

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI
OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE-BRICS
ÜLKELERİ KARŞILAŞTIRMASI

DERYA DURNABAŞ

TEZ DANIŞMANI: YRD. DOÇ. DR. ŞABAN ÇELİK

İzmir, 2017

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI
OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE-BRICS
ÜLKELERİ KARŞILAŞTIRMASI

DERYA DURNABAŞ

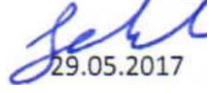
TEZ DANIŞMANI: YRD. DOÇ. DR. ŞABAN ÇELİK

İzmir, 2017

TEZ JÜRİSİ ONAY SAYFASI

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. Şaban ÇELİK


29.05.2017

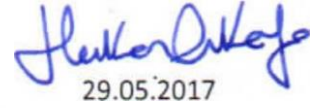
Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.

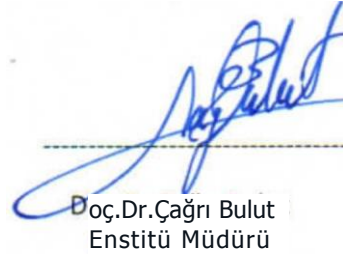
Doç. Dr. Fatma Dilvin TAŞKIN


29.05.2017

Bu tezi okuduğumu ve görüşüme göre yüksek lisans derecesi için bir tez olarak kapsam ve nitelik açısından tam olarak yeterli olduğunu onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. Hakan ÖZKAYA


29.05.2017


Doç. Dr. Çağrı Bulut
Enstitü Müdürü

ÖZ

KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE VE BRICS ÜLKELERİ KARŞILAŞTIRMASI

Derya Durnabaş
Yüksek Lisans Tezi, Uluslararası Ticaret ve Finansman
Danışman: Yrd. Doç.Dr. Şaban Çelik
2017

Küreselleşme süreci, 1980’li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikalarını hızla etkilemiş, buna bağlı olarak ortaya çıkan krizler kamu kesiminin işleyişini ve yapısını oldukça değiştirmiştir. Finansal piyasaların deregulasyon süreçleri beraberinde ciddi tartışmalar getirmişler ve sermaye piyasalarına yapılan portföy yatırımlarının ülkeler için önemli bir risk kaynağı oluşturduğunu belirtmişlerdir.

Bu çalışmada, kamu finansı ve sermaye piyasası oynaklığı ilişkisi Türkiye ve BRICS ülkeleri karşılaştırması Ocak 2010 ile Aralık 2016 dönemleri arasındaki veriler kullanılarak incelenmiştir. Zaman serisi analizi kapsamında öncelikle her bir değişken için en ideal ARIMA serisi bulunup, GARCH yapısı oluşturulmuştur. Daha sonra ise GARCH tahminlemesinde, hem getiri serisine hem de oynaklık denkleminde diğer değişkenin koşullu oynaklığı bağımsız bir değişken olarak eklenmiştir. Bu durumda eklenen bu değişkenin istatistiksel anlamlılığına göre araştırma soruları cevaplanmaya çalışılmıştır. Bu yöntem analizde yer alan her ülke için ayrı ayrı uygulanmıştır. Tüm test sonuçları, kamu finansı ve sermaye piyasası oynaklığı arasındaki ilişkinin ülkelere göre değişiklik gösterdiği sonucunu ifade etmektedir.

Anahtar sözcükler: Küreselleşme, Kriz, Türkiye, BRICS, Sermaye Piyasası, Kamu Finansı, Risk, Portföy, Oynaklık, GARCH, ARIMA.

ABSTRACT

THE LINKAGE BETWEEN PUBLIC FINANCE AND CAPITAL MARKET VOLATILITY : A COMPARISON OF TURKEY WITH BRICS COUNTRIES

Derya Durnabaş

Msc, International Trade and Finance

Advisor: Assist. Prof. Dr. Şaban Çelik

2017

Since 1980's the acceleration of globalization has influenced rapidly the economic policies of the developing countries and the crisis generated by extension of this situation have rather exulcerated to process and structure of public sector. The deregulation process of financial market has critical discussion with and indicate that portfolio investment which has invest on capital market may cause risky aspects for countries.

In this study, the linkage between public finance and capital market volatility while comparison of Turkey with BRICS countries are examined with the daily data of between January 2000 and December 2016. Within the time series analysis firstly best ARIMA series are found for each variables and created GARCH model. Then, in the estimation of GARCH model conditional volatility of other variables added both yield series and volatility equations. In this circumstances, the questions are trying to answer as significance of analysis and tested for each countries singly. Full anaysis of the countries shows that the relationship of public finance and capital market volatility has varied results for each countries.

Keywords: Globalization, Crisis, Turkey, BRICS, Capital Market, Public Finance, Risk, Portfolio, Volatility, GARCH, ARIMA.

TEŞEKKÜR

Tez alıŐmasının planlanmasında, yazılmasında, yürütülmesinde ve tamamlanmasında yardımlarından ve bilgisinden her fırsatta yararlandığım, tezimin tamamlanma sürecinde bana yol gösterip desteğini esirgemeyen danışman hocam Yard. Doç. Dr. Şaban ÇELİK'e ve aileme teŐekkürlerimi sunarım.

Derya DURNABAŞ

İzmir, 2017

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunmuş olduğum “*Kamu Finansı ve Sermaye Piyasası Oynaklığı İlişkisi: Türkiye ve BRICS Ülkeleri Karşılaştırması*” adlı çalışmanın, araştırma aşamasından tamamlanmasına kadar olan tüm süreçte, tarafımdan bilimsel ahlak, gelenek ve temellere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Tarih

.... / / 2017

Derya DURNABAŞ

İmza

İÇİNDEKİLER

KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE VE BRICS ÜLKELERİ KARŞILAŞTIRMASI

ÖZ	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR METNİ	vi
YEMİN METNİ	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLO LİSTESİ	ix
ŞEKİL LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU FİNANSI

1.1. KAMU FİNANSI KAVRAMI	3
1.2. DEVLETİN FİNANSALLAŞMASI	6
1.3. FİNANSAL KRİZLER	11
1.3.1. Para Krizleri	13
1.3.2. Bankacılık Krizleri	14
1.3.3. Dış Borç Krizleri	15
1.3.4. Sistemik Finansal Krizler	16

viii

1.4. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ	16
1.5. FİNANSAL KRİZLERİN GÖSTERGELERİ	19
1.6. FİNANSAL KRİZ ÖRNEKLERİ	20
1.6.1. Türkiye Kasım 2000 Krizi	20
1.6.2. Türkiye Şubat 2001 Krizi	22
1.6.3. Küresel 2008 Finansal Kriz	23
1.7. KRİZLERİN KAMU MALİYESİNE ETKİSİ	29
1.7.1. Kamu Maliyesinin Ekonomik İşlevler Üzerindeki Etkisi	30
1.7.2. Finansal Krizleri Önlemeye Yönelik Politikalar	32

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI

2.1. SERMAYE VE SERMAYE PİYASASI	366
2.2. SERMAYE PİYASALARINDA SINIFLANDIRMA	39
2.2.1. Birincil Piyasa	39
2.2.2. İkincil Piyasa	39
2.2.3. Üçüncül Piyasalar	41
2.2.4. Dördüncül Piyasalar	41
2.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	42
2.4. FİNANSAL PİYASALARDA İSTİKRAR VE İSTİKRARSIZLIK	47
2.5. SERMAYE PİYASASILARINDA OYNAKLIK	54
2.5.1. Oynaklığın Ölçülmesi ile İlgili Literatürde Yer Alan Çalışmalar	61
2.5.2. Sermaye Piyasasının Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi	67
2.5.3. Türkiye’de Sermaye Piyasası Dalgalanmaları	69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	74
3.2. ÜLKELERİN MAKROEKONOMİ VE FİNANSAL AÇIDAN GENEL GÖRÜNÜMÜ	75
3.2.1. Milli Gelir Karşılaştırması.....	75
3.2.2. Kur Karşılaştırması.....	77
3.2.3. Faiz Karşılaştırması	78
3.2.4. Enflasyon Karşılaştırması.....	79
3.2.5. Borç Karşılaştırması	80
3.2.6. Borsa Karşılaştırması	81
3.3. ÜLKELERİN KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ.....	84
3.3.1. Veri Seti ve Değişkenler.....	84
3.3.2. Analiz Sonuçları	88
3.3.2.1. Türkiye.....	89
3.3.2.2. Brezilya.....	93
3.3.2.3. Rusya	97
3.3.2.4. Hindistan.....	101
3.3.2.5. Çin.....	105
3.3.2.6. Güney Afrika	109
3.3.3. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi	113
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	117
KAYNAKÇA	119

TABLolar LİSTESİ

Tablo	Sayfa
Tablo 1.1 : Para ve Bankacılık Krizleri Göstergeleri	19
Tablo 1.2 : Ülke Gruplarına Göre Yıllık Büyüme Oranları (%)	27
Tablo 3.1.1: Tahvil Getirisi için ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu	89
Tablo 3.1.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA(7,6)-TARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu	90
Tablo 3.1.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	91
Tablo 3.1.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	92
Tablo 3.2.1: Tahvil Getirisi için ARMA (4,4) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	93
Tablo 3.2.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA (3,3) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	94
Tablo 3.2.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	95
Tablo 3.2.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	96
Tablo 3.3.1: Tahvil Getirisi için ARMA (9,5) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	97
Tablo 3.3.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA (3,3) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	98
Tablo 3.3.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	99

Tablo 3.3.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	100
Tablo 3.4.1: Tahvil Getirisi için ARMA (3,3) – TARARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	101
Tablo 3.4.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA (4,4) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	102
Tablo 3.4.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	103
Tablo 3.4.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	104
Tablo 3.5.1: Tahvil Getirisi için ARMA (2,2) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	105
Tablo 3.5.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA (3,3) – GARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	106
Tablo 3.5.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	107
Tablo 3.5.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	108
Tablo 3.6.1: Tahvil Getirisi için ARMA (9,8) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	109
Tablo 3.6.2: Hisse Senedi Getirisi için ARMA (9,10) – EGARCH (1,1) Model Tahmin Sonucu	110
Tablo 3.6.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	111
Tablo 3.6.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerine Etkisi	112

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1.1: 2008 Krizinin GSYİH'ya Etkisi	28
Şekil 2.1: Sermaye Piyasası Araçları	44
Şekil 2.2: Sermaye Piyasası ile Türkiye Ekonomisine Kazandırılan Fon Hacmi (Milyon ABD Doları)	68
Şekil 2.3: IMKB Şirketleri Tarafından Dağıtılan Nakit Temettü (Milyon ABD Doları)	69
Şekil 2.4: Türkiye'ye DYS Girişlerinin Ükelere Göre Dağılımı (2004-2014)	73
Şekil 3.1: Milli Gelir Karşılaştırması	76
Şekil 3.2: Kur Karşılaştırması	77
Şekil 3.3: Faiz Karşılaştırması	78
Şekil 3.4: Enflasyon Karşılaştırması	79
Şekil 3.5: Borç Karşılaştırması	80
Şekil 3.6: Borsa Karşılaştırması (Aylık)	82
Şekil 3.7: Borsa Karşılaştırması (Yıllık)	82
Şekil 3.8: Ülke Borsa Endeksleri	83
Şekil 3.9: Türkiye için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	85
Şekil 3.10: Brezilya için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	85
Şekil 3.11: Rusya için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	86
Şekil 3.12: Hindistan için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	86
Şekil 3.13: Güney Afrika için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	87
Şekil 3.14: Çin için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi	87
Şekil 3.15: Türkiye	113
Şekil 3.16: Brezilya	114

Şekil 3.17: Rusya	114
Şekil 3.18: Hindistan	115
Şekil 3.19: Çin	115
Şekil 3.20: Güney Afrika	116



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABCP	Varlığa Dayalı İhtiyaç Seneti
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ARIMA	Otogresif Hareketli Bütünleşik Ortalama (Autoregressive Moving Average Model)
ARCH	Otogresif Koşullu Değişen Varyans (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)
BRICS	(Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti)
DİBS	Devlet İç Borç Seneti
GARCH	Genelleştirilmiş Koşullu Değişen Varyans (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (General Agreement on Tariffs and Trade)
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSMF	Tasarruf Sigorta Mevduat Fonu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu

GİRİŞ

Kamu maliyesi genel itibari ile kamusal alandaki tüm kurumların işlevlerini ekonomik, mali ve sosyal bakımdan incelerken, yaşanan problemlere bilimsel çözümler bulmaya çalışan bir disiplin olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik istikrarın sağlanması, etkin kaynak kullanımı ve etkin bölüşüm sağlanması amaçlanarak çok geniş bir alanı kapsayan faaliyet olması sebebi ile ülkeler için oldukça büyük bir önem arz etmektedirler.

