



YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**GLOBAL FİNANSAL KRİZİN
BİST 50 ŞİRKETLERİNİN SERMAYE
YAPILARI ETKİLERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME**

BERK ÖZTAŞKAN

TEZ DANIŞMANI: DOÇ. DR. MEHMET OĞUZ KARAHAN

ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI

SUNUM TARİHİ: 29.12.2020

BORNOVA / İZMİR
ARALIK 2020

ÖZ

GLOBAL FİNANSAL KRİZİN BİST 50 ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPILARI ETKİLERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Öztaşkan, Berk

Yüksek Lisans Tezi, Uluslararası Ticaret ve Finansman

Danışman: Doç. Dr. Mehmet Oğuz Karahan

Aralık 2020

Çalışmada, dört büyük merkez bankası olan Avrupa Merkez Bankası (ECB), Amerika Federal Merkez Bankası (FED), İngiltere Merkez Bankası (BOE) ve Japonya Merkez Bankası (BOJ)'nın ve TCMB'nin 2008 küresel finans krizi sonrasında geleneksel olmayan para politikaları çerçevesinde ortaya çıkan uluslararası sermaye akımlarının sonucunda Borsa İstanbul BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmaların sermaye yapılarına olan etkileri incelenmiştir.

Çalışmada BIST50 endeksinde işlem görmekte olan 40 Adet finansal olmayan firmanın uzun vadeli finansal kaldıraç oranlarını etkileyen faktörler panel regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda döviz kurundaki değişikliklerin bu şirketlerin uzun vadeli kaldıraç oranlarına anlamlı etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Anahtar sözcükler: sermaye yapısı teorileri, parasal genişleme, BIST50, finansal kaldıraç oranı

ABSTRACT

AN ANALYSIS ON EFFECTS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON THE CAPITAL STRUCTURES OF BIST 50 COMPANIES

Öztaşkan, Berk

MA, International Trade and Finance

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Mehmet Oğuz Karahan

December 2020

In this study, the consequences of international capital flows which occurred after the 2008 global financial crisis, due to the unconventional monetary policies were implemented by four major Central Banks which is the European Central Bank (ECB), the Federal Reserve of America (FED), the Bank of England (BOE) and the Bank of Japan (BOJ) and the Central Bank of the Republic of Turkey, on capital structures of non-financial firms listed on Borsa Istanbul BIST50 index.

In the study, the factor which effect the long-term financial leverage ratios of 40 non-financial firms which are included in BIST50 index are examined by a panel regression model. Findings indicate that changes in the foreign exchange rates have significant effects on long-term financial leverage ratios.

Keywords: Capital structure theories, Quantitative Easing (QE), BIST50, Financial Leverage Ratio

TEŞEKKÜR

Bu tez alıőmasının planlanmasında, araőtırılmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda ilgi ve desteğini esirgemeyen, engin bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım, yönlendirme ve bilgilendirmeleriyle alıőmamı bilimsel temeller ışığında őekillendiren sayın hocam Doç. Dr. Mehmet Oğuz Karahan' a sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

Berk Öztaşkan

İzmir, 2020



İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT.....	iv
TEŞEKKÜR.....	v
YEMİN METNİ.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xi
SİMGE VE KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
1. BÖLÜM: GİRİŞ.....	1
1. Sermaye Maliyeti Ve Sermaye Yapısı	3
1.1 Sermaye Maliyeti Ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	3
1.2 Sermaye Yapısı Kavramı.....	4
1.3 Klasik Sermaye Yapısı Teorileri	5
1.3.1 Net Gelir Teorisi	5
1.3.2 Geleneksel Teori	7
1.4 Modern Sermaye Yapısı Teorileri.....	8
1.4.1 Modigliani-Miller Teorileri.....	8
1.4.1.1 Vergisiz Ortamda M&M	9
1.4.1.2 Kurumlar Vergisi Altında M&M	13
1.4.1.3 Modigliani ve Miller Modeline Eleştiriler	14
1.4.2 Dengeleme (Trade-Off) Teorisi	15
1.4.2.1 Statik Dengeleme Modeli.....	17
1.4.2.2 Finansal Sıkıntı (İflas) Maliyetleri	18
1.4.2.3 Temsil Maliyetleri Modeli	19
1.4.3 Finansman Hiyerarşisi Teorisi	19
1.4.3.1 Sinyal (İşaret) Etkisi Yaklaşımı	21
1.4.3.2 Asimetrik Bilgi Yaklaşımı	22

1.4.3.3 Temsilcilik Maliyetleri Teorisi.....	23
İKİNCİ BÖLÜM: PARASAL GEVŞEME TEORİSİ VE PARA POLİTİKALARI	25
2.1 Parasal Gevşeme Kavramı.....	25
2.2 Gelişmiş Ülkelerde Parasal Gevşeme Politikaları	27
2.2.1 Amerika Merkez Bankası (Fed) Parasal Gevşeme Politikaları	27
2.2.2 Avrupa Merkez Bankası (Ecb) Tarafından Uygulanan Niceliksel Gevşeme Politikaları	36
2.2.3 Boj & Boe Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	51
2.2.3.1 İngiltere Merkez Bankası.....	51
2.2.3.2 Japonya Merkez Bankası.....	54
2.3. Tcmb' In 2008 Krizinde Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikaları	60
2.3.1 Zorunlu Karşılıklar Politikası	61
2.3.2 Faiz Koridoru & Likidite Yönetimi Politikaları	63
2.3.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	64
2.3.4 Politika Faizi (Geleneksel Para Politikası)	66
2.4 Parasal Genişlemenin Faiz Oranlarına (Borç Verme Maliyetlerine) Etkisi.....	69
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: BIST50 FİNANSAL OLMAYAN FİRMALARIN NİCELİKSEL GEVŞEME DÖNEMİNDEKİ UZUN VADELİ FİNANSMAN EĞİLİMLERİNİN ÜZERİNE BİR ANALİZ	71
3.1 Araştırmada Kullanılan Veriler Ve Değişkenler.....	71
3.1.1 Tanımlayıcı İstatistikler Ve Korelasyon Analizi	75
3.2 Araştırmada Kullanılan Model	76
3.3 Araştırmada Kullanılan Veri Analizi (Panel Regresyon Analizi).....	77
4. BÖLÜM SONUÇ	81
KAYNAKLAR.....	83
EK 1: BIST50 Endeksinde İşlem Gören Finansal Olmayan Firmalar.....	93

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Net Gelir Teorisi	6
Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Teorisi.....	7
Şekil 3: Geleneksel Teori	8
Şekil 4: Modigliani- Miller Teorisi	12
Şekil 5: MM Teorisi ve Geleneksel Teorinin Karşılaştırması	13
Şekil 6: Dengeleme Teorisi	17
Şekil 7: İşsizlik ve Faiz oranları	28
Şekil 8: 2008-2019 Arası ABD Enflasyon Oranları	32
Şekil 9: 10 Yıllık Bazda Tahvil Faizleri ABD	34
Şekil 10: Mortgage Faizleri & İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Faizleri (2001-2013).....	34
Şekil 11: ABD Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranları (2008-2018).....	35
Şekil 12: Büyük Merkez Bankalarının Varlıkları.....	36
Şekil 13: Büyük Merkez Bankalarının Enflasyon Oranları.....	37
Şekil 14: Avrupa Merkez Bankası Politika Faizi Değişim Grafiği	37
Şekil 15 & 16: Finansal olmayan kuruluş fonlamaları ABD-EU kıyaslaması	40
Şekil 17: ECB Temel Faiz Oranları 2010-2018	42
Şekil 18: OECD Enflasyon Oranları	43
Şekil 19: APP Politikaları Net Varlık Alımları	46
Şekil 20: Avro Bölgesi ve ABD’ de Hisse Senedi Piyasası Endeksleri	46
Şekil 21: ECB Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranları	47
Şekil 22: ECB Bilanço & Bütçe Dengesi	48
Şekil 23: M3 Para Arzı Artışı & Özel Sektör Kredileri Artışı Karşılaştırması	49
Şekil 24: İngiltere İşsizlik Oranları %	52
Şekil 25: İngiltere Faiz Oranları %.....	52
Şekil 26: İngiltere GSYİH Büyüme Oranları Yıllık %.....	54

Şekil 27: BOJ Borç Verme Faiz Oranları	55
Şekil 28: Japonya Politika Faiz Oranları Yıllık %.....	56
Şekil 29: Japonya İşsizlik Oranları Yıllık %.....	56
Şekil 30: GSYİH Artış Oranları Yıllık %.....	57
Şekil 31: İngiltere, Amerika, Japonya İşsizlik Oranları %.....	59
Şekil 32: Bankalar Kredi Faiz Oranları.....	64
Şekil 33: TCMB Enflasyon Oranları Yıllık	67
Şekil 34: TCMB İşsizlik Oranları Yıllık.....	67
Şekil 35: GSYİH Büyüme Oranları Yıllık.....	68
Şekil 36: TCMB Sermaye Hareketleri	68
Şekil 37: Borç Verme Faiz Oranları (FED, BOE, BOJ, TCMB).....	69
Şekil 38: Amerikan Dolar Kuru Yüzdellik Değişimi.....	71
Şekil 39: BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Firmalar UVKO	72
Şekil 40: Türkiye' ye Gelen Portföy Yatırımları Yüzdellik Değişimi	73
Şekil 41: DYSY Yüzdellik Değişimi	73

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: FED (QE) Niceliksel Genişleme (Eldeki Veriler Işığında Hazırlanan Tablo)	30
Tablo 2: Avro Bölgesi AMB' sının Uyguladığı Politikalar Genel Bakış	47
Tablo 3: BOE' ın Küresel Kriz Süresindeki Genel Politikaları	53
Tablo 4: BOJ' un Küresel Kriz Süresindeki Genel Politikaları	58
Tablo 5: TCMB Para Politikaları Karşılaştırma.....	61
Tablo 6: Değişkenler Tablosu	74
Tablo 7: BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Firmalar Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu	75
Tablo 8: BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Firmalar 2002-2019 Yılları Arası Bağımsız Değişkenler Korelasyon Tablosu	76
Tablo 9: BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Firmalar Panel Regresyon Modeli Sonuçları	78

SİMGE VE KISALTMALAR

KISALTMALAR:

MM	Modigliani & Miller
BIST	Borsa İstanbul Endeksi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
OSM	Ortalama Sermaye Maliyeti
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
QE	Quantitative Easing (Parasal Gevşeme)
FED	Federal Reserve
BOJ	Bank of Japan
ECB	European Central Bank
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
WB	World Bank
LTRO	Uzun Vadeli Re-finansman Operasyonları
CBPP	Teminatlı Tahvil Alım Programı
OMT	Outright Monetary Transactions
TLTRO	Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonu
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İş birliği Örgütü
ABSPP	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Satın Alma Programları
CSPP	Kurumsal Tahvil Alım Programı
APP	Asset Purchase Programmes
AMB	Avrupa Merkez Bankası
IMF	International Monetary Foundation
BOE	Bank of England
GDP	Gross Domestic Product
APF	Varlık Satın Alma Kolaylığı
FLS	Funding for Lending Scheme (Hane Halkı ve Kobilere Borç Vermeye Teşvik)
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TL	Türk Lirası
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması

SİMGELER:

$\dot{I}e$	Hissedarların Geliri / Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri
$\dot{I}b$	Borcun Senelik Faizi / Borcun Piyasa Değeri
V	İşletmenin Piyasa Değeri
E	Ortaklarca Kullanılabilir Gelir
F	Faiz
Y_{it}	İ Şirketinin t Yılındaki Uzun Vadeli Kaldıraç Oranındaki Değişim
μ_i	Kesit Sabit Etkileri
D_{2008}	2008 Kukla Değişkeni
D_{2013}	2013 Kukla Değişkeni
X_{it}	Bağımsız Değişkenler
r_f	Risksiz Faiz Oranı
β	Şirkete Ait Beta
$r_m - r_f$	Piyasa Risk Primi

1. BÖLÜM

GİRİŞ

Sermaye yapısı finans literatüründe üzerinde çokça durulan konuların başında gelmektedir. Sermaye yapısındaki bir değişiklik firmanın değerini, firmanın yapısını ve alacağı kararları nasıl etkilediğini görmemiz açısından önemlidir. En uygun şekilde sermaye yapısının nasıl belirleneceği konusunda günümüzde birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmada Modigliani ve Miller'ın (1958) vergisiz ve vergili ortamdaki sermaye yapısı teorileri, Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Dengeleme Teorisi üzerinde durulmuştur.

Dengeleme teorisine göre şirketler borçtan sağlanan vergi tasarrufunu net iflas maliyetlerine karşı ayarlar. Finansman hiyerarşisi ise ters seçim dolayısı ile, önce dağıtılmayan karlar, sonra borç ve gerekli olması durumunda öz sermaye ile finansman sağlanacağını ifade eder. Şirketler, nakit akımı ve gelir üretecek duran varlıklara yatırım yaparlar. Şirketlerin finansman ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için, yabancı kaynak ve öz sermaye olmak üzere iki ana kaynağa gereksinim duyar. Bir şirket sadece öz sermaye ile finanse edilir ise tüm nakit akımları sermayedarlara gidecekken hem öz kaynak hem borç ile finanse edilirse nakit akımları ikiye bölünecektir.

Firma açısından güvenli olarak kabul edilen kısım hissedarlara giderken, kalan kısım alacaklılara gidecektir. Borç ile öz sermayeyi birbirinden ayıran temel nitelikler: süre, şirket geliri üzerinde, varlıklar üzerinde talep hakkı ve yönetime katılma payı olarak düşünülebilir. Şirketin geliri üzerinde öncelikli hakka borç verenler sahiptir. Ayrıca borçlanma beraberinde bir faiz yükü getirmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı 2008 krizi öncesi, sırasında ve sonrasında uygulanmaya başlanan parasal genişleme politikalarının ardından ülkemize gelen nakit akımlarının, uluslararası portföy yatırımlarının ve doğrudan yatırımların BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmaların sermaye yapıları üzerine etkilerini incelemektir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır; İlk bölümde sermaye yapısı kavramı, sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısını belirleyen faktörler ve konu ile ilgili yapılan literatür

alışması yer almaktadır. İkinci bölümde ise küresel ekonomik kriz süresince gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının parasal genişleme (QE) ve geleneksel olmayan para politikaları üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ise kriz süresince ortaya çıkan nakit akımlarının BIST50 finansal olmayan firmalarının borçlanma eğilimleri analiz edilmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise analizlerin sonucunda ortaya çıkan sonuçlara yer verilerek bir değerlendirme yapılmıştır.

Birinci bölümde, öncelikle sermaye yapısı kavramı tartışılmış ve sermaye yapısı teorileri üzerine klasik ve modern yaklaşımlar açıklanmıştır.

İkinci bölümde ise önce parasal genişleme kavramı üzerinde durulmuştur. Gelişmiş ülkelerin Merkez Banka'ları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın küresel kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulamaya koydukları para politikaları incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise finansal olmayan BIST50 firmalarının sermaye yapılarının bu süreçten nasıl etkilendikleri incelenmiştir. 2002 – 2019 yılları arasında bu firmaların uzun vadeli kaldıraç oranlarındaki değişimler panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise analiz sonuçları değerlendirilmiştir.

1. SERMAYE MALİYETİ VE SEMAYE YAPISI

1.1 Sermaye Maliyeti ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Yatırım kararları ile doğrudan ilgili olan finansman kararları şirketler için oldukça önemlidir. Bir işletmenin tüm yatırım çeşitlerini finanse etmenin, gerçek maliyetlerini ölçmek için hesapladığı oran sermaye maliyetidir (Yiğit, 2016, 6). Sermaye maliyeti, finans yöneticileri ve ekonomistler tarafından büyük önem verilen bir konudur. Sermaye maliyeti, işletme finansmanında 3 noktada önemlidir (Keskin Benli, 1996).

1.Sermaye temel bir üretim faktörüdür. Üretim faktörünün maliyeti, karın maksimizasyonu ve üretim maliyetlerinin minimuma indirilmesi ile ilişkilidir. Emek ve Sermaye üretimin temelindeki iki unsurdur (Yiğit, 2016).

2.Yatırım projelerinin değerlendirilmesi sırasında net bugünkü değer yöntemi ve iç verim oranı yönetimi ortaya çıkmaktadır. İç verim oranı yönteminde ise net bugünkü değeri sıfır olan yani nakit giriş ve çıkışlarını birbirine eşitleyen projenin iç verim oranını bulduktan sonra sermaye maliyeti ile karşılaştırarak buna göre seçim kararını vermektedirler. Sermaye maliyetinin iç verim oranından daha düşük olduğu projelere kaynak tahsisi yapılmaktadır. Net bugünkü değer yöntemi, projeden sağlanan nakit akımlarını ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto (indirim) eder. Projenin kabul veya red kararı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilen nakit akımları dikkate alınarak verilmektedir (Yiğit, 2016).

3.Sermaye maliyeti firma değerini belirleyen önemli faktörlerdendir.

Bir şirketin sermayesinin maliyeti, dış finansman ve öz sermaye olarak kaynak sağlayan yatırımcıların talep ettiği ortalama getiri olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile tahmin edilir. AOSM hesaplamasının zorluğu, yatırım yapılacak şirketin hisse senetlerine sahip yatırımcıların beklediği getiri oranı olan öz sermaye maliyetidir. Pek çok şirketin başvurduğu sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli, beklenen getiri oranının, risksiz faiz oranı, şirket betasına bağlı bir şirket risk primi ve piyasa risk primi toplamından oluştuğunu ifade etmektedir (Yiğit, 2016, 6).

$$ke = rf + \beta(rm - rf)$$

Denklemdaki r , öz sermaye maliyetini; r_f , risksiz faiz oranını; β , şirkete ait betasını ve $r_m - r_f$, piyasa risk primini ifade etmektedir.

Kaynakların defter değeri veya piyasa değeri kullanılarak hesaplanması mümkünse de piyasa değeri kullanılması daha sağlıklı sonuçlar verecektir. Sermaye maliyetinin yüksek veya düşük hesaplanması ayrı ayrı sorunları beraberinde getirecektir. İlk durumda, bazı projelerin cazip görünmemesi ile birlikte büyüme hızının yavaşlaması durumu ortaya çıkabilecektir. İkinci durumda ise, verimsiz yatırımlar yapılması gibi sorunlar ortaya çıkabilecektir. Bu neden ile sermaye maliyetinin hesaplanmasında faktörlerin tamamı ciddiyet ile değerlendirilmelidir. Eğer firmalar daha düşük maliyete sahip olan borcu öz kaynağa tercih ederler ise, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin borç ve öz kaynağın maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması olması nedeniyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşecek ve firmanın değeri artacaktır (Yiğit, 2016, 6-7).

1.2 Sermaye Yapısı Kavramı

Finans literatüründe sermaye kavramı, işletmelerin mal üreterek hizmet ve fayda sağlayabilmeleri için ihtiyaç duydukları gereksinimleri elde etmelerini sağlayan, işletme içinden ve işletme dışından elde edilen kaynaklar olarak ifade edilir. (Yılmaz, 2014: 3)

İşletme içinden sağlanan kaynaklar işletme sahipleri tarafından, herhangi bir vadeye tabi tutulmaksızın, işletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere ve gelir elde etmek amacıyla ortaya konulan kaynaktır. İşletmenin öz kaynakları, dağıtılmamış karlar, yedek akçeler, yeniden değerlemeden doğan artışlar, sermaye artışı, yeni ortak alımı gibi farklı şekillerde olabilmektedir. İşletme dışından sağlanan kaynak ise vadesinde ve şartlara uygun olarak geri ödenmek üzere üçüncü şahıslardan elde edilen kaynaktır. Yabancı kaynaklar genellikle doğrudan borç, krediler, emtiaya dayalı tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller vb. türlerde karşımıza çıkabilmektedir. (Akman, 2012: 5)

İşletmelerin sermaye yapıları sektörden sektöre farklılık gösterebilmektedir. (Brigham ve Houston 1999) Firmaların varlıklarının sürekliliği ve devamlılığı finansal yapılarını sağlam ve güçlü bir şekilde oluşturabilmelerine bağlıdır. Yanlış alınan sermaye yapısı kararları firmaları iflaslara ve sektörden silinmelere itebilir. Modigliani ve Miller'ın yazdıkları "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment"

başlıklı makalelerinden günümüze uzanan konu ile ilgili değişik teoriler mevcuttur. (Seda Cansız, Güven Sayılğan, 2017)

Sermaye yapısı belirlenirken uygunluk, risk, finansal kaldıraçtan yararlanma, maliyet, esneklik, kontrol ve zamanlama kavramları üzerinde durulur. Uygunluk ilkesi duran varlıkların uzun ve devamlı kaynaklarla finanse edilmesini ifade eder.

Risk, finansmana ilişkin alınacak kararların risk ile karlılık kavramının uygun bir şekilde ortaya konmasını ifade eder. Şirketin sağladığı karlılık oranı ödenen faiz oranından yüksek olduğu sürece borçlanma yoluna devam edilirken, yabancı kaynakların artan faiz oranları sebebi ile bir süre sonra finansal kaldıraçtan faydalanması cazipliğini yitirebilir.

Kaynakların vergiden sonraki maliyetleri, borç faizlerinin vergi matrahından indirilebilmeleri ve borçlanmanın görünen yıllık maliyeti ile gerçekleşen maliyeti arasındaki fark maliyet ilkesi olarak adlandırılır.

Kontrol ilkesi, şirket sahip ve ortaklarının firma üzerindeki kontrol yetkilerini devredip devretmemeleri ile ilgilidir. Zamanlama ilkesi ise fonların en elverişli koşullarda elde edilmesi anlamındadır.

1.3 Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

1.3.1 Net Gelir Teorisi

Klasik sermaye yapısı teorilerinden net gelir teorisine göre bir şirket kaldıraç faktöründen yararlanma derecesini arttırarak sermaye maliyetini düşürme ve piyasa değerini yükseltme olanağına sahiptir. Finansmanın sermaye maliyeti, öz sermaye maliyetinden daha düşük olduğu durumda öz sermaye yerine borç kullanılarak OSM'yi düşürmek ve piyasa değerini yükseltmek mümkün olacaktır. Teorinin varsayımları ise; öz sermaye maliyetinin borçlanma maliyetinden yüksek olduğu ve öz sermaye ile borçlanma maliyetlerinin sabit kaldığıdır. Şirketin dış finansmana dayalı borçlanma yükü arttıkça öz sermaye ve borç maliyetinin de sabit kalmayıp artacağı tartışılmaktadır (Yiğit, 2016, 15-17).

Firma değeri ve ortalama sermaye maliyetleri arasındaki ilişki net gelir teorisine göre aşağıdaki şekilde ifade edilir;

$$V = E / \dot{I}_e + F / \dot{I}_b$$

$$\dot{I}_e = \text{Hissedarların Geliri} / \text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri}$$

$\dot{I}b$ = Borcun Senelik Faizi / Borcun Piyasa Değeri

V= İşletmenin piyasa değeri

I_e = Öz sermaye maliyeti

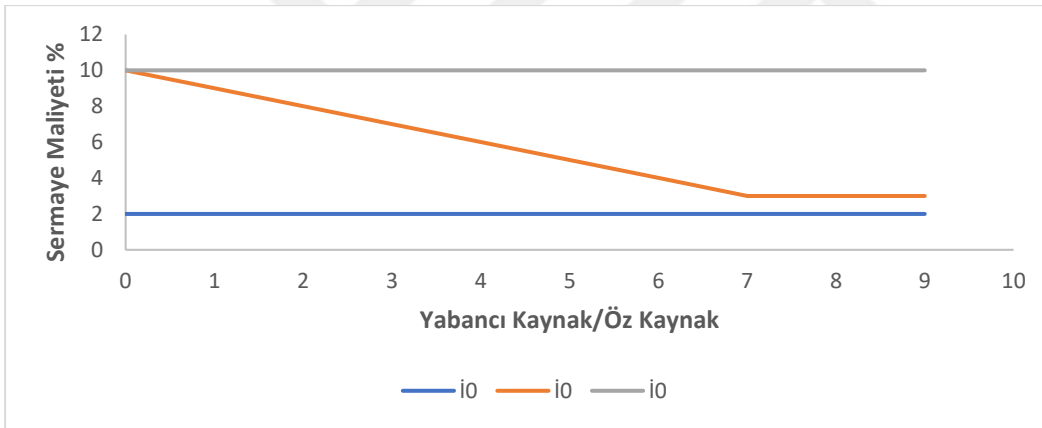
$\dot{I}b$ = Borcun maliyeti

E= Ortaklarca kullanılabilir gelir

F= Faiz

Formül, öz sermaye maliyetinin ve borç maliyetinin düşük olması durumunda işletmenin piyasa değerinin de buna bağlı olarak yüksek olacağını ifade etmektedir. Yabancı kaynakların artışı kaldıraç oranını daha yüksek hale getireceğinden firmanın piyasa değeri artacaktır. Net gelir yaklaşımında esas ifade edilmek istenen düşünce borç alarak işletme değerinin yükseltilmesidir.

Şekil 1. Net Gelir Teorisi



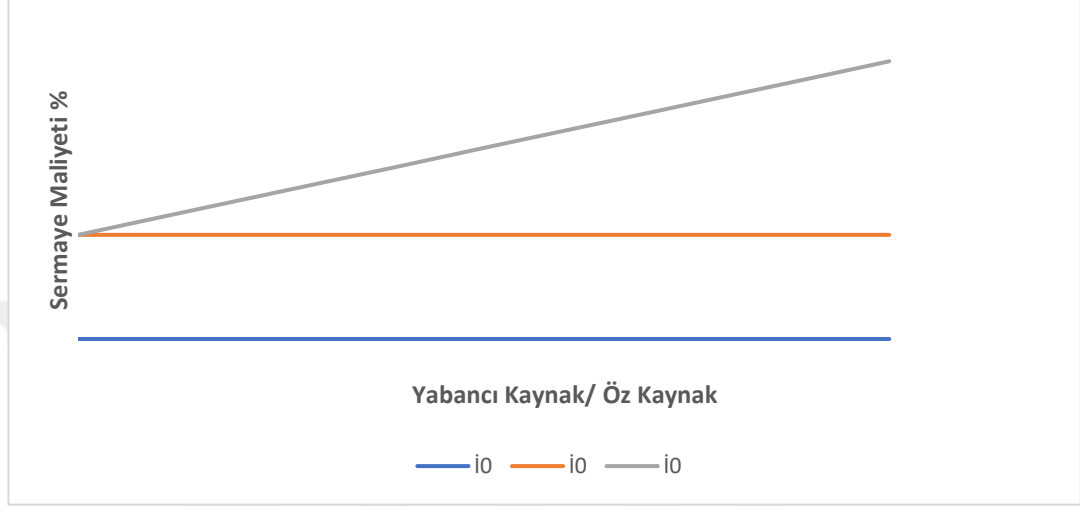
Kaynak: Yiğit, 2016, 16

Net faaliyet geliri teorisi, 1952 yılında David Durand tarafından yapılan çalışmada tanımlanmış ve firma değerinin sermaye yapısındaki değişikliğe bağlı olarak değişiklik göstermeyeceği ve sermaye yapısı nasıl olursa olsun firmanın değerinin sabit kalacağı ifade edilmektedir (Can, 2013, 6).

Ortalama sermaye maliyetinden uygun bir finansman sağlanması durumunda ise, öz sermaye maliyeti borçlanma miktarı artışından dolayı yükselir, böylelikle ortalama sermaye maliyeti değişmez. AOSM değişmeyeceğinden şirketin sermaye yapısının şirketin piyasa değeri üzerinde etkisinin bulunmadığı tartışılır. Teorinin önemli sonucu yabancı finansman kullanımını arttırmakta ve AOSM'ni azaltma imkanı

sunmamasıdır. Şirket için tek bir optimum sermaye yapısı bulunmamakta, sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürmek ve şirket piyasa değerini arttırmak mümkün olmamaktadır. Bu sonuçla tüm sermaye yapılarının optimum olduğu varsayılmıştır.

Şekil 2. Net Faaliyet Geliri Teorisi



Kaynak: Yiğit, 2016, 17

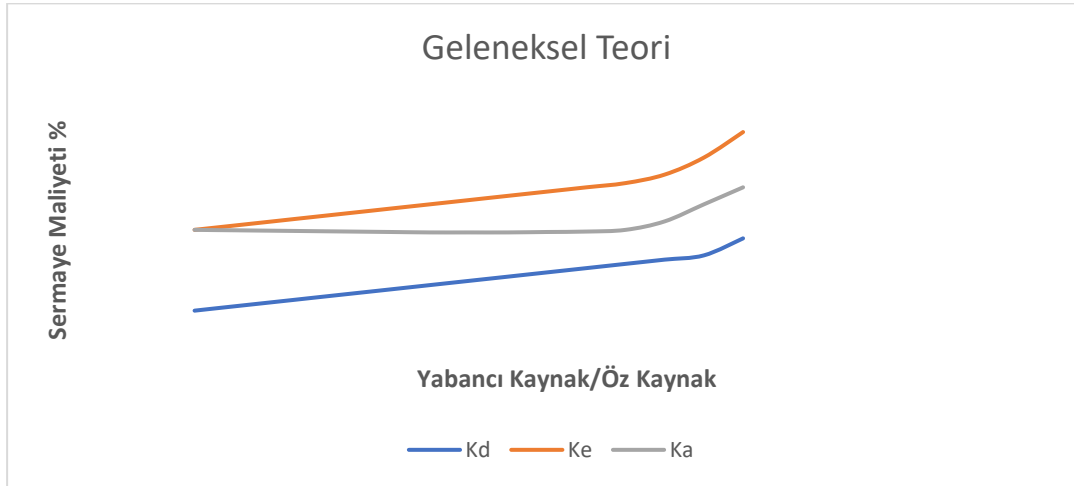
1.3.2 Geleneksel Teori

Geleneksel teoriye göre ise; piyasanın altında bir orandan borçlanmak ortalama sermaye maliyetini düşürerek şirket piyasa değerini arttıracakken piyasanın üzerinde sayılan düzeyin üzerinde bir borçlanma finansal riski arttıracığından ortalama sermaye maliyetini yükselmek şirket piyasa değerini düşürecektir. MM'ın ilintisizlik önermesini benimseyen gelenekçiler piyasadaki kusurların, borçlanmayı maliyetli, riskli ve zor hale getirdiğini öne sürerler. Bu durum kaldıraç oranı yüksek olan şirketlerin hisse senetleri için prim ödemeye razı müşterilerin ortaya çıkmasını sağlamaktadır (Yiğit, 2016, 17-19).

Şirketler bu primi paraya çevirmek için uğraşırlar. AOSM önce azalır sonra artacağından şirket için tek bir optimum sermaye yapısı bulunmaktadır. Bu sermaye yapısında, yabancı finansman kaynaklarının ve öz sermayenin gerçekleşen marjinal maliyeti birbirine eşittir. Ancak optimum sermaye yapısının ölçülebileceğinin kesin bir tanımı bulunmamaktadır.

Geleneksel teoriye göre ortalama sermaye maliyeti bir noktaya kadar önce azalır, sonra ise artmaya başlar. Bu durum aşağıdaki şekilde ifade edilmeye çalışılmıştır.

Şekil 3. Geleneksel Teori



Kaynak: Yiğit, 2016, 18

Şekil incelendiğinde firma öz kaynak maliyeti, borçlanma maliyetinden yüksektir. Yani firma sermayesine katılımdan ziyade firmaya borç vermek daha avantajlıdır, Sermayeye katılım riski yüksektir. Bu durumda ortaklar risklerini telafi etme amacıyla daha yüksek kar payı isterler. Firma ise düşük maliyetli olan borç kaynaklarına sermaye yapısı içerisinde daha fazla yer vererek OSM'ni düşürmeye çalışır. OSM'nin ortalama olarak en düşük olduğu nokta optimal sermaye maliyetidir. Bu noktada işletme değeri maksimum seviyededir. Öz kaynak maliyeti ve borç maliyeti artar, piyasa değeri düşmeye başlar.

1.4 Modern Sermaye Yapısı Teorileri

M&M (Modigliani ve Miller) ile başladığı kabul edilen bu kavram ardından yoğun çalışmaları beraberinde getirmiştir. Franco Modigliani ve Merton H. Miller sırasıyla 1985 ve 1990 yıllarında Nobel ekonomi Ödülü'nü kazanmışlardır. Onların çalışmalarının ışığında mevcut çalışmalardan en öne çıkanları, Dengeleme (trade-off) teorisi ve Finansman hiyerarşisi (pecking order) teorisidir.

