, Erşan (2008). Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri.*Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (25), 170-196.
- DEMİR, Yavuz (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 109-130.
- DİCKEY, D.A; FULLER WA. (1979). “Distribution of the Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root.”*Journal of the American Statistical Association*, 74, 427–431.
- DİCKEY, D.A; FULLER WA. (1981), Distribution of the Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root. *Econometrica*, 49, 1057-72.
- DİRİMTEKİN, Halil (1989). *Genel İktisat Teorisi II*. Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.
- DİRİMTEKİN, Halil (1989). *Genel İktisat Teorisi (Makro)*. Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.
- EĞİLMEZ, Mahfi (2010). *Makroekonomi: Türkiye’den Örneklerle*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

- EĞİMEZ, Mahfi; Kumcu, ERHAN (2004). *Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması*. 15. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EĞİLMEZ, Mahfi; KUMCU, Ercan (2013). *Ekonomi Politikası*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EKER, Aytaç; ALTAY, Asuman; SAKAL, Mustafa (2009). *Maliye Politikası (Teori, İlkeler ve Yöntemler)*. İzmir: Birleşik Matbaacılık.
- EMEK, Uğur (2000). Rekabet Kurumu: Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri. *Rekabet Dergisi*, 1 (3), 62-90.
- ERCAN, Metin .Kamil; Ban, Ü. (2005). *Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi..
- EREN, Aslan (2011). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- ERGİN, Feridun (1983). *Para ve Faiz Teorileri*. İstanbul: BETA Basım/Yayım Dağıtım..
- ERİM, Neşe; TÜRK, Armağan (2005). Finansal Gelişme Ve İktisadi Büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (5), 21-45.
- ERSOY, Arif (2008). *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*. Ankara: Nobel Kitapevi.
- ESKİ, H. (1984) *Ekonomiye Giriş*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Mühendislik-Mimarlık Fakültesi Basım Ünitesi.
- FAMA, Eugene.F. (1991). EfficientCapitalMarkets: II. *TheJournal Of Finance*, 46(5): 1575-1617.
- GREGORY, W; Hansen, E. (1996).Residual-Based Test For Cointegration in Models With Regime Shifts. *Journal of Econometrics*, 70,99-126
- GÜL, Ekrem; EKİNCİ, Aykut; Konya, S. (2009). *Türkiye’de İstihdam Politikaları: Yapısal Bir Analiz*. Bursa: Ekin Yayıncılık.
- GÜMÜŞ, Arife. (2015). *Türkiye’de Eğitim Politikaları*. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- HATEMİ-J, A. (2008). Tests for Cointegration with Two Unknown Regime Shifts with an Application to Financial Market Integration. *Empirical Economics*, 35 (3), 497-505.
- HODRICK, R; Prescott, E.C. (1997). Post War Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (1), 1-16.

- HONROİANMİŞ, G; Lolos, S; Papapetrou, E. (2005).Financial markets and economic growth in Greece, 1986-1999. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Elsevier*, 15 (2),173-188.
- KAPETANİOS, G. (2005). Unit-root Testing Against The Alternative Hypothesis Of Up To M Structural Breaks. *Journal of Time Series Analysis*. 23 (1), 123-133.
- KARA, Mehmet. (2001). Türkiye'nin Ekonomik Büyüme Sürecinde Dış Borç Çıkmazı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 6(1): 95-110.
- KARAN, Mehmet. Baha (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*.Ankara: Gazi Kitap Evi.
- KARAOSMANOĞLU, Ali (1993). Makroekonomik İstikrar İçinde Büyüme, Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar. 3. İzmir İktisat Kongresi 4-7 Haziran 1992. Düzenleyen Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı.
- KAZGAN, Gülten (2004).*İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*.İstanbul: Remzi Kitabevi.
- KILIÇ, Mahmut (2011). *İMKB 100 Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Hisse Senetleri Fiyat-Hacim İlişkisi*. Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş
- KİNG, R; Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*.32 (3), 513-542
- KONGAR, Emre (2008). *21. Yüzyılda Türkiye 2000'li Yıllarda Türkiye'nin Toplumsal Yapısı*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- KORKMAZ, Esfender (2013). *Küresel Süreçte Ulusal Kalkınma*. İstanbul: Himalaya Yayınevi.
- LANDRETH, H; Colander, D.C. (2002).*History Of Economic Thought*. (4.Baskı), USA: HoughtonMifflin.
- LEE, J; Strazicich, M. (2003). Minimum Lm Unit Root Test With Two Structural Breaks. *ABD:Review Of Economics and Statistics*.
- LEVİNE, R. (1997). Stock Markets, Economic Development, And Capital Control Liberalization. *Perspective*, 3(5), 1-8.