Finansal sistemin bir parçası olarak finansal piyasalar, tasarruf fazlasına sahip olanlar ve borç talep edenlerin fon transfer işlevlerinin aracı kurumlar vasıtası ile sağlandığı piyasalar olarak adlandırılmaktadırlar. İktisat yazınında yer alan en önemli kavramlardan biri sermaye olarak bilinmektedir. Fakat günümüzle birlikte sermaye, sahip olduğu üretim faktörü tanımını bırakıp, daha çok ekonomi alanının bir parçası olarak tanımlanarak kendi oluşturduğu apayrı bir piyasa mekanizması ile sektörde yerini almış bulunmaktadır. Bir başka deyişle, sermaye piyasasının ekonomi alanındaki önemi, tek başına ekonomi için yararı bulunmayan, küçük tasarruf birikimlerinin menkul kıymetler aracılığı ile daha büyük olan yatırım kanallarına katılmasını sağlamak olarak belirtilmektedir.

Gelişmiş piyasalar için hisse senedi oynaklığının dönemleri benzeri fiyat hareketlerinin sebeplerini bulma anlamında bazı görüş ayrılıkları doğurmuştur. Bu sebeple, sermaye piyasası oynaklığı ve makroekonomik değişkenler arasında nasıl bir ilişki olduğunu anlamaya yönelik birtakım çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, temel olarak kamu finansı oynaklığı ile sermaye piyasası oynaklığının birbirlerini ne şekilde etkilediklerini ortaya koymak olacaktır. Çalışma yazındaki diğer çalışmalardan iki farklılık sebebi ile ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, problemin tanımı ve devlet tahvil piyasa oynaklığı hedeflenerek kamu finansmanı riskinin tanımlanmaya çalışılması olacaktır. İkinci farklılık ise, kurulan hipotezin ekonometrik modeller aracılığı ile piyasalar arası oynaklıkların birbirlerini ne derece etkilediğinin anlaşılabilmesi için veriler GARCH model yapısında ele alınarak analizler gerçekleştirilecektir.

Bu amaçla, Türkiye ve BRICS ülkelerinin kamu finansı ve sermaye piyasası verileri kullanılarak ekonometrik modeller ile bazı testler gerçekleştirilmiştir. Analiz değişkenleri olarak Türkiye ve BRICS ülkeleri kullanılmış, bunun sebebi olarak ise bu ülkelerin benzer özellikler taşıyarak yükselen ekonomiler olarak tanımlanması ve buna ek olarak büyüme oranı ile tahvil piyasası getiri oynaklıklarının gelişmiş ekonomilere oranla yüksek olan ülkeler olarak tanımlanması da diğer bir sebep olarak gösterilebilmektedir. Tüm bu veriler doğrultusunda çalışma kapsamında sorulabilecek en önemli soru, muhtemel risk kaynağının sermaye piyasasından kamu finansına mı yoksa kamu finansından sermaye piyasasına doğru mu olduğunun saptanmaya çalışılması olarak belirlenmiştir.

Birinci bölümde çalışmanın ilk kısmı olan kamu finansı kavramı, devletin finansallaşması gibi kavramlar tarihsel bir perspektifle ele alınacak ve küreselleşmenin bu süreçteki dünya devletlerini nasıl etkilediğine değinilecektir. Ayrıca finansal kriz tanımı, çeşitleri, finansal krizler ve göstergeleri ile finansal kriz örneklerine de değinilecektir. Son olarak ise, finansal krizler ile kamu maliyesi arasındaki etkileşimi anlayabilmek amacı ile krizlerin kamu maliyesi üzerindeki etkilerinden bahsedilecektir.

İkinci bölümde çalışmanın diğer kısmı olan sermaye ve sermaye piyasası kavramından, sermaye piyasası sınıflandırması ve sermaye piyasası araçlarından kavramsal olarak bahsedilecektir. Finansal piyasalarda istikrar ve istikrarsızlık ile sermaye piyasalarında oynaklık kavramlarının da açıklanması neticesinde araştırma kapsamında yer alacak kavramsal yorum ve tanımlamalar tamamlanmış olacaktır.

Üçüncü bölümde ise tezin amacını oluşturan kamu finansı ve sermaye piyasası oynaklığı ilişkisini açıklamaya yönelik bir araştırma modeli oluşturulup, değişkenler belirlenerek bir veri seti hazırlanacaktır. Çalışmada iki temel değişkenin kullanılması amaçlanmıştır. Bunlar, sermaye piyasalarını temsilen o ülkenin ilgili borsa değeri ve kamu finansını temsilen ise devlet tahvil verimi olarak belirlenmiştir. Ülke grubu olarak Türkiye ve BRICS ülkeleri belirlenerek 27.01.2010 ile 19.12.2016 arası dönem verileri ile analiz gerçekleştirilecektir. Çalışmanın bu bölümünde, kullanılacak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler ile beraber değişkenler arasındaki genel eğilimler ele alınacak ve kamu finansı ile sermaye piyasası etkileşimi GARCH türü modellerle test edilerek araştırma sorusu yorumlanacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMU FİNANSI

1.1. KAMU FİNANSI KAVRAMI

İnsanlığın gelişmesiyle doğru orantılı olarak gelişen ekonomik hayat ihtiyaçlara göre değişerek ve dönüşerek günümüze kadar gelmiştir. Ekonomik parametrelerin değişmesiyle “kamu” olgusu da kimliğe kavuşmuş ve ekonominin içinde özellikle 1929 ekonomik buhran ile birlikte ekonomide gerçek bir aktör haline gelmiştir.

“Büyük buhran”ı da kapsayan 20. yüzyıl kamunun büyüklüğünü gerçek ölçülerde gözler önüne sermiştir. 20. yüzyılın başında kamu harcamalarının gayri safi milli hasılaya oranı % 10 seviyelerinden başlayarak, 20. yüzyılın sonlarında % 50'lere ulaşmıştır.

Devletin ekonomik alanda gerçekleştirdiği etkinliğindeki bu değişiklikte temel olarak; ekonomik akımların ortaya çıkardığı gelirin yeniden dağıtımına dair baskısı, büyük buhranın meyvesi olan Keynesyen iktisadın etkileri ve “kamu” kavramının aktif olarak kendini hissettirmesi etkili olmuştur.

Dünya ekonomisini kasıp kavuran “küreselleşme” ve beraberinde getirdikleri devletin rollerinde değişikliklere zorlamıştır. Mevcut devletlerin sahip olduğu görevler, ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre değişiklik göstermektedir. Yaşanan değişimler sonucunda, kamu ekonomisinin etki alanı ve bununla birlikte kullanılan anlamlarda da birtakım değişimler görülmüştür. Bununla birlikte, ticaret engellerinin kaldırılması, faiz oranlarının denetim altında tutulması, kredi ayrımlarına yapılan müdahalelerin azaltılması ile birlikte fiyat kontrollerinden cayılması yaptırımları, değişen ve gelişen devlet modeli çerçevesinde büyük önem kazanmıştır (Tanzi, 1997:9-17).

Devlet, küreselleşmenin de getirdikleri ile artık kendini de gelişen şartlara ve piyasaya göre revize eden bir yapıya zorlayan bir hal almıştır. Devlet artık hem ulusal anlamda piyasa başarısızlıklarını ve aksaklıklarını tamamlamaya yönelik

düzenlemeler ve faaliyetlerde bulunurken bir yandan da uluslararası platformda küreselleşmenin kısılcacında uluslararası aktörlerle mücadele etmeye çalışmaktadır. Örneğin, küreselleşme zaruri olarak devletin vergi toplama kapasitesini düşürerek vergi politikalarında negatif etki doğurmaktadır. Çünkü küreselleşme ile sermaye hareketlilikleri vergi ve diğer sabit maliyetlerde minimal noktalara doğru kaymaktadır. Bu sermaye hareketliliğinin dikkatini çekmenin tek yolu da bu avantajlara sahip olabilmek olarak belirlenmektedir.

Bunun yanı sıra küreselleşmenin doğal bir ürünü olarak bölgesel ticaret ve gümrük anlaşmaları da vergi politikalarının etkinliğini azaltabilmektedir. Küreselleşmenin getirdiği başka bir güç olarak “kitlesel iletişim araçları” da doğru bilgiye ulaşmayı kolaylaştırdığından sermaye hareketliliğinin hızını arttırmaktadırlar.

Ülkeler arasındaki duvarlar yıkıldıkça aslında gelir ve gelişmişlik kavramlarının farklılığı anlamında da uçurumların oluştuğunu söyleyebiliriz. Gelişmiş ülkeler özellikle tam kamusal mallar konusunda yüksek harcamalar yapmakta iken az gelişmiş ya da gelişmemiş ülkeler temel harcamalarını yapmakta bile zorlanmakta, hatta özelleştirme, borçlanma ve yardımlarla ayakta durma gayretinde bulunmaktadır.

Küreselleşme, ülkeler arasındaki farklılıkları göz önünde bulundurarak toplumun tüm katmanlarını sarıp sarmalamış bir haldedir. Ekonomik alan dışında savunma, eğitim gibi alanlarda da etkinliğini sürdürmekle kalmayıp, “kültürel bir kimlik” dayatma yolu ile, o kimliğin gerekliliklerini bireylere, toplumlara, hatta devletlere küresel bir misyon olarak yüklemektedir.

19. yüzyıl klasik iktisatının etkileri nedeni ile, temelde devletin piyasada sadece düzenleyici olarak bulunması, ekonomideki temel alanının ise aslında vergi olması düşüncesi öngörülmekteydi. Ancak 20. yüzyıl ile patlak veren ekonomik buhran devletin sorumluluklarını daha da arttırmış ve devleti daha aktif bir göreve sahip olmaya zorlamıştır.

Herber, 1967 yılında yayımlanan “Modern Kamu Maliyesi” kitabında, devletin ülke ekonomisinde daha etkin bir tutum izlemesinin önemini vurgulamış, Due ve Freidlaender 1973’te yayımladığı “Modern Kamu Maliyesi” kitabı ve Stiglitz

1986'da yayımladığı “Kamu Kesimi Ekonomisi” kitabı ile de bu önemi fazlasıyla desteklemiştir.

1980'li yıllardan sonra yaşanan en önemli gelişmelerden biri komünizm ile yönetilen ülkelerin yıkılması olmuştur. Bunu takiben, yaşanan ekonomik reform değişiklikleri ise bazı önemli ve olumsuz sonuçların doğmasına sebep olmuştur. Örneğin, iyi işleyen bir piyasanın oluşabilmesi için, o piyasaya hakim ve etkisi altında tutabilen bir devlet yapısı ve ona destek verebilecek kurum ve kuruluşlar bulunması şarttır. Yaşanan gelişmeler neticesinde; bilgi eksikliği problemi ve kamu başarısızlığı sorunları nedeniyle piyasa başarısızlıkları karşısında çoğalan olumsuz etkilere maruz kalınması kaçınılmaz olarak görülmektedir (Stern, 2002:337).

Son yüzyılda gelişen kamu ekonomisi anlamını oldukça arttırmış olmakla birlikte devlete de önemli görevler yüklenmeye başlanmıştır. Bu gelişmelerden en önemlisi, son yıllarda kamu ekonomisinin makro bir yapıdan mikro bir yapıya doğru değişmesi olmuştur.

Keynes, kamu ekonomisinin 1920'li yılların sonuna doğru maliye politikasının makro anlamda bir incelemesi olduğunu çalışmalarında belirtmiştir. Fakat, 1980'li yıllar itibari ile mikro anlamdaki incelenebilirlik uygulamaları artmış bulunmaktadır. Keynes, 1926 yılında yayımladığı “Genel Teori” adlı eserinde ekonomik incelemelerinin makro boyutunda olduğunu belirtmiştir. Bunu takiben, ileriki yıllarda bu incelemeler başka bir boyutta gerçekleşecek olan bir makro iktisat incelemesine dayandırılmış ve bu anlamda kamu harcamaları gibi alanların kamu maliyesi adı altında daha çok inceleme fırsatı bulunmaya başlanmıştır (Stiglitz, 2002:341; Hewett, 1987:426).