1.4.1 Modigliani-Miller Teorileri

Modigliani ve Miller teoremine göre iki yaklaşım söz konusudur. 1'inci yaklaşım vergisiz ortamdan söz ederken 2'nci yaklaşım vergili ortamı inceler. Bu yaklaşım 1958 yılında geleneksel yaklaşıma karşı bir görüş olarak ortaya çıkmıştır. Firmanın sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasında bir ilişki olmadığı savunulmuştur. Firmadaki

borçlanma seviyesi ne olursa olsun sermaye maliyetinin değişmeyeceği vurgulanmıştır. MM bazı varsayımlar ile birlikte, sermaye yapısı ile ilgili dönemin düşünce yapısının dışına çıkmıştır. Bu önermedeki en önemli durum verginin faktör olarak hesaba katılmasıdır.

MM kuramının varsayımları aşağıda açıklanmıştır;

1-Menkul değerlerin alış ve satışında aracılık ve komisyon maliyeti bulunmamaktadır. (Moyer ve diğerleri, 2001)

2-Piyasada yeterli sayıda alıcıdan ve satıcıdan bahsedilir. (Moyer ve diğerleri, 2001)

3-Tüm yatırımcılar için piyasada yeterli düzeyde bilgi vardır. (Moyer ve diğerleri, 2001)

4-Vergi maliyetleri bulunmamaktadır, gelir üzerinden ödenen vergilerin mevcut olmadığı varsayımı 1963 yılında yayınladıkları makalede kaldırılmıştır. (Akgüç, 2011)

5-İflas maliyetleri bulunmamaktadır. (Brigham ve Houston, 2009)

6-Tüm yatırımcılar ve kurumlar aynı anda borç alabilirler. (Brigham ve Houston, 2009)

7-Bir firmanın gelecekteki yatırımları hakkında piyasada şeffaflık hakimdir. (Brigham ve Houston, 2009)

8-Faiz ve vergi öncesi kar, borçlanma miktarlarından bağımsızdır. (Brigham ve Houston, 2009)

9-Aynı sektörlerde ve koşullar altında faaliyet gösteren firmalar, aynı derecede risk seviyesi ile karşılaşılır. (Moyer ve diğerleri, 2001)

1.4.1.1 Vergisiz Ortamda M&M

Franco Modigliani ve Merton Miller (MM), The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment isimli makalelerini 1958 yılında yayınlamışlardır. Bu makale ikiliye ekonomi alanında Nobel ödülünü getirmiştir.

Bu çalışmanın başlangıç varsayımı, her şirketin beklenen nakit akımlarına sahip olduğudur. Her bir şirketin sahip olduğu fiziksel varlıklar, şirketin hissedarlarına bir nakit akımı sağlayacaktır. Burada bahsedilen nakit akımlarından kasıt, kar payı (Temettü) değil gelirdir.

Nakit akımları serisinin değişken olmamasının veya olmasının net olarak bilinmesi mümkün değildir. Ancak nakit akımlarının ortalamasının ve/veya birim zaman başına ortalama gelirin, sonu olan ve aynı zamanda olasılık dağılımına da bağlı tesadüfi bir değişkeni temsil ettiği düşünölebilir. Fon sağlayıcıların, olasılık dağılımı ile ilgili farklı görüşlere sahip olması mümkünse de basitlik sağlamak için beklenen getiri ile ilgili hemfikir oldukları farz edilmektedir (Yiğit, 2016, 20-24).

MM'ye göre tahviller, kesin olarak nakit gelirleri olarak kabul görür. Bu durumda hissedarlara karşı sermaye maliyeti, tahvillerin faiz oranına eşittir. Şirketler genel anlamda rasyonel olarak, tahvil gibi fiziki olarak düşünölebilen varlıklardan sağlanan faydayı, piyasadaki faiz oranına denk duruma gelene kadar tutacaklardır. Bu durum iki farklı kriter olan, karın ve piyasa değerinin maksimizasyonu şeklinde incelenebilir. (Modigliani ve Miller, 1958)

İlk yaklaşımda, fiziksel varlık olarak düşünölen tahviller sermayedarların karını net olarak arttıracaksa alınmaya değer diye düşünölür. Ancak bahsi geçen tahvillerin net karlarının artmasının en bariz yolu, beklenen getiri değerinin faiz oranını geğmesidir. İkinci yaklaşımda, bahsi geçen tahviller sermayedarların öz sermaye değerine katkıda bulunacaksa alınmaya değerdir. Bu koşulun sağlanabilmesi için beklenen getiri oranının, faiz oranını geğmesi gerekmektedir (Modigliani ve Miller, 1958: The cost of capital, 250-280).

Bir diğer önemli varsayım şirketlerin eş değer getiri sınıflarına ayrılabilmesidir. Bu sınıfların birisinden seçilecek bir şirket tarafından ihraç edilen hisselerin getirisi, aynı sınıftaki diğer şirketlerce ihraç edilen hisselerin getirileriyle mükemmel ilişkiye sahip olacaktır. Bu varsayım sayesinde, şirketlerin homojen olarak sınıflandırılması sağlanarak birbirlerinin yerini mükemmel olarak tutmaları sağlanmaktadır. Herhangi bir sınıftaki tüm hisselerin fiyatları, beklenen getirileri ile orantılı olmalıdır (Yiğit, 2016, 20-24).

Bir şirketin bilançosundaki kayıtlı menkul kıymetlerinin toplam değeri, piyasaya ihraç ettiği hisse senetlerinin toplam değeri ile borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir. Böylece, bütün şirketlerin piyasa değeri sermaye yapılarından bağımsızdır. Şirketin gerçek değeri, ihraç ettiği menkul kıymetlerle değil bilançosundaki kayıtlı varlıkların toplamı ile belirlenir. Uzun vadeli ve kısa vadeli finansmanların da şirket değeri üzerine bir etkisi bulunmaz. Değerin korunumu yasasına göre, mükemmel sermaye

piyasaları ve yapılacak seçimin şirketin yatırım ve faaliyet politikalarını etkilemeyeceği varsayımları altında öz sermayenin veya borcun farklı tiplerinin kullanılması, şirket değerinde bir değişikliğe yol açmayacaktır (Yiğit, 2016, 20-24).

Net faaliyet karı ve işletme riski eşit olan iki şirketten borçlu olan ile borçsuz olanın piyasa değerleri farklılaştığında bir arbitraj olanağı doğacak ve arbitraj işlemi sonucunda şirketlerin piyasa değerleri birbirlerine eşitlenecektir ($V_l = V_u$). Bu durumun gerçekleşebilmesi adına aynı koşullar altında faaliyet gösteren firmaların tamamı ve finans sağlayıcıların tamamı aynı bilgi seviyesine sahip oldukları varsayıldığından, sahip oldukları risksiz menkul değerlerin alış ve satışlarından kar elde edemezler. Bu sebeple, aynı risk kategorisine giren ve net faaliyet karları eşit olan firmaların piyasa değerleri de birbirine eşittir (Akgüç, 2011).

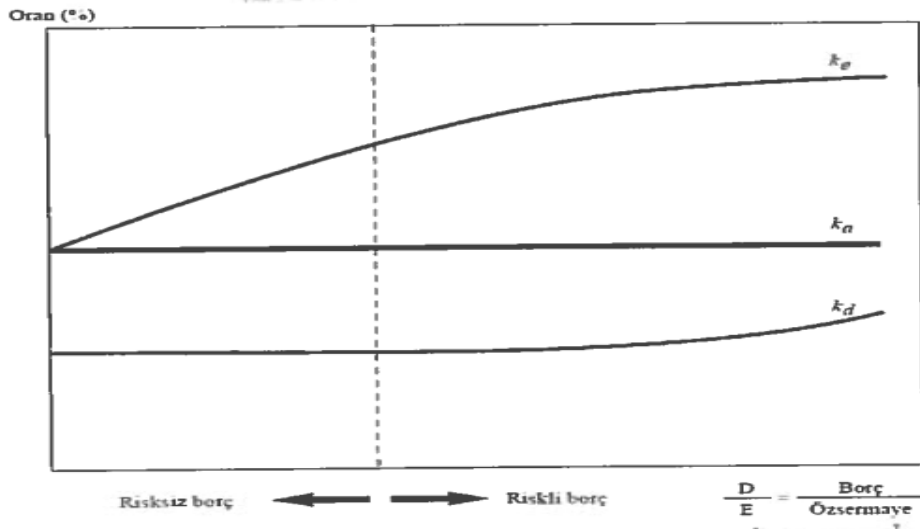
İlk önermenin gerçekleşmesi ile öz sermaye maliyeti, borç/öz sermaye (D/E) oranının doğrusal artan bir fonksiyonu olacaktır. Nispeten daha uygun olan finansmanın daha fazla kullanılmasından elde edilen fayda, artan öz sermaye maliyeti ile dengelenecektir. AOSM finansman kaynaklarının birleşmesinden daha bağımsız olarak sabit kalacaktır. Buna göre borçlanma ile birlikte öz sermaye maliyeti de artacaktır. Şirket değerinin kaldıraçtan etkilenmemesi için AOSM' nin sabit kalması gerekmektedir. Bu maliyet oranı ise öz sermaye maliyeti ve borç maliyetinin ağırlıklı ortalaması olduğundan, borç oranı arttıkça öz sermaye maliyeti, ağırlıklı sermaye maliyetini sabit tutacak şekilde artacaktır (Yiğit, 2016, 20-24).

Tamamen öz sermaye ile finanse edilen bir firma ile kaldıraç kullanan bir firmanın değerleri her ikisi için de vadesiz tahvil geliri yaklaşımı ile aşağıdaki formüle göre hesaplanabilir (Moyer ve diğerleri, 2001).

$$K_e = K_a + (K_a - K_d) * (D/E)$$

Buna göre öz sermayenin beklenen getirisi (K_e), borç risksiz olduğu sürece D/E ile bağıntılı olarak doğrusal bir artış gösterir. Tamamen öz sermaye ile finanse edilen bir şirkette $K_e = K_a$ olacaktır. Şirket borçlandıkça borç maliyeti sabit kalırken, hissedarlar, ekstra riski telafi etmek için $(K_a - K_d) * (D/E)$ kadar bir prim talep edecektir.

Şekil 4. Modigliani- Miller Teorisi



Kaynak: Yiğit, 2016, 22

Kurumlar vergilere tabi tutuluyorsa kaldıraç kullanan firmanın piyasa değeri, kaldıraç kullanmayan firmanın piyasa değeri ile borçtan kaynaklanan vergi avantajına eşit olacaktır. Eğer faaliyet geliri sabit ise, şirket değerini arttıran her şey AOSM'ni düşürecektir.

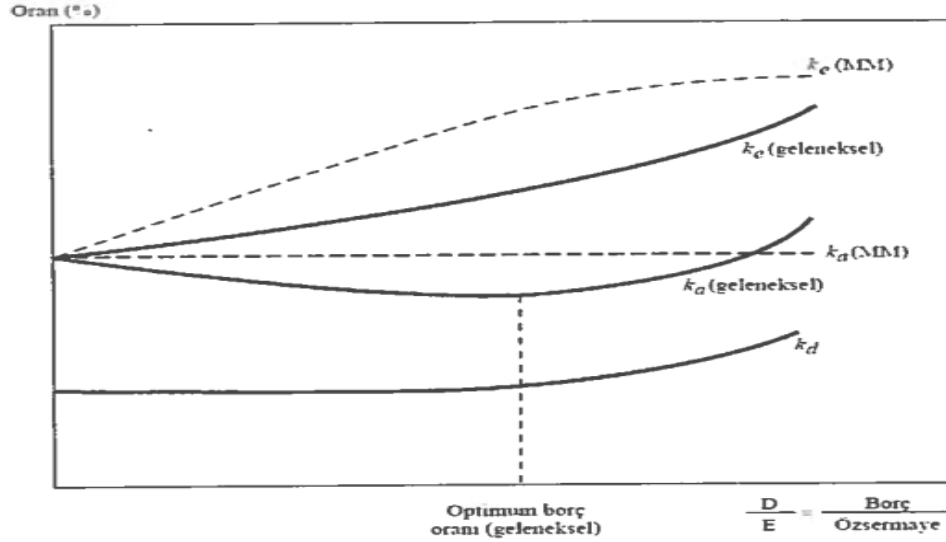
Finansal kaldıraç faaliyet gelirini çeşitli şekillerde etkileyebilmektedir. Şirket değerini maksimize etmek, her zaman AOSM'ni minimize etmek anlamına gelmemektedir. Daha gerçekçi ve uygun çalışmalar doğrultusunda, bu varsayımların esnetilebileceği belirtilmiştir (Yiğit, 2016,).

Bu noktada, teoremin ancak belli koşullar altında geçerli olacağı varsayılır. Vergilerin olmadığı, iflasın ne şirket için bir tasfiye maliyeti ne de yöneticiler için bir itibar maliyeti olmadığı, finansal piyasaların mükemmel olduğu varsayımları altında teoremin geçerli olacağı baştan beri ifade edilmiştir. Teoriye göre şirket değeri, iskonto edilmiş nakit akımlarına eşittir. Şirket değeri iskonto oranı ve nakit akımlarıyla, bir başka ifade ile varlıkları ile belirlenmektedir. Şirket değeri, bu varlıkların finansmanında kullanılan yükümlülüklerin bileşiminden bağımsızdır.

OSM, borcun miktarı ve yapısından bağımsız olup yatırımcıların aynı risk grubundaki şirketler için istediği getiriye eşittir. İntisizlik önermesinin test edilmesi kolay değildir. Borç ve şirket değerinin ikisi de içsel olup kar, teminat ve büyüme fırsatları gibi başka faktörler tarafından belirlendiğinden yapısal bir test oluşturulamaz (Yiğit, 2016, 20-24). Geriye bakıldığında Miller, şirketlerin tamamının aynı oranda etkili

vergi oranlarına sahip olduğunu varsaymış, kurumsal olan vergilerin yanı sıra kişisel vergileri de modele eklemiştir.

Şekil 5: MM Teorisi ve Geleneksel Teorinin Karşılaştırması



Kaynak: Yiğit, 2016, 24

1.4.1.2 Kurumlar Vergisi Altında M&M

MM modelinden bugüne kadar sermaye yapısı teorilerinin gelişimi, teoremin varsayımlarının esnetilmesi ile elde edilmiştir. İlk esneme vergilerin olmadığı varsayımı olmuş; Amerika Birleşik Devletleri'ndeki vergi kanunlarının borca ve borçlanmaya ayrıcalıklı davranmasından sebeple, vergili ortamda mekanizmanın işleyiş şekline ilişkin yeni önermeler MM (1963)'te ortaya konulmuştur.

Birinci önerme; borçlanma faizi ile birlikte olacağından vergi matrahında bir düşüşe yol açacaktır, finansman ihtiyacını borçlanarak karşılamak oldukça avantajlı olacak ve OSM şirket borçlandıkça düşecektir. Yatırımcıların ödemekle hükümlü olduğu gelir vergileri de hesaplamalara dahil edilirse, dağıtılmamış kar gibi diğer finansman maliyetleri, bazı durumlarda daha elverişli olabilecektir. Kaldıraçlı bir şirket (Kd.D) kadar faiz ödemesi yapacaktır. Faiz ödemesinin vergi gelirinden düşülmesi sonucu, (Kd.D.Tc) kadar vergi tasarrufu sağlanmış olacaktır. Borcun değişmediği ve sürekli olduğu koşulunda ise her yıl (Kd.D.Tc) tutarında nakit akımı sağlanacağı varsayılır. Kurumlar vergisi genellikle sabit olacak; kaldıraçlı şirket faiz ödemelerini karşılayacak kadar kazanç sağlayacaktır. Aksi halde borç kullanılmayacaktır. Vergi kalkınının riski, faiz ödemeleri ile aynıdır. Firmalara ve piyasaya borç veren

yatırımcıların talep ettiği getiri oranı (K_d) ile iskonto edildiğinde vergi kalkanının bugünkü değeri, ($T_c \cdot D$) kadar olmaktadır (Yiğit, 2016, 25).

$$(V_l = V_u + T_c * D)$$

İkinci önerme ise, öz sermayenin riskinin finansal boyutunun, kurumlar vergisi oranına (T_c) bağlı olarak azalacağı şeklinde yenilenmiştir.

$$(K_e = K_a + (K_a - K_d) * (D/E) * (1 - T_c))$$

Bu önermenin sonucunda, borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemelerinin, kurumlar vergisinden muaf olması durumunda bile ödenen kar paylarının herhangi bir vergisel avantaj sağlamıyor olması sebebi ile, faiz ödemeli finansman borçlanmasının tercih edilmesine neden olmaktadır. Bu yaklaşımın geçerliliği iflas maliyetlerinin olmadığı varsayılan risksiz bir piyasada mümkün iken, bu durum gerçek piyasa koşullarında uygun değildir (Yiğit, 2016, 25).

MM'de kabul edilen varsayımlar altında teoremin geçerliliği sağlanabilirken, bu varsayımların gerçek piyasa koşullarında sağlanması pek olası görünmemekle birlikte varsayımların esnetilmesi ile yeni varsayımlar ortaya konulmuştur.

1.4.1.3 Modigliani ve Miller Modeline Eleştiriler

MM teorisinin en çok eleştirildiği nokta piyasanın gerçek koşullar altında modelin varsayımlarının yetersiz olmasıdır.

1. Sermaye piyasalarında tam rekabet koşullarının geçerli olduğu ve piyasada akılcı davranışlar söz konusu olduğu kavramı MM'de kabul edilmiş iken; sermaye piyasalarının etkin olmaması, kredilerin büyük ve güçlü sermayeli firmalara oranla kişilere daha maliyetli olmasına yol açar. Bu durumda finansal kaldıraçtan yararlanan firmanın, kaldıraçtan yararlanmayan firmaya oranla değerinin daha yüksek olması sonucuna yol açabilir. Bu durum piyasaları yanıltır.
2. Sermaye piyasalarında hisse senedi alım-satım işlemlerinin maliyetleri ve rekabet düzenlemeleri arbitrajı modeldeki gibi rahat ve kazançlı olmaktan çıkarır ve sınırlar.
3. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynı değildir.
4. Firmaların iflas etme riski olasılığı firmanın yabancı kaynak kullanımının fazlalığına oranlıdır. Bu durum yabancı kaynak kullanımı fazla olan firmalara yatırım çekmenin cazipliğini azaltır. Borcun artması, iflas sonucu oluşacak olası kayıplar, firmanın değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapar.

1.4.2 Dengeleme (Trade-off) Teorisi

Myers'in ortaya attığı (1984) dengeleme teorisini uygulayan bir firmanın hedef borç/değer oranı mevcuttur. Borç ile gelen finansmanın ve faizin vergi avantajları ile finansal sıkıntı, iflas maliyetleri (1977) ve temsil maliyetleri (Jensen & Meckling 1976) arasında bir ödünleşmenin olduğuna parmak basarak bu teorinin temelini oluşturmuşlardır.

Gelişen şirketler hızlı bir şekilde genişlemelerine ve sermaye ihtiyaçlarına rağmen çok nadiren borç ağırlıklı bir sermaye yapısını tercih ederler. Farklı sektörler veya aynı sektöre mensup farklı şirketler arasında veya aynı şirketin diğer yıllardaki gözlemleri arasındaki borç oranlarının farklılığı, borç veya öz sermaye ihracının fayda ve maliyetleri üzerinde ısrarla durulduğu gözlenmiştir.

Öz sermaye finansmanı ile kıyaslandığında, borç finansmanının üç özelliği dikkat çekmektedir. Bunlar sırası ile, hissedarlara yapılan ödemeler vergiden düşülmemesine rağmen faiz ödemelerinin vergiden düşülebilir olması, borcun şirketin ekonomik durumu ne olursa olsun karşılanması gerekli bir hak olması ve borcun tasfiye durumunda öz sermayeye göre öncelikli olmasıdır. Kurumlar Vergisi kaynaklı etki, borçlanarak elde edilecek finansmanı ve faiz maliyetini cazip hale getirirken, özel nakit akımı ve tasfiye hakları, borçlanarak elde edilen finansmanın vergi faydasını dengeleyecek finansal sıkıntı maliyetlerine yol açacaktır (Yiğit, 2016, 26).

Dengeleme teorisi ifadesi, birbiri ile ilişkili teoriler grubunu ifade eder. Teoriye göre, işletmeler için optimum bir sermaye noktası mevcuttur. İşletmeler borç veya öz kaynak seçimi yaparken, faizin vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyeti arasında bir denge noktasında yer almasına özen göstermelidirler (Ozkan, A. 2001, 185).

Yani, borçlanmanın sağladığı fayda ile borçlanma sonucunda uğranılan zarar arasındaki farkın en fazla olduğu noktada borçlanmaları gerekecektir. İşletmeler de bir borçlanma oranı hedefleyerek bu orana doğru borçlanmaya çalışırlar (Myers ve Majluf, 1984).

Dengeleme teorisi, her işletmenin farklı bir hedef borç oranına sahip olacağını ileri sürer. Maddi duran varlıkları olan, güvenilir işletmelerin hedef borç oranlarının yüksek olması beklenirken, maddi duran varlıkları olmayan, riskli ve karsız işletmelerin hedef borç oranlarının düşük olması beklenir. MM teorisinde kurumlar vergisi ödeyen işletmelerin olabildiğince borçlanmaları önerilir, dengeleme teorisinde ise işletme

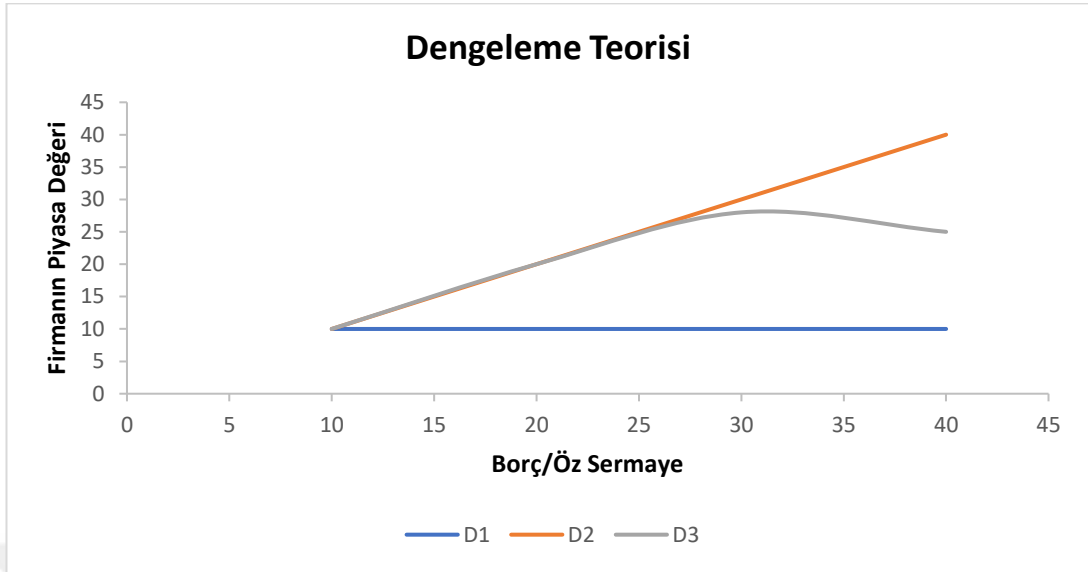
tarafından önceden belirlenmiş bir borç oranına göre borçlanmaları önerilmektedir (Brealey vd., 1997).

Hedef ayarlama şeklinde hareket gösteren kaldıraç, bir şirket açısından vergi tasarrufu ile iflas maliyetlerini dengelerken yeterli olmaz. Bu yüzden, hedef ayarlamının ayrı bir konu başlığı olarak incelenmesi daha uygun olacaktır. İflas ve vergilerin, bir statik model içerisinde kaldıraç belirleyen ana faktörler olduğu hipotezi, statik dengeleme modeli olarak adlandırılmaktadır (Baldemir, E., Süslü, B. 2008).

Statik dengeleme modeli ile hedef belirleme hipotezleri için ayırım yapılması söz konusu olduğunda, bu ayırım ne teorik ne de ampirik nedenlerden dolayı önem arz eder. Hedef ayarlama, dinamik bir teoridir. Bu teoriler, vergileri ve iflas maliyetlerini yansıtmının yanı sıra daha farklı nedenleri de yansıtabilir. Statik modeller, çeşitli ek varsayımlar dışında dinamik model ile ilgili tahminler yürütmezler. Hedef ayarlama hipotezi statik dengeleme teorisinin ve finansman hiyerarşisi teorisinin aldığından daha çok bir ampirik destek görmektedir (Yiğit, 2016, 28).

Dengeleme teorisine ilişkin olarak, serbest nakit akımları ve vergisel açıdan faydalar ile ilgili problemleri kontrol altına alabilmek, borçlanma yolu ile kullanılan fazla miktarda dış finansal kaynakların nedenleri iken iflas ve diğer temsil maliyetleri, daha az miktarda dış finansal kaynak kullanılmasının nedenleri arasında sayılabilir. Borcun marjinal faydasının, marjinal maliyete eşit olduğu noktada optimum sermaye yapısına ulaşılabileceği iddia edilir. Trade-off (Dengeleme Teorisi) statik versiyonda bahsi geçen faktörler ile optimum sermaye yapısı belirlenecektir. Teorinin dinamik versiyonunda ise bahsi geçen faktörler, optimum bir aralık olarak belirlenmiştir. Bu aralığın uç noktalarının aşılması, şirketin finansman ihtiyaçlarının karışımında değişikliklere sebep olmaktadır (Yiğit, 2016, 28).

Şekil 6. Dengeleme Teorisi



Kaynak: Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, Marcus, Alan J. (1997). İşletme Finansının Temelleri, Sayfa: 418

1.4.2.1 Statik Dengeleme Modeli

MM'in kurumlar vergisi faktörü ile geliştirilmiş vergili ortam yaklaşımı kabul görmüş, üzerine finansal maliyet sıkıntıları ve temsilcilik maliyetleri de eklenmek sureti ile MM yöntemi sonrası elde edilen sonuçlar realiteye biraz daha uygun hale gelmiştir. Ortaya çıkan ödünleşim sonucunda, parametreler arasında bir denge kurulması gerektiğine inanılmaktadır. Vergilerin ve finansal maliyetlerin olmadığına dair iki varsayım ile ilgili itirazlar, dengeleme modellerinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. MM'in önermesinde borçlanmanın sürekli olarak artması ile birlikte vergi kalkanından sağlanan fayda, dengeleme teorisine oranla optimal seviyeye kadar OSM'ni düşürmekte ve firmanın piyasa değerini arttırmaktadır (Cohen, R. 2004).

Şirketin vergi sonrası değeri, vergi kalkanının bugünkü değeri kadar artacaktır. Ancak finansal kaldıraç derecesi ne kadar yüksek ise alacaklılara karşı yükümlülükleri karşılamakta zorlanma, finansal durumun zayıflaması anlamına gelen finansal sıkıntıya düşme ihtimali de o kadar fazla olacaktır. Şirket piyasa değeri ise finansal sıkıntı maliyetlerinin şimdiki değeri kadar azalma gösterecektir (Yiğit, 2016, 28).

Firma tasfiyesinde ise vergi kalkanları, iflas giderlerine ya da finansal sıkıntılara eşitlenmesi yolu ile sonuçlandırılır. Dengeleme kuramında firmalar, borçlanmanın

faydası ve zararı eşitlenme durumuna getirmek için bir hedef Borç/Öz sermaye oranı belirlenmektedir (Beattie & diğerleri, 2006).

MM mükemmel ve etkin piyasalarda sermaye yapısının bağımsız olduğunu göstermiştir. Dengeleme teorisi, vergiler, finansal sıkıntı maliyetleri, temsil maliyetleri gibi piyasa kusurlarını ekleyerek ve piyasa etkinliği ile simetrik bilgi varsayımlarını muhafaza ederek optimum bir sermaye yapısı belirlemektedir.

1.4.2.2 Finansal Sıkıntı (İflas) Maliyetleri

Finansal sıkıntı, kreditelere verilen taahhütler karşılanmadığında veya zorlukla karşılandığında ortaya çıkar. Kaldıraçlı şirketlerin finansal sıkıntıya düşebileceğini bilen yatırımcıların endişesi, şirketin mevcut piyasa değerine yansımaktadır. Finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü, finansal sıkıntı olasılığına ve bu durumda oluşacak maliyetlerin büyüklüğüne bağlıdır. İflas kararı, borçlu olan tarafın başvurusu sonucu mahkemeler tarafından tespit ve ilan edilir (Yiğit, 2016, 29-30).

İflas, bir şirket temerrüde düştüğünde kreditorlerin şirketi devralmalarına izin veren yasal bir mekanizmadır. Şirketler daha fazla borçlandıklarında temerrüt riski ve finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri artacaktır. Bu da şirket piyasa değerlerini düşürecektir. İflas maliyetleri hissedarların cebinden çıkacaktır. Kreditorler, bu maliyetleri önceden görerek daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Daha yüksek oranda faiz ödemesi yapılması ise hissedarlara yapılacak muhtemel ödemeleri azaltacak ve hisselerin bugünkü değerini düşürecektir (Irk, 2012: 20).

Tasfiye ve reorganizasyon şeklinde karşımıza çıkan iflas sürecindeki yasal ve diğer yönetsel ödemeler direkt iflas maliyetleri olarak adlandırılır. Satışlardaki düşüş, verimlilik düşüşü gibi fırsat maliyetleri kaynakların optimal kullanılmamasından kaynaklanan maliyetler, asimetrik bilgi ve çıkar çatışmasından kaynaklanan maliyetler ise dolaylı maliyetler olarak adlandırılmaktadır.

Finansal alanda öncülük eden ekonomistler, finansal sıkıntı maliyetlerinin ölçülmesini oldukça zor bulmaktadırlar. Bu zorluk, finansal sıkıntı içindeki bir şirketin zayıf performansının, finansal sıkıntının kendisinden mi, yoksa şirketi finansal sıkıntıya sürükleyen faktörlerden mi kaynaklandığı ile ilgilidir. Weiss (1990), 1979 ile 1986 yılları arasında iflas eden 37 şirketi incelemiştir. Çalışmaya göre ortalama maliyetler, iflastan önceki yılın borç defter değeri ve öz sermaye piyasa değeri toplamının %3'ü ve öz sermaye piyasa değerinin %20'si kadardır. Andrade ve Kaplan (1998) ise sıkıntılı

ve yüksek kaldıraçlı şirketlerden oluşan bir örneklem kullanarak yaptıkları çalışmada, finansal sıkıntı maliyetlerinin, sıkıntı öncesi piyasa değerinin %10'u ile %20'si arasında olduğunu tahmin etmektedir. Ancak bu maliyetlerin finansal sıkıntıdan mı yoksa sıkıntıya yol açan işletme başarısızlıklarından mı kaynaklandığına karar vermenin zorluğu vurgulanmaktadır (Yiğit, 2016, 30).

Dolaysız iflas maliyetleri şirketlerin pazar paylarının %6'sına denk gelirken, dolaylı ve direkt maliyetlerinin toplamı ise şirketlerin pazar paylarının %12,1'ine denk düşmektedir. Endirekt maliyetin, direkt maliyetten daha fazla etkisi olduğu sonucu bu varsayımın sonucu olmaktadır.

1.4.2.3 Temsil Maliyetleri Modeli

Dengeleme teorisine göre sermaye yapısını belirleyeceği öne sürülen borcun faydaları ve borcun maliyetleri farklı şekillerde sağlanabilir. Vergi ile finansal sıkıntı maliyetleri dengelemesini dikkate alan yaklaşıma göre şirketler, borcun vergi faydalarını finansal sıkıntı maliyetlerine göre ayarlar (Yiğit, 2016, 36).

Temsil maliyetleri yaklaşımına göre ise yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çatışmayı hafifleten borç, hissedarlar ile borç verenler arasındaki çatışmayı arttırabilecektir. Jensen ve Meckling (1976), temsil maliyetleri, mülkiyet hakları ve finans teorilerinin esaslarını dikkate alarak bir sahiplik yapısı teorisi geliştirmiştir. Borç ile öz sermaye ilişkisini ifade eden sermaye yapısı yerine, içeridekiler ve dışarıdakiler tarafından sahip olunan payların oranını ifade eden sahiplik yapısı kavramı kullanılmıştır.

1.4.3 Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman hiyerarşisi fikri ilk defa 1961 yılında Gordon Donaldson tarafından ifade edilmişse de "Finansman Hiyerarşisi" ifadesi ilk defa Myers (1984) tarafından kullanılmıştır. Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılan bu teori, işletmenin hedeflediği bir borç/öz kaynak oranının olmadığını savunur. Myers finansman hiyerarşisi fikrini daha önce almamasının nedenini, modern finans teorisi ile ilişkilendirecek bir argüman bulamaması olarak açıklamaktadır. Myers'e göre işletmeler fona ihtiyaç duyduklarında önce işletme içi kaynaklardan, sonra risk oranı az olan borçlanma yolundan ve en son ise, risk oranı en yüksek olan hisse senedi ihracını tercih ederler (Irk: 2012, 25).