- LONARD, J.W. (1963). *An Introduction to the Theory of the Interest*. USA: Berkeley, University Of California Press.
- LUMSDAİNE, Robin; Papell, David. (1999). *Two Structural Breaks And The Unit Root Hypothesis: New Evidence About Unemployment In Australia*. Working Paper Series Victoria Univ. Applied Economy Working Paper.
- LUTZ, F.A. (1967). *The Theory of Interest, Translated By Claus Wittich*. Holland: Reidel Publising.
- MAKİ, D. (2012). Tests for Cointegration Allowing for an Unknown Number of Breaks. *Economic Modelling*, 29(5), 2011-2015.
- MANİAAFŞAR, M. (2006). *Finansal Sistem ve İşleyiş*. Şehir: Gülen Ofset..
- MİSHKİN, F, S. (2001). *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy*. New York: Cambridge.
- MİSHKİN, FS; Matthews K; Giuliadori, M. (2013). *The Economics Of Money, Banking and Financial Markets*. (First Published), Pearson Education.
- MİSHKİN, F.S., (2006). *Para, Bankacılık Ve Finansal Piyasalar*. Çev. Editörü Nazım Engin, (8.Baskı). İstanbul: Akademi Yayıncılık.
- OĞUZ, Orhan (1992). *Genel İktisat Teorisi Dersleri*. Eskişehir: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları.
- ÖZDEMİR, V. (2014). *Türkiye’de Planlı Kalkınma Deneyimleri*. http://www.dumludağ.files.wordpress.com/2013/09/ozdemir_planlama.pdf, (11.05.2019).
- ÖZSAĞIR, Arif (2016). *İstikrarın Şifreleri Siyasal İstikrar-Ekonomik İstikrar*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- PAMUK, Şevket (2014). *Türkiye’nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- PARASIZ, İlker (1997). *İktisat ve İstikrar Politikaları*. Bursa: Ezgi Yayınları
- PARASIZ, İlker (2005). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. (Sekizinci Baskı), Şehir: Ezgi Kitabevi.
- PAYA, Merih (1998). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- PEKİN, Tevfik (2012). *Makro Ekonomi*. İzmir: Zeus Kitabevi.

- PERRON, P. (1997). Further Evidence On Breaking Trend Functions In Macroeconomic Variables. *Journal Of Econometrics*, 80 (2), 355-385.
- PETERSON, W.C. (1994). *Gelir İstihdam ve Ekonomik Büyüme*. (Çev. Talat Güllap.), Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları.
- PHİLİPS, P.C.B; Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335 346.
- PHİLİPS, P.C.B; Hansen, B. (1990). Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes. *Review of Economic Studies*, 57, 99-125.
- PIÇAK, Murat (2012). Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 1(1), 61-92.
- PINAR, Abuzer.;ERDAL, Bahar (2008). *Para Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem Teori ve Uygulama*. Ankara: Naturel Yayıncılık.
- SAK G. (1995). *Public Policies Towards Financial Liberalization a General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980'S*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- SAKAL, Mustafa (2003). *Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları Ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- SARAÇOĞLU, Fatih; ÇAŞKURLU, Eren; Ejder, H.L. (2014). *Maliye Yazıları*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- SAVAŞ, Vural (2007). *Keynezyen İktisat Yıkılırken*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- SELİK, MEHMET (1973), *100 Soruda İktisadi Doktrinler Tarihi*, İstanbul: Gerçek Yayınevi
- SEYİDOĞLU, Halil (2006). *İktisat Biliminin Temelleri*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SİNGH, A. (1991). The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock Markets?. *MPRA*
- SUNGUR, Onur (2015). 2000 Sonrası Türkiye Ekonomisi: Büyüme, Enflasyon, İşsizlik, Borçlanma ve Dış Ticarete Gelişmeler. *Toplum ve Demokrasi*, 9 (19-20), 243-269.
- SUNGUR, ZİYA MEHMET (2015). *Demokrat Parti Dönemi Ekonomi Politikaları ve Kalkınma Çabaları*. Ankara: Gece Kitaplığı Yayıncılık.