Daha genel ve kısa tabir ile, kamu ekonomisi çalışmalarını “genel denge” temeline oturtarak gerçekleştirmektedir. Bir başka deyişle kamu ekonomisi, fiyat ve davranışları, hükümet politikalarının ülkenin ekonomik reformları üzerindeki öncelikli etkileri yolu ve ekonomideki genel denge değişimi yolu ile ne derece etkilediğini incelemektedir şeklinde de tanımlanabilmektedir (Poterba, 2002:29).

1.2. DEVLETİN FİNANSALLAŞMASI

Devletin finansallaşması, maddi ve yasal düzenlemeler ile ülkeye parasal olgunun nöbetçisi görevini yüklemektedir. Genel anlamda, finansal işlemlerin ve finansal pazar oyuncularının ekonomi için yükselen değerini ifade eden finansallaşma olgusu son çeyrek asırda bilhassa küreselleşme ile kapitalistleşmesini önce tamamlayan, başka bir deyiş ile gelişmişlik seviyesine ulaşan ülkelerin değişimini açıklama maksadı ile sıkça dile getirilmektedir.

Devletin finansallaşması temel olarak, ekonomik kriz-çöküş ya da ekonomik dirilme hallerinde belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Devletin proaktif göreve geçmesi ve yeterli müdahaleleri gerçekleştirebilmesini sağlar. Fakat bu hallerde de ekonomiyi finansal pazarın bir figüranı durumuna ulaştırmaktadırlar.

Kapitalistleşmesini erken tamamlayan devletlerde, ekonomik etkinlikler borsaların yükselmesi veya gayri safi yurtiçi hasılanın artması gibi olumlu beklentiler ile belirlenebilmektedir. Kapitalistleşmesini sonradan tamamlayan devletlerde ise tasarruf ve yatırımlar ile borç dönüşümü için sermaye girişine bağlılığın belirlenmesinde toplum için neyin önemli olduğunun anlaşılması ve bu anlayışın farklılaşması etkili olmaktadır. Alternatiflerin az olması ile birlikte serbest piyasa değerinin belirginleşmesi ve finansal üretkenliğin artması iynin açıklanmasını önemli olarak şekillendirmektedir. Bu anlamda baskın piyasa yapısı; piyasa, finansal açıklık ve derinleşme, üretkenlik, ekonomik gelişme ve toplumun refah seviyesi gibi kavramların birbirleri ile olan bağı ile şekillenmektedir. Bu bağ ile, finansalcı siyaset kurucuları ve neoliberal görüşü destekleyenler finansal kesimi, otorite sahibi olan ve aynı zamanda gelişme yolunun açılmasını sağlayan önemli bir güç olarak göstermektedir. Kamu çıkarları ve finansal sektör çıkarları arasındaki bu bağ finans sektöründeki serbestleşme ve mali alandaki yeniliklerin ekonomik darboğazı önlediği yada olası tesirlerini azalttığı öngörüldüğünde etkin kılınmaktadır (Praksis, 22, 85-108). Fakat 20. yüzyılın sonlarından başlayarak 21. yüzyılın ilk on yılını göz önünde bulundurduğumuzda, sürekli olarak gerçekleşen krizler ve finansal piyasalarda sıklıkla meydana gelen dengesizliklerin yakın zamanda sözü edilen finansal krizlere kadar önemli bir oranda kayıp yaşatmamış olması da dikkat çekilmesi gereken ayrı bir husus olarak bertilmiştir.

Finansallaşma, finansal olarak hareketliliğin piyasanın bir uzantısı olmasından feyz alması ile birlikte, kapitalist piyasalarda ise insanların faaliyetlerinin olası sonucu olarak kabullenilmesinden beslenmektedir. Bahsedilen doğallaştırmacı yaklaşım, finansal krizleri uzun süreli olmayan işaretler ya da düzeltme mekanizması olarak tanımlamaktadır. Eğer kamu refahı ve ekonomik genişlemenin, kontrol altında tutulamayan bir piyasa tarafından sağlanabileceği kabul edilirse, piyasaların gelişmesine izin vermeyen alternatif politikalar farklılaşır, bununla birlikte politik anlamdaki hareket alanı daralmış olur (Balkan, 1994:23).

Finansallaşma süreci ülkenin misyonu ya da görevi ile bağlantılı bulunmaktadır. Günümüze kadar finansallaşma, kavram itibari ile gelişmesini tamamlamış kapitalist ülkelerde gerçekleşen bazı keşifler incelenirken, ülkelerin yapılandırılmasının nasıl olacağına dair fikir alışverişini ayrı bir inceleme ve değerlendirme sürecinde tutmayı daha sağlıklı olarak görmüştür. Uluslararası siyasi iktisat literatüründe tenkitsel uğraşların az olması, disiplinler arası çalışma öneminin yetersiz olması manasındaki sebepler ile göz ardı edilebilecek olan davranış, var olan çelişkilerin giderilmesi için devlet müdahalesinin ne denli önemli olduğunu yoksayma ve devletin gerçekleştirilmesi gereken görevlerinin belirlenmesi hakkında düzenlenebilecek tartışmalara olanak vermeme gibi sonuçlara sebebiyet vermektedir. Oysaki devletin yeniden yapılandırılması ve devlet görevlerinin altının çizilmesi, sadece sermaye girişlerinin yapılabilmesi maksadı ile değil, bununla birlikte finansal piyasanın gelişmesi, finansal alandaki serbestlik ve yatırım kararlarının finansallaşması esnasında oluşabilecek kararsızlıklar ile mücadele edebilmek için de öne sürülmüştür.

Devletin finansallaşması temelde iki önemli olayı öne plana çıkarmaktadır. Bunlardan ilki, kapitalistleşmesini önce tamamlayan devletlerde finansallaşma süreci, türev piyasa ve varolan borsalar üzerinden gerçekleşmekle birlikte, kapitalistleşmesini sonradan tamamlayan devletlerde kamu borç kağıtları ve kamu borç piyasası daha fazla öneme sahip bir konumda bulunmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesini hedefleyen devlet müdahalesi göz önünde bulundurulduğunda, geç kapitalistleşen devletlerin çoğunda sermaye biçiminin faiz getirisi sağlayan cinsten olması daha büyük bir öneme sahip olduğunu göstermekle birlikte bu finanslaşmanın tam anlamıyla devlet kontrolünde gerçekleştirildiği

görülebilmektedir. İkinci olarak ise, devlet müdahalesi ile gerçekleştirilecek yaptırımlar kapsamında, ülke bütününde finansal anlamda getiri sağlamanın meşruluğunu destekleyecek kanuni olguların yaratılması ve istikrarsızlık ya da kriz dönemlerinde finansal sektörlerde meydana gelebilecek olası kayıpların topluma mal edilmesi şeklinde belirtilmektedir.

Devletin finansallaşması için ilk terimsel tanımlama Saad-Filho tarafından daha umumi anlamda devlet müdahalesini tasvir etmek maksadı ile kullanılmıştır. Bir başka anlamda neoliberal sistemin bir devlet şekli olarak tanımlayabileceğimiz yaklaşımda, devlet finansallaşmasının neoliberal sistem de varlığını koruyabilmesi için varolması gereken önemli bir yaklaşım olduğu olarak belirtilmektedir (Saad-Filho, 2009:253-254).

İlk olarak, sadece devletin öncülük edebileceği olan sermaye kaynakları kontrolünün finansal kurumlara devredilmesi uğraşları ile neoliberal geçişi gerçekleştirebilir. İkinci olarak, siyasal açıdan değerlendirildiğinde devlet bu geçişi geliştirebilecek kurumsal bir yapıyı oluşturmalıdır ki böylece önemli kanuni ve düzen sağlayıcı değişimlere başvurarak var olan uzunca süre zarfında yaşanabilecek olumsuzluklara önlem alınabilmiş olsun. Üçüncü olarak ise ekonomik açıdan değerlendirildiğinde devlet, endüstriyel ve finansal anlamdaki sermayeyi içine alan yeni bir kurumsal yapının oluşturulabilmesi ve ekonominin finansallaşmasının güçlü bir hale gelebilmesi için bazı yaptırımlar ile desteklemektedirler. Bu durumlar, devlet için kamu politikalarının artması ile birlikte finansal piyasa gelişmelerini ve değerlerini ne anlamda desteklediğini göstermektedir (Andersen, T. M., Sørensen, 2008:8).

Sermaye birikimi finansallaşmasının tutarsız görünümüne sahip olmasının iki önemli sebebi bulunmaktadır. Öncelikle, finansal sektörün büyümesi, üretimi ilgilendiren değişebilen ve ihtiyaç duyulan alanların gelişimi ile doğrudan ilgilidir. Finansallaşma, sermayenin hareketlendirilmesi vasıtasıyla sermaye gruplarında yaşanan belirsizlik ve üretim ile ilgili yaşanabilecek sorunların giderilmesine de katkıda bulunmaktadır. Öte yandan ise, finansallaşmış bir mekanizmanın getiri sağlamasında üretimin etkin olma bağlılığına gerek duyulmayan bir alan olduğu belirtilmektedir. İleriki zamanlarda nakit giriş çıkışı ile ilgili olarak finansal varlıklar sorumlu görülmekte bununla birlikte kalın türev sözleşmelerinin birikimi var olan

sermayelerin finansal yatırımlar ile büyük miktarda getiri sahibi olmasını amaçlamaktadır. Böylece, ekonomik yenilenmelere ve üretimde oluşabilecek sorunlara karşın, bir “kayıtsızlık desisesi” yaratılmış olmaktadır (Arıcan, 2002:27).

Kapitalist düzene geç uyum sağlayan başka bir deyişle geç küreselleşen devletlerin finansallaşma modelleri hesaba katıldığında, devletlerin sahip olduğu sermaye piyasasının gelişmesi ve piyasaya sermaye girişlerini artırma yollarının bulunmaya çalışılması amacı ile müdahalede bulunması gibi durumlar önem arz eden parametrelerden yalnızca bazılarıdır.

Devlet finansallaşma sürecini, yasal anlamda yapılan değişimleri ve mali reformları devletler arası fikir birliğine ilave olarak bununla birlikte devletler arası finansal birleşmenin sağlanabilmesi amacıyla önemli bir yaptırım olarak gerçekleştirmektedir. Bunun yanı sıra, ekonominin politik yaptırımların etkisinde kalmasını siyasal anlamdaki gelişmelerden farklı tutarak ve ekonominin yönetimini teknik anlamda hatalı bir yönetim biçimi olarak hedef göstererek bir başka deyişle ekonominin siyaset dışı bırakılmasını sağlayarak, devletin finans sektörü yönetiminde etkisiz bir pozisyona sahip olmasını sağlamaktadır.

Devletin finansallaşması, yasal değişiklikler ve mali reformları devletler arası uyuşmanın uzantısı olarak ve/veya devletler arası finansal bütünleşme için önemli adımlar şeklinde sunarak (devletin uluslararasılaşması) ve ekonomik politika yapımını siyasal mücadeleden ayırt ederek ve/veya ekonomi yönetimini teknik bir sorun biçiminde göstererek (ekonomi yönetiminin siyaset dışılaştırılması) devleti finansal sektörün bekçisi konumuna indirgemektedir (Arce, v.d., 2001:17,3,493,516).

Kriz sonraları yaşanan durumlar ve yasal olarak yapılan reformların devlet politikasını etkileme boyutu herhangi bir kesinlik kazanmamıştır. Hatta son yılların neoliberal politikası kapsamında gündemde yer alan politik mevzuları da kapsayarak maliye politikası alanında alınan birtakım önlemler bulunmaktadır. Bunlar; mevcut harcamaların indirgenmesi (ücretlerin sabitlenmesi, çalışan sayılarının azaltılması, kamuya verilen hizmetlerden vazgeçilmesi) ve hükümet gelirlerinin yükseltilmesi (emeklilik sistemindeki yenilikler, özelleştirmeler ve vergi alanında yapılan düzenlemeler) olarak belirtilebilmektedirler.

Bahsi geçen bu politikalar çerçevesinde belirlenecek olan yaptırımlar ülkelerin finansal anlamdaki gelişmişliği, derinliği ve borçlanma derecesine göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedirler.