Finansman hiyerarşisi, yeni hisse senedi ihracının maliyeti, kar payı ve borcun maliyetinden daha yüksek olduğunda ortaya çıkacaktır. Finansman maliyetleri, hisse

ihracından kaynaklanan maliyetlerden ve riskli hisse senetlerinin gerçek değerlerine ilişkin yöneticilerin daha fazla bilgi sahibi olmasından kaynaklanan maliyetlerden oluşmaktadır. Firmalar bu maliyetlerinden kaynaklı, yeni yatırımlarını ilk olarak dağıtılmayan karlarla, daha sonra güvenli borçla ve son çare olarak öz sermaye ile finanse ederler (Yiğit, 2016, 52-55).

İşlem maliyetleri unsuru Finansal Hiyerarşi Teorisinde dikkate alınmaktadır. İşlem maliyetleri, sermaye yapısında dış finansman kaynaklı önemli bir paya sahipse önem arz etmektedir. Finansal Hiyerarşi Teorisinde borç ile elde edilen finansmanın hisse senedi ihraç ederek elde edilecek finansmana nazaran tercih edilme nedenlerinden biri de işlem maliyetlerinin yeni hisse senedi ihracından daha düşük olması sebebidir (Karadeniz vd., 2009).

Myers'a göre; İşletmeler ilk olarak iç finansmanı tercih ederler. Kar payı ödeme oranları yatırım yapılacaksa düşer, çünkü hedef kar payı oranları yatırım fırsatlarına göre belirlenir. Kar payı ödeme politikaları ve karlılık ile yatırım fırsatları arasındaki dalgalanmalar nedeni ile iç fonlar az veya çok olabilir. Eğer iç fonlar yatırım harcamaları gereksiniminden az ise dönen varlıklar menkul kıymetlerde yatırım harcamalarında kullanılabilir. Dış finansman gerekiyorsa işletmeler öncelikle en güvenilir yöntemi kullanırlar. Yani dış finansman borç ile başlar, daha sonra muhtemel dönüştürülebilir tahviller gibi melez menkul kıymetler, son çare olarak yeni hisse senedi çıkarma yoluna başvurumaktadırlar (Drobtetz & Fix: 2003, 5-11).

Fon ihtiyacının karşılanmasında bilgi asimetrisi en başta küçük işletmeler için geçerlidir. Bilgi asimetrisi terimi, şirketin beklentileri, riskleri ve değeri hakkında yöneticilerin dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi oldukları anlamına gelir. Bu nedenle küçük işletmeler bankalardan ağır şartlarda borçlanmak zorunda kalırlar. Bu koşullar altında küçük işletmeler için en makul çözüm kendi iç kaynaklarından olabildiğince efektif faydalanmaktır.

Finansal hiyerarşi teorisi, dengeleme teorisinin alternatifidir. Bu terimin temel noktası, mümkün olan her zamanda şirketlerin öz kaynaklarını, dış finansmana tercih etmeleridir. Eğer bir işletme yüksek kar düzeyine sahip ise dışarıdan finansmanı tercih etmeyebilir. (Güner, 2016, 20-21).

Job tarafından 2016 senesinde yapılan çalışma ile, karlılık ve uzun dönem borçlanma maliyetleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Şirketlerin öz kaynaklarındaki artış,

kaldıraç oranını düşürür. Finansal Hiyerarşi Teorisi yukarıda yer alan açıklamalar ile desteklenmektedir. Ancak varlık yapısının ve firma büyüklüğünün kaldıraç oranı üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bunun sonucunda elde edilen çıktılar Finansal Hiyerarşi Teorisini desteklerken aynı zamanda Ödünleşme Teorisini de desteklemektedir (Gülşen ve Ülkütaş, 2012).

Asimetrik bilgi ile ilişkili yaklaşımlarından biri olan Sinyal Etkisi Teorisine göre, firmaların sermaye yapıları, dış yatırımcılara içeriden bilgi tayin etmektedir. Bu akımın temelleri, Ross (1977) ile Leland ve Pyle (1977) tarafından ortaya atılmıştır. Diğer bir yaklaşım olan Asimetrik Bilgi Teorisi ise sermaye yapısı ve bilgi asimetrisinin neden olduğu şirket yatırım kararlarındaki verimsizlikleri iyileştirmek için tasarlanmaktadır. Myers ve Majluf (1984) ile Myers (1984) da bu görüşün öncülüğünü yapmaktadırlar.

1.4.3.1 Sinyal (İşaret) Etkisi Yaklaşımı

Leland ve Pyle (1977) ile Ross (1977) tarafından geliştirilen sinyal etkisi teorisi, şirketin değişik paydaşları arasında mükemmel olmayan ve asimetrik olan bir bilginin var olduğunu kabul etmektedir. Bütün bilgiye sahip yöneticiler ile buna sahip olmayan diğer paydaşlar arasında çıkar çatışması görülmesi muhtemeldir. Bu problemi çözmek için yöneticiler, sahip oldukları bilgiyi diğer paydaşlara bir sinyal olarak iletmeye çalışır. Şirket değeri, yönetsel sahiplik ile pozitif ilişkilidir. Şirket sermayesindeki yönetsel sahiplik ne kadar yüksekse borç kapasitesinin de o kadar fazla olacağı iddia edilmiştir. Böyle güçlü bir sahiplik, yatırımcılar tarafından fark edilecek ve şirketin gelecek yatırımları için güven sinyali olarak algılanacaktır (Yiğit, 2016, 54).

Ross (1977) bu analizin daha ötesine geçerek, sermaye yapısı teorilerine sinyalleme kavramını ilave etmiştir. Buna göre şirket getirilerinin doğru dağılımını yöneticiler bilirken yatırımcılar bilmemektedir. Bu yüzden sermaye yapısına daha fazla borç eklenmesi, yöneticilerin şirketleri hakkındaki iyimserliği olarak yorumlanabilir. Yatırımcılar, yüksek borç seviyelerini, yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılar. Düşük kaliteli şirketler, herhangi bir borç seviyesi için daha yüksek marjinal iflas maliyetine sahip olacağından bu şirketlerin yöneticileri daha fazla borç ihraç ederek diğer şirketleri taklit edemeyeceklerdir (Yiğit, 2016, 52-55).

Teoriye göre sadece düşük karlı işletmeler öz kaynak artırımına gitmektedirler. Rasyonel yatırımcılar bunu önceden görür ve ilk olarak halka arz edildiğinde iskonto

talep ederler. Bu iskonto, öz kaynak artırımının maliyetini oluşturur. Borçlanma ise sermaye piyasasına işletmenin yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir. İşletme yöneticileri, işletmenin geleceği hakkında olumlu bir beklenti içinde iseler ihraç ettikleri menkul kıymetler sermaye piyasalarında değerinden daha az bir seviyede işlem görüyorsa, bu menkul kıymetin değerini arttırmak için düşüncelerindeki bu olumlu beklentiye potansiyel yatırımcılar ile paylaşmak isteyeceklerdir. Potansiyel yatırımcılar, yüksek borç oranı ile faaliyetlerini devam ettiren işletmeler hakkında pozitif bir izlenim edineceklerdir. Çünkü işletmeler potansiyel yatırımcılara yatırımlarından yüksek getiri beklentisi içerisinde olduklarının sinyali (işaretini) gönderirler (Ross, 1977).

Sonuç olarak, işletmeler geleceğinin parlak olmadığı durumlarda, dışarıdan sağlanacak öz kaynak ile finansmanı tercih etme eğilimi gösterirken, geleceğinden parlak beklentileri olan işletmeler ise yeni hisse senedi ihraç etmek yerine borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum, potansiyel yatırımcılara bir işaret verir düzeydedir. Yani bir işletme, eğer hisse senedi ihraç etmeyi düşünüyorsa yatırımcı gözünde şüphe ile bakılması gereken bir durum olarak algılanmaktadır (Aypek, 2014, 463-465).

1.4.3.2 Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

Myers (1984) öz sermaye (Hisse senedi) ihracı kararının, şirket değeri üzerinde negatif etkisi olduğuna işaret etmiştir. Hisse senedi ihracı duyurusu yapıldığında hisse senedi fiyatları düşecekken hisse senedi geri alım duyurusu ile hisse senedi fiyatları yükselecektir. Bu negatif piyasa tepkileri, temel dengeleme modelleri ile tutarlı değildir (Yiğit, 2016, 52-55).

Dengeleme modelinde herhangi bir sermaye yapısı ayarlaması, şirketin optimum sermaye yapısına doğru bir hareketi temsil etmelidir. Sonuçta hisse fiyatlarının, sermaye yapısı değişikliği duyurusuna göstereceği tepki pozitif olmalıdır. Smith (1986) hisse senedi fiyatlarının, şirket finansmanı ile ilgili duyurulara negatif tepki verdiğini ortaya koymuştur. Bu negatif tepkiler, borç ihraçlarından çok sermaye ihraçlarında ve dönüştürülebilir borç ihraçlarında görülmektedir.

Piyasa tarafından ciddi şekilde değeri dışı değerlendirilmemiş bir menkul kıymet ihracı durumunda bu yetersiz yatırım sorunundan kaçınılması mümkün olabilir. Bu nedenlerden dolayı düşük değerlemenin söz konusu olmadığı içsel fonlar ve risksiz borçlar, şirketler tarafından öz sermayeye tercih edilecektir. Yatırımcılara sağlanan

bilgi miktarı ve yatırımlarını koruyabilmeleri, finansal ve yasal kurumlara bağılı olduğundan şirketlerin finansal yapıları ülkeler arasında farklılık gösterecektir (Yiğit, 2016, 52-55).

1.4.3.3 Temsilcilik Maliyetleri Teorisi

Temsilcilik teorisi ilk olarak Jensen & Meckling (1976) tarafından ortaya konulmuştur. İşletme davranışlarının insan faktöründen etkilendiği ve bu doğrultuda değişiklik gösterdiğini ifade eder. Teorinin ulaşmaya çalıştığı cevap, işletmenin sahibi veya girişimci kişi tarafından işletmenin bir kısmının dışarıdan bir yatırımcıya satılması durumunda neler olur sorusunun cevabıdır (Oruç, 2008, 28).

Temsil maliyetleri iki şekilde incelenir. Bunlar borcun temsil maliyeti ve öz sermayenin temsil maliyetidir. Yöneticilerin yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğu ve bağımsız yatırımcıların projeyi gözlemlemeleri yöneticiler tarafından istenilen dışı bir durumdur. Bunu engellemek için alınan önlemlere ve bu önlemlere rağmen işletmenin piyasa değerinin düşmesinin oluşturduğu maliyete öz sermayenin temsil maliyeti denir. Finansal kaynakların yani borç verenlerin verdikleri borçlar için yüksek faiz talep etmeleri de borcun temsil maliyeti anlamına gelir. Temsil maliyetleri açısından optimal borç oranı, toplam temsil maliyetlerini minimum seviyeye getiren bir borç oranını temsil etmektedir. (Doğan, 2015, 35-37).

2. BÖLÜM: PARASAL GEVŞEME TEORİSİ (QE) VE PARA POLİTİKALARI

2.1 Parasal Gevşeme Kavramı

Parasal gevşemenin birbirinden farklı ve tartışmaya açık tanımları olabilir. Bir ulusun en temelde ekonomisini hareketlendirme amacı ile likidite ve enflasyonu arttıran ve işletmelerle tüketicileri daha fazla borçlanmaya ve harcamaya teşvik eden bir piyasa operasyonudur.

Parasal genişleme ya da parasal gevşeme 'QE' 2008 Global Finans krizinden sonra durgunluk dönemlerinde merkez bankalarının başvurabileceği bir uygulama olarak ortaya çıkmıştır. Ancak, riskleri tanımlanabilmiş bir uygulama değildir. 2008 krizi sonrasında, başlıca FED ve Avrupa Merkez Bankası ile küresel etkinlik alanı büyük merkez bankalarının, likidite sorununu çözmek için faiz oranlarını düşürerek aldıkları önlemlerin yetersiz kalması, parasal genişleme olarak anılan yöntemi öne çıkarmıştır. Politika faizini yükselterek enflasyonu düşürmek için uygulanan parasal sıkılaştırmanın aksine faizi düşürerek enflasyonu yükseltmek ve büyümeye destek vermek için tercih edilen uygulamalarla anılan parasal gevşemenin, gerçekte kavramsal karşılığı farklıdır. Amaç bankaların likidite hacmini arttırmak ve daha uygun faizlerle kredi vermelerini sağlayarak reel ekonomiyi canlandırmaktır. QE'in amacı para arzını yükseltmek ve bunu ekonomik aktiviteyi ve büyümeyi arttıracak şekilde daha ulaşılabilir kılmaktır. QE yeni bir genişleme odaklı para politikasıdır. Bazı akademisyenler gerçek hayatta ilk kullanımının BOJ tarafından 90'lı yılların sonunda olduğunu iddia ederler. QE ile ilgili aşağıda zayıf ve etkin (avantaj-dezavantaj) yanlarının kıyaslamasını özet bir biçimde ifade etmeye çalışırsak;

Avantajlar:

1-Merkez Bankası varlık alımları ile artan fonlardan dolayı bankalar daha fazla miktarlarda kredi verme konusunda desteklenmektedir.

2-Piyasadaki tüketiciler (talep) ve işletmeler (arz), faiz oranları düşük gerçekleştiğinde borçlanma eğilimlerini artırmaktadırlar.

3-Tüketiciler, borç alma ve verme işleminin para yaratması nedeni ile harcamalarını arttırlar. Daha uygun faiz oranları ile, parayı tasarruf hesabında atıl halde bırakmak çekici gelmemektedir.

4-İşletmeler krediler ve tüketici harcamalarındaki artış sayesinde kapital arttıkça, daha çok çalışan alma ve genişleme konusunda desteklenmektedirler.

Dezavantajlar:

1-QE (Niceliksel Gevşeme) ile birlikte artmış para arzının sonucu olarak doğal bir enflasyon meydana gelir. Rekabette bir artışın nedeni olarak dolaşımda daha çok para olmasına rağmen ürün arzında bir yükselme olmaması gösterilebilir. Yüksek talep fiyatlar genel düzeyini yükselteceğinden, bu durum eğer düzgün idare edilmez ise enflasyon oranları hızla yükselerek hiper-enflasyona sebep olabilmektedir.

2-QE’de ticari bankalar daha fazla kredi verebilmek için merkez bankalarından aldıkları fonları değerlendirmelidir. Süreç içerisinde bunu yapmaya zorunlu kılınan bir yaptırım yoktur. Örnek olarak, 2008 finansal krizinden sonra uygulanma sahasında, bankalar elde ettikleri yeni geliri piyasaya sürmek yerine elinde tutmuştur.

3-Borçlanma koşullarındaki değişim ve iyileştirmeler ile birlikte pazardaki üreticiler ve tüketiciler satın alma güçlerinin çok üzerinde borçlanma sağlayabilirler. Bu durum uzun vadede ülke ekonomisi açısından daha farklı sıkıntılara yol açabilir.

Parasal genişleme (gevşeme) politikalarına örnek olarak BOJ’ın 2012’de uyguladığı QE politikaları finansal sorunların bir kısmı açısından etkili olmuş olmasına rağmen Japon Yen’i ABD Dolar’ı karşısında zayıflamış ve ithalat masraflarında artış gözlenmektedir.

ABD yaşanan mortgage krizi ardından devam eden resesyon durumunu hedeflemek açısından QE politikalarını 3 kere uzatmış ve devam ettirmiştir. 2008-2014 yılları arasında uygulanan QE politikalarının ardından Amerikan ekonomisinde düzleşme gözlenmiştir. Bu iyileşme sürecinin tamamen QE kaynaklı olup olmadığı ise süre gelen bir tartışma konusu oluşturmaya devam etmektedir.

European Central Bank 2015-2018 yılları arasında uyguladığı QE politikalarının ardından Euro bölgesi hedeflenen istikrarlı enflasyon, azalan işsizlik sağlanmış olsa da tam hedefi oluşturan, maaş artışları ve faiz oranı hedeflemesinde geride kalmış ve

beklenen seviyelere gelememiştir. Bu durumu tahlil edersek ECB'in QE politikalarını aşağıdaki bölümde detaylandırmaya ve açıklamaya çalışacağız.

2.2 Gelişmiş Ülkelerde Parasal Gevşeme Politikaları

2008 yılının Eylül ayında ortaya çıkan ve Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın iflas etmesi ile dünya çapında finansal piyasalarda şoka neden olan Global Finansal kriz sebebiyle bankaların birbirlerine borç vermeyi neredeyse durdurması, bankalar arası borçlanmadaki risk priminin %0'lardan %5'e fırlaması, finansal piyasalara likidite enjekte edilmesi ardından geleneksel politikaların tam bekleneni verememesi sebebiyle 2009 yılı içerisinde gelişmiş ekonomilerin büyük bir kısmı kendilerini büyük bir gerilemenin içerisinde bulmuşlardır.

Krize giden bu süreçte; likidite bolluğu, kredibilitesi düşük veya olmayanlara bile kredi verilmesi, menkul kıymet alanına yoğunlaşan yüksek faizli krediler, piyasalarda şeffaflık eksikliği, kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlıkları ve etkinliklerindeki yetersizlikler ile düzenleyici ve denetleyici kuruluşların müdahalelerindeki yetersizlikler ön plana çıkmıştır.

2008 krizinde göze çarpan en önemli unsurlardan biri de para politikası aktarım kanallarının düzgün çalışabilmesi için uygulanan para politikalarının yetersiz kalması olarak nitelendirilebilir. Merkez bankaları krizle mücadele edebilmek için öncelikle geleneksel para politikalarını gündeme almalarına rağmen beklenen geri dönüşün sağlanamaması üzerine standart olmayan para politikalarını uygulamaya başlamışlardır.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, kriz süresince piyasaları durgunluktan kurtarabilmek için likidite artırımına gitmişlerdir. Gelişmiş ülkelerdeki artan likiditenin önemli bir kısmının gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle makroekonomik istikrar sıkıntıya düştüğü için, faiz dışı araçların aktif olarak kullanılmasına başlanmıştır.

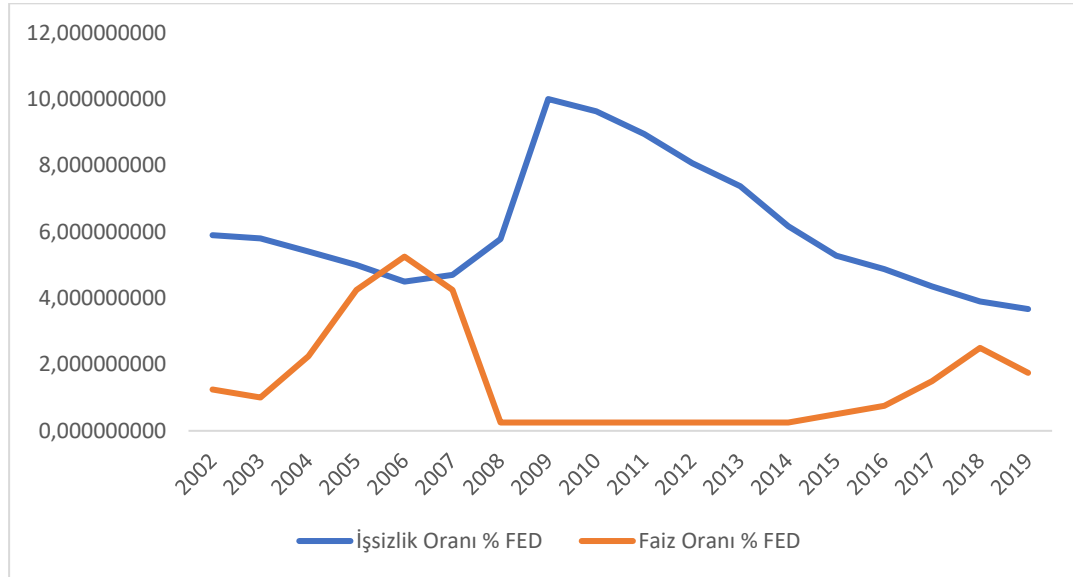
2.2.1 Amerika Merkez Bankası (FED) Parasal Gevşeme Politikaları

Fiyat istikrarı ve tam istihdam parolası ile ekonomik politikalarına yön veren FED 1990'ların ortalarından itibaren politika faizini, enflasyonu fiyat istikrarı ile uyumlu bir yerde ve işsizlik oranını da doğal seviyelerde tutmak için kullanmaktadır (Özatay, 2013a:440). Buna göre FED, ABD ekonomisi canlandığında enflasyondaki artışın

önünü almak amacı ile federal fon hedef oranını (politika faizi) yükseltmekte, ekonomi durgunluğa doğru döndüğünde ise (GSYH ya da işsizlik oranında belirgin olarak görülür) federal fon hedef oranını düşürmektedir.

Aşağıdaki şekilde yer alan 2008 küresel krizi esnasında FED'in işsizlik oranındaki yükselişe federal fon oranını ciddi seviyelere düşürerek cevap verdiğini görmekteyiz. Federal Açık Piyasa Kurulu %5 düzeylerinde olan politika faiz oranını 2007 Eylül ayından başlayarak kademeli olarak düşürmüştür. Ardı ardına yapılan bu faiz indirimlerinin akabinde, FED'in algıladığı risklerin boyutunu yorumlamamız için güzel bir veri olacağı anlaşılmaktadır.

Şekil 7. İşsizlik ve Faiz Oranları



Kaynak: FRED

2004 yılında FED konut fiyatlarındaki artıştan olumsuz etkilenen Amerikan ekonomisini rahatlaması adına ve enflasyon oranlarındaki artışları düşürmek adına faiz artırımına gitmiştir. Genel hatları ile 2008 küresel krizinin başlangıcını tetikleyen hareketin bu hamle olduğu düşünülmektedir. Konut piyasasında baş gösteren durgunluk durumu, konut fiyatlarında düşüşe sebep olmuştur. Bu gelişmelerin ışığında değişken faizli kredi kullananlar ve konut sahipleri zor durumda kalmış, kredi ödemelerinde aksamalara ve ödeme yapılmama durumlarını ortaya çıkarmaktadır.

Konut kredilerinin (Mortgage) dönüşlerinde başlayan aksaklık ve akabinde bankaların kaynak sıkıntılına girmeleri, finansal piyasalarda meydana gelen güvensizlik durumları bankaların borç alışverişini aksatmış ve finansal sistem adeta durma

noktasına gelmiştir. Finansal kuruluşların piyasaya hakimiyet kurma adı altındaki risk iştahı ve dikkatsizce verilen kredilerin sonucunda mali yapı bozularak tüm finansal sistem kötü yönde etkilenmiştir. 12 Mart 2007’de ABD’nin en büyük ikinci ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation’ın iflas isteminde bulunması, Freddie Mac ve Fannie Mae’nin hisse senetlerinin ciddi oranlarda değer kayıplarına uğraması krizin etkilerini iyiden iyiye hissedilir hale getirmektedir.

2008 yılının Eylül ayına gelindiğinde ABD federal hükümetinin bu iki büyük kuruluşu el koyması ve ardından 158 yıllık tarihi ile ABD’nin en büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers’ın iflasını açıklamasının ardından ABD’de ekonomik kriz belirginleşmiş, konut piyasalarında başlayan daralma kısa bir süre sonra likidite krizine dönüşmüş ve ABD bankalarının risklerini yabancı yatırımcılara aktarması sonucunda başta Avrupa bölgesi olmak üzere tüm dünya ekonomilerini etkisi altına almaktadır. (Şeker, H, Demirel B. 2019)

FED’in, deflasyonun yanı sıra politika faiz oranlarının sıfıra yaklaşmasından kaynaklı likidite tuzağına düşmüş olduğu söylenebilir. Bu durumun sonucunda kısa vadeli hazine bonusu da nakit para gibi tam ikame edilebilir bir duruma gelmiştir. API (Açık Piyasa İşlemleri) gibi geleneksel politikalar etkinliğini yitirmiş, para tabanı ve nominal faiz oranları üzerinde etkin bir biçimde kullanılamaz hale gelmiştir.

2008 finansal krizi başlamasının hemen ardından öncelikle FED olmak üzere birçok gelişmiş ülke merkez bankaları politika faiz oranlarını indirmiş ve reel faizlerin negatif olmasını hedeflemişlerdir.

Lehman Brothers’ın iflası ile birlikte, FED politika faizinde sıfır alt bandı ile karşılaşmış (Tunalı-Yalçınkaya, 2016:61) ve QE ile birlikte kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık oranı uygulaması, faiz koridoru politikası gibi çeşitli geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmuşlardır.

FED ilk etapta krizin etkilerini en aza indirmek amacı ile geleneksel para politikası çerçevesinde faiz indirimleri yapmış ancak bu indirimlerden istediği etkiyi alamamıştır. Bu gelişmelerin ışığında FED niceliksel genişleme sürecine (Quantitative Easing) başlamış, piyasaya geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak yüklü miktarda likidite sağlamıştır (Şentürk vd. 2016:9).

Ana hatları ile incelersek QE, para tabanını genişleterek ekonomik rahatlamayı hedeflemektedir. Parasal gevşeme, faizler sıfır ya da minimum düzeyde seyrederken,

enflasyonun ve girdi-çıktı açıklarının hedefe göre düşük kaldığı ekonomilerde enflasyon beklentilerini karşılayabilmek ve toplam talebi canlandırabilmek adına dizayn edilmiş sıra dışı bir politika uygulamasıdır.

16.12.2008 Tarihinde FED federal fon hedef faizini yüzde 0 ile 0,25 aralığına kadar düşürmüştür. Nakit likiditesinde meydana gelen sıkışıklık dolayısı ile Amerikan ekonomisi 2008'in son çeyreğinde resesyona girmiştir. FED Kasım 2008 tarihinde, 100 milyar dolara bandına yakın bir seviyede konut piyasası ile ilgili devlet destekli kuruluşların tahvillerinin ve 500 milyar dolar bandında Freddie Mae, Fannie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen ipotekli gayrimenkul kredisine (Mortgage) dayalı menkul kıymetlerin doğrudan alımını içeren toplam 600 milyar dolar bandında bir programı başlatmıştır (Bernanke, 2012).

Tablo: 1. FED (QE) Niceliksel Genişleme (Eldeki Veriler Işığında Hazırlanan Tablo)

Niceliksel Genişleme Politika Kararı	Başlangıç Tarihi	Bitiş Tarihi	Açıklama
QE1	Ara.08	Mar.10	100 Milyar Dolar Hükümet destekli Kuruluşların Tahvilleri, 500 Milyar Dolar Tutarına Yakın F&G Mae ve Freddie Mac Tarafından Garanti Edilen Gayrimenkul İpoteğine Dayalı Menkul Kıymet Alımı. Ek olarak 100 Milyar Dolara Yakın Hükümet Destekli Kuruluş Tahvilleri, 750 Milyar Dolara Yakın Aynı Kuruluşlar Tarafından Garanti Edilen MBS ve 300 Milyar Dolar Uzun Vadeli Devlet Tahvili Alımı.
QE2	Kas.10	Haz.11	Aylık 75 Milyar Dolara Yakın Olmak Üzere 600 Milyar Dolara Yakın Uzun Vadeli Devlet Tahvili Alımı. Eylül 2012'de Aylık 40 Milyar Dolar Tutarında Hükümet Destekli Kuruluşlar Tarafından Garantisi Verilen MBS, Aylık 45 Milyar dolar Tutarında Uzun Vadeli Devlet Tahvili Alımlarının Eklenmesi ile
QE 3&4	Eyl.12	Kas.14	Toplamda Aylık 85 Milyar Dolarlık Uzun Vadeli Devlet Tahvili Alımı. Fed, QE4'ü tedrici olarak kaldıracağını Mayıs 2013'de açıkladı ve açıklamaya uygun olarak yavaş yavaş tahvil alımını azaltarak Ekim 2014'de QE4 uygulamasına ve tahvil alımlarına son verdi.

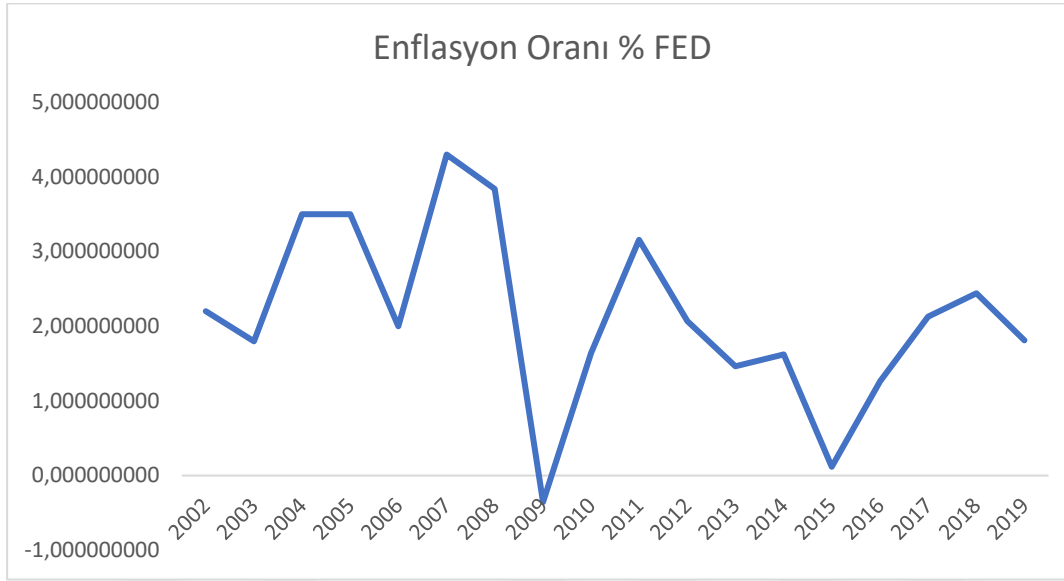
Bu gelişmelerin ışığında 18 Mart 2009 tarihinde açıklanan alımlara ek olarak 100 milyar dolar hükümet destekli kuruluş tahvilleri ile birlikte yaklaşık 750 milyar dolara yakın bir tutarda Freddie Mac, Ginnie ve Freddie Mae tarafından garantisi sağlanmış olan ipotek ile ilgili menkul kıymetler (MBS) satın alacağını açıklamıştır. Amerika Merkez Bankası bu türdeki menkul kıymet alımlarının yıl sonuna kadar süreceğini beyan etmiştir. Bunlara ek olarak 6 ay bandında bir sürede 300 milyar dolara yakın bir

tutarda uzun vadeli devlet tahvili alımının gerçekleştirileceğini de duyurmuştur (Fed, 2008e:1). İlk niceliksel gevşeme politikasının kapsamında Amerikan Merkez Bankası'nın 1.750 milyar dolar bandında bir alım gerçekleştirmiştir. Bu alımlar toplamda Amerikan ekonomisinin 2008 yılına ait GSYH' sının %12 civarına denk gelmiş olduğu söylenebilir.

Birinci QE konut kredisi piyasasını önceliğine koyarak tüm ekonomiyi destekleme amacıyla yola çıkmıştır. Konut piyasası ile ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve ipotek ile ilgili menkul kıymet alımlarının QE1'in %80'inden fazlasına denk geldiğini söyleyebiliriz (Fawley, 2013: 60). Ana hatlarıyla paketin bu tarafının ağırlıklı amacının, konut piyasalarındaki daralmayı, ev alımı için olan kredilerin maliyetlerini azaltmayı ve ekonomik büyümeyi desteklemek olduğunu söyleyebiliriz. Özel kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye yönelik yüklü miktarlarda uzun vadeli devlet tahvili alımının etkili olması beklenilmektedir. ABD hazine tahvilinin faizinin düşmesi ile başlayan süreçte yatırımcıların yüklü miktardaki şirket tahvilleri, özel sektörün ihraç ettiği diğer menkul kıymetler gibi yüksek getirili varlıklara yöneleceği düşüncesi yukarıdaki beklentinin nedeni olarak gösterilebilir.

Finansal piyasalardaki karışıklık 2010 yılının 3.çeyreğine doğru azalma göstermiştir. Buna rağmen büyüme ve istihdam artış hızı beklenenin altında kalmıştır. FED işsizlik oranının yüksek seviyelerde olmasından ve enflasyon oranının beklenen %2'lik hedefin altında kalmasından ötürü 2010 yılının ağustos ayında, konut ile ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve ipotek ile ilgili menkul kıymetlerin anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvillerine, FED'in elinde olan hazine menkul kıymetlerinin ise yeniden benzer varlık alımları ile değerlendirilerek bilançonun mevcut seviyesini sürdürmeye devam edeceğini açıklamıştır. 27 Ağustos 2010 tarihinde FED Başkanı tarafından yapılan açıklamada, gerekli koşullar oluşursa varlık alımına devam edileceği açıklanarak 2'nci Niceliksel Genişleme olacağı anlamında piyasalara bir mesaj verilmektedir.