- SUSAM, Nazan (2009). *Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikaları (1923-2008)*. İstanbul: Derin Yayınları.
- ŞAHİN, A. (2011). Para Politikasının Hisse Senedi Balonu Üzerindeki Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. M. Çetinkaya (Editör). *Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz: Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Ankara, Nobel Yayınevi.
- TARI, R; KUMCU, F.S. (2005). Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983 – 2003 Dönemi). *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 1(9): 156-179.
- TEKEREK, Meltem. (2013). *12 Eylül ve Ekonomi Politikaları*. Ankara: Berikan Yayınevi.
- TUNALI, Çiğdem Börke (2016). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Uygulanan Sanayi Politikalarının Sanayi Sektörü Üzerindeki Etkileri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- TÜĞEN, Kamil (2013). *Devlet Bütçesi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.
- TÜRKOĞLU, Faruk (2014). *Ekonomiyle İlgili Herşey*. İstanbul: Optimist Yayınları.
- ÜNSAL, Erdal.M., (2009), *Makro İktisat*. (8.Baskı), Ankara: İmaj Yayıncılık.
- ÜNVER, Arif (2012). *Sermaye Piyasası ve Borsa Okuryazarlığı*. (1.Baskı), İstanbul:Empati Yayınları.
- ÜSTÜNEL, Besim (1997). *Ekonominin Temelleri*. Ankara: Alfa Yayınevi.
- VARCAN, N. (1987). *Türkiye’de Vergi Politikalarının Oluşumu (Cumhuriyet Dönemi)*.Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- WACAQACA, C. (2004). Financial Development and Economic Growth in Fiji. *Fijian Studies*9 (2), 9-22.
- YELDAN, Erinc (2003).*Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*.İstanbul:İletişim Yayınları
- YILDIRIM, Kemal (1992). *Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği: 1980-1990 Türkiye Örneği*.Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- YILDIRIM,Nesrin (2006). *Atatürk’ün İktisadi Egemenlik İlkesinin Kalkınma Politikaları*.Ankara: Platin Yayınları.
- ZİVOT, E; Andrews D. (1992) Further Evidence On The Great Grash, The Oil-Price Shock, And The Unit-Root Hypothesis.*Journal Of Business And Economic Statistics*, 10(3), 251-270.

İnternet Kaynakları

Mevzuat Bilgi Sistemi.(2018). 6543 Sayılı Kanuni Faiz ce Temerrüt Faizine İlişkin Kanun, <http://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.3095.pdf>. 16.05.2019.

SermayePiyasası Kurulu v.(2010).<http://www.spk.gov.tr/duyuru/dosya/2010414/0> 20.05.2019.

TCMB (2019). https://www.tcmb.gov.tr/kurlar/kurlar_tr.html Erişim Tarihi: 20.08.2019

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, “İleri Düzey Lisanslama Kılavuzları, Analiz, <https://www.tspb.org.tr/tr/toplu-yayinlar/20.08.2019>



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, Adı : EKİCİ Sergen Emre
Uyruğu : T.C:
Doğum Tarihi ve Yeri : 10.02.1993 Erzurum
Telefon : 0 542 573 24 08
Faks :-
E-mail :sergen.ekici.1993@hotmail.com

Eğitim

<i>Derece</i>	<i>Eğitim Birimi</i>	<i>Mezuniyet Tarihi</i>
Yüksek lisans	İktisat	26.09.2019
Lisans	İktisat	13.06.2019