Rastgele bir kriz durumunda kriz süresince iş başındaki devletlerin çözüm önerileri ve kredi kapsamaları neticesinde kamu sektörünü dönüştürme politikaları hem devletler arası uzlaşının gerekliliği olarak arz edilmekte hem de disiplinleşmiş mali yönetim kavramı ile harcama takaddümünün ve kesinti hükümlerinin ülkede bireyler tarafından incelenmesini engellenmeye çalışılmaktadır. Bahsi geçen dönüşüm; devletler arası anlaşmalar, hükümetçe alınan kararlar ve teknokratik birtakım tedbirler ile devam etmektedir. Kamu borcunun dönüştürülebilirliğinin gerçekleştirilmesi ve kredi piyasasının aktif tutulması sebebiyle politika formülasyonunu takip eden hükümet görevlileri kamu menfaatini finans piyasasının çalışma şekli ile birlikte incelemekte çeşitli politikalar oluşturularak finansal piyasanın, devlet içi ve devletler arası finansal sektör figüranlarının umdukları öncelikler olarak değerlendirilmektedir. Tabir-i caizse devletin finansallaşması döneminde finans sektörü figüranı görevine sahip vatandaş, portföy idarecisi siyasi temsilcisi olarak görülmekte iken yasama organı ise merkezi yönetime bağlı bir icazet makamı olarak nitelendirilebilmektedir. Bu yaptırımlar kapsamında, kamu politikaları sahasında ana değişimlerden daha fazla belirgin olarak “idare-i maslahat” yaptırımının öne çıkabileceği belirtilmektedir. Çünkü, neoliberal yaklaşım ile incelemede bulunan siyasi yöneticilerin ve finansal piyasaya bağlı kalmak konusunda ısrarcı olan hükümet idarecilerinin başka bir yol arayışına girmeyecekleri de ayrıca belirtilmektedir.

Devletin finansallaşması bir konsept olarak finansallaşma mütalaasına devletin de katılmasını ve devletin bu duruma el atmasının bu bağlamda farklı bir bakış açısıyla değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Devletin finansallaşması süreci ve eğilimi; temel olarak kamu çıkarı ve finansal piyasa çıkarlarının birbirleri ile içiçe olmasının hedeflenmesini belirtmektedir. Genel anlamda finansallaşma eğilimini kısaca tekrarlamak gerekirse, üç önemli öge üzerine kurulduğunu söylemek mümkündür. Bunlardan ilki, devletin para mekanizmasını içselleştirerek yeni yapılandırma içerisine girmesi amacı ile devlet himayesindeki kurumların performans değerlendirmelerinin yapılması ve kurumlar arası ilişkilerin finans

piyasalarına bağıllık ilkesi ile dönüştürülmeye çalışılmasıdır. İkinci olarak, finansal derinleşme veya finansallaşma sürecini geliştirebilecek yasal yaptırımlar uygulanmasıdır. Böylece finansallaşan birikim özendirilmesi veya bu kapsamda oluşabilecek problemler ile aynı finansal mekanizmalar aracılığıyla çözümlenmeye çalışılan yaptırım ve düzenlemelerin ortaya çıkması sağlamış olmaktadır. Üçüncü olarak ise, finans piyasasında oluşabilecek kayıplar toplumca üstlenilerek bu anlamda oluşabilecek finansal işlemler ile ilgili olumsuz düşünce yapısının oluşmasına engel olmayı amaçlamaktadır (Griffith-Jones, 2003:435-455).

1.3. FİNANSAL KRİZLER

Kriz; literatürde çoğu zaman kullanılan hatta tanımı ve türleri manasında yeniliklere sahne olan iktisadi konseptlerden biridir. Türk Dil Kurumu açıklamasına göre kriz tabiri; bir malın çokça kıt olması, çöküntü şeklinde açıklanmaktadır (www.tdk.com.tr).

Kriz, sosyal bilimler sahasında genellikle "buhran" ve "bunalım" tabirleriyle anlamdaş manasında bahsedilmektedir. Ekonomik kriz, mali kriz, finansal kriz, siyasi kriz, hükümet krizi, ahlak krizi vb. nosyonlar ile yalnız günlük dilde olmamakla birlikte terimler biliminde de oldukça fazla karşılaşmaktayız. Sosyal bilimler bakımından değerlendirildiğinde, kriz konseptinin umumi açıklamasını yapmak oldukça zordur. Bahsi geçen kriz konusunun ya da yüz yüze gelinen hadiselerin ne derece "kriz" olduğu şahıstan şahısa farklılık gösterebilmektedir. Rastgele bir konuyu kriz olarak isimlendirebilmek için krizin ana öğelerinin ya da mevcut durumunun anlaşılması gerekmektedir (Yıldırta, 39).

Ekonomik krizler; mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasalarındaki fiyat ve miktarda önemli bir ölçüde değişiklik gösterme miktarının üzerinde olduğu belirlenen şiddetli dalgalanmalar şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle finansal krizler, ekonomi piyasasında apansız biçimde oluştuğu görülen hallerin makro yönünden devlet finansmanını, mikro yönünden ise firmaları gerçek manada zorlayacak sonuçlar meydana çıkarması olarak açıklanmaktadır. Makroekonomik krizler genelde reel kesim krizleri ve finansal krizler şeklinde iki önemli başlık altında açıklanabilmektedir. Bu krizlerden olan reel sektör krizleri; mal, hizmet ve emek sektörlerinde üretimde yada istihdamda azalmalar şeklinde oluşmaktadır.

Finansal krizler ise, ekonominin üretici tarafında yıkıcı etkiler yaratabilen ayrıca pazarların aktif çalışmasını tahrip eden finansal pazar çöküşleri olarak tanımlanmaktadır (Işık, Alagöz, Yıldırım, 2006:239).

Finansal kriz, finansal pazarlarda zıt seçim ve ahlaki risk (moral hazard) sorunlarının daha çok olumsuzlaştığı bir tahribi ortaya çıkarmakta olup, kriz sonucunda finansal pazarlar, mevcut fonların en verimli yatırım sahalarına geçmesine müsaade etmemektedir (Uzun, 2006:213).

Parasal krizler, döviz ve hisse senedi pazarları ile benzer olarak para piyasalarındaki güçlü fiyat iniş çıkışları ya da bankacılık işleyişinde dönüşü olmayan kredilerin çok fazla biçimde yükselmesi neticesinde ortaya çıkan ciddi finansal problemler olarak da açıklanabilmektedir (Berberoğlu, 2011:126).

Finansal kriz hallerinde şu bakış açısı umumi onay görür; öncelikle krizin ortamı ve belirtileri bulunur, fakat krizin net bir şekilde meydana geleceğinden bahsetmek ve krizin ortaya çıkışını öngörmek imkansızdır. Bir başka deyişle Dornbusch'un söyleminden de anlaşılacağı gibi, "kriz, ancak patladığında görülür." Kısaca şöyle diyebiliriz ki, krizin olma ihtimalinin çokluğu, kesinliği, zamanı ve şiddeti önceden tahmin edilebilen bir olgu olsaydı gerekli tüm önlemler alınarak kriz önlenir, bir başka deyişle krizin olma ihtimali ortadan kaldırılmış olurdu. Bununla birlikte, yaygın olarak bilinir ki finansal kriz, kriz anlarında oluşan gerginlik ve baskı durumu güvensiz bir ortam ve panik halinden dolayı gerçekleşmektedir (Uygur, 2001:9).

Kriz; rastgele bir mal, hizmet, faktör ya da döviz pazarındaki ücret ya da ölçülerde onay verilebilir bir farklılaşma ölçüsü haricinde ortaya çıkan dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır. Krizler, finansal tasarrufta bulunanların mevcut devlet şartlarının riskli duruma dayandığı haldeki beklentilerine dayanarak, başlattıkları spekülasyon atakları neticesinde oluşmakta ve bu atakların şiddeti oranında yoğunluk kazanmaktadır (Eren, Süslü, 2001:662).

Finansal krizlerin çeşitleri öncesinde temel başlık olarak finansal krizlerin belirtilerini sıralayabiliriz. Bunlar;

- Faiz oranlarındaki artış
- Belirsizliklerdeki artış
- Menkul kıymetler borsası ve bankacılık sektöründeki aşırı kırılganlık ya da çöküş
- Para ikamesinin artması ve enflasyon oranındaki belirgin artış

Finansal krizler, çıktı kayıpları ve krize karşı artan eforun finansal maliyetleri gibi bazı müşterek neticeler doğurmaktadır. Küreselleşmeyle beraber artık krizler yalnızca bulunduğu sektör ve devleti değil, bağlı ve bağımlı bulunduğu sektör ve ülkelere karşı da negatif etkilerini ortaya çıkarabilmektedirler. Dolayısıyla krizler artık bölgesel olarak kalmamakla birlikte global olarak da gerçekleşebilmektedir.

Literatüre göre umumi olarak onaylanmış finansal kriz çeşitleri;

- Para krizleri
- Bankacılık krizleri
- Dış borç krizleri
- Sistemik finansal krizler olarak dört çeşittir.

1.3.1. Para Krizleri

Sabit döviz kuru yöntemlerinde piyasa tezlerinin çabuk bir biçimde yerel finans biriminden yabancı finans birimlerine yönelmesi ile gerçekleşen ve Merkez Bankası rezervlerinin çabuk bir biçimde erimesi neticesinde meydana gelen kriz çeşididir. Para krizi, ödemeler dengesi krizi ya da döviz krizi şeklinde de betimlenebilmektedirler. Sabit kur rejimlerinde, döviz rezervlerinin erimesi açısından bakıldığında; ödemeler dengesi krizi olarak esnek kur rejimlerinde ve döviz kurlarında yaşanan dengesizlik de sebep gösterilerek döviz krizi olarak isimlendirilmektedir.

Para krizlerinin tanımlayıcıları aşağıda sıralanan şekilde karşımıza çıkmaktadır (Yıldırta, 57);

- Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları,
- Finansal altyapının yetersiz oluşu,
- Ahlaki tehlike ve asimetrik enformasyon,
- Piyasaya fon arz edenlerin ya da uluslararası fon kuruluşlarının hatalı seçimleri,
- Ani ve beklenmedik siyasal olaylar.

Para krizlerini en aza indirmek ya da önlem almak için bazı tedbirler söz konusu olabilmektedir. Bu tedbirler (Canbaloglu, 2011);

- Dalgalı kur rejiminin kabullenilmesi yoluyla değeri çok fazla artmış para biriminden kaçınılması,
- Uluslararası rezervlerin kafi sınırdaki tutulması,
- Kısa vadeli döviz yükümlülükleri ve uluslararası rezerv oranının düşük seviyede tutulması,
- Bankacılık faal yapısının kuvvetlendirilmesi,
- Yüksek miktarlara ve varan yabancı para türünden olan borçlanmaların küçültülmesi olarak sıralanabilmektedirler.

Yapılan çalışmalar neticesinde; ülke ekonomisinin gelişmişlik seviyesine göre meydana gelen krizlerin, sermaye ve para piyasalarında oluşan dalgalanma ya da oynaklıklarla ortaya çıkmakta olduğu anlaşılabilmektedir.

1.3.2. Bankacılık Krizleri

Ticari bankaların mevcudiyetlerinin ve vade uyumsuzluklarının seri mevduat çıkışlarına denk gelmemesi ile ortaya çıkan likidite problem olarak kendini açığa çıkartmaktadır. Bu hal, bir sebep değil aslında bir anlamda neticedir.

İstikrarsız ekonomik yapı, kafi olmayan ya da eksik olan yasal organizasyonlar, nötr bir bankacılık ve finansal yapı ile kredi ve risk idareciliği hallerinin mevcut olmayışı bankacılık krizinin öncelikli sebepleri olarak gösterilmektedirler.

1980'li yıllara kadar süregelen krizler para krizleri merkezli olmakta iken, 1980'li yıllardan sonra gerçekleşen krizler ise bankacılık krizi merkezli olarak bilinmektedirler. Bu durumda bankacılık sektörünün ilerlemesi ve çeşitlenmesi ehemmiyetli bir faktör olarak gösterilebilmektedir.

Bankacılık krizi; genel anlamda iflaslar ve başarısız olma durumları halinde kendini göstermektedir. Başarı sağlanamama durumları piyasa merkezli olup faiz oranları, likidite problemi, operasyonel hata ve döviz kuru oynaklığı ile bağımlı olarak gösterilmektedir. İflaslar ise, bankacılığın belli bir süreç sonunda mesuliyetlerini karşılayamaz hale gelmesini göstermektedir.