Şekil 8: 2002-2019 Arası ABD Enflasyon Oranları



Kaynak: World Bank

Amerika Federal Merkez Bankası Kasım 2010'dan 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar olan bir periyotta aylık ortalaması 75 milyar dolar civarlarında olmak üzere, 600 milyar dolara yakın bir uzun vadeli devlet tahvili alımının yapılacağını kamuoyu ile paylaşmıştır (FED, 2010). QE 2'nin amacı ana hatlarıyla, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve enflasyonu fiyat istikrarı ile tutarlı bir banda getirmek olarak açıklamıştır. Alımların başta açıklanmış olduğu üzere 2011 yılının haziran ayı sonlarında bitirilmiş olması ile birlikte toplamda 600 milyar dolara yakın bir uzun vadeli devlet tahvili alımı gerçekleştirilmiştir.

FED QE 2'nin tamamlanmasının ardından yaklaşık olarak 3 ay süre ile herhangi bir para politikası aksiyonu almamıştır. Ancak ekonomi üzerindeki büyüme hızının yavaş, işsizlik oranlarının yüksek olması ve 2011 yılının ağustos ayında Avrupa kıtasındaki borç krizinin giderek derinleşmesinden dolayı FED 21 Eylül 2011 tarihinde, Operation Twist (Bükme Operasyonu) adını verdiği vade uzatma programını yürürlüğe sokmuştur.

Bu gelişmelerin ardından Amerika Federal Merkez Bankası 2012 yılının Haziran ayı sonuna kadar 400 milyar dolar tutarında vadesine 3 yıl veya 3 yıldan az kalmış devlet tahvillerini satacak, buradan elde edilecek gelir ile aynı tutarda vadesine 6 ila 30 yıl kalan devlet tahvillerini satın alacaktır. Bu politika ile eldeki menkul kıymetlerin ortalama vadesi uzarken, uzun vadeli faizlerin düşmesi, böylelikle finansal piyasa

koşullarında rahatlama ve ekonomik koşullarda toparlanmaya destek olmak amaçlanmaktadır (Örnek & Uğur, 2008).

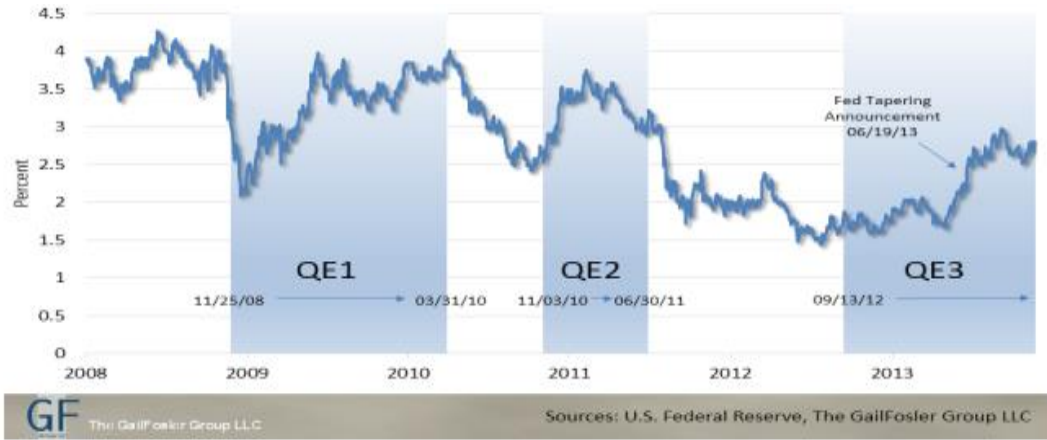
OT'nin (Bükme Operasyonu) Niceliksel Gevşeme'den farkı, Amerikan Federal Merkez Bankası'nın bilanço büyüklüğüne, bankacılık sisteminin rezervlerine veya parasal tabanına etkisi olmamasıdır. Bu sebepten dolayı OT'nin QE'ye göre daha az etkili olması doğal bir beklentidir.

Amerikan Federal Merkez Bankası 21 Eylül 2011 tarihindeki duyurusu ile konut piyasasındaki koşulları desteklemeye, hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerin anapara ödemelerinin uzun vadeli olan devlet tahvilleri yerine ipoteye dayalı menkul kıymetlere yeniden yatırılacağını açıklamıştır. Buna ek olarak hazine menkul kıymetleri ile alakalı olan politikaların devam edeceğini açıklamıştır (Örnek & Uğur, 2008). FED 2012'de vade uzatma programını hiç değiştirmeden ayda yaklaşık 45 milyar dolar bandında yılın sonuna kadar devam ettireceğini açıklamıştır. Toplamda 267 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvili satışı ve aynı miktarda uzun vadeli devlet tahvili alımı gerçekleştirilmiştir.

Böylelikle FED genel çerçeveden bakılırsa vade uzatma programlarının sonucunda toplamda 667 milyar dolara yaklaşan bir kısa vadeli devlet tahvilini satıp uzun vadeli devlet tahvili alımı gerçekleştirmiştir (Örnek & Uğur, 2008).

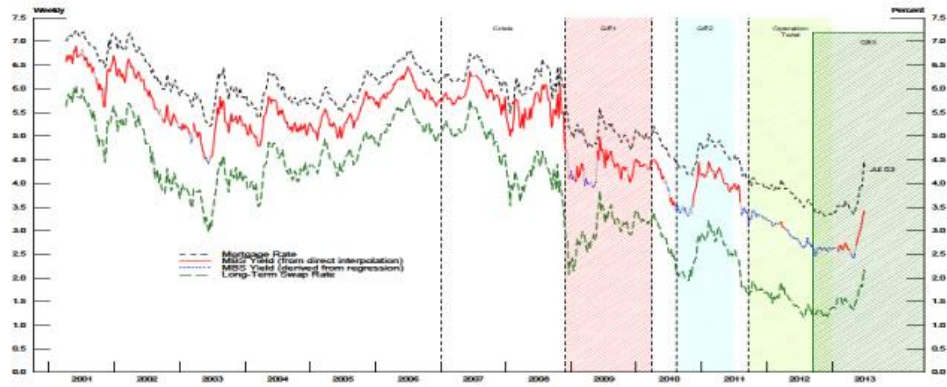
2012 yılının Eylül ayında FED 3'üncü Niceliksel genişleme politikalarını resmen açıklamıştır. Bu program ile birlikte aylık 40 milyar dolara yakın bir tutarda ipoteye dayalı menkul kıymet alımı yapacağını duyurmuştur. FED'in bu programdaki amacını kabaca, emek piyasasında ve fiyat istikrarı çerçevesinde alımların devam edeceğini, ek olarak varlık alımlarının yapılacağını ve diğer uygun politika araçlarının da kullanılabileceğini beyan ederek ekonomik durgunluğa bu program ile son vermek olarak adlandırılabilir.

Şekil 9. 10 Yıllık Bazda Tahvil Faizleri ABD (2008-2014) (GF, 24.04.2014, <http://www.gailfosler.com>)



Dönemin Amerikan Federal Merkez Bankası başkanı Ben Bernanke, 22 Mayıs 2013 tarihinde ekonomiden olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin bu şekilde devam etmesi koşulu ile aylık alımlarını yıl sonuna doğru kısabileceğinin sinyallerini vermiştir. Aralık 2013'ten Kasım 2014'e kadar FED her ay aylık alımlarına 10 milyar dolar kısma yapmış ve en nihayetinde son yapılan 15 milyar dolarlık indirim ile alımlarına son vermiştir.

Şekil 10. Mortgage Faizleri & İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Faizleri (2001-2013)



Kaynak: FRED

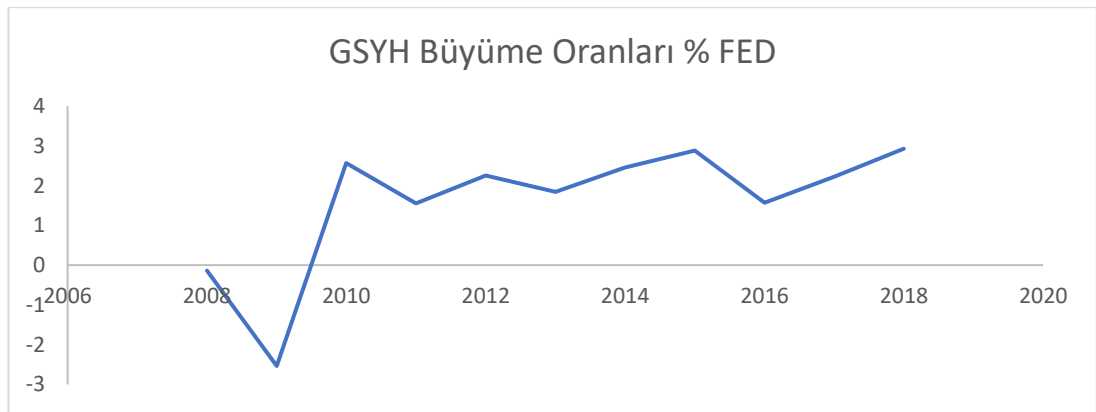
Sonuç olarak; Tüm bu uygulanan politikaların ardından FED'in varlıkları 2007 yılında 870 milyar dolar seviyesinden 2014 yılında 4,5-5 trilyon dolar seviyelerine çıkmıştır (Karaş, 2017, 634-636).

Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel gevşeme politikalarının ardından piyasalardaki ciddi karışıklıkların giderildiğini, uzun vadeli faizler istenilen seviyelerde sabitlenemese bile dalgalanmalar sonucunda uzun sürelerce düşük

seviyelerde seyir ettiği gözlemlenmiştir (Şekil 9 & 10). Ekonomideki resesyon durumu uzun sürmemesine rağmen uzun vadede istihdam oranlarında beklenen seviyelere ulaşamamıştır. Bankacılık sektörünün, FED tarafından sağlanan rezervlerinin bankalar tarafından aynı oranda piyasaya borç vermek yerine FED’de rezerv olarak tutulmasının bir sonucu olarak işsizlik oranlarının istenilenin üzerinde seyretmesine sebep olduğu gözlemlenmektedir. Para tabanının artış göstermesine karşılık M1 para arzının aynı oranda cevap veremediğini de bu sonucun bir çıktısı olarak değerlendirmemiz mümkündür.

Tüm bu bulguların ışığında 2010 – 2014 yılları arasında ABD ekonomisinin likidite tuzağına girdiği endişesi baş göstermiştir. Bu koşullardaki bir ekonomide uzun bir süre deflasyon yaşanması, bir yandan da düşük büyüme oranları oluşması muhtemel olabilir. Buna rağmen 2013 yılının 2. Çeyreğinden itibaren ekonomik büyüme göstergelerinin ABD’nin potansiyel büyüme hızı oranı olarak kabul edilen %2,5-3 oranlarında gerçekleşmesi neticesinde işsizlik oranı %7’nin altına doğru düşmesi ile birlikte Amerikan Federal Merkez Bankası, ekonominin kendi dinamiklerinde normal seyir edebileceği kanısına vararak, en nihayetinde parasal genişlemeye duyulan ihtiyacın artık azalmış olduğu kanısına varıp niceliksel gevşeme politikalarına kademeli olarak son vermiştir. Süre gelen yıllar esnasında uygulanan para politikaları neticesinde enflasyon oranları artmış ve deflasyon oluşmasının önüne geçmiştir (Abel vd. 2014, 590). QE dönemi boyunca ABD doları diğer gelişmiş ülke paralarına karşı değer kaybına uğramıştır. Bu durum Amerikan ekonomisini canlandırmaya başlamıştır.

Şekil 11. ABD Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranları (2008-2018)



Kaynak: World Bank

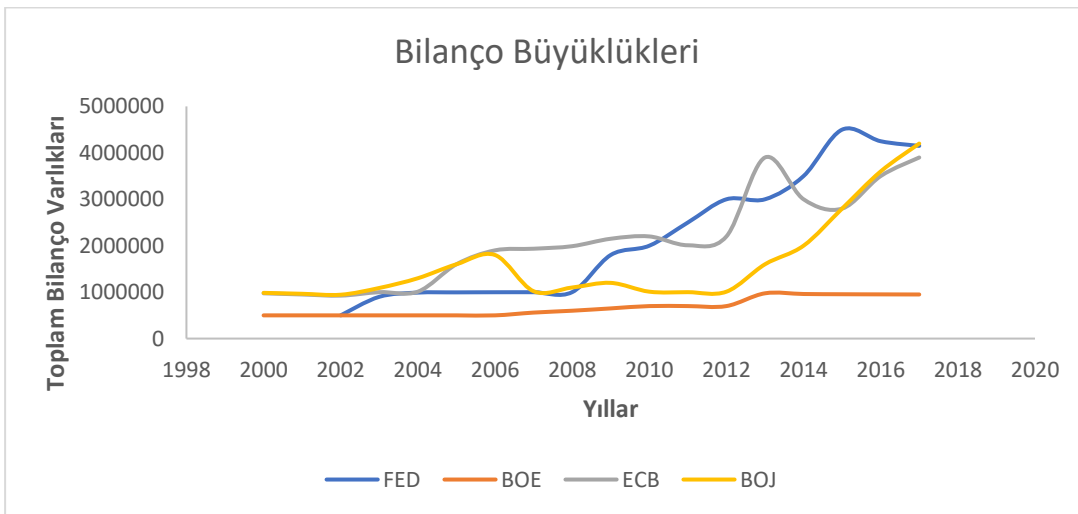
QE uygulamaları geliştirmekte olan ülkelere sermaye akımları yaratmış, söz konusu ülke ekonomileri canlanmıştır. Bu sermaye akımları sayesinde dünya piyasası da belirli bir istikrar yakalamaya başlamış ve bu durum ABD ekonomisini de olumlu etkilemeye başlamıştır.

2.2.2 Avrupa Merkez Bankası (ECB) Tarafından Uygulanan Niceliksel Gevşeme Politikaları

2008 Eylül ayı ortalarında ABD’de baş gösteren ekonomik kriz neticesinde Avrupa Birliği ülkeleri de nasibini almış ve kriz Avrupa kıtasına yayılmaya başlamıştır. Avrupa Merkez Bankası 2007’de Dünya’da başlamış olan küresel finans krizi için hızlı bir biçimde önlem almış ve harekete geçmiş bankalardan biri olarak görülmektedir. Avrupa Merkez Bankası krizin başlarından itibaren geleneksel olmayan para politikaları ve geleneksel faiz politikaları arasında ayrımlara gitmiştir (The Monetary Policy of The ECB-2011, 55).

Merkez Bankalarının kriz ortamındaki ilk tepkileri gecelik faiz oranlarına müdahaleler şeklinde başlamıştır. Bunun sebebi olarak para piyasasındaki faiz oranlarının, gecelik faiz oranları ile paralel olarak dalgalanmaya başladığı görülmüştür. Büyük Merkez Bankalarının varlık alımları krizin baş gösterdiği yıllardan itibaren artış göstermeye devam etmiştir. Özellikle FED ve ECB’nin bilançoları kriz öncesi döneme nazaran kriz ve kriz sonrası dönemde şişmeler göstermiştir. Tüm bu gelişmeler aslında kriz döneminde, büyük merkez bankalarının uygulamış oldukları genişletici para politikasına güzel bir örnektir.

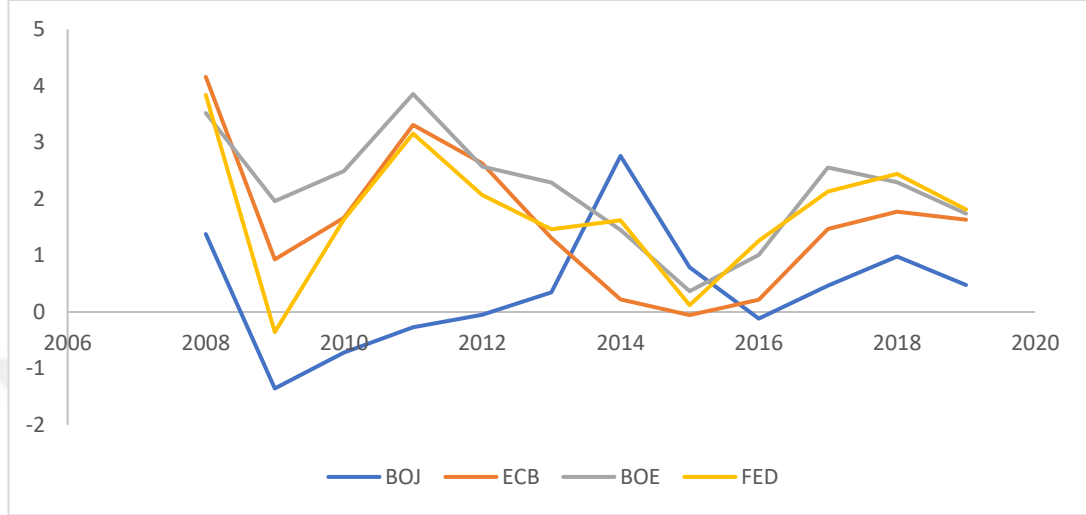
Şekil 12. Büyük Merkez Bankalarının Varlıkları



Kaynak: World Bank Data Bank

Para politikasının etkinliği hususunda tartışmaya neden olan faiz oranlarındaki düşüş ve enflasyon artışı beklentileri, düşen faiz oranlarına rağmen yeterli bir talep artışı olmamasından kaynaklanmaktadır.

Şekil 13. Büyük Merkez Bankalarının Enflasyon Oranları



Kaynak: World Bank Data Bank

Avrupa Merkez Bankası ilk olarak avro bölgesindeki bankalara sınırsız likidite imkanı sunmuştur. Bu uygulamayı takiben yeniden yapılandırma vadeleri 6 aya kadar uzatılmıştır. Daha sonra temmuz ayı itibariyle politika faizlerini arttırmaya başlamıştır. Ardından Amerika kıtasından gelen Lehman Brothers'ın iflas haberi, Avrupa Merkez Bankası'nın uluslararası trende uyup faiz indirimine gitmesine yol açmaktadır.

Şekil 14. Avrupa Merkez Bankası Politika Faizi Değişim Grafiği



Kaynak: Euro Area Statistics

Amerika’da başlayan krizin küresel bir salgın haline gelmesinin ardından, Avrupa Merkez Bankası politika faizlerini Şekil 14’te de görebileceğiniz üzere 2008 yılında %4’ler seviyesinde seyir ederken, 2009’dan itibaren, 2016 yılında neredeyse sıfır noktasına gelecek şekilde düzenli olarak indirim tabi tutmuştur. Avrupa Merkez Bankasının bu hamlesi daha önce avro bölgesinde eşi benzeri görülmemiş bir hamle olarak yorumlanabilmektedir (The Monetary Policy of The ECB During The Financial Crisis, 15).

Bu istisnai ve riskli sayılabilecek önlemler orta vadede Avrupa Merkez Bankasının, avro bölgesinde ana prensip olan fiyat istikrarı ile tam anlamı ile uyumlu kalırken, avro bölgesinde talep (alıcılar) ile arz (satıcılar) arasındaki finansal ilişkinin sürdürülmesine yardım etmiş, firmalara ve tüketicilere kredi olanakları sağlanmasına katkıda bulunmuştur (The Monetary Policy of ECB, 2011,59).

2009 yılında İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (Covered Bond) satın alma programı başlatılmıştır. Programın ana amacı, bankalara finansman sağlamada önemli rolü olan ve finansal krizden etkilenmiş belirli finansal piyasa segmentlerinin güçlendirilmesi için avro bölgesinde belirtilen türden menkul kıymetlerin satın alınması olarak düşünülebilir. Avrupa Merkez Bankası’nın geleneksel olmayan önlemleri kullanılarak, piyasadaki likidite ve kısa vadeli faiz oranları yönetilmeye, finansal istikrar sağlanmaya çalışıldığı gözlemlenmektedir (Andriuskeviciute & Balciunas, 2013).

Avrupa Merkez Bankası Ekim 2008’den itibaren, farklı vadelere ilişkin borç verme işlemlerinde sabit – faiz politikasını kullanmaya başlamıştır. Bu uygulamanın amacı, bankaların finansal durumları ve teminatları yeterli olduğu sürece likidite imkanından istedikleri gibi yararlanabilmeleri ve likidite riskine maruz kalmalarını önlemektir. Sabit- Faiz uygulaması Avrupa Merkez Bankası’nın uyguladığı en önemli geleneksel olmayan politikalardan biri olarak kabul edilir (Courthiman & Winkler, 2013, 13-14).

Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu Ekim 2008’de faiz koridorunu daraltmaya başlamış, bunun sonucu olarak bankacılık sektörüne daha uygun kredi sağlanmış ve bankaların likidite yönetiminin kolaylaştırılması amaçlanmıştır. Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu politika faizlerinin sabit olacağı ilk aralığı, 15 Ekim 2008’den 20 Ocak 2009’a kadar olacağını duyurmuştur. Bu adımlar ile birlikte olası bir likidite krizine karşın Avrupa Merkez Bankası’nın piyasalara ihtiyaç duyulabilecek likiditeyi sağlama konusunda ne kadar istekli olduğunu açık bir biçimde göstermiştir (Measures

To Further Expand The Colleteral Framework And Enhance The Provision Of Liquidity, Press Release, 2008).

Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu Ekim 2008’de 2009 yılının üçüncü ayına kadar tüm yapılacak olan uzun vadeli re-finansman operasyonlarında (LTRO), sabit – faiz uygulamasını başlatmıştır. Uzun Vadeli Re-finansman Operasyonları ile Avrupa Merkez Bankası avro bölgesindeki bankalara kredi sağlamaktadır. Bu uygulamanın genel amacı, likiditesi düşük bankaların likidite düzeyini yükselterek bankalar arası borç verme girişimlerini önlemektedir (Kriz Sözlüğü İktisadi Kalkınma Vakfı, 2013, 193).

Geleneksel para politikalarının en önemli aracı resmi olarak faiz oranları üzerindeki etkisidir. Avrupa Merkez Bankası, Lehman Brothers’ın iflasının ardından ilk 7 ayda borç verme faiz oranlarını %4’lerden %1’lere indirmiştir. Bu oranlar 2011’e kadar buralarda tutulmuş, 2016 yılında neredeyse sıfır noktasına gelecek şekilde düzenli olarak indirim tabi tutmuştur. Avrupa Merkez Bankası ayrıca bankalar arası piyasalardaki çözümlere karşı önlemler almıştır (Measures To Further Expand The Colleteral Framework And Enhance The Provision Of Liquidity, Press Release, 2008).

Ekim ayında avro bölgesinde dolar likiditesi sağlama uygulamalarında en yüksek miktarlar; gecelik işlemlerde 50 milyar dolar, 28 günlük vadede 40 milyar dolar ve 84 günlük vadede 20 milyar dolar seviyesine ulaştı. 15 Ekim tarihinde Avrupa Merkez Bankası gecelik vadeleri sonlandırarak 7 gün, 28 gün ve 84 günlük vadelerde sabit faiz oranıyla harekete geçmeye başladı (Measures To Further Expand The Colleteral Framework And Enhance The Provision Of Liquidity, Press Release, 2008).

Avrupa Merkez Bankası’nın 2009 yılında uygulamış olduğu bir diğer geleneksel olmayan para politikası temmuz ayında başlatmış olduğu 1. Teminatlı tahvil alım planı olmuştur. Bu planın 4 adet amacı bulunur. İlki para piyasasında faiz oranlarını düşürmek, ikincisi kredi kurum ve kuruluşları için finansman koşullarının hafifletilmesi, üçüncüsü kredi kuruluşlarının işletmelere ve tüketicilere kredi vermeye teşvik etmek, son olarak özel sektör borçlanma araçları likiditesini arttırmak. Bu paket kapsamında Avrupa Merkez Bankası, 1 yıllık süre içerisinde 60 milyar avro tutarında teminatlı tahvil (ABD’de gerçekleşmiş olan mortgage destekli menkul kıymetlere benzer) satın alımı yapmıştır (ECB Annual Report, 2009).

Avrupa Merkez Bankası'nın 2009 yılında uygulamış olduğu bir diğer geleneksel olmayan para politikası "Geliştirilmiş Kredi" adı verilen, kredi akışını arttırmak için temel olarak banka merkezli tedbirler olarak adlandırılabilir. Geliştirilmiş kredi desteği, ekonomideki ana kreditor olan bankalara belirli politikalar kapsamında yardım edip piyasaya kredi sağlayarak destek vermeyi amaçlamıştır (ECB Annual Report, 2009).

Bu program ana hatları ile aşağıdaki 4 madde ile açıklanabilir;

- 1-Teminat aktiflerin kapsamının genişletilmesi,
- 2-Swap işlemlerine ABD doları cinsinden devam edilmesi,
- 3-Teminatlı tahvil piyasasından doğrudan satın alımların yapılması,
- 4-Avro bölgesindeki bankalara sabit faiz oranından uygun teminat karşılığı sınırsız likidite sağlanması.

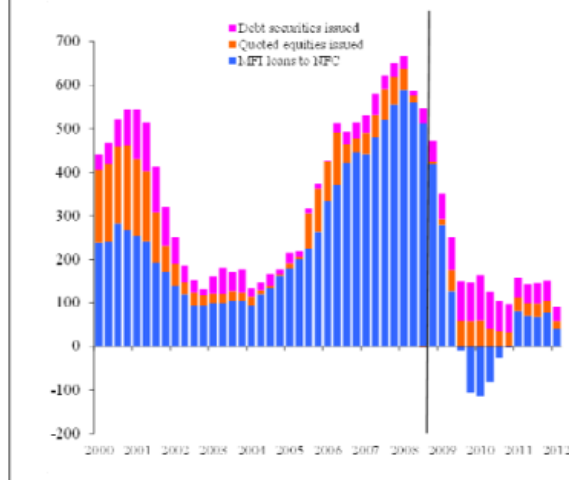
Avrupa Merkez Bankası'nın uyguladığı bu politikalar bankacılık sektörünün likiditeye erişimine ve avro bölgesel ekonomisinin iyiye gitmesine neden olmuştur. Para piyasasındaki faiz oranları, para piyasasında mevduat ve kredi faizleri arasındaki fark (spread) ve bankaların borç verme faiz oranları önemli ölçüde düşmüştür (The ECB's non-standard monetary policy measures, 2013, 39).

Şekil 15 & 16. Finansal olmayan kuruluş fonlamaları ABD-EU kıyaslaması & Banka Finansmanı ve Net Borç İhracı Finansal Olmayan Kuruluşlar İçin Kayıtlı Hisse Senetleri

(shares in accumulated debt transactions 2002-2012Q1)



(four-quarter flows in EUR billions)



Kaynak: The ECB's non-standard monetary policy measures, 2013, 8.

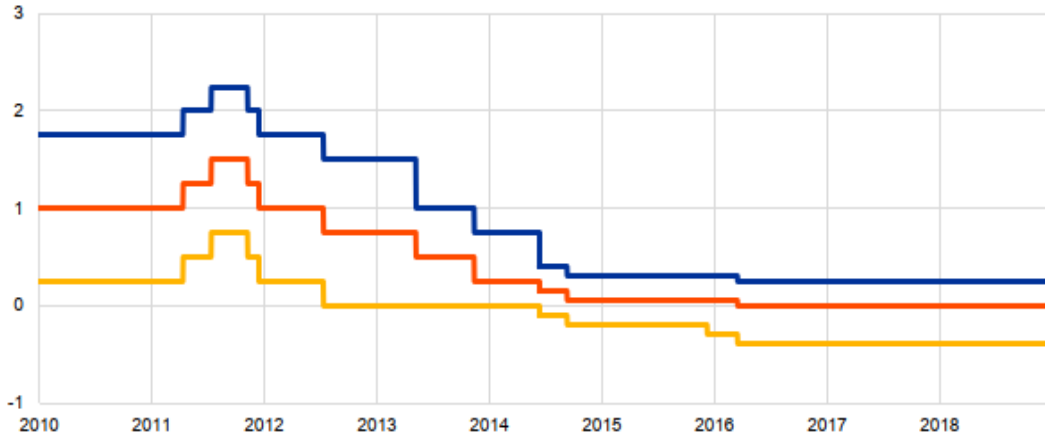
2010 yılında Yunanistan'ın kamu borçlarının ve ayrıca daha başka göstergelerini olduğundan daha iyi göstermesi sebebi ile konkordato ilan etmesi sürecine istinaden, piyasalar dengesizliğe bürünmüş, İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya üzerine etkilerinin ardından da avro bölgesi ciddi bir borç krizine sürüklenmiştir. Mayıs ayında devlet tahvilleri için ikincil piyasaların durma noktasına gelmesi ve yüksek miktardaki satışlara rağmen talebin beklenenden çok daha düşük seviyelerde kalması dış borçların sürdürülebilirliğini azaltmıştır (Cour-Thimann & Winkler, 2012, 13).

Avrupa Merkez Bankası 2010 yılına, politika faiz oranlarının 2009'daki seviyesini koruyarak düşük faiz mottosu ile başlamıştır. Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu 2010 yılının mayıs ayında, Menkul Kıymet Piyasası Programı adı altında yeni bir kriz karşıtı program açıklamıştır. Bu programın ana amacı, menkul kıymet borçlanma piyasalarının aksayan kısımlarına likidite ve derinlik kazandırılması ve para politikası iletim kanallarının etkin bir biçimde işletilmesidir. Avrupa Merkez Bankası yıllık raporlarında açıkladığı üzere 2010 yılı sonunda 73,5 milyar Euro tutarında, borçlanma araçları piyasasına müdahalede bulunmuştur (ECB Annual Report, 2010).

Avrupa Merkez Bankası tarafından 2011 Ağustos ayında İspanya ve İtalya'nın devlet tahvillerinden yüklü miktarda alımlar yapılmıştır. Bu tarz alımlar ile uygulanan program 2012 yılının Eylül ayına kadar devam ettirilmiştir (ECB Annual Report, 2011). Aralık 2011'de Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu, bir takım geleneksel olmayan para politikalarını uygulamaya karar almıştır. Bu kapsamda, 3 yıl vadeli ve erken ödemeli iki adet uzun vadeli re finansman operasyonları (LTRO) başlatmıştır. İlk program kapsamında, 523 kredi kuruluşuna sağlanan 489,2 Milyar Euro likidite ve 2. Teminatlı Tahvil Alım Programı kapsamında (CBPP) 45,7 Milyar Euro likidite bulunmaktadır (Micossi, 2015, 15).

Şubat 2012'de ise ikinci uzun vadeli re-finance operasyonları kapsamında, 800 kredi kuruluşuna 529,5 Milyar Euro likidite, aynı zaman diliminde arka arkaya 6,5 Milyar Euro piyasa likiditesi, 29,5 Milyar Euro politika faizlerinden sağlanan fayda ile birlikte toplamda 565,5 Milyar Euro ikinci dalga LTRO politikası kapsamında likidite sağlanmıştır (ECB Annual Report, 2011).

Şekil 17. ECB Temel Faiz Oranları 2010-2018



Mavi: Borç Verme Kuruluşu Marjinal Faiz Oranı

Kırmızı: Ana Finansman Operasyonlarındaki Faiz Oranı

Sarı: Mevduat Faiz Oranı

Kaynak: ECB Annual Report, 2018, 28.

2012 yılı temmuz ayında Avrupa Merkez Bankası, Avro değerini korumak için her türlü geleneksel olmayan para politikası yöntemini etkin olarak kullanacağını açıklamıştır (ECB Annual Report, 2013). Eylül 2012’de resmi olarak (Outright Monetary Transactions) OMT programını resmi olarak başlatmış, avro bölgesindeki ülkelerin nihai kredi mercii olarak görev yapacağını ve sorunlu avro bölgesi ülkelerinden tahvil alımları yapacağını duyurmuştur (Saka vd., 2014:2). Bu program kapsamında belirli avro bölgeleri ülkelerinin ikincil piyasalarından sınırsız miktarda tahvil alınması planlanmış ve büyük çaptaki şokların önlenmesi öngörülmüştür.

Menkul Kıymet Piyasaları Programı’nın 2012 yılının sonuna kadar uygulanması sonucunda, Avrupa Merkez Bankası bilançosundaki devlet tahvilleri toplamı 209 Milyar Avro seviyesine erişmiştir. Ayrıca alınan faiz indirimi kararlarının dayanağı olarak resesyon riskine işaret eden ekonomik göstergeler de ciddi biçimde ele alındığından, iki farklı re-finansman programı uygulanmıştır (ECB Annual Report, 2012).

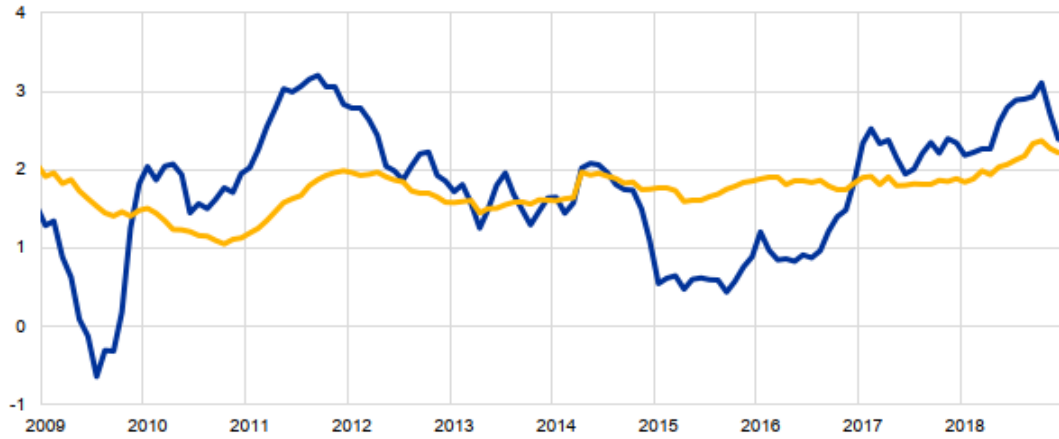
Avrupa Merkez Bankası 2014 ve 2015 yıllarında niceliksel gevşeme politikaları kullanmıştır. 2013 yılında Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu faiz oranlarını iki kez aşağıya çekerek tarihte ilk defa karşımıza çıkan %0,00 seviyesine çekmiştir. Avrupa Merkez Bankası’nın politika faizlerini sıfır noktasına yaklaştırması, borç alma faiz maliyetlerini de sıfırın altına indirme çabaları para piyasasındaki kısa vadeli faiz

oranlarının negatif (-) olmasına neden olmuştur. Borç alma faiz oranları sırasıyla %-0,10 ve %-0,20 seviyelerine gelmiştir. Borç verme faiz oranları %0,30, politika faizi ise %0,05 seviyelerine gerilemiştir (ECB Annual Report, 2014).

2014 Eylül'den 2016 Haziran ayına kadar uygulanması planlanan "Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonu" "(TLTRO)" 5 Haziran 2014 tarihinde Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu tarafından duyurulmuştur. Bunun akabinde ikinci dalga olarak da adlandırılabilir açıklama 10 Mart 2016 tarihinde gelmiştir. Daha sonrasında ise son olarak Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu 7 Mart 2019'da (TLTRO III) üçüncü dalga "Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonu" nu duyurmuştur (ECB, Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) 2019).

TLTRO politikası temel hatlarıyla, hane halklarına verilen krediler ve mali sektör dışında kalan şirketler ile bağlantılı bir ödünç alınabilecek tutarı ifade eder. Bu politika ile banka kredilerinin reel sektöre dönüş yapması beklenmektedir. Bu politika ile Avrupa Merkez Bankası enflasyon oranlarının dengelenmesini sağlayacak en güçlü hamlelerinden birini yapmış oldu. Avrupa Merkez Bankası TLTRO ile bankaları özel sektöre kredi vermeye teşvik ederek büyümeyi canlandırmayı amaçlamaktadır (ECB, Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) 2019).

Şekil 18. OECD Enflasyon Oranları



Mavi: Tüm Sektörler

Sarı: Enerji ve Yiyecek sektörü hariç

Kaynak: ECB Annual Report, 2018, 10.

Bu durumda, enflasyon oranları yukarıda görüldüğü üzere orta vadede %2 seviyesine yaklaşmıştır. Küresel düzeyde hem üretken kapasite hem de iş gücü piyasalarında durgunlukta devam eden düşüşün, yavaş da olsa, ücretlerde daha yüksek artışlara ve

biraz daha yüksek ana enflasyona dönüşmesi yönünde artan sinyaller vardır. OECD ülkelerine bakarsak, altta yatan enflasyonun (Enerji ve Yiyecek sektörü hariç) %2,1 seviyesine yükseldiğini görmekteyiz. Ana enflasyon ise daha sert bir artış izleyerek %2,6 seviyelerine kadar çıktığı, ardından da düşen petrol fiyatları sayesinde biraz gerileme eğilimi göstermektedir (ECB Annual Report, 2018, 10).

Ekim 2014 – Aralık 2018 yılları arasında Avrupa Merkez Bankası 2014'ten başlayacak biçimde, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Satın Alma Programlarını” (ABSPP) başlatmıştır. Hedeflenen uzun vadeli fonlama operasyonları ile birlikte para politikasının işleyiş mekanizmasına yardım edecek şekilde tasarlanmıştır. Program en az 2 yıl süre ile başlatılmış ve ardından devam ettirilmiştir. Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu Ocak 2015'te 2014 Ekim'de başlayan bu programların Avro bölgesi hükümetleri, kurumları ve kuruluşları tarafından ihraç edilecek ve edilen, Avro cinsinden menkul kıymetleri de kapsayacak şekilde genişletme kararı almıştır (ECB Annual Report, 2015).

Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu 2015 yılının Aralık ayında aldığı kararlar ile, borç alma faiz oranlarını %-0,30 'a düşürülmesi, borç verme faiz oranı ile politika faizinin ise aynı oranında tutulmasına, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Satın Alma Programlarını” politikaları kapsamında 60 Milyar Avro alım için hedeflenen bitiş tarihinin 2017 Mart ayına uzatılmasına, Ulusal Merkez Bankaları'nın gerçekleştirdiği alımların ABSPP kapsamına alınmasına, LTRO ve politika faizi stratejilerinin 2017 yılının son dönemine kadar sürmesine karar vermiştir (ECB Annual Report, 2015).

Avrupa Merkez Bankası yönetim kurulu 2016 Mart ayında aldığı kararlar ile, politika faiz ve borç alma faiz oranını %-0,40'a düşürmeye, ABSPP politikaları kapsamında yapılan alımların tutarının 60 Milyar Avro'dan 80 Milyar Avro'ya yükseltilmesine, Avro bölgesinde yer alan banka dışı kuruluşlar tarafından yatırım amaçlı olarak avro cinsinden ihraç edilen borçlanma senetlerinin alımı için “Kurumsal Tahvil Alım Programı” (CSPP)'nin başlatılmasına, 2016 Haziran ayından itibaren dört yıllık vadelere sahip “Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları” (TLTRO)'nun başlatılmasına karar vermiştir (ECB Annual Report, 2016).

TLTRO II programları kapsamında Avrupa Merkez Bankası, enflasyon oranlarını %2'nin altına çekmeye, bankalara işletmelere ve tüketicilere ödenmemiş kredilerinin %30'una kadar borç alabilme imkanı, reel ekonomiye borç veren

bankaların Avrupa Merkez Bankası'nın teklif ettiğinden daha fazla ve daha düşük faizli borç alabilme imkanı sağlanması için 1 yıllık süreçte 4 farklı çeyrek operasyonları şeklinde uygulanarak ekonomiyi rahatlatmayı amaçlamıştır. Bu süreçte borçlanan bankalar ödemelerini 1-12 haftalık periyotta değil 4 yıllık süre içerisinde tamamlayabileceklerdir. Bu durum bankalara piyasa belirsizliği durumlarında istikrarlı ve güvenilir finansman sağlamaktadır (ECB, What Is TLTRO-II).

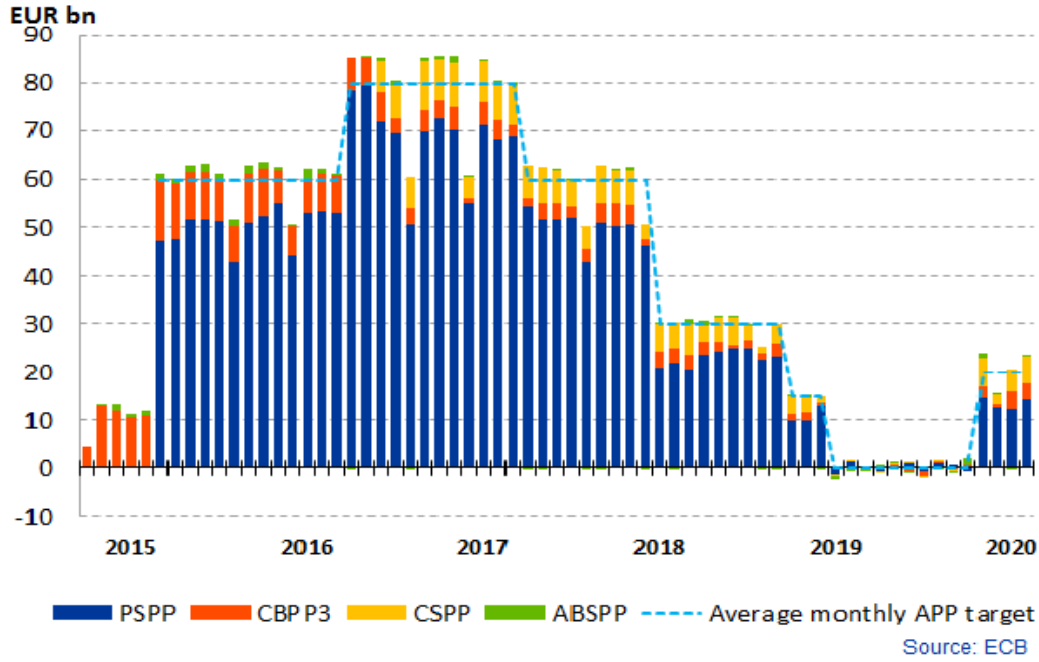
Ekim 2014 ve Aralık 2018 tarihleri arasında Avrupa Merkez Bankası Avro bölgesinde varlık satın alma programları kapsamında net menkul kıymet alımları gerçekleştirmiştir. Aşağıda söz konusu alımlar kapsamında tarih aralıkları ve miktarlar yer almaktadır (ECB, Asset Purchase Programmes)

- €60 Milyar Avro Mart 2015- Mart 2016
- €80 Milyar Avro Nisan 2016- Mart 2017
- €60 Milyar Avro Nisan 2017- Aralık 2017
- €30 Milyar Avro Ocak 2018- Eylül 2018
- €15 Milyar Avro Ekim 2018- Aralık 2018

Ocak 2019 ve Ekim 2019 arasında Avrupa Merkez Bankası, APP portföylerinde tutulan menkul kıymetlerden gelen ana ödemelerin tamamını yeniden APP portföyelerine yatırdı. Avrupa Merkez Bankası Yönetim Kurulu, APP'nin programı altındaki kümülatif net alımlarının seviyesini Aralık 2018'in sonundaki seviyelerde tutmayı amaçlamıştır. Avrupa Merkez Bankası Yönetim Kurulu 12 Eylül 2019'da "Net Alımlar" (APP)'nin 1 Kasım 2019'dan itibaren aylık 20 Milyar Avro şeklinden yeniden başlatılmasına karar vermiştir.

Kurul, politika faizlerinin uyumlu etkisini güçlendirmek ve ana re-finansman sistemlerindeki faiz oranını yükseltmeye başlamadan kısa süre önce politikanın sona ermesini amaçlamaktadır.

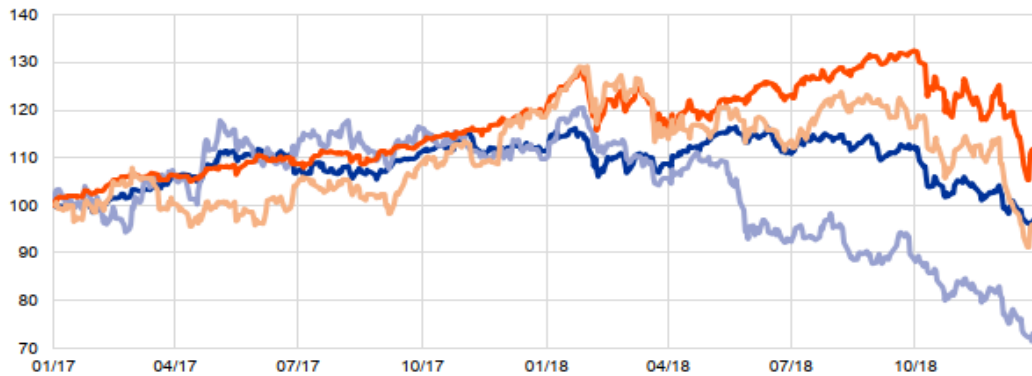
Şekil 19. APP Politikaları Net Varlık Alımları



Kaynak: ECB, Asset Purchase Programmes

Bütün bunlara ek olarak, APP kapsamında satın alınan menkul kıymetlerden elde edilen anapara ödemelerinin yeniden yatırımı, politika faizlerinin uyumlu etkisini güçlendirmek ve ana re-finansman sistemlerindeki faiz oranını yükseltmeye başladığı tarihten sonra da uygun likidite koşullarını ve parasal konaklama sağlamak için gerekli görüldüğü sürece, uzunca bir süre devam edeceği belirtilmiştir (ECB, Asset Purchase Programmes).

Şekil 20. Avro Bölgesi ve ABD’ de Hisse Senedi Piyasası Endeksleri



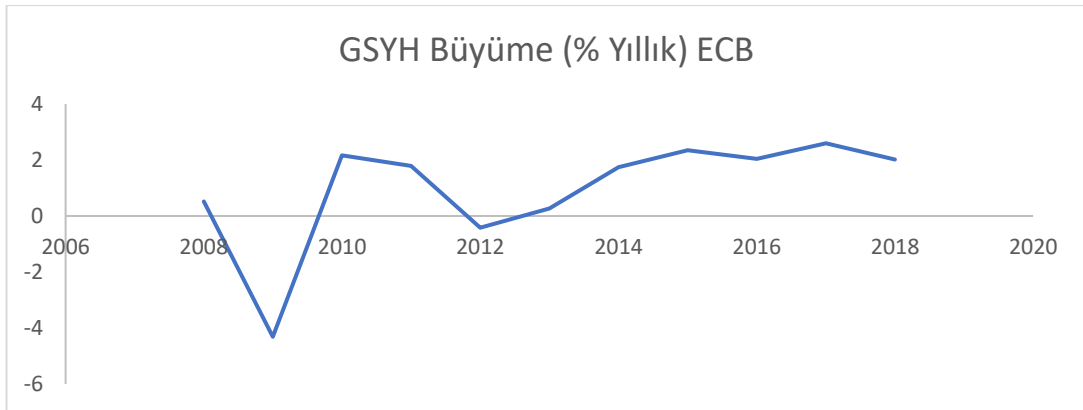
Lacivert: Avro Bölgesi Finansal Olmayan Kuruluşlar **Açık Mavi:** Avro Bölgesi Bankaları **Koyu Turuncu:** ABD Finansal Olmayan Kuruluşlar **Açık Turuncu:** ABD Bankaları

Kaynak: ECB Annual Report, 2018, 24.

Tablo 2. Avro Bölgesi AMB' sının Uyguladığı Politikalar Genel Bakış

Yıl	AY	AMB' nin Politikaları
2008	Ekim	Politika Faizleri Düşürüldü
2008	Mart	TLTRO uygulamaları
2009	Mayıs	60 Milyar Avro Tahvil Alımı & TLTRO uygulamaları
2008-2009	Tüm Yıl	Tahvil Alım Programları (CBPP)
2010	Mayıs	Kamu Borç Senetlerinin İkincil Piyasadan Alımı
2011	Aralık	36 Ay Vadeli TLTRO uygulamaları
2010-2011	Tüm Yıl	Tahvil Alım Programları (CBPP) & Düşük Politika Faizi Uygulamaları
2012-2013	Tüm Yıl	APİ Politikalarının Duyurulması & Bilanço Küçülmesi
2014	Haziran	Banka Kredilerini Desteklemeye Yönelik TLTRO & Negatif Politika Faizi Uygulamaları
2014	Eylül	Negatif Politika Faiz Uygulamaları %-0,20
2014	Ekim	ABSPP & CBPP 2 Yıl Vadeli Satın Alım Programları Uygulamaları
2015	Ocak	ABSPP Kapsamında Alımların 60 Milyar Avro Olması
2015	Ekim	ABSPP Politikalarının Genişletilmesi
2015	Aralık	Negatif Politika Faiz Uygulamaları Politika Faizi %-0,20
2014-2015	Tüm Yıl	2014 Yılı Bilanço Küçülmesi & 2015 LSAP Uygulamaları
2016	Mart	LTRO Uygulamaları 4 yıl vadeli fonlama ilanı & Negatif Politika Faizi Uygulamaları %-0,40
2016	Nisan	Enflasyon Politikaları %2 seviyesine gelene kadar CBPP Satın Alma Programları
2017	Nisan	APP Politikaları Kapsamında 60 Milyar Avro Varlık Alımı
2016-2017	Tüm Yıl	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Agrasif Olarak Uygulanmaya Devam Edilmesi
2018	Ocak	APP Politikaları Kapsamında 30 Milyar Avro Varlık Alımı
2018	Ekim	APP Politikaları Kapsamında 15 Milyar Avro Varlık Alımı
2018	Tüm Yıl	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Agrasif Olarak Uygulanmaya Devam Edilmesi

Şekil 21. ECB Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranları

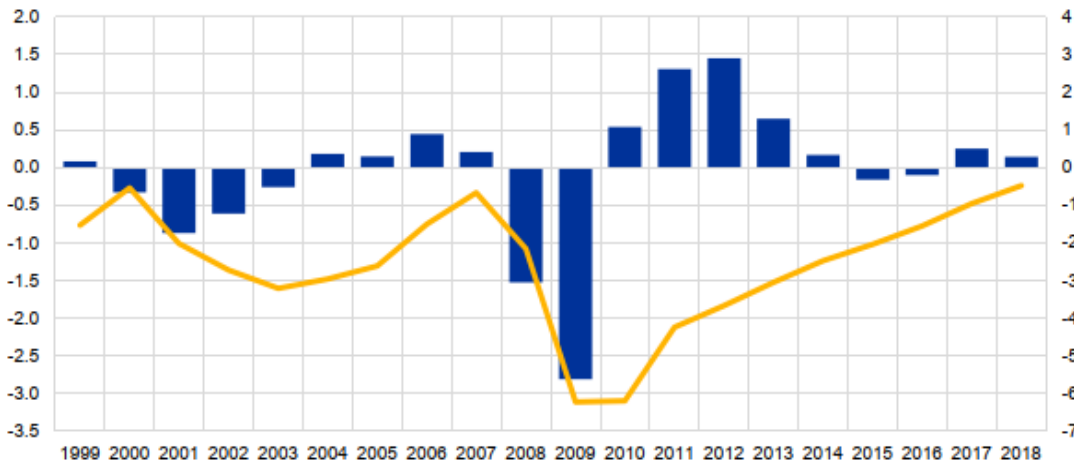


Kaynak: ECB Annual Report, 2018:9.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere küresel mali krizin ardından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları sonucunda dünya ekonomisi ve büyüme oranları 2009'dan sonra ani artışlar göstererek 2013 itibari ile yeniden rayna oturma eğilimi gösterse bile kriz öncesi dönemleri aratmıştır. Ülkelerin GSYH'leri tekrardan istikrarlı bir büyüme rayna oturma eğilimi göstermektedir.

Avrupa Merkez Bankası da Federal Reserve'e benzeyen politikalar uygulayarak kriz süresince varlık alımları yaparak piyasaları ve kreditor bankaları rahatlatmaya çalışmıştır. Avrupa Merkez Bankası bu kapsamda özellikle bankaların likidite sıkıntısını rahatlatmak adına 2011'den itibaren yoğunlaştırarak varlık alımlarını gerçekleştirmiştir. Bütün bu çabalara rağmen verilerin açıkça gösterdiği üzere ekonomik seviyeler hala krizin öncesindeki değerlerine dönemediği gözlemlenmektedir (Karaş, 2017, 122).

Şekil 22. ECB Bilanço & Bütçe Dengesi



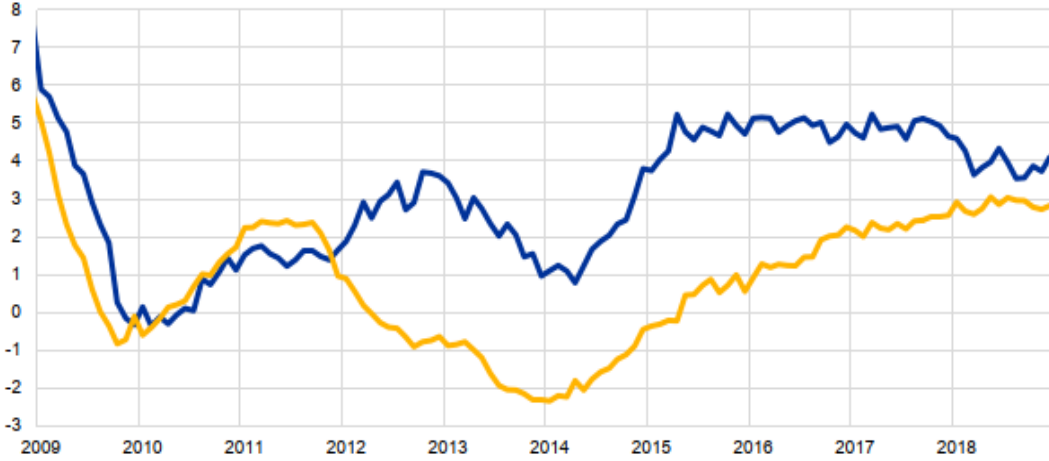
Kaynak: ECB Annual Report, 2018, 15.

Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alım politikaları neticesinde 2010 – 2013 arasındaki dönemde net aktiflerinde gerçekleşmiş olan artışlar kriz öncesi döneme nazaran büyük farklılıklar göstermektedir. Sarı renk ile gördüğümüz bütçe açığının ise kriz döneminde en yüksek noktaları gösterdiğini fakat varlık alımları ve finansal piyasalara yapılan likidite sağlama politikalarının ardından 2018'de dengeye gelmeye başladığını, son birkaç yıldaki genel bütçe açığındaki düşüşü büyük ölçüde düşen faiz harcamaları ile düşük faiz oranlarında ihraç edilen piyasaya geri kazandırılan finansmanın bir başarısı olarak düşünülmektedir (Economic Bulletin, Issue 4, ECB, 2016).

Avro bölgesi mali durumu 2018 itibari ile genel olarak nötr olmuştur. Fakat avro bölgesinde ülkeler bazında büyük farklılıklar görülmesine rağmen, ekonomik olarak kırılğan ülkelerde yaşanan büyük oranlardaki ekonomik düşüşler, avro genelinin iyiye giden göstergeleri sayesinde mali gevşemeyi toparlamayı telafi etmiştir. Düşük büyüme yaşayan ve artan demografik zorluklarla karşı karşıya olan ülkelerde yüksek borç seviyeleri halen kırılğanlık teşkil etmektedir. Bu ülkelerdeki ekonomik

faaliyetlerde gerçekleşecek bozulmalar, maliye politikalarını ayarlamaları için sınırlı bir marjları olacağını göstermektedir. Bu sebeple ekonomik olarak daha savunmasız olan ülkelere, ekonomik koşulların izin verdiği ölçüde tamponlar uygulayarak piyasa dengesini sağlamaları tavsiye edilir (ECB Annual Report, 2018, 15).

Şekil 23. M3 Para Arzı Artışı & Özel Sektör Kredileri Artışı Karşılaştırması



Mavi: M3 Para Arzı Artışı %

Turuncu: Özel Sektör Kredileri Artışı %

Kaynak: ECB Annual Report, 2018, 26.

2014’ün başından itibaren özel sektöre sağlanan kredilerin artma trendi göstermeye başlaması Avrupa Merkez Bankası’nın likidite arttırıcı politikalarının bir çıktısı olarak düşünülebilir. IMF’in verilerine göre özel sektöre sağlanan kredilerin artması piyasaların likidite açısından elinin kuvvetlenmesini sağlamıştır. Avrupa Merkez Bankası’nın sistematik bir biçimde varlık alımları sonrasında, M3 para arzı trendinin artması ve artan likiditenin piyasa mekanizmasına dönmesi yukarıdaki şekilde açıkça görülmektedir. 2018 sonu itibari ile net dış varlıklardan sağlanan katkı, net olarak pozitif olmuştur (ECB Annual Report, 2018, 26).

Avrupa Merkez Bankası son olarak Eylül 2019 tarihinde “Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları” (TLTRO III)’ü duyurmuştur. İki yıl sürmesi planlanan program Dünya’da yaşanan son gelişmeler ışığında, 12 Mart 2020 tarihinde Avrupa Merkez Bankası, “Hedefli Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları” (TLTRO III) için koşulları değiştirdiğini duyurmuştur. Buna göre, koronavirüs salgınının özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeleri etkilemesi üzerine banka kredilerinin desteklenmesi, faiz oranının 25 baz puan düşürülmesi, borçlanma ödeneğinin uygun krediler için %50 arttırılması, işlem başına teklif limitinin kaldırılması, borç verme performans

eşğinin %0'a düşürülmesi, 2021 Eylül'de başlayacak ödemeden bir yıl sonra erken ödeme seçeneği getirilmesi ile likidite ihtiyacını karşılamak için tasarlanmış bir dizi TLTRO III programının uygulamaya alınacağı duyurulmuştur (ECB announces easing of conditions for targeted longer-term refinancing operations, TLTRO III, 2020).

2008 finansal krizi ile birlikte Avrupa Merkez Bankası krizin küresel bir hal almasının ardından, krizi yönetebilmek adına geleneksel olmayan para politikaları ile çözüm arayışında bulunmuştur. İlk etapta borç karşılığı varlık teminatı ile ECB sınırsız likidite sağlayan bir politikayı avro bölgesine sunmuştur. Bu politikaya ek destek olma amacıyla; TLTRO, ABSPP, CBPP & APP uygulamalarını hayata geçirmiştir. Avrupa Merkez Bankası avro bölgesi için nihai kredi mercii görevini üstleneceğini ve sorunlu birlik ülkelerinden de tahvil alımları yapması ile kriz dönemini en az kayıpla atlattığına çalışmıştır.

Avro bölgesi fiyatlar genel düzeyi krizin başlarında deflasyon sürecine girmiştir. Krizin başlarında bu deflasyon süresi sona ermiş ve fiyatlar genel düzeyi artma eğilimi göstermiştir. Uygulanan politikalar neticesinde 2014 yılından sonraki dönem için Avro bölgesinde düşük enflasyon politikaları uygulanmıştır. Bu dönemde uygulanan para politikaları sayesinde enflasyon oranları düşük seyretme eğilimi göstermiştir. Bu verilerin akabinde işsizlik oranları kriz öncesi döneme nazaran kriz döneminde artış göstermiştir. Uygulanan politikaların ışığında işsizlik seviyeleri Avro bölgesi için düşüş eğilimine girmiştir. GSYH oranları ise kriz döneminde düşüşler göstermesinin ardından uygulanan geleneksel olmayan politikaların ışığında uzun vadede toparlanma sürecine girip istikrarlı bir konuma geldiği gözlemlenmektedir.

Koronavirüs salgını sebebi ile yaşanabilecek geçici finansman kısıtlıkları karşısında firmaların ve hane halkının banka kredisine erişiminin sürekli olarak desteklenmesi, olası bir piyasa krizinden kaçınabilmek açısından Avrupa Merkez Bankası'nın uygulamaya aldığı politikalar neticesinde küresel salgın sürecini ne kadar ciddiye aldığı bir göstergesidir. Uygulamaya geçilecek politikaların ilerleyen dönemde ne gibi etkileri olacağı ise uzun vadeli çalışmalar neticesinde ortaya çıkacaktır. Küresel finans krizinin ardından Avro bölgesinde yaşanan küresel salgınının bir krize dönüşüp dönüşmeyeceği de bir soru işareti olarak kalmaktadır.

2.2.3 BOJ & BOE Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

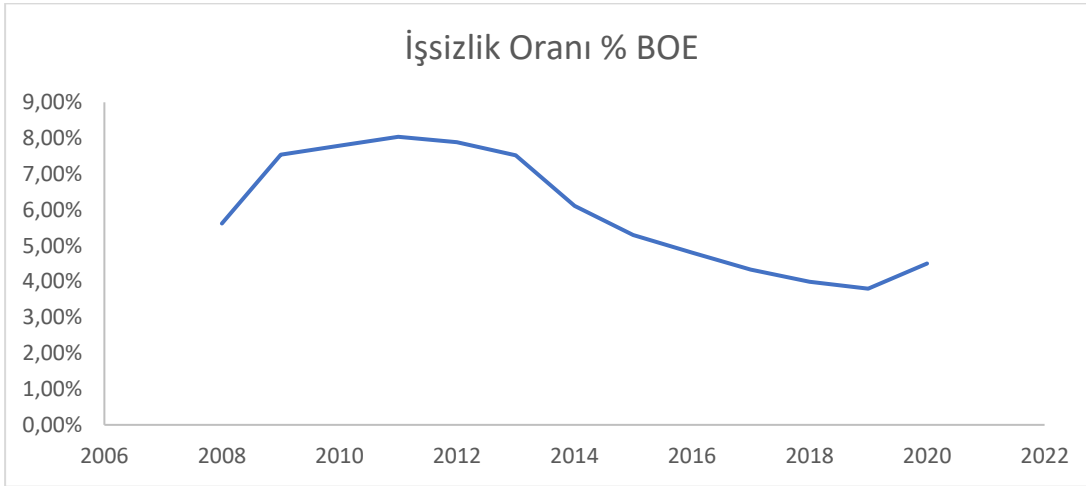
2.2.3.1 Bank of England (BOE)

İngiltere Merkez Bankası, 2008 yılının nisan ayında “Özel Likidite Planı” açıklayarak bankalara üç yıl vadeli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerini kısa vadeli iç borçlanma senetleri ile değişim imkanı sunmuştur. Mart 2009’da ise 200 milyar sterlin tutarında uzun vadeli kamu tahvili alımı gerçekleştirmiştir. Bu alımlar ilk olarak Şubat 2009’da “Devlet İç Borçlanma Senetleri” ile finanse edilen şirketlerin ihraç ettiği senetlerin alımı şeklinde gerçekleşmiştir. Daha sonra bu adımı, para politikası kurulunun 75 Milyar Sterlin tutarında bir varlık alım programı başlatması takip etmiştir. Varlık alım programlarının başlaması politika faizini %0,5 seviyesine getirmiştir. Bu politikaların ana amacı hedeflenen enflasyon seviyelerine ulaşılması şeklinde özetlenebilir. BOE’in uyguladığı geleneksel olmayan politikalar devlet bilançosunun büyük oranda artışlar göstermesine sebep olmuştur. Niceliksel Gevşeme politikaları kapsamında Temmuz 2012 sonunda 175 Milyar Sterlin tutarında uzun vadeli (Vadesine 5 ile 25 yıl arasında kalan) kamu tahvili alımı gerçekleştirildi. Bu tarihte BOE’in bilanço büyüklüğü GDP’sinin %20’sini oluşturmaktadır (BOE Annual Report, 2009, 14-17).

2010-2011 yılları arasında BOE, Avrupa Merkez Bankası ile yapmış olduğu anlaşma neticesinde karşılıklı olarak 10 Milyar Sterlin likidite sağlamıştır. İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Kurulu, bankalar ve yapı kooperatiflerinin 2012-2014 yılları arasında reel sektöre ve hane halkına yönelik kredi miktarını arttırmak için bu sektörlere kredi veren banka ve yapı kooperatiflerine düşük faizli fon imkanı sağlamıştır (BOE Annual Report, 2012).

İngiltere Merkez Bankası 2012 Ekim ayına kadar toplamda 100 Milyar Sterlin tutarında devlet tahvili alımı gerçekleştirmiştir. 2013 yılında gerçekleşen APF (Varlık Satın alma Kolaylığı) politikaları kapsamında Mart ayı sonunda süresi dolacak tahvillerin yerine 6,6 Milyar Sterlin tutarında yeni bir varlık satın alımı gerçekleştirmiştir. Varlık satın alma kolaylığı politikalarının esas amacının likidite sağlayıcısı olarak hareket ederek, seçilmiş piyasalardaki likiditeyi arttırmaktır (BOE Annual Report, 2013).