Bankacılık sektörüne bağlı bir sorunun kriz neticesi yaratabilmesi için aşağıda sözü edilen değişkenler göz önüne alınmaktadır (Stiglitz, J. E., 1986);

- Bankacılık modelinde; toplam varlıklardaki batık kredilerin %10'u aşması,
- Bankaların kurtarılma ve yeniden onarılma masraflarının GSYİH'nin en düşük % 2'si olması,
- Büyük hacimli banka hücumlarının geniş ölçüde banka tasfiyeleri ve kamulaştırılması ile neticelenmesi,
- Mevduat sabitleme, genelleştirilmiş mevduat güvencesi getirilmesi gibi ivedi tedbirlerin meydana gelmesi olarak belirtilebilmektedir.

1.3.3. Dış Borç Krizleri

Bir devletin kamu ve özel sektöre bağlı dış borçlarını karşılayamayacak seviyeye gelmesi şeklinde tanımlanabilmektedir. Dış borçlarının geri dönmesi ve yeni borç sağlayıcıları bulamaması halinde borç tahsiline ait görevlerini yerine getirememesi durumunda meydana gelmektedir. Borç karşılayamama ve alacaklının borcunu karşılayamaması sebebiyle anlaşmaya uymama durumunda borç krizi ortaya

çıkılmaktadır. Dış borç krizlerinin diğer krizlerden en büyük farkı sürekli değil, geçici hallerde görülmesi olarak belirtilmekle birlikte genellikle yapısal problemleri kapsamamaktadır.

1.3.4. Sistemik Finansal Krizler

Çoğu parametreyi etkileyen karmaşık bir kriz çeşididir. Bağıntısı finansal sistem olan borç yönetimi ve ödemeler bilançosu gibi konuları etkileyen bununla birlikte reel ekonomide de dengesizliğin doğmasına sebep olan bir kriz çeşididir. Ekonomik, sosyal ve politik düzeni gerçek anlamda tahrip edecek bir yapıya sahip olarak bilinmektedir.

Sistemik finansal krizler, finansal işleyişte meydana gelen ve finansal işleyişin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli sistemlerini kesintiye uğratan bir çok şekilde açıklanmaktadır. Potansiyel olarak finansal piyasaların büyük ölçüde niteliklerini yitirmesini ifade etmektedir (Marshall, 1998:13).

Merkez Bankası'nı by-pass ederek düzenleyici işlevini yitirip ödemeler bilanço problemini bankacılık krizine çevirme becerisine haizdir. Paranın değerindeki oynaklık beklentilerini negatif etkileyecek ve yabancı para cinsinden borç yığılımının artmasına zemin hazırlayacaktır. Paranın ansızın değer kaybedişi, devamında ise paranın devalüasyonu ve borç yığınının reel olarak yükselmesi sistematik bir krizin başlamasına sebep olacaktır. Böylece sistematik finansal krizler oluşumları ile başka kriz çeşitlerini de etkilemektedirler.

Sistemik finansal krizlerde kriz, domino etkisi oluşturmakta ve tüm pazarlara negatif etki sağlaması dışında bölgeleri hatta devletleri de peş peşe tesir altında bırakabilmektedir.

1.4. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

Ekonomik krizlerin bir kolu olarak görülen finansal krizlerin açıklanmasına ve alt kollarına yukarıda değinilmiştir. Umum olarak ele alındığında finansal krizlerin nedenleri aşağıdaki biçimlerde tanımlanmaktadır (Gökçe Aksu, 191);

Ekonominin Yapısındaki Bozulmalar

Kamu açıkları, cari açık ve tasarruf açığının ortaya çıkması ve çoğalması yapısal dejenerasyonun ana sebepleridir. Genişletici ekonomi stratejileri bu açığı meydana getirmektedir. Benzer şekilde döviz kurunun çok fazla yükselmesi ya da faiz oranlarının yükselişi de bu yapısal açıklar neticesinde meydana gelmektedir. Açıkların düzeltilemez konuma gelmesi ekonomiyi devalüasyonla yüz yüze getirebilmektedir.

Spekülatif Saldırıları

Menfaat hedefli ve amaçlı ve ana etkenlerden farklı olup bazı dinamiklerden farklı olarak kimi spekülatif haber ya da malumatlar ekonomiyi krize götürebilmektedir. Spekülatif bir krizin en başarılı modeli 1994-1995'teki Meksika krizidir. Kayda değer bir yapısal problem olmamasına karşın spekülatif haberler yerel para birimi olan Peso'nun fazlaca değer yitirmesine ve sonrasında da faiz oranlarındaki çok fazla yükseliş finansal krize sebep vermiştir.

Mali sektör bilançolarının bozulması

Bankacılık ve aracı finansal kurumların borç verebilme durumu azalırsa ekonomik daralmaya sebebiyet verecektir. Bu ekonomik daralma çift taraflı olarak da finansal sektörün gücünü zorlayacaktır.

Belirsizliklerin artması

Belirsizliklerin fazlalaşması mali pazarın borç vermesine engel çıkaracak ve buna bağlı olarak da reel sektörün kredi sağlayamaması durumunda yatırımlar küçülecek ve de işsizlik çoğalacaktır.

Siyasi dalgalanmalar

Az gelişmiş devletlerin kendine özgü hususiyetleri olarak istikrarsız yönetimlerin ve devamlı seçim ekonomisi yaptırımının varlığı ekonomide popülist plasmanlara sebep olmaktadır. Ekonomi, tabii dengesinden geride kalmakta ve krizi harekete geçirebilmektedir.

Finansal krizlere yol açan sebepler açıklanırken yıllar içinde kriz sebeplerine dair bazı değişmeler olduğu görölmektedir. Bilhassa son yıllarda ortaya çıkan krizler genel olarak döviz ve bankacılık krizleri olarak nitelendirilmektedirler. Bu krizlerin bir diğer adı ise ikiz krizler olarak bilinmektedir. 1975-1997 yılları arasında gelişme sürecinde olan 24 ülke için, o ülkelerde yaşanan ikiz krizlerin gerçeğeşmesi sonucu oluşan üretim kayıpları araştırılmış, bu süreç zarfında 51 döviz krizi ile birlikte 33 bankacılık krizinin meydana geldiği anlaşılmakla birlikte yaşanan krizlerin yirmisinde döviz krizi ile bankacılık krizlerinin aynı zamanlarda ortaya çıktığı görölmüştür (Altıntaş, 2004:57). 1980'li yıllardan beri tüm dünya genelinde olmakla birlikte, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık kriz sayılarında çok büyük miktarda yükseliş olduğu farkedilmektedir.

1980 yılının sonrasında IMF'ye üye ülkeler incelendiğinde mevcut 181 ülkenin 133'nde bankacılık krizi yaşanmış olduğu görölmektedir (Kaplan, 2002:2).

Benzer haldeki kriz türlerinden biri olan döviz krizi de 2001 yılında ülkemizde yaşanan bilhassa sabit kura dayalı enflasyon amaçlanması programları neticesinde meydana gelmiş olmaktadır. Döviz kuru çıpası bazlı bu düzende enflasyonun düşürülmesi ve paranın değerlenmesi neticesi cari işlemler dengesinin dejenere olduğu görölmektedir. Uygulanan sabit kur sebebiyle de krize saha hazırlayabilmektedir.

Finansal krizler; bilanço bozuklukları ile harekete geçip para krizleri ile sürmektedirler. Para krizinin bir sonucu olarak finansal dengedeki önemli bozukluklar neticesinde ekonomi krize girmiş olacaktır. Para krizleri sistematik finansal krizlerin büyük ölçüde önemli bir dayanağı olarak görölmektedir.

Finansal krizlerin sebeplerini 5'e ayırabiliriz (Karabulut, 2002:37-41);

- Küreselleşme ve finansal serbestleştirme,
- Sürdürülemeyen makroekonomik politika ve koşullar,
- Asimetrik Enformasyon, Ters Seçim ve Ahlaki Risk
- Finansal altyapının yetersizliği,
- Sürü psikolojisi.

1.5. FİNANSAL KRİZLERİN GÖSTERGELERİ

Finansal krizler ile alakalı zemin olarak iki çeşit gösterge mevcuttur. Bunlar; krizin önceden bilinmesine sebep olan yardımcı, öncü ya da düşük titreşimli ve krizin boyutu ile ilgili bilgi sağlayan temel ya da yüksek frekanslı göstergelerdir.

Krizler baz olarak alındığında genellikle para ve bankacılık krizleri ile karşılaşılmaktadır. Dolaylı olarak aşağıda para ve bankacılık krizlerine münhasır göstergeler mevcuttur (Halil, 2004:57).

Tablo 1.1: Para ve Bankacılık Krizleri Göstergeleri

PARA KRİZLERİ	BANKACILIK KRİZLERİ
Yüksek Frekanslı Göstergeler	
- Reel Döviz Kuru	- Reel Döviz Kuru
- Bankacılık Krizi	- Hisse Senedi Fiyatları
- Hisse Senedi Fiyatları	- M2 Çarpanı
- İhracat	- Üretim (GSYİH)
- M2/Uluslararası Rezervler	- İhracat
Düşük Frekanslı Göstergeler	
- Cari İşlemler Açığı / GSYİH	- Kısa Vadeli Sermaye
- Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar	- Sermaye Girişleri / GSYİH
	- Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar

Kaynak :REINHART, 2002:20

En fazla ehemmiyet arz eden, fazlaca değerlendirilmiş kur olarak ifade edilebilir. M_2 para arzı/uluslararası rezerv oranı ve cari açık/ GSMH bu anlamdaki mühim göstergelerdir. Paranın normal şartlar altında bir mali yıl içerisinde % 10'dan fazla değerinin artması ilgi çekici bir parametre olarak gösterilmektedir.

Bununla birlikte cari açık/GSMH oranının da %'4 ten fazlası olmaması ümit edilmektedir. Ters bir durumun söz konusu olması ise kriz belirtisidir. Her ne kadar ansızın meydana gelmiş gibi görünseler de finansal krizler en başta vasıflandırılan bir takım ekonomik sorunların devamında cereyan etmektedirler.

Bilhassa döviz kurlarındaki fazlaca oynaklık, gecelik faizlerde gerçekleşen büyük ölçüdeki artışlar, döviz rezervlerinin tükenmesi anlamına gelmektedir. Bu

büyük göstergeler krizin gerçek anlamda belirtileri olarak gösterilmektedirler. Özellikle de eş zamanlı halde iken bu göstergeler ilgi çekici bir boyut aldıysa işte o zaman felaket geliyor demektir.

1.6. FİNANSAL KRİZ ÖRNEKLERİ

1989 senesinde sermaye tutumlarının serbestleşmesiyle sermaye hareketleri üzerindeki denetim ortadan kalkmış ve ekonomi sıcak para spekülasyonuna karşı rahat bir hal almıştır. Döviz kuru ve faiz oranı gibi iki büyük değişken bağımlı değişkenler olarak şekil almıştır. Bundan sonra piyasada finansal dengenin olması fazlaca yüksek reel faiz oranına bağlı kalmıştır.

Piyasa belli sınırdaki kendi dengesi haline terk edilirken, Merkez Bankası ve ekonomi yönetimiyle birlikte parametrelerde krize zemin hazırlayabilecek oynaklık hallerine piyasa el atmış olsa da önlemler kafi gelmemiş ve belli başlı dönemlerde kriz ile yüz yüze gelinmiş ve de yoğun bir şekilde yaşanmıştır.

Bu çalışma kapsamında 1994'te yaşanan krize değinmeden daha çok global tesirlere sebep olan 2000-2001 ve değişik bir global kriz olan 2008 krizi ele alınacaktır.

1.6.1. Türkiye Kasım 2000 Krizi

Türkiye'de 2000 ve 2001 senelerinde yaşadığımız mali krizlerin, diğer kriz örneklerinde varoluşu gibi oldukça fazla sebebi mevcuttur. "İki krize de bankacılık bölümünün cılızlıklarının sebep olduğunun sürekli altı çizilmektedir. 2000 Kasım finansal krizi, tipik bir ikiz krizdir yani bankacılık krizi ile döviz krizi aynı zamanda varlığını sürdürmüştür.