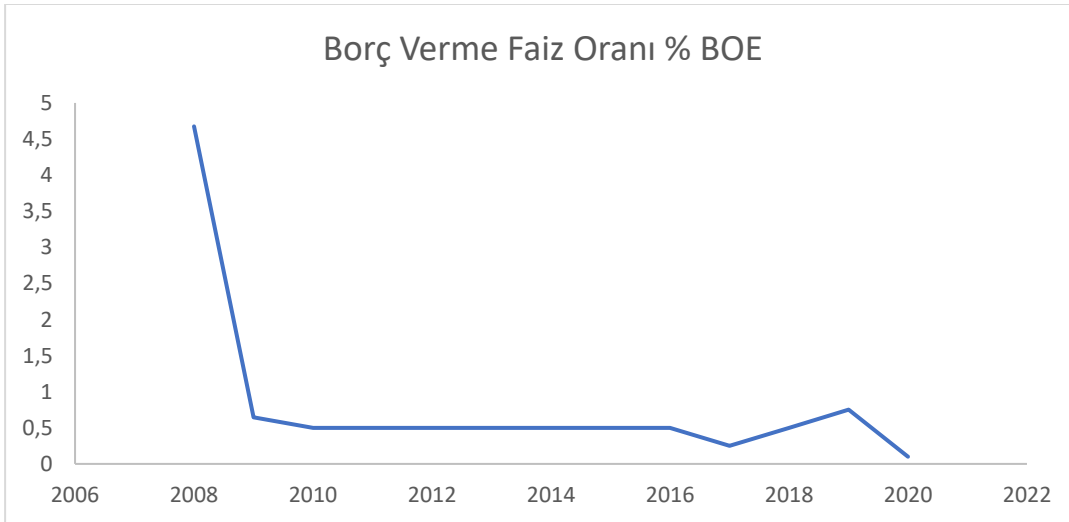
Şekil 24. İngiltere İşsizlik Oranları %



Kaynak: BOE Ulusal İstatistik Ofisi & World Bank.

İngiltere Merkez Bankası Para Politikaları Kurulu işsizlik oranlarının 2014 yılından itibaren düşüşe geçmesinin ardından, ileriye yönelik politikalar uygulamaya başlamış ve faiz oranlarında kademeli olarak artışlar gerçekleştireceğini açıklamıştır. Ayrıca 2013 Nisan’da sona erecek olan FLS-Funding for Lending Scheme (Hane halkı ve Kobilere borç Vermeye Teşvik) programını 2015 Ocak ayına kadar uzatmıştır (BOE Annual Report, 2014).

Şekil 25. İngiltere Faiz Oranları %



Kaynak: BOE Ulusal İstatistik Ofisi & World Bank

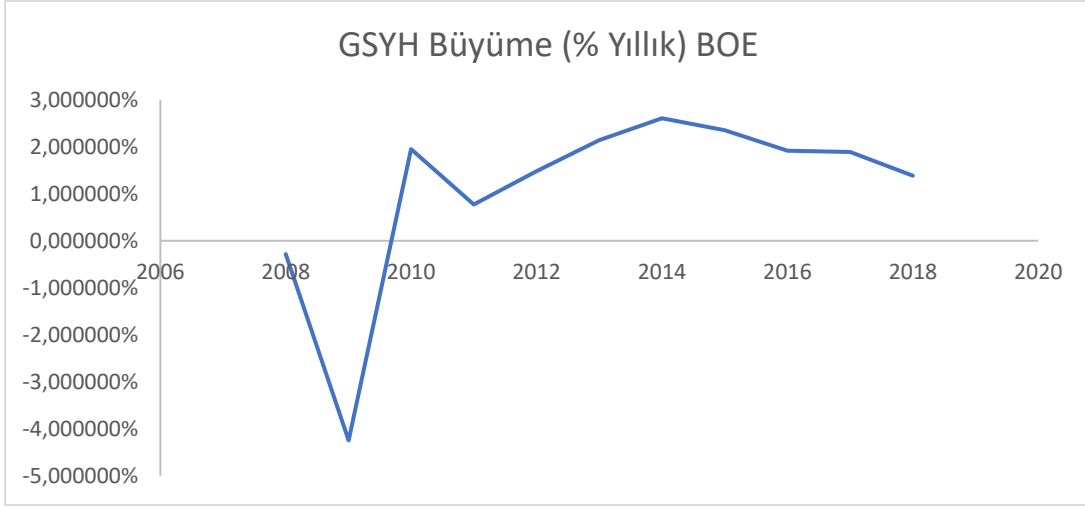
İngiltere Merkez Bankası Para Politikaları Kurulu uzun vadede faiz oranlarını ilk etapta %0,5 seviyesinde tutmuş bunları izleyen dönemde 2016 yılında 2018’e kadar uygulanacak bir şekilde faiz indirimine gitmiştir. Mart 2017 tarihli toplantısında enflasyon hedeflemesini tutturmak adına politika faizini %0,25 seviyesinde tutmuştur.

Ardından kademeli olarak faiz artırımına gitmiştir. 2019 yılında İngiltere Merkez Bankası Para Politikaları Kurulu faiz oranlarını %0,75 seviyesine yükseltmiştir. Bunun yanında şirketlerin ticari olmayan yatırımlarından kaynaklanan ihraç etmiş olduğu tahvillerin satın alınmasını da içeren tahvil programının devam etmesine karar vermiştir. Bu program çerçevesinde 10 Milyar Sterlin merkez bankası rezervi ihraç etmiştir (BOE Annual Report, 2017).

Tablo 3. BOE’ın Küresel Kriz Süresindeki Genel Politikaları

Yıl	Ay	BOE Uyguladığı Politikalar
2009 – 2011	Mart- Kasım	Nicel Gevşeme Politikaları Kapsamında 200 Milyar Sterlin uzun vadeli (Vadesine 5 ila 25 yıl kalan) kamu tahvili alımı.
2011 – 2012	Ekim- Temmuz	Nicel Gevşeme Politikaları Kapsamında 175 Milyar Sterlin uzun vadeli (Vadesine 5 ila 25 yıl kalan) kamu tahvili alımı.
2012 – 2014	Temmuz- Ocak	Kredi İçin Fonlama Mekanizması Politikaları
2012	Şubat	Kantitatif Genişlemenin 325 Milyar Sterlin seviyesine yükseltilmesi
2012	Temmuz	Kantitatif Genişlemenin 375 Milyar Sterlin seviyesine yükseltilmesi
2014 – 2015	Tüm Yıl	Kredi İçin Fonlama Mekanizması Politikaları (FLS) & MB Bilançosunun 2012 seviyesinde tutulması
2016 – 2018	Tüm Yıl	Brexit oylamasının neticesinde faiz indirimine gidilmesi. Kantitatif Genişlemenin 445 Milyar Sterlin seviyesine yükseltilmesi
2018 – 2020	Tüm Yıl	Kantitatif Genişlemenin 895 Milyar Sterlin seviyesine yükseltilmesi (Covid-19 Kaynaklı)

Şekil 26. İngiltere GSYİH Büyüme Oranları Yıllık %



Kaynak: BOE Ulusal İstatistik Ofisi & World Bank

Yukarıdaki şekilde İngiltere'nin GSYH artış oranını yıllık bazda görmekteyiz. Kriz öncesi dönemlerde pozitif olarak süren büyüme kriz döneminde görüldüğü üzere bir daralmaya girmiştir. İngiltere Merkez Bankası'nın kriz süresince uyguladığı geleneksel olmayan genişleme politikaları sonuç vermiş ve GSYH büyüme oranları 2009'dan itibaren artış eğilimine girmiştir. Bunun ile beraber uygulanan politikaların işsizlik oranı üzerine etkisini de şekil 24'te detaylıca görmekteyiz. 2008 küresel krizin başlaması ile birlikte 2011 yılına kadar hedeflenenin üzerinde kalan işsizlik oranları 2012 yılından itibaren düşüşe geçmiştir. Uygulanan geleneksel olmayan politikalar neticesinde hedeflenen fiyat & işsizlik istikrarı piyasalara sağlanan fonlar neticesinde tüketim eğilimlerinin artması ile birlikte Covid-19 pandemisine kadar beklenen seviyelerinde gerçekleşmişlerdir.

2.2.3.2 Bank of Japan (BOJ)

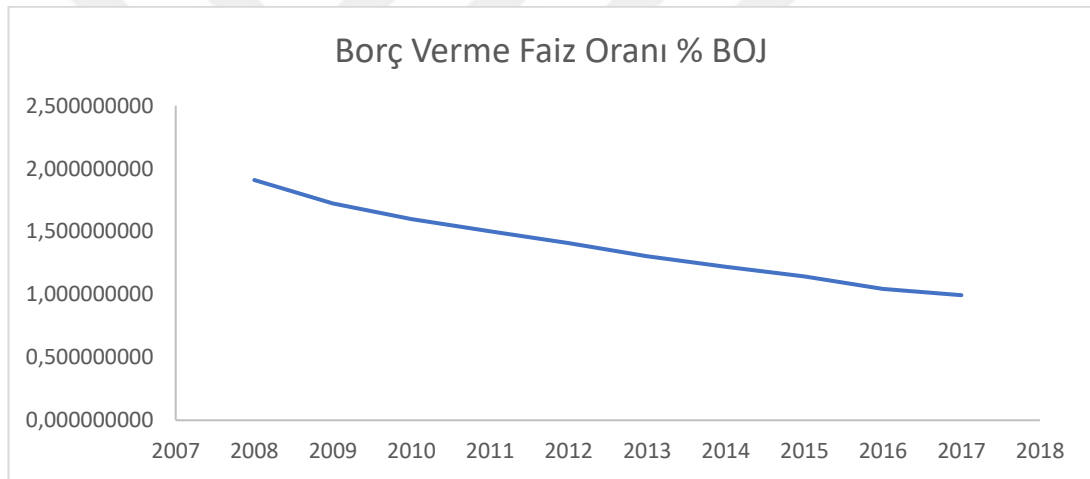
Japonya Merkez Bankası (BOJ), 2001 yılında ana politika aracını değiştirmiş ve gecelik faiz oranı politikasının yerine merkez bankası bilanço genişliğini ana politika aracı olarak belirlemiştir. Bu kararın ardından Dünya'da politika faiz oranını %0 sınırına yaklaştıran ilk merkez bankası BOJ olmuştur. Japonya açısından krizin hissedilmeye başlamasını yabancı içerikli finansal kuruluşların kayıplar yaşamasını takiben, bankalar arası kurumların borçlanma likiditesindeki azalmaların piyasada kendini hissettirmesi olarak adlandırabiliriz (TCMB Bülten, 2014 sayı, 33).

Japonya Merkez Bankası (BOJ), 2008 yılının sonlarına doğru küresel krize karşı ilk reaksiyonunu almış ve politika faizlerinde indirime gitmiştir. BOJ, Amerika Merkez

Bankası (FED) ile döviz takas anlaşmalarına imza atarak fiyat istikrarını sağlamak adına atılacak adımları başlatmıştır. BOJ, menkul kıymetler borsasındaki finansal kuruluşların hisse senetlerinin satışını durdurmuştur. Bu önlemleri takiben Ekim 2008’de Japonya Merkez Bankası devlet tahvillerinin satılmasına imkan sağlayacak borç verme kolaylığı (SLF) politikalarını genişletmiş ve faiz oranlarını %0,5 seviyesine çekmiştir (Şen, 2018, 273).

BOJ 2010 yılında ECB’in (TLTRO) politikalarına benzer bir politika programı başlatarak, Merkez bankası vadesi en fazla 3 yıl olan DİBS’leri satın alarak menkul kıymetlerdeki faiz oranlarını %0,00 seviyesine çekmeye çalışmıştır. Bunlara ek olarak finansal kuruluşları piyasaya kredi vermeye teşvik ederek, düşük faiz oranları ile uzun vadeli borç verme kolaylığı sağlayacak politikaları yürürlüğe sokmuştur.

Şekil 27. BOJ Borç Verme Faiz Oranları



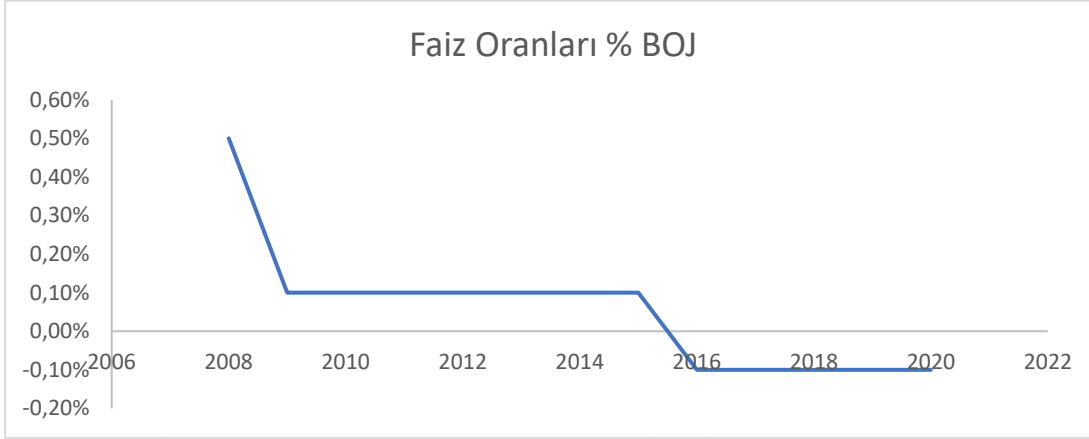
Kaynak: World Bank Data

BOJ, 2010 yılından başlamak sureti ile 3 yıl sürecek bir kamu tahvili, borsa yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım ortaklığı fonu satın alım programları çerçevesinde 72 Trilyon Japon Yen’i piyasaya arz etmiştir. Küresel krizin etkisini iyice hissettirmesinin yanında Japonya’da 2011 yılında büyük bir deprem meydana gelmiştir. Bu yıkıcı olayın etkisiyle Japonya ekonomisi %5 daralarak deflasyon sürecine girmesi küresel krizin etkisine adeta bir hızlandırıcı olmuştur.

Yaşanan sürecin bilançosu ağırlaşmasına rağmen BOJ geleneksel olmayan politikalara halen daha sıcak bakmamaktaydı. BOJ 2012 yılında enflasyon hedeflemesi programı kapsamında riskli varlıkları satın almış ve böylece parasal genişleme sürecini

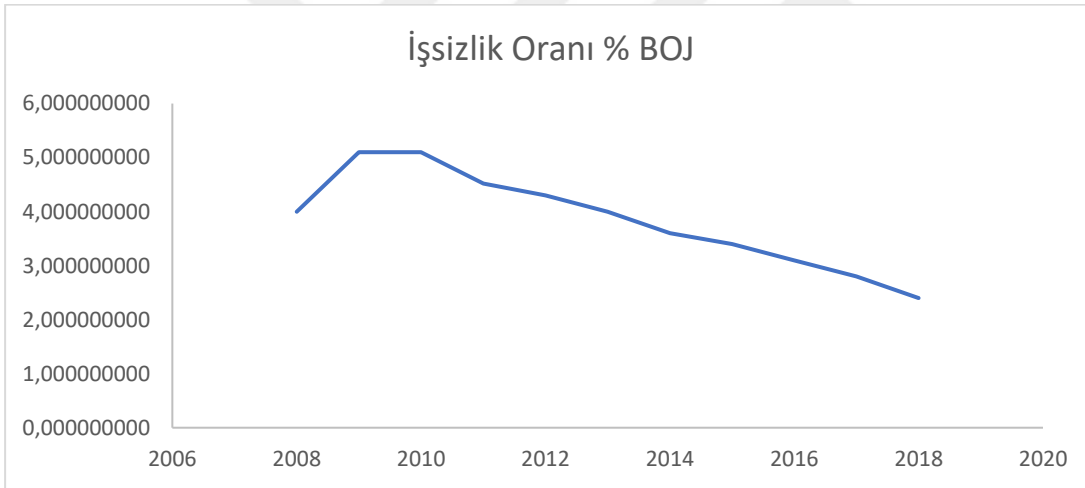
genişletmeye başlamıştır. %2 olarak belirlenen enflasyon hedeflemesi ile BOJ genişleme politikalarını sıklılaştırmıştır (BOJ Annual Review, 2010-2014).

şekil 28. Japonya Politika Faiz Oranları Yıllık %



Kaynak: World Bank Data

şekil 29. Japonya İşsizlik Oranları Yıllık %



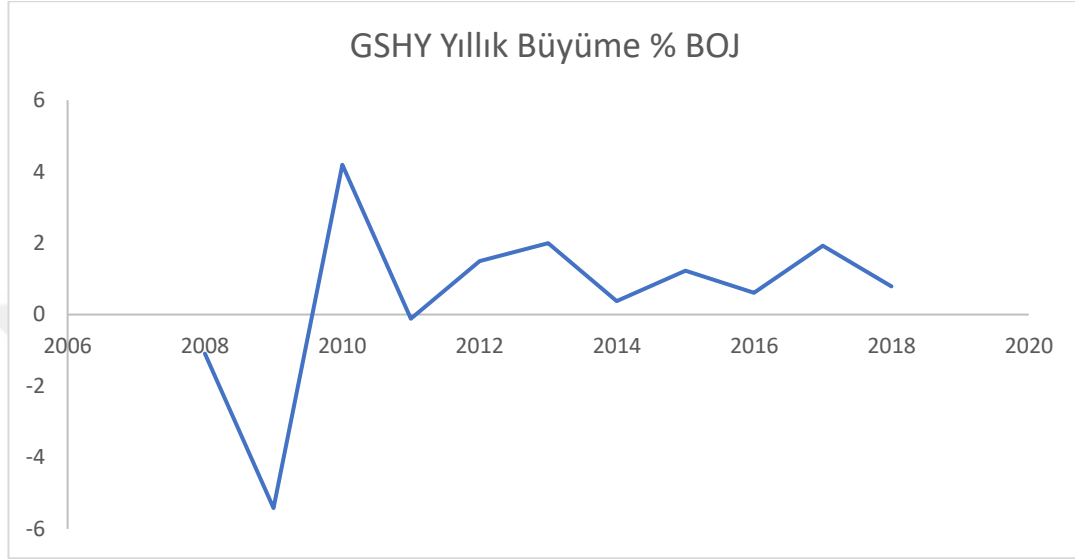
Kaynak: World Bank Data

Japonya işsizlik oranı hedeflemesinde örnek alınacak ülkelerin başında gelmektedir. Piyasaya likiditeyi arttırıcı işlemler sayesinde küresel kriz ve ardından depremin etkilerinin kısa süreli olduğunu ve yıllık işsizlik oranının belirlenen hedefler doğrultusunda alınan aksiyonların piyasayı rahatlatarak işsizlik hedeflemesine ulaşıldığı gözlemlenmektedir.

BOJ, kamu tahvillerinin yanı sıra borsa yatırım ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları fonları satın alarak parasal tabanı 70 Trilyon Japon Yen'i tutarında arttırmıştır. 2013 yılının başında BOJ, %2 olarak ortaya konulan enflasyon oranının gerçekleşmesi açısından genişleme politikalarını başlatmıştır.

2016 yılında 10 yıllık devlet iç borçlanma tahvillerini faizleri %0'a indirecek şekilde Japonya Merkez Bankası tarafından satın alınmıştır. 10 yıl vadeli devlet iç borçlanma senetleri satın alınması ile tahvillerin getirileri azalmış ve borç verme faiz oranı %-0,1 olarak gerçekleşmiştir (BOJ Annual Review, 2016).

Şekil 30. GSYH Artış Oranları Yıllık %



Kaynak: World Bank Data

Yukarıdaki şekilde Japonya'nın GSYH artış oranını yıllık bazda görmekteyiz. Kriz öncesi dönemlerde pozitif olarak süren büyüme kriz döneminde görüldüğü üzere bir daralma yaşanması ile sekteye uğramıştır. BOJ'un kriz süresince uyguladığı genişlemeci politikalar meyvesini vermiş ve GSYH büyüme oranları 2009'dan itibaren hedeflenen istikrar neticesinde 2011 yılında yaşanan doğal afet sebebi ile yıllık bazda düşüş yaşanmasının ardından ekonomik toparlanma ile birlikte Japonya ekonomisi hedeflenen büyüme istikrarına gelmekte olduğu gözlenmektedir.

Bunun ile beraber uygulanan politikaların işsizlik oranı üzerine etkisini de şekil 29'da detaylıca görmekteyiz. 2008 küresel krizin başlaması ile birlikte 2010 yılına kadar sürekli artış gösteren işsizlik oranları 2010 yılından itibaren belirli bir istikrara kavuşmuş ardından düşüşe geçmiştir. 2012 yılından itibaren de daha fazla düşüş gösteren işsizlik oranı 2008 öncesindeki dönemden de daha düşük seviyelere gerilemiştir. Küresel pandeminin ardından uygulanan politikaların neticelerinin nasıl olacağı ise devam eden bir araştırma konusudur.

Tablo 4. BOJ'un Küresel Kriz Süresindeki Genel Politikaları

Yıl	Ay	BOJ Uyguladığı Politikalar
2010	Ekim	72 Trilyon Yen kamu tahvili, borsa yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım ortaklığı fonu satın alımı
2010	Tüm Yıl	BOJ-NET ismiyle yeni bir finansal bağlantı sistemi kurulması ve Afet sonrası kredi sağlama operasyonları
2012	Şubat	Orta ve Uzun vadeli fiyat istikrarı hedeflemesi ve Banka Varlık Satın Alma Programları
2013	Nisan	Kantitatif ve Kalitatif genişleme politikaları & %2 enflasyon hedeflemesi
2013	Nisan	Borsa yatırım ve Gayrimenkul yatırım ortaklıkları fonları satın alınması & 70 Trilyon Yen parasal taban genişlemesi
2014	Tüm Yıl	Kantitatif ve Kalitatif genişleme politikaları & %2 enflasyon hedeflemesi
2015	Tüm Yıl	Kantitatif ve Kalitatif genişleme politikaları & %2 enflasyon hedeflemesi
2016	Tüm Yıl	Faizlerin %0' a indirilmesi & Kantitatif ve Kalitatif genişleme politikaları & %2 enflasyon hedeflemesi & QQME
2017	Tüm Yıl	DİBS alımları 80 Trilyon Yen tutarında parasal taban genişlemesi

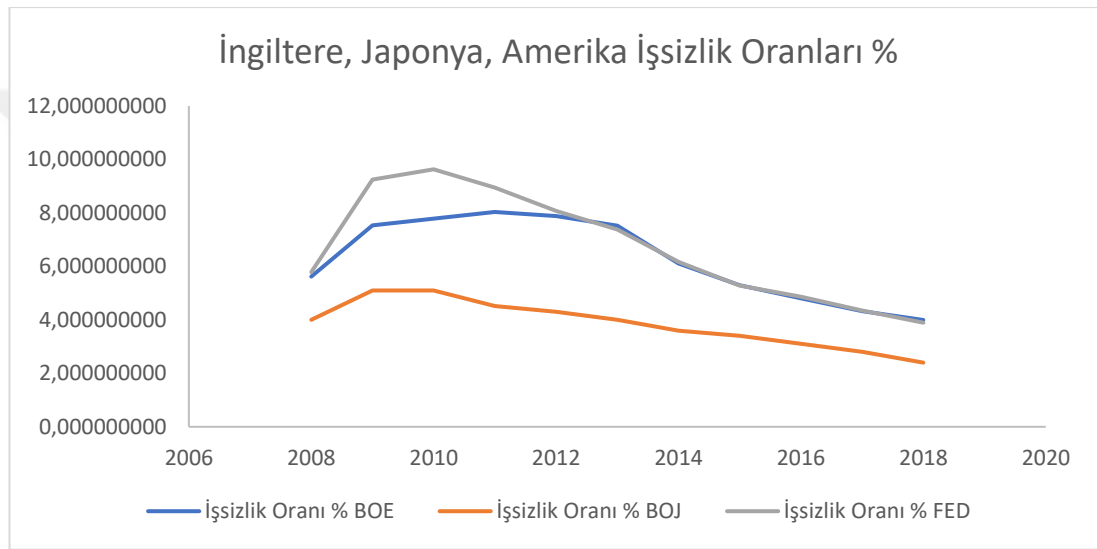
2008 yılına gelene kadar Dünya genelinde küresel olarak adlandırılabilir bir kriz daha bulunmamaktaydı. 1929 yılındaki Büyük Buhran bile ekonominin yeteri kadar küresel bir durumda olmamasından dolayı reel sektörde büyük çöküşlere sebep olmasına rağmen sadece sanayi devrimini gerçekleştirmiş gelişmiş ekonomilerde etkili olmuştur. 1997 yılındaki Asya ülkelerinde çıkan kriz ise sadece bölgesel olarak kalmış ve yabancı yatırımcının Asya (Uzak Doğu) ülkelerini tek bir bütün olarak düşünmesinin sebebi olarak sadece o bölgede hissedilmiş bir finansal piyasa krizi olmuştur.

Fakat 2008 krizi ele alındığında finansal piyasalarda ve özellikle Amerika Mortgage piyasasında başlayan bu kriz kısa bir süre sonra yanlış yönetilmiş borçlanmalardan dolayı Avrupa piyasasına ardından da tüm Dünya piyasalarına sıçrayarak küresel bir kriz unvanını almıştır. 2008 Dünya finansal krizi birçok ülke ekonomilerinin iç içe geçmiş olmasından kaynaklı gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere yayılabilmektedir.

2008 krizi ile mücadele kapsamında başta FED olmak üzere çok sayıda merkez bankası çeşitli önlemler alarak finansal piyasanın içinde bulunduğu likidite sorunlarını çözmeye çalışmıştır. 2008 krizi incelendiğinde merkez bankalarının krizler karşısındaki mücadelelerinde genel olarak kullandıkları yöntemlerin dışında geleneksel olmayan yöntemler kullanarak destek verdiklerini görmekteyiz. Yukarıda

büyük ekonomilerin merkez bankalarının krize karşı aldıkları önlemlerden bahsetmeye çalıştık. Elde edilen verilerden de görülebileceği üzere, birçok merkez bankası likiditeyi arttırmaya ve sağlanan gelirlerin borçlanma piyasalarına geri dönmesine çaba harcamışlardır. Ülke Merkez Bankaları'nın genel olarak ilk başvurdukları yöntem politika faiz oranları düşürmeye çalışmaları ve borç alma ve verme arasında oluşan faiz koridorunun düzenlenmesi olarak dikkat çekmektedir. 2008 krizinin ciddiyetini Merkez Bankaları'nın ivedilikle uyguladıkları geleneksel olmayan politikalardan anlamak mümkündür.

Şekil 31. İngiltere, Amerika, Japonya İşsizlik Oranları %



Kaynak: World Bank Data

2008 krizi sonrası uygulanan politikaların finans sektörünü canlandırdığını görmekteyiz. Hatta günümüzde meydana gelen küresel salgın Covid-19 ile birlikte finansal piyasalarda benzer bir daralmaya engel olabilmek adına merkez bankalarının bu yöntemlere yöneldiğini gözlemlemekteyiz. 2019 Aralık ayı itibari ile başlayan pandemi nedeni ile uygulanan ekonomi politikalarının sonuçlarını gözlemlemek adına birçok çalışma devam etmektedir. Küresel pandeminin ardından uygulanan politikaların neticelerinin nasıl olacağı ise devam eden bir araştırma konusudur.

2.3 TCMB'nin 2008 Krizinde Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Türkiye ekonomisi 2000-2001'de yaşadığı büyük krizin ardından 2002 yılında yürürlüğe giren ekonomiyi düzenleme (çoğunlukla bankacılık sektörü) programı kapsamında açık enflasyon hedeflemesi ve örtük enflasyon hedeflemesi programlarını uygulamıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2004). Yeni yapılan düzenlemeler kapsamında TCMB Para Politikası Kurulu'nun da görev yapılanması değişmiş ve karar alıcı mekanizma olarak işlemeye başlamıştır. 2006 itibari ile de açık enflasyon hedeflemesi programı fiyat istikrarı çerçevesinde uygulamaya başlanmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2006).

2008 yılı Eylül ayında başta ABD olmak üzere küresel finans krizinin meydana çıkması ile birlikte gelişmiş ülkelerde baş gösteren zorluklardan gelişmekte olan ülkeler ve TCMB'de payına düşen yıkıcı etkisinden kaçınmak amacı ile bir dizi önlemler paketleri açıklamaya başlamış ve krizin etkilerini azaltmaya çalışmıştır. İlk etapta birçok merkez bankası politika faiz oranlarında indirim gitme yoluna başvurmuşlardır. Söz konusu kriz senaryosu, gelişmekte olan ülkeler ekonomilerinde para politikası kararlarının genel çerçevesini oluşturduğu gibi, TCMB üzerinde de yeni bir para politikası stratejisi uygulama zorunluluğunu gündeme getirmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2008).

TCMB fiyat istikrarı yakalama ve sürdürülebilir bir büyüme amacı ile enflasyon hedeflemesi politikasının bir gereği olan fiyat istikrarı kavramının yanına, 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözeten yeni bir para politikası çerçevesi kapsamında finansal istikrar hedefini de eklemiştir. TCMB geleneksel olan para politikası stratejisi kısa vadeli politika faiz oranının yanına geleneksel olmayan faiz dışı; zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması şeklinde sıralayabileceğimiz yeni para politikası araçlarını kullanmayı hedeflemiştir (Özatay; Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası, 2011).

Kısaca parasal aktarım mekanizması olarak da adlandırabileceğimiz bu kanallar ile birlikte, para politikası, reel ekonomi ve fiyat istikrarı arasındaki bağlantıyı ortaya koyup, parasal değişimlerin toplam talep ve toplam üretim miktarları üzerindeki etkisidir. Hatta bir görüşe göre 2008 krizinin yayılmasına etken olarak da bu parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalından başlayıp yayılması gösterilebilmektedir.

Tablo 5. TCMB Para Politikaları Karşılaştırma

Para Politikası	Kriz Öncesi	Kriz Sonrası
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı & Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi, Zorunlu Karşılıklar, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, ROM

Yukarıdaki tabloda yer alan eski ve yeni para politikaları kısa kıyaslaması ile ilgili 2001 krizinden sonra uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan fiyat istikrarı politikalarına eklenmiş olan finansal istikrar sağlayıcı çeşitli yeni dönem politikaları görmekteyiz. Bu programlar çerçevesinde TCMB'nin destekleyici amacına olan vurgu arttırılmış ve bu amaçlara ulaşabilmek amacı ile çeşitli araçlara başvurulmuştur.

Kriz dönemlerinde Türkiye'nin krize giriş sebeplerini 1994, 2001 & 2008'de sermaye akımlarındaki ani düşüşler olarak gösterilebilmektedir.

2.3.1 Zorunlu Karşılıklar Politikası

TCMB finansal istikrara iki ara hedef üzerinden ulaşmaya çalışmaktadır. Bu hedeflerden biri olan kredi genişlemesi zorunlu karşılık oranlarının arttırılıp azaltılması yolu ile kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır. Kısa, orta ve uzun vade mevduatlara uygulanacak bu karşılıkların ilk etapta, kısa vadeye yüksek, orta ve uzun vadeye ise daha düşük tutulması planlanmıştır. Böylece TCMB likidite riskini azaltmayı amaçlamaktadır (Başçı ve Kara, 2011). Zorunlu karşılıklar 2005 ile 2008 yılları arasında Türk Lirası cinsinden %6 olarak uygulanmaktaydı. 2008 yılından sonra ise yabancı para karşılık oranlarında indirim yapılmış bunun sebebi olarak ta bankacılık sektörüne döviz likidite etmek gösterilebilir. 2009 itibari ile zorunlu karşılık oranları TL cinsinden %5'e düşürülmüştür (TCMB Yıllık Rapor, 2009).

TCMB, bankaların ihtiyacı olan likiditeyi politika faizi üzerinden miktar olarak kısıtlamış, likidite açığının bir miktarını gecelik borç alma ve borç verme oranlarından oluşan faiz koridoru sisteminde, borç verme faiz oranı üzerinden temin etmeye zorlamaktadır. Borç verme faiz oranlarının politika faizinden yüksek bir seviyede olması, bankaların fon bulma maliyetini arttıracığına bağlı olarak bankalar açısından ekonomik belirsizlik yaratmaktadır. Bu durum karşısında bankaların borç alma faiz

oranı üzerinden fon sağlama konusunda isteksiz davranacakları ön görülmektedir. (Oktar, N.Eroğlu & İ.Eroğlu Marmara Üniv İİBF Dergi, 2013).

2010 yılında gelişmiş ülkelerdeki parasal gevşemelerden sonra ortaya çıkan fon gelişmesi ve buna bağlı olarak piyasadaki kredi genişlemesi karşısında TL zorunlu karşılık oranları tekrardan %6 seviyesine çıkarılmıştır. Bunun ile beraber döviz cinsinden karşılık oranları da %11 seviyesine yükseltilmiştir. Sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilmek istenilmesi sonucunda Türk lirası zorunlu karşılıklarında vade durumuna göre farklı uygulamalar da yapılmıştır. Karşılık oranlarının yükseltilmesi 2010 yılı açısından piyasadaki para çekilmesine yol açmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2010).

TCMB 2011 yılındaki beklenmedik petrol ve emtia fiyat artışları sebebi ile TL cinsinden zorunlu karşılık oranlarında vadeye dayalı olarak çeşitli değişikliklere gitmiştir. Yıl sonuna doğru ortaya çıkan likidite koşullarında başlayan daralma ile birlikte TCMB tekrardan zorunlu karşılık oranlarını indirme eğilimine girmiştir. 2011 yılı sonlarına doğru TCMB altın depo hesaplarında da zorunlu karşılık uygulamaya başlamıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2011). 2012 yılı sonlarında TCMB, 1 yıl ve daha uzun yapılan mevduatlar ile 3 yıldan uzun diğer mevduatlar hariç döviz cinsinden karşılıklarını 0,5 baz puan daha yükseltmiştir. 2013 yılı içerisinde TCMB, TL ve Döviz cinsinden olan zorunlu karşılıklarında ağırlıklı ortalama Türk Lirası karşılık oranını %11'e, ağırlıklı döviz karşılık oranlarını ise %11,9 seviyesine çıkarma kararı almıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2012).

TCMB, yurt içi tasarrufları arttırmak ve büyümeyi destekleme amacıyla finansman sağlayıcı şirketlerin ve bankaların TL olarak ayrılan zorunlu karşılıklarına 2014 yılından itibaren faiz ödemeye başlamıştır. Türk Lirası cinsinden ayrılan zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi yaklaşımı, faiz oranlarında artış sağlanarak 2015 yılında da devam ettirilmiştir. Zorunlu karşılık politikası genel anlamda kredi arzını etkileme amacı ile kullanılmıştır. Zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile kredi arzı sınırlandırılabilir. Sermaye girişlerinde meydana gelen ani düşüşlerin olduğu dönemlerde, zorunlu karşılık oranları düşürülerek kredibilitedeki riskleri düşürmek amaçlanmıştır (Başçı ve Kara, 2011).

TCMB'nin ek sıkılaştırma dönemlerinde likidite ihtiyacı olan bankaların kredi genişlemesinde temkinli davrandığı gözlenmektedir. Zorunlu karşılıkların kredi arzı

üzerindeki etkisi, faiz koridoru sistemi ile koordine biçimde olması ile daha belirgin hissedilmektedir. Bu iki yöntemin etkin koordinasyonu geleneksel politikaların aksine, TCMB para politikası kurulunun döviz kuru ve krediler kanallarını birbirinden bağımsız olarak etkilemesine katkı sağlamaktadır.

TCMB 2015 yılında uzun vadeli dış borçlanmayı teşvik etmek adına iki yıla kadar olan yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranlarını arttırdığını açıklamıştır. Ağustos ayı itibari ile döviz cinsinden olan zorunlu karşılıklar 3 yıldan uzun vadeli borçlanmayı destekleme maksatlı düzenlemeye gidilmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2015).

TCMB 2016 yılında ise zorunlu karşılık oranlarında indirimle giderek likiditeyi arttırmayı amaçlamış, bunun ile birlikte zorunlu karşılıkların faiz oranlarında ise artışa gitmiştir. TCMB 2017 yılında da benzer politikalar sergileyerek zorunlu karşılık oranlarında indirimle gitmiş, TL cinsinden karşılıklar %10 seviyesine, döviz cinsinden karşılıklar ise %12,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu politikaların akabinde TCMB zorunlu karşılık faiz oranlarında ise bir kez daha artışa yönelerek döviz cinsinden ödenen karşılık faiz oranını %1,50 seviyelerine yükseltmiştir. TCMB 2018 yılında ise bu oranı %1,50 seviyesinden %2 seviyesine yükseltmiştir. TCMB, TL cinsinden karşılıkları %7,4 seviyesine, döviz cinsinden karşılıkları ise %11,3 olarak gerçekleşmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2018).

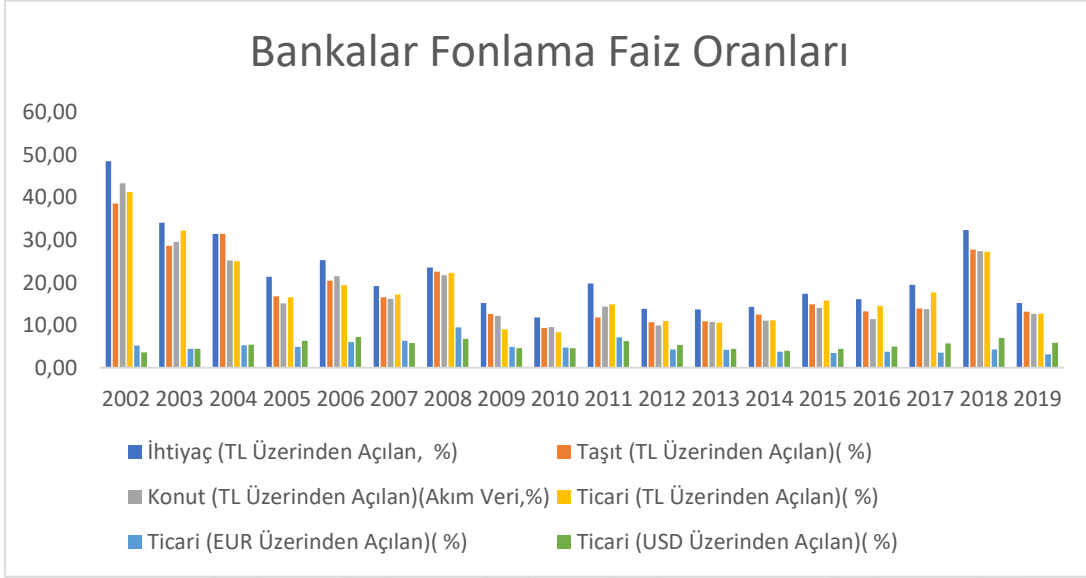
2.3.2 Faiz Koridoru & Likidite Yönetimi Politikaları

Genel hatlarıyla incelersek, faiz koridoru Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası açısından gecelik borç alma ve borç verme faiz oranı arasında gerçekleşen genişlik anlamına gelir. Küresel finansal krizin başlaması ile birlikte TCMB, gecelik borç alma faiz oranlarında ciddi bir düşüşe yönelerek %6 seviyesinden %1,50 seviyelerine kadar indirmiştir. Yine TCMB gecelik borç verme faiz oranını ise, %9 seviyesine yükseltmiştir. 2011 ağustos ayından itibaren Türk Lirasında meydana gelen değer kayıpları sebebi ile faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2011).

2012 ve 2013 yıllarında, faiz koridorunda ciddi daralmalar uygulayan TCMB'nin esas amacı güçlü sermaye akışlarının önünde Türk Lirası'nın hızlı değer kaybetmesini önlemektir. 2011 mayıs ayında gecelik borç verme & borç alma faiz oranları yarım baz puan daha aşağı çekilerek, yılın sonlarına doğru ise her iki faiz oranı da toplam 1,25 baz puan yükseltilmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2013).

İlerleyen dönemde TCMB, 2016 yılında ekonomik dalgalanmaların artması sebebi ile faiz koridoruna ihtiyaç duymaktan vazgeçmiştir. Düşüşe geçen enflasyon faiz koridoru politikasını biraz daha sadeleştirme yoluna gitmesine sebep olmuştur. 2017 – 2018 yılları itibariyle faiz koridoru üst sınırı %8,50 ile %9,25 arasında seyretmiş ve ilerleyen dönemde biraz daha gevşetilmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2018).

Şekil 32. Bankalar Kredi Faiz Oranları



Kaynak: TÜİK

TCMB likiditeye ulaşmanın maliyetine etki ederek, kredi kanalları üzerinden kredi piyasasını da etkilemeye çalışmıştır. Faiz oranlarına bakıldığında likidite yönetiminin ilk etapta olumlu sonuçlar verdiği izlenimi oluşmuştur.

2.3.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizması sistemi genel hatlarıyla alternatif olarak görülen ve bankaların Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir kısmını döviz veyahut altın cinsinden tutabilme imkanı olması anlamına gelir. Bu politika TCMB tarafından ilk olarak 2011 yılında uygulamaya alınmıştır.

2012 yılını takip eden dönemde TCMB, zorunlu karşılıklarını döviz ve altın cinsinden tutulabilme oranlarında artışa giderek altın için %25’lik bir oran döviz için ise %60’lık bir oranı uygulamaya sokmuştur. Rezerv opsiyon mekanizmasındaki bu oransal değişiklikler neticesinde bankaların döviz ve altın cinsinden ellerinde tuttukları rezervler 48 Milyar TL seviyesine gelmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2012, s.38)

TCMB 2013 yılında rezerv opsiyon katsayılarında değişiklik gerçekleştirmiş, altın cinsinden rezerv opsiyon katsayısını 2,5 döviz cinsinden rezerv opsiyon katsayısını ise 2,8 olarak açıklamıştır. Bankacılık sektörü için yapılan bu ayarlamalar olumlu sonuçlanmış ve sektör altın opsiyonunu yaklaşık olarak %84, döviz opsiyonunu ise yaklaşık olarak %89 oranında kullanmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2013).

Krizin yavaş yavaş etkisini yitirmesi ile birlikte TCMB, ROM politikalarında değişikliğe gitmiş, TL cinsinden zorunlu karşılık olarak tutulabilmesi için sadece ABD doları cinsinden karşılıklara izin vermiştir. Son gelişmelerin ışığında TCMB rezerv opsiyon katsayısını altın cinsinden 2,5 döviz cinsinden ise 3,2 olarak gerçekleştirmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2014, s.39).

TCMB 2016 ve 2017 yıllarında rezerv opsiyon mekanizmasını döviz likiditesinin karşılanabilmesi adına dövizlere ilişkili rezerv opsiyon katsayılarını 5 ayrı dilime ayırmış ve her dileme en az %1'lik alt sınır getirmiştir. Rezerv opsiyon mekanizması 2015 ,2016 ve 2017 yıllarında aktif olarak kullanılmıştır. Altın tasarruflarının sisteme geri kazandırılması ve rezervlerinde artış yakalayabilmek için TCMB 2016 sonlarında rezerv opsiyon mekanizması dilimlerine bir ek dilim açmış ve %5 olarak gerçekleşen bu dilim için yurt içinde hurda altın toplanması planlanmıştır. 2018 yılında yaşanan döviz dalgalanmaları TCMB rezerv opsiyon mekanizması üst sınırını %50 seviyelerine çekmiştir. Bu politikanın ana amacı döviz likiditesini arttırmaktır. 2015 yılında altın cinsinden ROM kullanımları %90'larda iken 2018'de bu kullanım %91'e, döviz cinsinden ROM kullanımları ise %92 seviyesinden %76 seviyesinde gerçekleşmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2015, s.45), (TCMB Yıllık Rapor, 2016, s.37), (TCMB Yıllık Rapor, 2017, s.25), (TCMB Yıllık Rapor, 2018, s.34).

Rezerv opsiyon mekanizmasının en belirgin özelliği doğal bir dengeleyici olmasıdır. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde TL değer kazanmaktadır. Bunun sonucunda rezerv opsiyon katsayısı artar ve bankalar TL zorunlu karşılıklarını daha yüksek bir oranını döviz cinsinden tutmak isterler. Bu durumda, dövizin bir bölümü TL zorunlu karşılığı olarak kullanılmak üzere TCMB'ye aktarılır ve TL üzerindeki değer artışı baskısı hafifler (International Conference in Economics September 03-05, 2014, sf.25,26).

Sermaye girişleri azaldığında ise, döviz cinsinden likitlere ulaşmak zorlaşır ve TL değer kaybetme eğilimine girer. Bu durumda bankalar ihtiyaç duydukları dövizlerin

bir kısmını rezerv opsiyon mekanizması kullanımlarını azaltıp elde ederler. Bu durum TL likidite talebini arttırma eğilimi gösterir (International Conference in Economics September 03-05, 2014, sf.25,26).

Rezerv opsiyon mekanizmasının ana amacı döviz kurlarında meydana gelen ani dalgalanmalarda ve Türkiye'ye döviz cinsinden ani sermaye girişleri veya çıkışları meydana geldiğinde TL'nin ani değer artış veya azalışlarını önleme ve piyasalarda istikrar sağlama amacı ile kullanılmış TCMB'nin yeni bir para politikası aracı olarak açıklanabilmektedir.

2.3.4 Politika Faizi (Geleneksel Para Politikası)

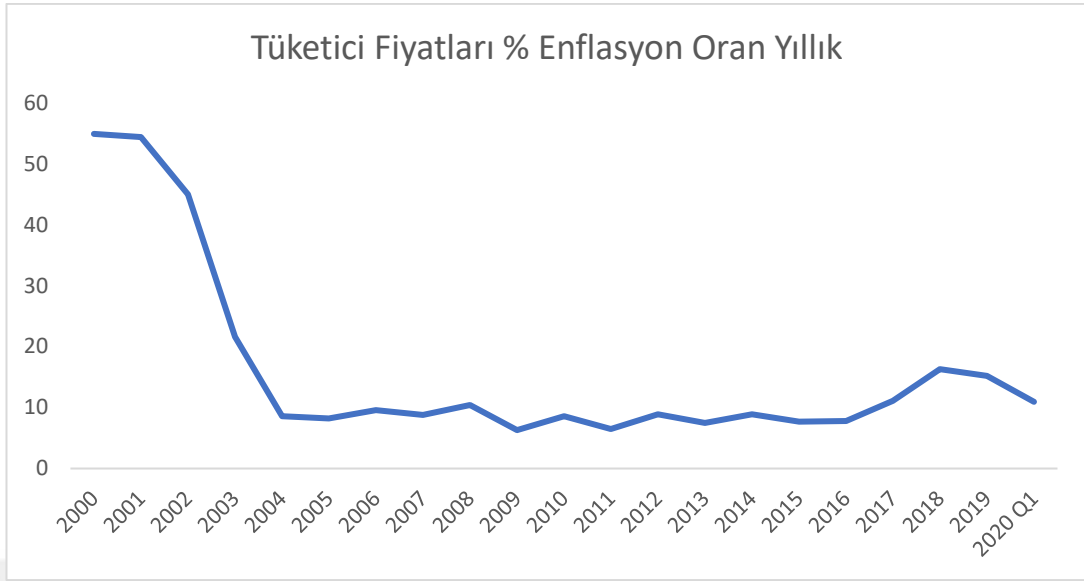
TCMB'nin genel anlamda kullandığı geleneksel olan politika faizi para politikasını inceler isek, Türkiye gibi enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde kısa vadeli faiz oranları önemli bir para politikası aracıdır. Piyasada yer alan toplam para talebi ve para arzına göre belirlenen kısa vadeli faiz oranlarına politika faizi denilmektedir (Yay, 2015).

TCMB krizin başlaması ile birlikte 2008 yılında politika faizini %15 seviyelerinde seyir ettirmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2008). TCMB 2009 yılında politika faiz oranlarında indirim giderek, talep ve istihdam daralmasındaki belirsizlikleri ve küresel ekonomik krizin belirsizliğini göğüslemeye çalışmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2009).

2011 yılında ise TCMB küresel krizden kaynaklı kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak amacıyla politika faizlerinde indirim yapmaya devam etmiştir. TCMB küresel krizin hız kazanması ve piyasalardaki dengesizlik, belirsizliklerin artması sebebi ile 2011 yılını %5,75 seviyesinde bir politika faiz oranı ile geçmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2011).

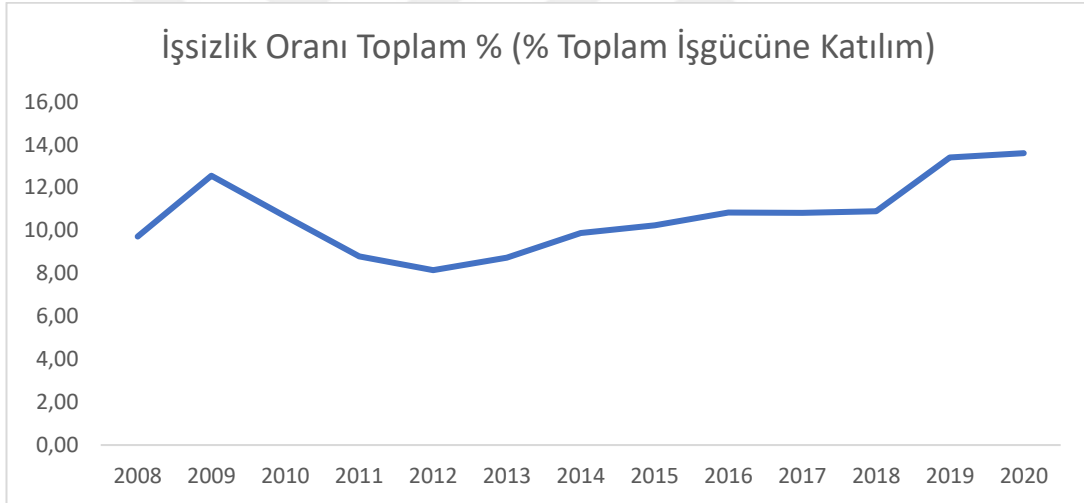
2012 yılının son çeyreğinde meydana gelen petrol ve emtia fiyat artışları sebebi ve Türkiye piyasalarının üzerindeki risk algısının olumlu olarak gelişmesi üzerine politika faizlerinde yabancı sermaye girişinden kaynaklanacak bir dalgalanmayı önlemek amacı ile indirim giderek %5,50 seviyesi ile yılı kapatmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2012).

Şekil 33. TCMB Enflasyon Oranları Yıllık



Kaynak: World Bank

Şekil 34. TCMB İşsizlik Oranları Yıllık

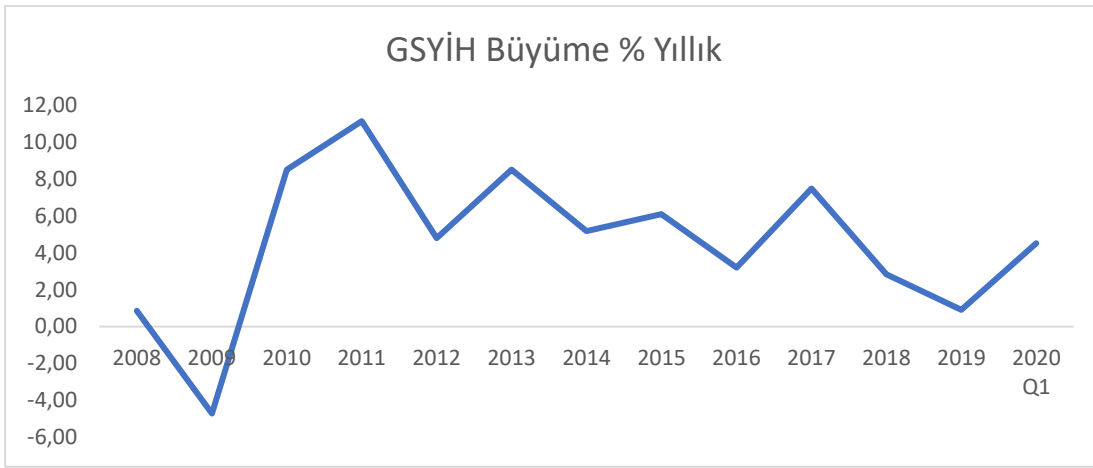


Kaynak: World Bank

Türkiye üzerindeki olumsuz algı ve küresel ekonomik belirsizlikler sebebi ile 2014 yılında döviz piyasalarındaki dalgalanma ve enflasyon artışı meydana gelmesi, Türkiye'nin finansal istikrarını kötüleştirmiştir. Bu yaşananlar karşısında TCMB kaynak çekme amaçlı olarak politika faiz oranlarında yükseltme yapmış ve %10 seviyesine çıkartmıştır. Bu kıvrak hamleler ile birlikte enflasyon oranlarında azalma eğilimi yaşanmış ve Türkiye piyasası üzerindeki risk algısı azalmıştır. Bu gelişmelerin ışığında TCMB politika faizlerinde tekrardan indirimlere başlamıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2014).

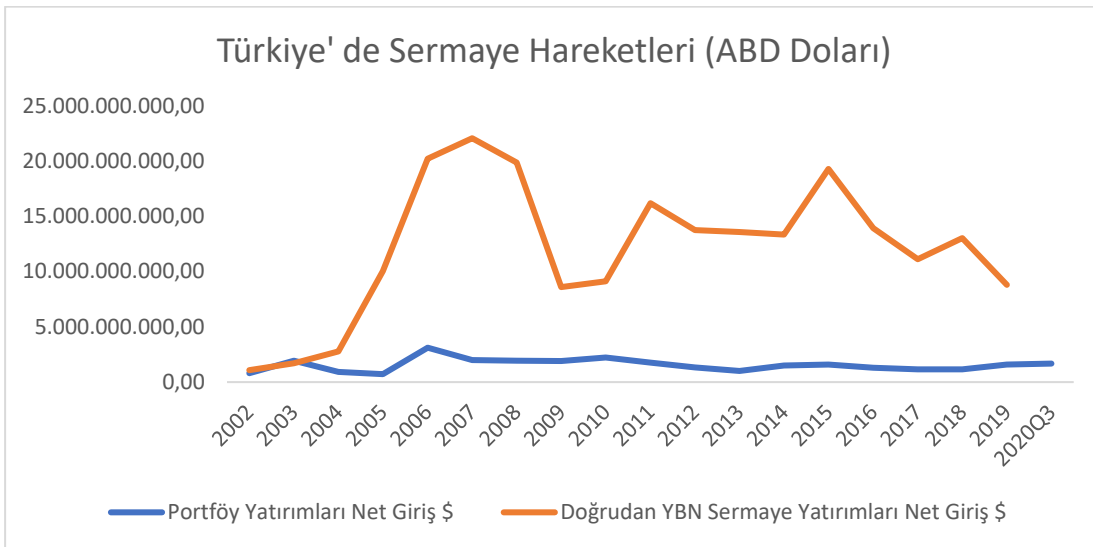
TCMB 2015 ve 2016 yıllarında küresel piyasaların dengeye gelmeye başlaması ile beraber politika faiz oranında %8'ler bandını koruyarak devam etmiştir. Fakat döviz piyasalarındaki dalgalanmalar ve mali piyasadaki daralmalar enflasyon beklentisi yaratmış ve faiz oranlarını yükseltme eğilimine gitmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2015, 2016). 2018 yılından itibaren 2019 sonlarına kadar politika faiz oranlarında sıçrama yaşanmış ve %22,50 seviyeleri görülmüştür. Ardından yaşanan döviz dalgalanmalarındaki durgunluk ve piyasaların kısıtlı güven ile işlemeye devam etmesi ile 2019 sonlarında TCMB politika faiz oranını %10 seviyesine çekmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2018, 2019).

Şekil 35. GSYİH Büyüme Oranları Yıllık



Kaynak: World Bank

Şekil 36. TCMB Sermaye Hareketleri



Kaynak: World Bank

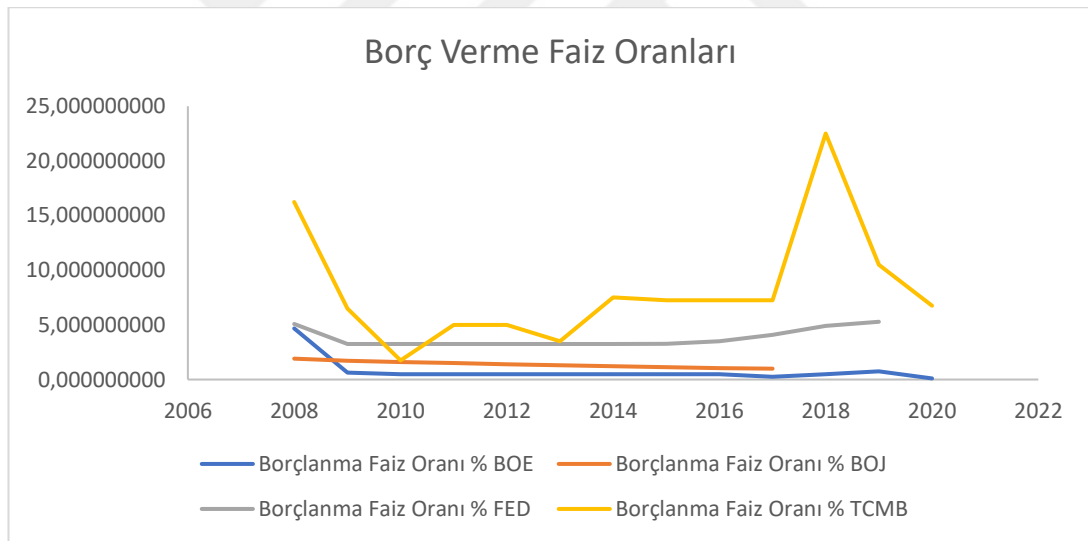
2.4 Parasal Genişlemenin Faiz Oranlarına (Borçlanma Maliyetlerine)

Etkileri

Parasal genişleme genel anlamda para arzında artışa sebep olur. Para arzında meydana gelen artışlar ise arz fazlası doğuracağından faiz oranlarında düşümlere sebep olmaktadır. Bu durumda fazla olan nakit miktarı, bankaları borç verme eğilimine iterek borç verme faiz oranlarında da düşümlere sebep olmaktadır.

2008 krizi ile birlikte başta FED, ardından 2014 itibari ile de dünya ekonomisinde söz sahibi olan birçok gelişmiş ülke negatif faiz uygulamasına geçmiştir. Negatif faiz uygulaması, mevduat faizlerinin enflasyon oranının altında olması anlamına gelmektedir. Negatif faiz uygulamasının başlıca amacı bankalara ucuz kredi imkanının sağlanmasıdır. Diğer amaçları ise şu şekilde sıralanabilir; yerli paranın değerinin düşürülmesi, döviz transferi ve/veya akışının hızlandırılması, tasarrufları harcamaya yönlendirebilmek, borçlanma maliyetini düşürerek varlık talebini arttırmaktır.

Şekil 37. Borç Verme Faiz Oranları (FED, BOE, BOJ, TCMB)



Kaynak: Word Bank Data

Nakit akımlarındaki artışlar, nominal ve borçlanma faiz oranlarını düşürdüklerinden piyasadaki şirketlerin bilançolarında bir iyileşmeye neden olmaktadır. Para arzının artması faiz oranlarını düşürürken, nakit akışını hızlandırır ve buna bağlı olarak piyasaya sürülen kredi miktarlarında artışlar yaşanır. Bütün bu modelin ışığında yatırımlar ve üretim miktarları da artarak piyasada bir canlılık yaratmak amaçlanmaktadır. Para arzının yüksek olduğu dönemlerde milli gelirden de artışlar gözlemlenmektedir.

2008 yılı itibari ile küresel krizin ilk bulgularını göstermesinin ardından yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere borç verme faiz oranları para arzına bağlı olarak 1 yıllık süre içerisinde tüm merkez bankalarında düşüş göstermiştir. BOJ'un kademeli bir faiz azaltışı ile istikrarı korumaya yöneldiği ve negatif faiz oranına geçtiği, BOE'nin 2008'deki kriz ile faizlerde sert bir düşüşün yaşandığını ve ardından sıfıra yakın faiz uygulamalarına yöneldiği ve harcamaları teşvik ettiğini, FED'in ilk şok düşüşten sonra sabit bir oran üzerinde seyir ettiği ve TCMB'nin 2008 yılından 2009'a giderken sert bir düşüş yaşadktan sonra dalgalı bir oran izlediğini söylemek mümkündür.

Parasal genişlemenin sona erdiği yıllara bakıldığında 2015 yılı itibari ile borçlanma faizi oranlarının da yükselme eğilimi içerisinde yer aldığı gözlemlenmektedir. Negatif faiz uygulamalarının sonucu olarak borç verme faiz oranlarında 2019 yılından itibaren koronavirüs pandemisinin etkisi ile birlikte büyük merkez bankalarının niceliksel genişleme politikalarını tekrardan gündeme almalarının ardından politika faizlerinin ve borç verme faiz oranlarının düşüşe geçtiği gözlemlenmektedir.

3. BÖLÜM: BIST50 FİNANSAL OLMAYAN FİRMALARIN NİCELİKSEL GEVŞEME DÖNEMİNDEKİ UZUN VADELİ FİNANSMAN EĞİLİMLERİNİN ÜZERİNE BİR ANALİZ

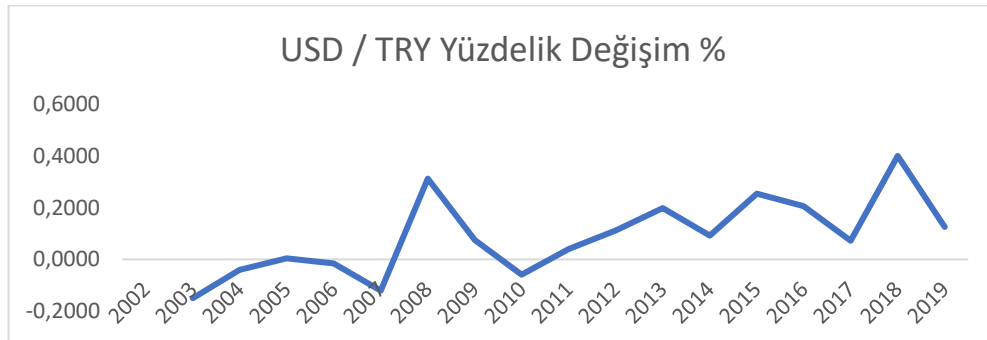
Bu çalışmada 2002-2019 yılları arasındaki BIST50 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketlerin uzun vadeli borçlanma yapılarına etki eden faktörler incelenmiştir. İnceleme esnasında “World Bank Data, TCMB, ECB ve TÜİK” data bankasından temin edilen veriler ile küresel finans krizi sırasında Merkez Bankaları’nın izlemiş oldukları politikalar açıklanmaya çalışılmıştır. Bu verilere ilave olarak “Finnet” programından alınan BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmalara ait bilanço verilerinin “E-Views” programında analizi yapılmıştır.

3.1 Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler

Araştırmada, Türkiye’de Kasım 2020 itibarıyla BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan 40 firmanın verileri kullanılmıştır. Bu firmaların listesi Ek.1’de yer almaktadır. Aşağıdaki şekillerde yer alan veriler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası veri havuzu ve Finnet Hisse Expert programından temin edilmiştir. Analizler ise E-Views programı kullanılarak yapılmıştır.

Araştırmada kısıt olarak BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmalardan bazılarının ilgili yıllarda borsada işlem görmüyor olmasından kaynaklı bir kısım verilerin eksikliğinden bahsedilebilir.

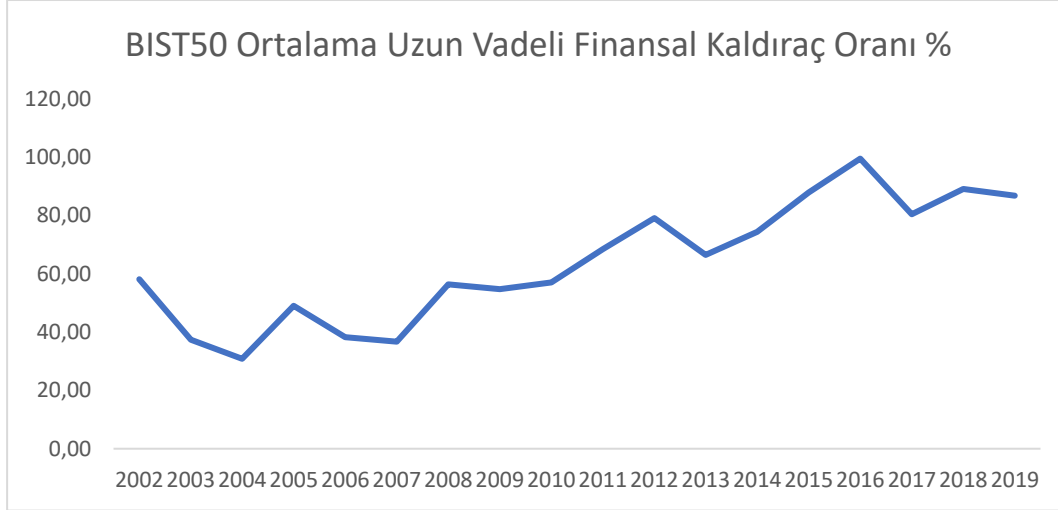
Şekil 38. Amerikan Dolar Kuru Yüzdük Değişimi



Kaynak: TCMB Döviz Kurları

Yukarıdaki şekil 2002-2019 yılları arasında, Amerikan Doları'nın Türk Lirası karşısındaki değişimlerinin oranlanması sonucunda elde edilmiştir. Model oluşumunda bağımsız değişken olarak dikkate alınmıştır.