Türkiye ekonomisi 1990'lı senelerden beridir ekonomik krizlerin yaşamın içinde yer alması kabul görmeye başlamıştır. Daha önceki devrelerde yaşanmış olan finansal krizler umumi olarak dış ekonomi bazlı ya da siyasi konjonktür bazlı olarak görülmektedir.

Türkiye'de meydana gelen krizlerin müşterek neticesi genellikle Türk Lirasının devalüe edilmesi ile sonlanmıştır.

Gerçekte bu krizlerde genellikle döviz rezervleriyle bağıntılı problemler yaşadığı ortaya çıkmaktadır. Yaşanan krizler ve yüksek enflasyon ekonomik kararlılığın başkalaşmasına bunun yanı sıra bütçe açıkları ve aşırı borçlanma meyilli krizin hayatımızdan bir parça olmasına sebep olmuştur.

1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin, ekonomide kısmen hareketli bir dönemin yaşandığı 1998 ortalarında doğrudan veya dolaylı olarak yer alması Türkiye'yi etkilemiştir. Asya ülke paralarındaki zorlu devalüasyonlar, Türkiye'nin bu devletlere karşı üçüncü piyasalarda rekabet kuvvetini azaltmış, bununla birlikte devletlere satılan hammadde ve ara malların dış satımı düşürülmüştür (Arıcan, 2002:27). Asya krizinin tesiriyle Dünya ekonomisi de bir anlamda durgunluğa girmiştir.

Krizin biçimlenme sürecinde tespit edilmesi lazım olan şey; Türkiye ekonomisinde devam eden gerginliğin, yalnızca son zamanlarda tatbik edilemeyen ve tatbik edilmesi de başarısız olan istikrar çizelgelerinin değil, 1980'lerden itibaren devam eden milli ekonominin dengelerini kontrolsüz ve ilkesiz piyasa mekanizmasına bırakmayı maksat edinmiş serbestleştirme tutumlarının bir neticesi olarak görülmektedir.

Kriz, faizlerin artması üzerine harekete geçmişse eğer bankacılık sektörünün döviz talebi doğurduğu likidite ile sığırayan bir duruma gelmektedir. Hali hazırında likidite bulunduranlar dövize saldırmamışlardır. Zira krizin en yüksek seviyede yaşanıldığı anda bile gerçek kişilerin döviz isteğinde yükseliş meydana gelmemiştir. Likidite krizine sebep olan ana etmen ise bankacılıkla alakalı organizasyonların az bir zamanda yapılacağı ümidinin, bankaları yüz yüze getirdiği sorunlar olmuştur. Krizin kamu otoritelerince yanlış tanınması, faizlerin elverişli seviyede istikrara ulaşması yolunun önünü kapamış, tersine faizleri daha da artırmıştır.

Piyasanın likidite gereksiniminden meydana gelen ataklardan oluşan döviz istemi genişlemesi neticesini açığa vuran 2000 Kasım finansal krizinin, IMF dayanağı ile derinleşmesi engellenmiştir.

1.6.2. Türkiye Şubat 2001 Krizi

Türkiye 2000 yılı sonlarından başlayarak, 2001 yılı başları itibariyle kriz halinden arınma çalışmalarında başarıyı yakalamıştır. 5 Ocak tarihinde Merkez Bankası döviz rezervleri tekrar 25 milyarın üzerine geçmiş olmakla birlikte Şubat krizine değin de aynı değerin altına düşmemiştir. 2000 yılı Aralık ayı nihayetinde yaklaşık %199 olan interbank gecelik faiz oranları, Ocak 2001 itibari ile %42 oranında azalmıştır. Bununla birlikte İMKB 100 endeksi ise 4 Ocak tarihinde 10198 puana çıkmıştır.

Ancak ekonomi yapısı oynak ve hassas olan Türkiye gibi az gelişmiş ülkelerde sadece ekonomik dengelerin düzenlenmesi değil aynı zamanda siyasi olarak da istikrar ve denge sağlanması oldukça önemli bir konuma gelmiştir.

Kriz sonrasına yönelik çalışmalar, 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasında yaşanan politik münakaşayla mecburi olarak sona ermiş bulunmaktadır. Kasım ayında gerçekleşen kriz sebebi ile hassaslığını koruyan piyasalar bir darbe daha alarak yaşanan döviz krizinin temelleri atılmış olmaktadır. Kasım krizinde TL birikimlerini muhafaza eden tasarruf sahiplerinin, Şubat ile birlikte döviz alımı saldırısına geçmeleri neticesinde döviz kuru bazındaki baskı fazlaşmıştır. Bu durumdan sonra, Merkez Bankası krizi takip eden iki gün süresince sahip olduğu kaynaklarını tüketmeyi göze alma pahasına piyasaya el atmış fakat 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çıpasının yürürlükten kaldırılarak dalgalı kur sistemine geçildiğini duyurmak mecburiyetinde kalmıştır. 16 Şubat'ta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervlerinin, 19 Şubat 2001 tarihi ile 22 milyar 581 milyon dolara düştüğü açıklanmıştır. Merkez bankası böylelikle bir gün süre zarfında (17 ve 18 Şubat tarihlerinin hafta sonuna denk gelmesi göz önünde bulundurulduğunda) 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi yitirilmiş olduğu söylenebilmektedir.

Dalgalı kur sistemine geçiş kararı alınmasının ardından dolar tahmini olarak 688 bin TL'den 962 bin TL'ye çıkmıştır. Artan döviz gereksinimleri yüksek faiz savunmasıyla durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en yüksek olarak %50'den, %6200'e yükselmiş ve sonrasında seri bir şekilde azalarak Şubat ayı sonunda %103'lere düşmüştür. 16 Şubat tarihinde 10169 puan olan borsa endeksi, 19

Şubat tarihi itibari ile 8683 puana düşmüştür. 1999 yılı Aralık ayında uygulanmaya başlanılan enflasyon ile mücadele programının 2001 yılı Şubat ayında yaşanan kriz neticesinde sonu gelmiş bulunmaktadır.

Bahsedilen gerekçeler ışığında, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin sebeplerini kısaca belirtmek gerekirse (Yükseler, 2009:1-54);

- Fazla değer kazanmış TL,
- Cari işlemler açığının olması gerekenin üzerinde bulunması,
- Açık pozisyonlar (banka - reel sektör - kamu),
- Yeterli sermayeye sahip olmayan mali piyasalar,
- Kamu bankalarının görevleri ve yetkilerinin menkulkiymetleştirilmesi ile tekrar yapılandırmaya başlanılmasında geç hareket edilmesi,
- Mali sektörün sahip olduğu faiz ve kur tehlikesinin çoğalması,
- Özelleştirme sürecinde yaşanan gecikmeler ile engellemeler,
- Devlet yöneticilerinin görüş ayrılıkları ile politik gerginliğin ülke genelinde çoğalması,
- Bankalar arası rekabet,
- TCMB'nin müdahale yetkisini kullanmada esnek davranması,
- Yeterli olmayan vergi sistemi,
- Kamununun zayıf bir tutum sergilemesi ve kamuda emeklilik sisteminde yapılan değişiklikler gibi geciken gelişmelerin, halihazırda mevcut sorunların daha artarak kötü bir seviyeye ulaşması, TSMF (Tasarruf Sigorta Mevduat Fonu)'deki bankalar için çözümcül bir yol bulunamaması, giderek artan devlet yükümlülükleri ve bu gecikmeler nedeniyle Fon'daki bankaların zararlarının artması, olarak sıralanabilir (Oktar, Dalyancı, 2010:1-22).

1.6.3. Küresel 2008 Finansal Kriz

Dünya ekonomisi 2005 senesinden beri seri bir şekilde büyümüştür. Büyümenin yanı sıra, ticaret ufku artmış, enflasyon tarihi çerçevede olabilecek en az

seviyelere düşmüş, faiz oranları azalmış ve likidite imkanları çoğalmıştır. Buna ek olarak, ABD’de 2007 senesi yaz aylarında düşük gelir düzeyindeki yatırım sahiplerine verilen riskli konut kredilerinin geri ödemelerinde meydana gelen zorluklardan dolayı finans pazarlarında oluşan aralıklı değişimler, 2008 Kasım ayı itibari ile yoğunluk kazanarak global bir finans krizi halini almıştır (Aksoy, 2010).

2008 senesi tüm dünya da var olduğu gibi Türkiye’de de ekonomik krizin derinleşerek ve çoğalarak sürdüğü bir yıl olmuştur. Kriz öncesi büyüme sürecinde ortaya çıkan azalış küresel krizin Türkiye için, uluslararası bankacılık düzenine bağlı kredi yollarının çalışmaması ve sermaye girişleri ile dış talepte görülen düşüşler dolaşımıyla yansımalarına karşıt olarak 2008 yılı son çeyreğinden beridir daralma durumuna geçmiş ve 2009 yılı itibari ile de mali kuruluşlar haricinde, neredeyse bütün sektörlerde ciddi küçülmeler baş göstermiştir. Ekonomideki bu daralmanın çalışma yasamı bakımından en başta ve direk etkisi istihdama dair olmuş ve Türkiye, 2008 yılında reel ekonomideki krizin, istihdam krizi haline dönüşmesiyle yüz yüze gelmiştir.

2007 yılından beridir dünya gündeminin en başına geçen çalkantılı ekonomi yapısı, yerini ilk defa sub-prime mortgage kredilerinin geri ödenme sürecinde yaşanan sorunlara maruz kalma, düşüşe geçen emlak değerleri ve sözü edilen pazarın mühim oyuncularını olan finansal kuruluşların felaketin geliyorum deyişinin alarmını çalmaya başlamasıyla ilan etmiştir.

Bahsi geçen yükek risk bulduran konut piyasasında işlem gören varlıklardan ayrı olarak, aynı piyasa kapsamında başlayan tahribatın daha düşük riskli finansal varlıklara sıçrayabilme endişesi yaratması ve bu endişenin 2008 yılı itibari ile yaşanması, tahribatın yoğunluğunu arttırmıştır. Sonuç olarak bu çeşit kredilere dair finansal vasıtaları bünyelerinde hazır eden kuruluşların mali halleri de, inen fiyatlar ile beraber düzgün çalışmamaya başlamıştır. Gerçek şu ki, ABD ve AB devletleri merkez bankaları ve hazineleri vasıtasıyla art arda destek paketleri açmak için harekete geçmiş, Ekim ayı ortalarından başlayarak hem finansal kuruluşlara sermaye enjeksiyonu ve elde bulunan problemlili mortgage varlıklarının satın alınması hem de başka likidite tedbirleri de birlikte hareket etmek amacı ile alınan tedbirlerin boyutu 5.1 trilyon dolara ulaşmıştır (Radikal Gazetesi, 14 Ekim).

2008 yılı Nobel Ekonomi Ödülünü alan Paul Krugman, yaşanan kriz sürecinin sektördeki beklentilerden daha fazla olarak yaklaşık 6 ila 7 trilyon dolarlık sermayeyi tüketeceğinden bahsetmektedir.

Küresel likidite sıkışıklığının arkasındaki sebepler incelendiğinde en başta isminden söz edilmesi kaçınılmaz olanlar, firmaların daha emniyetli baktıkları para piyasalarındaki tutumları ile hedge fonlardır. Bilhassa ABD şirketlerinin finansman talebinde Varlığa Dayalı Ticari Senetlere (ABCP) karşı düşkünlüklerini para piyasalarına çevirmeleri, küçülen likidite sahasında bulunan bankalararası piyasalarda faiz ortalamalarının şiddetli artışlar göstermesine sebep olmaktadır. ABD genelinde, faiz oranlarının artmasıyla yüksek riskli mortgage kredilerinde ödeme güçlüklerinin çoğalması hedge fonlarını da zor durumda bırakmıştır. Belli başlı bazı fonların bu durum sebebiyle yüksek zararlar duymaları, hedge fonlardan para çekimine sebebiyet vermiş ve likidite sıkışıklığına girmelerine sebep olmuştur. Hedge fonlar likidite oluşturabilmek amacı ile piyasa varlığını azaltınca mevcut bütün borsalarda hızlıca geri çekilmeler görülmeye başlanmıştır (TCMB, Enflasyon Raporu, 2008).