Şekil 39. BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Firmalar UVFKO



Kaynak: Finnet

Literatürde genel anlamda bağımlı değişken olarak uzun/kısa vadeli finansal kaldıraç oranı ve toplam kaynaklardaki kısa/uzun vadeli ve toplam borç oranları kullanılmıştır. Yukarıdaki şekilde 2002-2019 yılları arasında, BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan şirketlerin uzun vadeli yabancı kaynaklarının öz kaynaklarına oranlanması sonucu ortaya çıkan uzun vadeli finansal kaldıraç oranı yıllık ortalama bazda yer almaktadır. Bu çalışmada ise, model oluşumunda bağımlı değişken olarak uzun vadeli kaldıraç oranı dikkate alınmıştır. Finansal kaldıraç oranının %50 seviyesinin altında olması literatürde uygun görülürken Türkiye’de BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan şirketlerin 2002-2019 yılları arasındaki finansal kaldıraç oranı ortalaması ise %63,94’tür.

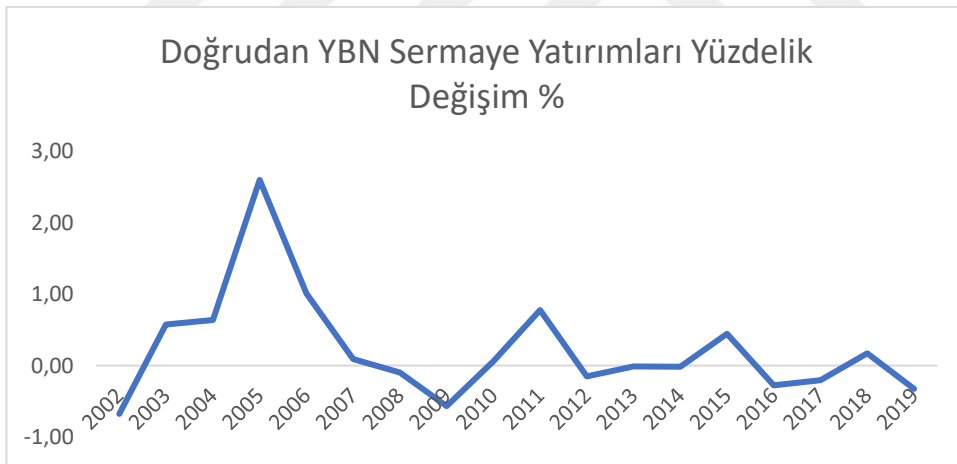
Şekil 40. Türkiye' ye Gelen Portföy Yatırımları Yüzelik Değişim



Kaynak: TCMB

Yukarıdaki şekilde 2002-2019 yılları arasında Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının 2002-2019 yılları arasındaki yüzelik değişimi yer almaktadır. Bu çalışmada, model oluşumunda bağımsız değişken olarak dikkate alınmıştır.

Şekil 41. DYSY Yüzelik Değişimi



Kaynak: Word Bank

Yukarıdaki şekilde 2002-2019 yılları arasında Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının 2002-2019 yılları arasındaki yüzelik değişimi yer almaktadır. Bu çalışmada, model oluşumunda bağımsız değişken olarak dikkate alınmıştır.

Bu çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler firma büyüklüğü & karlılık, borçlanma maliyeti, piyasa eğilimleri, döviz kuru ve döviz yatırımları olarak sınıflandırılabilir. Aşağıda yer alan Tablo 6'da kullanılan tüm değişkenlere ilişkin açıklamalar yer almaktadır.

Tablo 6. Değişkenler Tablosu

Değişkenler	Kısaltmalar	Açıklamalar
<i>Bağımlı Değişken</i>		
Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	UVFKO	Uzun Vadeli Borçların Öz kaynaklara Oranı
<i>Bağımsız Değişkenler</i>		
Şirket Piyasa Değeri	D(LOG(PİYASADEGERI))	Şirkete Ait Hisse Fiyatının Toplam Hisse Sayısıyla Çarpılması
Hisse Baş Kar	D(HISSEBASIKAR)	İşletme Karının Toplam Hisse Sayısına Bölünmesi
Piyasa Değeri / Defter Değeri	D(PİYASADEGERI_DEFTERDEGER)	Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı
Amerikan Doları Kuru	DUSD	Amerikan Dolarının Türk Lirası Karşısındaki Durumu
Tüketici Fiyat Endeksi	TUFE	Tüketiciler Açısından Fiyatlar Genel Düzeyindeki Artışlar
Ticari Banka Kredilerinin Faiz Oranı	D(TICARI_TL)	Ticari amaçla Verilen Banka Kredilerinin Faiz Oranları
Portföy Yatırımları	DPORTFOY	Menkul Değerlere Yapılan Yatırımlar
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	DDOGRUDAN	Portföy Yatırımları Dışında Kalan Yatırılabilir Kaynakların Bir Başka Ülkeye Taşınması
2008 Yılı Bağımlı Değişkeni	D2008	2008 Yılına Ait Değişkenlerin Etkileri
2013 Yılı Bağımlı Değişkeni	D2013	2013 Yılına Ait Değişkenlerin Etkileri

Bu tabloda firma büyüklüğü & karlılık değişkenleri D(LOG(PİYASADEGERI)), D(HISSEBASIKAR) ve D(PİYASADEGERI_DEFTERDEGER)'dir. Borçlanma maliyeti değişkenleri TUFE ve D(TICARI TL)'dir. Piyasa eğilimleri değişkenleri D2008 ve D2013'dür. Döviz kuru değişkeni DUSD'dir Döviz yatırımları değişkenleri DPORTFOY ve DDOGRUDAN'dır.

3.1.1 Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Aşağıda çalışmada kullanılan verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 7. BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Şirketler Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Std. Sapma	Min.	Max.
<i>Bağımlı Değişken</i>					
Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı %	63,9405	62,3350	20,7014	30,8600	99,5300
<i>Bağımsız Değişkenler</i>					
Piyasa Değeri (Milyar TL)	5,6246	0,3156	0,3156	0,0129	51,5294
Hisse Başı Kar	1,1279	0,6303	0,0689	0,0065	15,2207
Piyasa Değeri / Defter Değeri	2,0018	1,3931	0,0956	0,1983	25,1247
Amerikan Doları Kuru	2,3415	1,6371	0,3329	1,1593	5,9400
Tüketici Fiyat Endeksi	12,0555	8,8500	2,1428	6,3000	45,0000
Ticari Banka Kredilerinin Faiz Oranı	18,1700	16,1750	2,0455	8,3900	41,3200
Portföy Yatırımları (Milyar TL)	1,5504	1,5395	1,3981	7,1800	31,1100
DYSY (Milyar TL)	1,2127	1,3180	1,4650	1,0820	22,0470

Çalışmada yer verilen bağımsız değişkenlere ilişkin korelasyon analizi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Ticari banka kredi faizleri ile tüketici fiyat endeksi arasındaki korelasyonun yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 8. BIST50 Endeksi Finansal Olmayan Şirketlerin 2002-2019 Arası Bağımsız Değişkenlerin Korelasyon Tablosu

Değişkenler	PIYASADEGERI	PD / DD	HISSEBASIKAR	DUSD	TUFE	TICARI_T L	DPORTFOY	DDOG
PIYASADEGERI	1							
PD / DD	0.1627	1						
HISSEBASIKAR	0.2659	0.1180	1					
DUSD	0.2056	0.0026	0.1030	1				
TUFE	0.0880	-0.0494	0.2199	-0.0330	1			
TICARI_TL	-0.0947	-0.1012	0.1040	-0.0360	0.6608	1		
DPORTFOY	-0.0905	-0.0152	0.0010	-0.2572	0.2869	0.2137	1	
DDOGRUDAN	-0.1969	-0.0256	-0.0685	-0.2959	-0.0710	0.2839	0.2120	1

3.2 Araştırmada Kullanılan Model

Araştırmada kullanılan panel regresyon modeli, aşağıdaki şekilde modellenmiştir.

$$Y_{it} = \alpha + \mu_i + \beta_1 X_{it} + \beta_2 D_{2008} X_{it} + \beta_3 D_{2013} X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Eşitlikte Y_{it} bağımlı değişkeni i şirketinin t yılındaki uzun vadeli kaldıraç oranındaki değişimini, μ_i kesit sabit etkilerini, D_{2008} ve D_{2013} ise sırasıyla 2008 ve 2013 yılından önce 0, sonra ise 1 değerini alan kukla değişkenleri ifade etmektedir. X_{it} bağımsız değişkenleri ise aşağıda listelenmiştir:

D(LOG(PIYASADEGERI)): i şirketinin piyasa değerinin logaritmasının t yılındaki değişimi,

D(PIYASADEGERI_DEFTERDEGER): i şirketinin piyasa değeri/defter değeri oranının t yılındaki değişimi,

D(HISSEBASIKAR): i şirketinin hisse başı karının t yılındaki değişimi,

DUSD: t yılı sonu itibariyle Amerikan Doları/Türk Lirası kurundaki yüzde değişimi,

TUFE: t yılı sonu itibari ile TÜFE endeksindeki yüzde değişimi,

D(TICARI_TL): Türk Lirası ticari kredi faiz oranının t yılı sonundaki değişimi,

DPORTFOY: Türkiye’de yabancı portföy yatırımlarının t yılındaki yüzde değişimi,

DDOGRUDAN: Türkiye’de yabancı doğrudan yatırımlarının t yılındaki yüzde değişimini ifade etmektedir.

Ekonometrik analizlerde çıkarımlar genel anlamda yatay kesit birimleri veya zaman serisi verileri kullanılarak gerçekleştirilir. Panel veri analizi ise, birimlere ait ya da yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman döneminde bir araya getirilmesi ile ortaya çıkmaktadır. Bir diğer ifade ile zaman boyutundaki kesit verilerin kullanılması sonucunda ekonomik ilişkilerin tahmin edilebilmesi olarak ifade edilebilir (Yakar, 2011).

Panel veri analizi iki yönlü verilerin toplanmasından kaynaklı daha fazla veri kullanımı ile sonuçlanır. Bu durum ekonometrik tahminlerin daha etkin olmasına sebep olur. Döneme ve kesitlere özgü etkiler de modele dahil edilir. Söz konusu etkiler kesit ve dönem için sabit veya tesadüf olabilir. Panel veri analizi, analizi gerçekleştirene klasik regresyondan kaynaklı ortaya çıkabilecek hataların azaltılmasını sağlamaktadır (Yakar, 2011).

Bu çalışmada panel veri modellerinin tahmininde “White Kesit Düzeltmeleri” kullanılmıştır. White testi bir LM testidir ve diğer LM testlerinde olduğu gibi asıl denkleme ek olarak bir yardımcı denklem tahmini gerektirir. Testin arkasındaki temel düşünce şudur: Eğer sabit varyans varsa $E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma^2$ dir ve X’ler veya X’lerin fonksiyonu olan değişkenler ε_{it}^2 yi açıklamaz. Bu nedenle sol taraf değişkeninin ε_{it}^2 , sağ taraf değişkenlerinin X’lerin bir fonksiyonu olduğu bir yardımcı denklem tahmin edilir.

3.3 Regresyon Modeli Bulguları

Yukarıda tanımlanan panel data sabit etkiler modeli, E-Views programı ile “White Kesit Düzeltmeleri” kullanılarak tahmin edilmiştir. Regresyon sonuçları Tablo 9’da yer almaktadır. Anlamlı olmayan değişkenler adım adım çıkartılarak Model 5 tahmin edilmiştir.

Tablo 9a. BIST50 Endeksinde İşlem Gören Finansal Olmayan Şirketler İçin Panel Regresyon Modeli Sonuçları

Bağımlı Değişken: Uzun Vadeli Kaldıraç Oranının Yıllık Değişimi

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
SABİT	0.946701 (0.8274)	2.002735 (0.5772)	-0.909437 (0.4252)	-0.400390 (0.7529)	-0.439710 (0.7066)
D(LOG(PİYASADEGERI))	1,141579 (0.9084)	4.937984 (0.5612)	5.298051 (0.3934)	5.341428 (0.3868)	
D(PİYASADEGERI_DEFTERDEGER)	3,287879 (0.4269)				
D(HISSEBASIKAR)	0.524435 (0.8516)	0.754434 (0.7872)			
DUSD	58,87715* (0.0410)*	57.62395* (0.0417)*	62.03898*** (0.0000)***	63.30659*** (0.0000)***	49.43383*** (0.0000)***
TUFE	-0,178507 (0.7109)	-0.374079* (0.2357)*	0.054275 (0.2006)		
D(TICARI_TL)	1,954078*** (0.0000)***	1.912594*** (0.0000)***	1.711860*** (0.0000)***	1.646008*** (0.0000)***	1.594594*** (0.0000)***
DPORTFOY	-1,669334* (0.1014)*	-1.357764* (0.0708)*	-1.807336*** (0.0000)***	-1.645309*** (0.0000)***	-2.166177*** (0.0000)***
DDOGRUDAN	8,404295** (0.0001)**	8.263257** (0.0001)**	7.529371*** (0.0000)***	7.255361*** (0.0000)***	7.820611*** (0.0000)***
D2008	8,978561 (0.1179)	7.111226* (0.0787)*	25.41556*** (0.000)***	0.446529 (0.8073)	
D2008*D(LOG(PİYASADEGERI))	-23,13419 (0.0820)	-21.10083* (0.0772)*	-24.44038* (0.0156)*	-24.59902* (0.0136)*	-6.932327* (0.0934)*
D2008*D(PİYASADEGERI_DEFTERDEGER)	1,554473 (0.7415)				
D2008*D(HISSEBASIKAR)	-3,646725 (0.3293)	-3.531498 (0.3368)			
D2008*DUSD	-58,9449* (0.1570)*	-77.20219* (0.0598)*	-70.22333* (0.0206)*	-4.004553 (0.9245)	
D2008*TUFE	-0,566633 (0.4445)	-0.268178 (0.6304)	-2.631801*** (0.0000)***		
D2008*D(TICARI_TL)	-2.404309 (0.0013)	-2.334039* (0.0006)*	-1.904564** (0.0006)**	-3.169483*** (0.0000)***	-1.986121*** (0.0000)***
D2008*DPORTFOY	-7.360144 (0.4619)	-14.33921* (0.1638)*	-16.67201* (0.0578)*	9.077239 (0.5387)	
D2008*DDOGRUDAN	-8.536987* (0.0304)*	-11.61127*** (0.0000)***	-16.14702*** (0.0000)***	8.546309 (0.2783)	
D2013	-15.30146 (0.0002)	-13.67336*** (0.0000)***	-16.21397*** (0.0000)***	0.310842 (0.9725)	
D2013*D(LOG(PİYASADEGERI))	15.94441* (0.2135)*	22.18917* (0.0052)*	23.51377* (0.0167)*	20.85577 (0.0306)	
D2013*D(PİYASADEGERI_DEFTERDEGER)	4.615195 (0.5956)				
D2013*D(HISSEBASIKAR)	2.260458 (0.3660)	1.970936 (0.4371)			
D2013*DUSD	95.60056* (0.0007)*	101.0710** (0.0001)**	161.6895*** (0.0000)***	-9.959226 (0.8703)	
D2013*TUFE	0.195566 (0.7098)	-0.034695 (0.9417)	0.124131 (0.7753)		
D2013*D(TICARI_TL)	0.432904 (0.4458)	0.515488 (0.3531)	-0.172215 (0.7519)	0.885137 (0.2602)	
D2013*DPORTFOY	15.80518* (0.1182)*	23.20441* (0.0258)*	20.75283* (0.0266)*	-24.59180 (0.2600)	

Tablo 9b. BIST50 Endeksinde İşlem Gören Finansal Olmayan Şirketler İçin Panel Regresyon Modeli Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
R-kare	0.183363	0.164923	0.362238***	0.354130***	0.346894***
Ayarlanmış R-kare	0.053298	0.039445	0.288351	0.283671	0.289990
P(F-istatistiği)	0.030087	0.071347	0.000000***	0.000000***	0.000000***
Durbin-Watson istatistiği	2.295738	2.324719	1.946512	1.952940	1.970363

Regresyon sonuçları incelendiğinde, uzun vadeli kaldıraç oranına etkisini ölçtüğümüz değişkenlerimizden Model 1’de Amerikan doları kurundaki değişimlerin, ticari banka kredi faizlerindeki değişimlerin, portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların anlamlı olduğu gözlemlenmiştir. Model 2’yi incelediğimizde “piyasa değeri / defter değeri” verilerini modelden çıkardığımızda, yine Model 1’de olduğu gibi anlamlılık veren değişkenlere baktığımızda benzerlikler olduğunu gözlemlemekteyiz. 2008 ve 2013 değişkenlerinden Amerikan dolarındaki değişimin ve portföy yatırımlarının anlamlı olduğu tahmin edilebilir.

Model 3 için incelememizde hisse başı kar değişkeni dışında Model 2 ile benzer anlamlılık düzeylerini tahmin etmekteyiz. Model 4 için, Amerikan doları kurundaki değişimlerin, ticari banka kredi faizlerindeki değişimlerin, portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların anlamlı olduğunu tahmin etmekteyiz. 2008 değişkenlerinden ticari banka kredi faizlerindeki değişimlerin anlamlı olduğu tahmin edilebilir.

Model 5 ayarlanmış R-kare değişkeni en yüksek model olarak karşımıza çıkmaktadır. Amerikan doları kurundaki değişimlerin katsayılarının yüksek ve anlamlı olduğu, ticari banka kredi faizlerindeki değişimlerin, portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların anlamlı olduğunu tahmin edilmiştir. F testinin sonuçlarına göre de modeller anlamlıdır. 2002-2019 tarih aralığında uzun vadeli kaldıraç oranlarının arttığı gözlemlenmektedir.

Uzun vadeli kaldıraç oranlarının artmasında Amerikan doları kurundaki değişimlerin model içerisindeki değişkenlere nazaran katsayılarının yüksek olduğunu ve anlamlı olduğunu tahmin edilmiştir. BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan 40 adet firmanın uzun vadeli kaldıraç oranlarına baktığımızda 2002 yılından 2019 yılına kadar

olan süreçte borçlanma eğilimlerinde artış olduğunu gözlemlenmiştir. Nakit akımları sonucunda artan portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının neticesinde artan dolar arzının uzun vadeli kaldıraç oranları üzerindeki etkisinin pozitif yönde olduğu söylenebilir. Uzun vadeli finansal kaldıraç oranlarının portföy yatırımlarının arttığı yıllarda dolar arzındaki artış sebebiyle azalma eğiliminde olduğu gözlemlenmektedir.



4. BÖLÜM

SONUÇ

2008 yılında başlayan ve 2013 yılına dek sürdüğü tahmin edilen Amerika Birleşik Devletleri konut piyasasında ortaya çıkmış olan küresel kriz öncesinde merkez bankalarının, istikrarlı düşük enflasyon ve işsizlik hedeflerini gerçekleştirebilmek adına para politikası aracı olarak genel anlamda politika faizine odaklanmış olduklarını söyleyebiliriz. Küresel kriz sırasında geleneksel olan bu para politikalarının yetersiz kalması neticesinde Merkez Bankaları'nın geleneksel olmayan para politikalarına yöneldiklerini gözlemlemekteyiz. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da dahil olmak üzere birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının kriz dönemi ve sonrasında geleneksel olmayan para politikalarını kullanmış oldukları gözlemlenmiştir. Bu politikaların en bilineni olan niceliksel gevşeme (QE) sonucunda ortaya çıkan nakit akımlarının BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmaların sermaye yapıları üzerine etkilerinin incelenmesi sonucunda BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan firmaların uzun vadeli borçlanmalarının arttığı gözlemlenmektedir.

Bu çalışmada BIST50 endeksinde işlem gören finansal olmayan 40 firma üzerinde, firmaların uzun vadeli finansal kaldıraç oranına bağımsız değişkenler açısından baktığımızda Amerikan Doları kurundaki değişimlerin katsayılarının yüksek ve anlamlı olduğu tahmin edilmiştir. TCMB'nin kriz sırasında kullandığı rezerv opsiyon mekanizması kullanım oranı ile döviz kurlarındaki değişimler arasında bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile döviz kuru (USD/TRY) arasında negatif bir ilişkinin olduğu gözlemlenmiştir. Kara ve Afsal (2017) ve Aysan vd. (2014) çalışmalarında ROM'un döviz kurundaki dalgalanmalara karşı bir sınırlama yaptığına ilişkin sonuç elde etmişlerdir.

Türk Lirası cinsinden ticari banka kredi faizleri bağımsız değişkeni ile bağımlı değişken arasındaki pozitif yönlü bir ilişki görülmüştür. 2008'den sonra etkinin kaybolduğu gözlemlenmiştir. Hisse başı kar bağımsız değişkeninin anlamlı etkisi olmadığı gözlemlenmiştir. Buradan hareketle büyüme fırsatına sahip firmaların borç

kullanma eğiliminde olduklarını söyleyebiliriz. Burucu ve Öndeş (2015) ve Sayılğan ve Uysal (2011) yapmış oldukları çalışmalar neticesinde tahminlerimiz ile paralellik göstermektedir.

Piyasa değeri bağımsız değişkeni ile bağımlı değişken olan uzun vadeli kaldıraç oranı arasında 2008'den sonra negatif yönlü ve anlamı bir ilişki olduğundan söz edebiliriz. Sayılğan ve Uysal (2011), Akman (2012) ve Abdioğlu ve Erol (2016) yapmış oldukları çalışmalar neticesinde tahminlerimiz ile paralellik göstermektedir.

Tahmin edilen model neticesinde, BIST50 endeksinde işlem gören 40 adet finansal olmayan firmanın uzun vadeli finansal kaldıraç oranına etki eden bağımsız değişkenlerden yola çıkarak Amerikan Dolar kurundaki değişimlerin katsayılarının yüksek ve anlamlı, doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerin anlamlı, portföy yatırımlarındaki değişimlerinin anlamlı ve Türk Lirası cinsinden ticari banka kredilerinin faiz oranlarındaki değişimlerin anlamlı olduğu tahmin edilmiştir.

Sonuç olarak şirketlerin uzun vadeli kaldıraç oranlarının değişiminde en önemli faktörün Amerikan Dolar kuru olduğu söylenebilir. Araştırmaya konu olan dönemde kurda meydana gelen değişimlerin sonucunda finansal kaldıraç oranlarının artmasında firmaların borçlanmalarını döviz cinsinden gerçekleştirmiş olmalarının payı olabilmektedir. Gelecek çalışmalarda şirketlerin döviz ile borçlanmalarının detaylı verisi ile kur farklarından etkileşim seviyeleri daha belirgin olarak araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Abel A.B., Bernanke B.S. ve Croushore D., (2014). *Macroeconomics*, Essex, Pearson.
- Akman, E. (2012). Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Akgüç Ö. (2011), *Mali Tablolar Analizi*, İstanbul, Avcıol Basım Yayın.
- Andriuskeviciute D. ve Balciunas, N. (2013). The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis, *Ekonomika*, 92(2), 20-31.
- Aypek N. (2014). *Finansal Yönetimin Temelleri*, İstanbul, Nobel Akademik Yayıncılık.
- Baldemir E. ve Süslü B. (2008). Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259-268.
- BAŞÇI E. ve Kara H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası, *TCMB Çalışma Tebliği No:11/08*.
- BERNANKE B. S. (2012). *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Beattie, V. and Davie, E. (2006). *Theoretical studies of the historical development of the accounting discipline: a review and evidence*. Accounting, Business and Financial History, University of Glasgow, Scotland.
- Bank Of England (2010). Annual Report 2009. (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2009/boe-2009.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2011). Annual Report 2010. (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2010/boe-2010.pdf?la=en&hash=F55011E02244DD3BA41BC5A3FECE6061D68F160D> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2012). Annual Report 2011. (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2011> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.

- Bank Of England (2013). Annual Report 2012. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2012/boe-2012.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2014). Annual Report 2013. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2013> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2015). Annual Report 2014. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2014/boe-2014.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2016). Annual Report 2015. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2015> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2017). Annual Report 2016. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2016> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of England (2018). Annual Report 2017. (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2017> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2009). Annual Review 2009. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2009.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2010). Annual Review 2010. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2010.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2011). Annual Review 2011. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2011.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2012). Annual Review 2012. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2012.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.

- Bank Of Japan (2013). Annual Review 2013. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2013.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2014). Annual Review 2014. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2014.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2015). Annual Review 2015. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2015.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Bank Of Japan (2016). Annual Review 2016. (Çevrimiçi)
<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/ar2016.htm/> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C. & Marcus Alan J. (2007), *Fundamentals of Corporate Finance*. İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- Brigham E. & Houston J.F. (1998), *Fundamentals of Financial Management*. ABD, Dryden Press.
- Buzağıcıoğlu O (2012). Modigliani – Miller Yaklaşımı. (Çevrimiçi).
<http://onurbuzagicioglu.blogcu.com/modigliani-miller-yaklasimi/10366330>
Erişim Tarihi 20 Ağustos 2019.
- Cansız S. ve Sayılğan G. (2017). Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi, *Verimlilik Dergisi*, (2), 135-161.
- Can, R. (2013). Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Kuramı ve Borsa İstanbul (BIST) 100 Endeksi Üzerine bir Uygulama. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Cohen, R. (2004). An Implications of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on The Relation Between Equity and Debt, *London Business School*, (1), 1-5.
- Drobtz W. ve Fıx R. (2003). What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 141(1), 71-113.

- Doğanay M. (2015). Sermaye Yapısı. (Çevrimiçi) <https://docplayer.biz.tr/1546292-9-bolum-sermaye-yapisi-doc-dr-mete-doganay.html> Erişim Tarihi 15 Kasım 2019.
- European Central Bank (2009). Annual Report 2008. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2010). Annual Report 2009. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2011). Annual Report 2010. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2012). Annual Report 2011. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2013). Annual Report 2012. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2014). Annual Report 2013. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2015). Annual Report 2014. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2016). Annual Report 2015. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2017). Annual Report 2016. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.

- European Central Bank (2018). Annual Report 2017. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2019). Annual Report 2018. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018~d08cb4c623.en.pdf> Erişim Tarihi 01 Ocak 2020.
- European Central Bank (2016). Targeted longer-term refinancing operations. (Çevrimiçi). <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html> Erişim Tarihi 15 Ocak 2020.
- European Central Bank (2017). What Is TLTRO-II?. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.en.html> Erişim Tarihi 15 Ocak 2020.
- European Central Bank (2020). Asset Purchase Programmes. (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> Erişim Tarihi 15 Ocak 2020.
- World Bank (2020). (Çevrimiçi) <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2019&locations=US&start=2008> Erişim Tarihi 15 Ocak 2020.
- European Central Bank (2016). Economic Bulletin. (Çevrimiçi) https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/html/eb201604.en.html#IDofChapter1_1 Erişim Tarihi 15 Ocak 2020.
- European Central Bank (2020). Announces Easing Of Conditions For Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO III). (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> Erişim Tarihi 07 Şubat 2020.
- European Central Bank (2011). The Monetary Policy of the ECB During the Financial Crisis. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB. (Çevrimiçi) https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606_1.en.html Erişim Tarihi 07 Şubat 2020.
- Eğilmez M. (2008). *Küresel Finans Krizi*. İstanbul, Remzi Kitap Evi

- Fawley B. W. ve Neely C. J. (2013). Four Stories Of Quantitative Easing, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), 51-88.
- Gülşen A. ve Ülkütaş Ö. (2012). Sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi teorisi ve ödünleşme teorisi: IMKB sanayi endeksinde yer alan firmalar üzerine bir uygulama, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 49-59.
- Güner A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence From Turkish Companies, *Procedia Economics And Finance*, 38(1), 84-89.
- Örnek İ. ve Uğur B. (2016). 2008 Küresel Krizinin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Para Politikalarına Yansımaları, *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 209-235.
- Jensen C.M. ve Meckling W.H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karaş Z. (2017). 2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları, *Journal of International Social Research*, 10(48), 630-639.
- Keskin Benli, Y. (2016). *Etkinlik ve Toplam Faktör Verimliliği Analizi*, Ankara, Seçkin Yayıncılık.
- Kriz Sözlüğü İktisadi Kalkınma Vakfı (2013). *Kriz Sözlüğü*, İstanbul, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları.
- Micossi S. (2015). *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*, Bruges European Economic Policy Briefings, Belgium.
- Modigliani F. ve Miller M. (1958). *The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment*, America, American Economic Association.
- Moyer, R.C., Mcuigan, J.R., Krétlow, W.J. (1995). *Contemporary Financial Management*, New York, West Publishing Company.
- MYERS S. C. ve MAJLUF N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

- Oktar S., Eroğlu N. ve Eroğlu İ. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35(2), 1-28.
- Oruç, E. (2008). Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB'de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Test Edilmesi. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Akdeniz Üniversitesi, Antalya.
- Örnek İ. ve Uğur B. (2014). Küresel Kriz Sürecinde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Para Politikaları. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 209-235.
- Özatab F. (2013). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, Ankara, Efil Yayınevi.
- Özatab F. (2011). Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 27-43.
- Ross S. A. (1977). The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Saka O., Fuertes, A. ve Kalotychou, E. (2014). ECB Policy and Eurozone Fragility: Was De Grauwe Right, *CEPS Working Document*. (397), 2-28.
- Şeker H ve Demirel B. (2019). 2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme, *Politik Ekonomik Kuram Dergisi*, 3(1), 1-18.
- Şen, G. (2018). *2008 Finansal Krizi ve Sonrası Gelişmeler: 1923'den Günümüze Türkiye'de Para-Kredi ve Kur Politikaları*, Bursa, Ekin Basım Yayım.
- Şentürk M., Kayhan S. ve Bayat T. (2016). Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3), 147-160.
- TCMB (2005). Yıllık Rapor 2004. (Çevrimiçi) https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072/2004_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORLDSPACE-b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072-mh5zrWz Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

- TCMB (2006). Yıllık Rapor 2005. (Çevrimiçi)
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764/2005_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764-mh5zv9 Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2007). Yıllık Rapor 2006. (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/7db32e7a-f3a3-4f13-b4a7-51b09230f7b4/06turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-7db32e7a-f3a3-4f13-b4a7-51b09230f7b4-mgX2W-Q> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2008). Yıllık Rapor 2007 (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/00fc82e9-7c6c-40ba-abc4-9f3916d17850/07turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-00fc82e9-7c6c-40ba-abc4-9f3916d17850-mgX2WKe> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2009). Yıllık Rapor 2008 (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b/08turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b-mgX2Wti> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2010). Yıllık Rapor 2009 (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69/09turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69-mgX2Wig> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2011). Yıllık Rapor 2010. (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.
- TCMB (2012). Yıllık Rapor 2011. (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1->

[5afe9edf6a14/11turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPAC
E-fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1-5afe9edf6a14-mgX2Jfo](http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/tr/) Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2013). Yıllık Rapor 2012. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2014). Yıllık Rapor 2013. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2015). Yıllık Rapor 2014. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2016). Yıllık Rapor 2015. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2017). Yıllık Rapor 2016. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2018). Yıllık Rapor 2017. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2019). Yıllık Rapor 2018. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/tr/> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

TCMB (2020). Yıllık Rapor 2019. (Çevrimiçi)
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2019/tr/index.html> Erişim Tarihi 13 Mart 2020.

Cour-Thimann P. ve Winkler B. (2012) The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: The Role Of Institutional Factors And Financial Structure, *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), 765-803.

Yakar, S. (2011). Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB' de Amprik Bir Çalışma. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Selçuk Üniversitesi, Konya.

Yay, G. (2015). *Para ve Finans Teori-Politika*, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Yılmaz, H. (2014). Dış Kaynak Kullanımının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Yiğit F. (2016). *Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri*, Ankara, Nobel Akademik
Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Tic. Ltd. Şti.



EK 1 – BIST50 Endeksinde İşlem Gören Finansal Olmayan Firmalar

Bu çalışmada incelenen 40 adet firma aşağıda yer almaktadır.

Sıra	Kod	Şirket Unvanı
1	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
2	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
3	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
4	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
5	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
6	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
7	COLLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
8	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
9	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
10	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
11	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
12	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
13	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
14	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
15	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
16	KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
17	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
18	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
19	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
20	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
21	MPARK	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.
22	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
23	OYAKC	OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI A.Ş.
24	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
25	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
26	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
27	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
28	SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.
29	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
30	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
31	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
32	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
33	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
34	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
35	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
36	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
37	TURSG	TÜRKİYE SİGORTA A.Ş.
38	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
39	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
40	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.