Oluşturulan bütün tedbirlere karşın, negatif finansal piyasa şartlarının, emlak piyasasının sahip olduğu problemlerin ve yaşanan kredi sıkışıklığının dünya ekonomisi üzerindeki finansal istikrar ve büyüme zemininde oluşturabileceği negatif çıktıları azaltmak niyetiyle dünya merkez bankalarının devamlı olarak özel fonlar aracılığı ve piyasa yapıcılarını için hazırlanan ayrıcalıklı kredilerle yaşanan sürecin altından en hafif zararlar kalkmaya çalıştığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkemiz için, 2008 krizinin en büyük etkileri nakit problemi, dış ticaret açığı, yatırım-üretim darlığı ve borçlanma gibi bunalımlı durumlar gösterilebilmektedir. Bunlara kısaca değinmek gerekirse;

- Para problemi ile; Amerikan Merkez Bankası'nın sıkı faiz yöntemi yerel ve yabancı spekülörlere karşı Türkiye'de mali varlıklar bulundurmaya cazip gösterdi.

- Dış Ticaret ile; Dolar'ın değerinin az olması ihracatçı açısından fayda sağlamadı. Zira doların kıymetini kaybetmesi dış satım açısından git gide kaybolan rekabet avantajı olarak söylenilir hale geldi. Bunun neticesinde ise dış alım ve doğal

dış ticaret açığı artmış oldu. İthalatın alınan vergilerde gerçek anlamda azımsanamaz kayıplar görülmeye başlandı.

- Yatırım-Üretim ile; ithal girdiyle üretim sağlayan yerel sanayici doların değerinin azalmasından memnundur. Bu sebeple dolardaki gerileme, girdi giderlerinin azalması ve kârlılığın çoğalması manasını taşımaktadır.

- Borçlanma ile; genel olarak, doların değerinin azalması döviz türünden borçlanana fayda sağladı. Ucuz dolar, bankaları en çok döviz türünden borçlanmaya yöneltti böylece yurtdışından daha rahat borç alabildiler. Bu durumda döviz alacaklarıyla döviz borçları arasındaki makas artmış oldu. Mesken öncelikli sayılmak üzere yabancı para türünden tüketici kredisi alanlar fayda sağlamış oldular. Doların değerinin azalması ülkeye de avantaj getirmekle birlikte yapılan bir tahmine göre devlet dış borç ödemelerine 2.5-3 milyar dolar gibi normalden daha düşük para ayırmış oldu.

Krizin Türkiye ekonomisindeki umulduk etkilerinden pratikte daha çok bahsedilenler şu şekilde belirtilebilmektedir (Özatay, 2010:43);

- Yabancı Sermaye: Küresel krizin yoğunlaşması oranında, sıcak para öncelikli olmak üzere Türkiye'ye çevrilmiş yabancı sermaye girişi hafifleyecek, hatta olduğu yerde kalacaktır.

- Döviz Kuru: Yabancı kurlar artışa geçecek, buna bağlı olarak Türk Lirası da değer kaybına uğrayacaktır. Bunun sebebi küresel sermaye pazarlarında riskten kaçınma olarak izlenmektedir. Likidite krizi bu durumdan dolayı Türkiye'nin de etki altına girmesine sebep olacak ve kurlarda yukarı doğru hareketler gözlemlenecektir.

- Dış Ticaret: ABD'deki ekonomik daralmanın Avrupa Birliği'ne sıçraması derecesinde, Türkiye'nin Batı dünyasına gerçekleştirdiği dış satım yavaşlayacaktır. Dış satımın geriye gitmesi döviz krizini tetikleyecek, cari işlemler açığının finansmanını güçleştirecektir. Etki, global duraklama yoğunlaştığı derecede şiddetlenecektir.

- Üretim: Bilhassa ara mallar üretiminde dışa bağımlılık sebebiyle, yurt içi üretim negatif şekilde etkilenecektir.

- Dış Borçlanma: Kredi giderleri çoğalacağından Türk şirketlerinin ülke dışından borçlanması zorlaşacaktır.

- Diğerleri: Kimi ekonomistler bir stagflasyon sürecinden ve devalüasyon-enflasyon burgacı ihtimalinden de bahsetmektedirler.

Dünya genelinde, 2009 senesi bitimine doğru yayılan küresel krizden yalnızca Türkiye veya AB devletleri zarar görmemiştir. Bu krizin etkileri çoğu devlette önemli şekilde hissedilmiştir. Fakat bu etkiler devletten devlete göre değişiklikler göstermiştir (Berberoğlu, 2011:126). Böyle durumlardaki mühim göstergelerden biri olan büyüme bağıntıları devletlerce değişikliklere sahne olmaktadır. Ülke kümelerince senelik büyüme nispetleri Tablo 1’de gösterilmektedir.

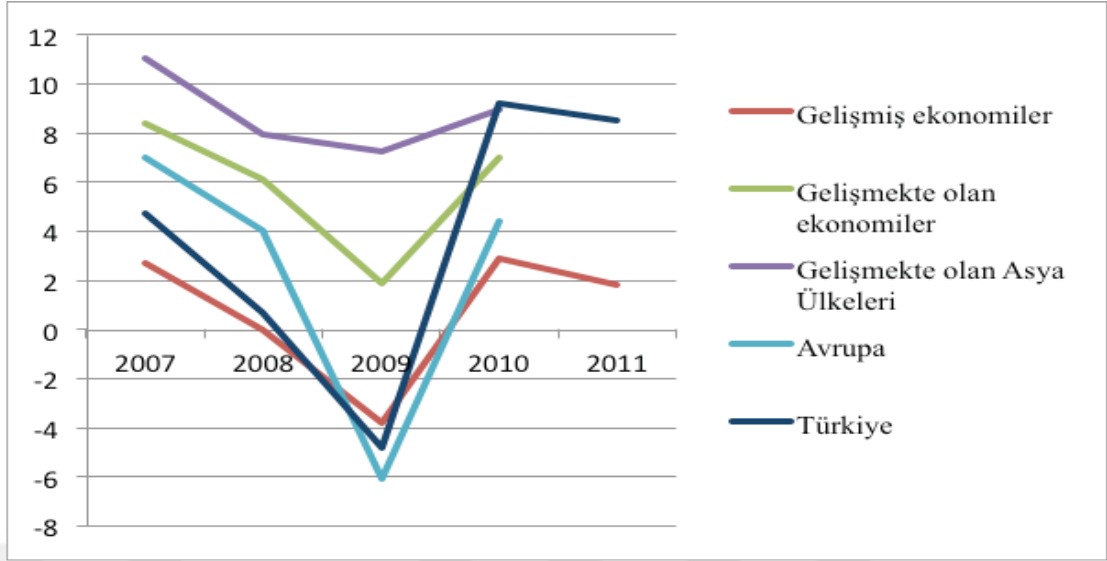
Tablo:1.2: Ülkelerce Yıllık Büyüme Oranları (%)

	2007	2008	2009	2010	2011
Dünya	5,0	2,3	-1,6	4,5	
Gelişmiş ekonomiler	2,7	0,0	-3,8	2,9	1,8
Gelişmekte olan ekonomiler	8,4	6,1	1,9	7,0	
Gelişmekte olan Asya ülkeleri	11,0	7,9	7,2	8,9	
Avrupa	7,0	4,0	-6,1	4,4	
Türkiye	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,5

Kaynak: <http://elibrary-data.imf.org>

Tablo 1.2’de görüldüğü üzere, kriz geliştirmekte olan devletleri etkisi altına almış, fakat büyüme sayılarında AB ülkeleri ve gelişmiş ekonomilerde gözlemlendiği şekilde önemli ölçüde gerileme ve ekonomik daralmalar meydana gelmemiştir. Örnek olarak, geliştirmekte olan Asya ekonomilerinin değerlerini incelediğimizde 2007 yılına dair reel GSYİH artışı %11 olarak belirtilmekteyken, 2008 yılında bu rakam %7.9’a gerileyip, 2009 yılı itibari ile ise %7.2 oranında tespit edilmiştir. 2010 yılı reel GSYİH’nin %8.9 değerinde ortaya çıkması ekonomilerce düzen sağlamaya adım atılma şeklinde yorumlanmıştır. 2008 yılında yaşanan Küresel Finansal Krizi’nin Türkiye ve diğer ülke kümelerinin GSYİH değerlerinin hangi tarafında farklılaşmalar yaşandığının anlaşılabilmesi amacı ile Şekil 1.1 hazırlanmıştır.

Şekil 1.1: 2008 Krizinin GSYİH'ye Etkisi



Kaynak: <http://elibrary-data.imf.org>

Şekil 1.1’de belli olduğu şekliyle, 2008 küresel finansal kriz bütün devletlerin büyümelerini olumsuz bir biçimde değiştirmiştir. Fakat kriz sürecinde ciddi anlamda daralma Avrupa, gelişmiş ekonomiler ile Türkiye’de yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler ile bilhassa Çin, Hindistan, Rusya gibi Asya ekonomilerinin gelişme yolunda ilerleyen ülkelerinin büyüme rakamlarında az miktarda bir azalış görülmüştür. 2010 yılı itibari ile gerçekleşen büyüme oranlarının olumlu grafiği, 2011 yılında etkisini yitirmiştir. Ekonomistlerin büyük çoğunluğu, 2009 senesinde gözlenen dip noktanın sonrasında 2011 senesi için küresel krizin ikinci dip noktası sayıldığı düşüncesinde olduklarını belirtmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler için, GSYİH’deki büyüme miktarının azalmasındaki sebep, bu devletlere bağlı sıcak para yapısının düşmesi olarak belirtilmektedir. Sıcak para kaynağı olarak görülen devletlerde problemler oluşunca, bu problemlerin gelişmekte olan devletleri etkileyebilme endişesi sıcak paranın ülkelere dışarı çıkarılmasına zemin hazırlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki büyüme rakamlarının azalması, talep miktarının da geriye gitmesine sebep olunca, gelişmekte olan devletlerden yapılan dış alım miktarında da düşüş hareketlerinin başladığı gözlemlenmiştir.

1.7. KRİZLERİN KAMU MALİYESİNE ETKİLERİ

Bir devlette ekonomik tutarsızlıklar ve buna bağlı finansal krizlere sebep olan türlü etkenler bulunmaktadır. Bahsi edilen faktörler, genelde ekonomi üzerindeki tesirleriyle birlikte bankacılık kesimi üzerinde de ciddi anlamda etkiler göstermektedirler. Bu negatif etkilere bağlı olarak, uyarıcı ve engelleyici vasıfta türlü politikalar tatbik edilmektedir.

Finansal krizleri meydana getiren sebepler;

- Doğru olmayan makroekonomik politikalar,
- Finans alanındaki güçsüzlük,
- Döviz stratejisi ile kur yönetiminin doğru uygulanamaması,
- Dışsal makroekonomik şartlar, denetim ve düzenleme alanında yaşanan sorunlar şeklinde belirtilebilmektedir.

Yukarıda bahsedilen başlıca sebepler haricinde, işleyen mekanizmanın belirli bölümlerini ilgilendiren aynı zamanda ekonomik yapıların şuanaki hallerini gözden geçirmelerine dair bazı konular ve bilgiler bulunmaktadır. Bu sebepler neticesinde doğan finansal krizler ekonominin etkinliği üzerinde farklı şekillerde yaptırımlar ile kendini göstermektedirler.

Herhangi bir ülkenin finansal piyasalarında meydana gelen krizlerin etkilerini, makroekonomik alana etkileri ile bilhassa bankacılık alanine etkileri olarak iki temel başlık altında belirtilebilmektedir. Söz konusu etkiler, temel ekonomik göstergeler yönünden de büyük önem taşımaktadır. Bankalar sağlam olmayan ya da tutarsız olunan bir durumda ise, finansal sistem kırılğan olarak tasvir edilmektedir (Zwet ve Swank, 2000:6).

Mevcut kriz neticesinde tetiklenmiş banka kesimi problemleri, krediler ya da nakit arzı aracılığı ile ekonomik etkinlikler kapsamında zıt etkilere neden olabilmektedir (Caprio vd., 1996:634). Finansal pazarlarda meydana gelen krizlerin doğuracağı makroekonomik haller; kredi kapasitesinde küçülme, fazilerdeki artış, emisyonların çoğalması, harcama ile talep piyasasının azalması, istihdam piyasasının gerilemesi ve tasarruf ile birikimlerde daralma şeklinde sayılabilmektedir.

Krizlerin bankacılık sektöründeki tesirleri farklı şekillerde, genellikle de birbirlerine bağlı neticeler şeklinde boy göstermektedirler. Krizlerin en büyük tesirlerinden ilki, bankalara karşı gerçekleştirilen saldırılardır. Bu durumu, bankalarca mevduatların geri çekilişleri anlamına da gelen mevcut varıkları ziyanına elden çıkarma yolunu seçmeleri şeklinde süregelmektedir. Şayet yaşanan gelişmeler belli başlı bankalara münhasır bir biçimde meydana geliyor ise, borç veren son makam göreviyle, krizlerin yayılması ve tekrarlayan sistemler şeklinde devam etmesi engellenebilir. Bununla birlikte, mevduatların sigortalı halde bulunması, oluşabilecek bir krizi gerçekleşmeden erken bir dönemde, ortaya çıkmadan engelleyebilir. Şayet kriz gitgide büyürse risk taşıyan bankalar aracılığı ile alınan mevduat, güvenilir sayılan bankalara yönlendirilir. Riskli durum göz önüne alındığında, bankalara olan güven duygusu çatırdamış bir hal alırsa eğer, o zaman fonlar nakit kısmına geçirilerek, neredeyse yurtdışına da çıkarılabilir. Bu durumda, çoğu banka batır ve kapanır, dik durabilen bankalarsa negatif etkilerle karşı karşıya gelebilirler (Kaufman, 2001:13; Karacan, 1996:58-59).

Kamu maliyesinin önündeki ana ikilem, bir taraftan borç servisinin devam ettirilmesi diğer taraftan da sosyal hizmet tasarruflarının karşılanması gerekliliğinden ileri gelmektedir. Negatif etki, sadece ekonomik değil, bir de siyasal ve politik sahalarda etkisini göstermektedir. 1980'den sonra oluşan krizler ve devamında kriz reçeteleri anlamına gelen, iktidarlar giderek IMF ve DB programlarına bağlı kalmışlardır. 2000'li yıllarda hükümetler halkın huzuru ve toplumsal gelişime ters olan uygulamaları bile devam ettirmek yükümlülüğünde kalmışlardır. Demokrasi ve siyasal iktidar, borçlarını dönüştürme pahasına; yabancı sermayenin, uluslararası müesseselerin ve Avrupa Birliği'nin (AB) gereksinim duydukları tavizleri ve dayatmaları hedeflerine yönelik bir biçimde uygulamıştır (Kibritçioğlu, 2010:25).

1.7.1. Kamu Maliyesinin Ekonomik İşlevler Üzerindeki Etkisi

Bütün siyasal müesseselerin en önemlisi olan devlet, insanoğlunun ortalama 2000 yıldır incelediği ve açıklamaya çalıştığı siyasal bir teşkilat olarak önümüze çıkmaktadır. İster çatışan ve uzlaşan çıkarlar düşüncesinde bulunduğu gibi sınıf çabasından ve karşıt çıkarların uzlaştırılmasından, isterse bir toplumsal anlaşma ile hak ve özgürlüklerin serbestliği ile ortaya çıkmış olsun; bu olgunun ana varlık sebebi, insanların şahsi mücadeleleri ile karşılayamadıkları kamusal vasıflı

ihtiyaçların giderilmesi olmuştur. Bu doğru kamusal ihtiyaçların tatmininde kullanılan devletlerin mal ve hizmetlerinin finanse edilmesinin hangi mali vasıtalar ve kurumlar aracılığıyla, ne şekilde yapılacağını inceleyen kamu maliyesi olgusunun ülke ile yaşıt olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Nasıl devlet, var oluşundan şimdiye kadar değişik görevler sahiplenerek bir evrim gösterdiyse, yani neleri "kamusal ihtiyaç" kavramının içine aldığı devletin görev edinmesinin gerektiği düşüncesini yıllar itibariyle farklılıklara uğrattıysa da, karşılığında kamu maliyesi de mevcut paradigmaya bağıntılı olarak bir farklılaşma yaşamıştır (Kibritçioğlu, A., 2010:34).

Liberal paradigmanın öne çıktığı zamanlardan örnek vermek gerekirse, devlet yalnızca pür kamusal malların üretimini görev edinmiş bir konumda bulunmaktadır. Tam istihdamın piyasa mekanizması vasıtasıyla birdenbire ortaya çıkacağı ihtimali bulunduğundan, devlet maliyesi de bu organizasyona mümkün olduğunca el atılmasına odaklanmış bulunmaktadır. Buna paralel olarak sosyal refah devleti düşüncesinde; devletin müdahalesi zorunlu sayılmış, bununla birlikte fiyat istikrarının sağlanması, tam istihdamın oluşması, gelir dağılımında eşitliğin sağlanması, vb. ödevleri de devlete yüklenmiştir. Böylelikle devlet maliyesi de, artan oranlı vergiler, sosyal transferler vb. yaptırımlar ile bu yaptırıma uymak durumunda kalmıştır.

1980'lerin sonrasında serilik kazanan küreselleşme ve buna şart olarak geliştirilen serbestleştirme akımlarının, farklılaşma zamanında olan kamu maliyesinin görevlerini etkilemesi varsayılmaz. Nitekim sermaye etkenliğinin yükselen piyasa ekonomilerinin gelişimi önündeki tüm engellerin kaldırılması düşüncesinin arkasında, devletin duruma el atmasının azaltılması ve etkin olmayan bir kamu maliyesi görevi doğması hedefi olduğu öne sürülmektedir. Kamu maliyesinin modern işlevlerine değişik bir bakış açısıyla baktıran bu hareketin, devletin daha önce görev edindiği çoğu mali işlevleri piyasaya devretmesi, daha küçük alanlı bütçelerle piyasayı daha az yönlendirmeye çalışması da bu amacı ortaya koyar nitelik taşımaktadır.

1980'lerden itibaren Türkiye, dışa açık bir ekonomi olabilmek ve uluslararası piyasalarla birleşebilmek için bir dizi yapısal reform meydana getirmiş ve 1990'larda da bu sebeple finansal yoğunlaşma manasında ilerleme kaydettiği gözlemlenmiştir. Ancak ortodoks iktisat kuramının öne sürdüğü yatırım ve tasarruf etkinliğinin

çoklaşması hali sebebi ile sabit yatırımların etkileneceği hipotezi, Türkiye için pekte geçerli sayılamamıştır. Piyasa derinliği, bütün olarak sağlanamadığından atılan bu adım; krizlerle nam salmış bir süreç yaratmış, bitiminde de ulusal ekonominin dışa bağılılığı çoğalarak artmış, reel üretim yapısı dalgalanmaya devredilmiş, rantiyer tipi tutumlar ise çoğalarak gelir dağılımını tahribata uğratmış ve önemli miktarda israf kaynağı meydana çıkmasına sebep olmuştur.

1.7.2. Finansal Krizleri Önlemeye Yönelik Politikalar

Bankacılık sektörünün kapsamı ve uygulaması, sektörde yaşanan krizlerin meydana gelmesi ya da işleyen mekanizmanın kriz durumlarındaki sağlam stratejisi bakımından değerlendirildiğinde çok ciddi bir nitelik olarak karşımıza çıkmaktadır. Likidite akışkanlığının, negatif finansal gelişmelere yerel bütçelerden daha hassas bir tutumda olmasından ötürü yaşanan büyük ölçüdeki bankacılık problemleri, banka mevduatlarının büyük kesiminin yabancı yatırım sahiplerine münhasır olduğu devletlerde görülmektedir. 1994 yılının ilk aylarında devletimizde gerçekleşen bankacılık krizinin zorlu geçmesinin hatta etkilerinin fazlaca artmasının zemininde de aynı sebep yatmaktadır.

Kriz süreci geçiren devletlerde, öne çıkan tedbirler ise kanuni kapsamdaki değişikliklere, makroekonomik yaptırımlara ve siyasi ölçülere bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Olası bankacılık krizi esnasında batma durumuna ya da güç duruma gelen bankalara bağlı olarak alınacak tedbirler en başta krizin sıçramalarını engellemek ve sabit düzeyde tutmaya çalışmak, mevduat sahiplerine tekrar güven ortamı hazırlamak, ödeme stratejisini kollamak gibi kriz süreci politikaları olması gerekirken; devamındaki süreçte ise problemlili bankaların tekrar düzenlenmesi ile sermaye durumlarını kuvvetlendirmek gibi, bankacılık krizine dair siyasetler geliştirilmelidir.

Kriz süreci başlamadan, bu duruma tedbir almaya yönelik halleri belirlemek gerekmektedir. Bu niyetle, krize meydan vermeyecek güçlü bir makroekonomik sistem ve finansal yapının kuvvetlendirilmesi amacı ile uygulamaya konulacak yaptırımlar; merkez bankasının borçlandırma da en yetkili makam görevi üstlenmesi (lender of last resort), mevduat sigortası oluşturulması, birtakım yasal düzenleyiciler belirlenmesi ile önceden alarm verici sistemler oluşturulması gibi yaklaşımlar

sayılabilmektedir. Söz konusu yaklaşımların, krizi engellemeye; krizin meydana gelmesinin ardından oluşan negatif sonuçlarını ortadan kaldıracak amacı ile birlikte, gerçek dışı bilgiden (asymmetric information) kaynaklanan ters seçim (adverse selection) ile ahlaki tehlike (moral hazard) şeklinde birtakım yanlışların ortaya çıkması söz konusudur.

1970'li yılların bitiminde, ödemeler dengesi problemleri sebebiyle hayatın içine giren durgun ekonomi, sanayi kesiminin döviz talebine yetebilecek mevcut olandan farklı bir sanayileşme stratejisinin kabullenilmesi mecburiyetini meydana getirmiştir. Ekonominin ihtiyaçlarına yetebilmesi için lazım olan finansal piyasalarda liberalizasyon ve derinleşmenin gerçekleşmesine bağlı kalarak, 1980'li yıllardan beri türlü kanuni ve köklü yenilikler uygulanmaya çalışılmaktadır.

Dünyanın her tarafında da aynı şekilde gerçekleştiği haliyle Türkiye'de de finans alanında yaşana liberalizasyonlar devamında birtakım krizler görülmüştür. Bahsi geçen krizlerin meydana gelmesindeki ana sebep ise, gerekli makroekonomik tutum gerçekleşmeden ve kafi derecede kanuni ve kurumsal değişiklikler yapılmadan finansal liberalizasyonun yürürlüğe konulmuş olması olarak gösterilmektedir.

1980 yılından sonra Türkiye, ekonomik bazda farklı olan süreç yaşamaya başlamıştır. 1980 yılından önce dışa kapalı, ithal ikamesine bağlı ve sabit kur rejiminin görüldüğü bir olgu yaşanırken, 24 Ocak'ta alınan kararlar neticesinde finans alanında gerçekleşen liberalizasyonlar ile dış satımı hedef alan sanayileşme stratejisini geçerek, döviz kuru ile faiz siyasetine daha önce benzerine rastlanmamış farklılıklar uygulanması hedeflenmiştir. 1989 senesi ile birlikte döviz piyasalarında gerçekleştirilecek işlemler ile sermaye dolaşımı serbestleşerek tam anlamda liberalizasyona geçiş ortaya çıkmıştır. Döviz piyasası işlemleri ve sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmalarda liberalizasyona başvurulması neticesi yurtdışı borçlanması ile karşılanan fonlar, bankalar nezdinde artan bir kaynak halini almıştır.

1993 yılı itibari ile, devletin mevcut faiz dengelerini azaltmasıyla, fon kaynakları döviz ile borsa tarafına doğru yön değiştirmeye başlamış ve döviz kurları artmıştır. Merkez bankasının duruma el atmasının netice vermemesi sonucu, piyasalarda belirsizliği ve oynaklığı beraberinde getirmiştir. Aynı yıl devamında borç sınırı aşılmış hatta Cumhuriyet tarihinde bir ilk yaşanarak, sahip olunan vergi

gelirlerinin toplamı, iç borç taksitleri ve faiz ödemeleri için yeterli gelememiştir. 1993 yılı sonları itibari ile yaşanan yerel seçim stratejilerinin de etkisi altında kalarak Merkez Bankası iç varlıkları seri bir şekilde yükselirken dış varlıklar ise düşmektedir. Tahmin edilen kriz alarmları dahilinde, 1994 yılı Ocak ayında mevcut TL değerinin yeterli derecede azaltılmaması veya faiz oranlarının gerekli miktarda artırılmaması, ülke ekonomimizin 5 Nisan tarihinde kriz yaşamasına sebep olmuştur.

1995-1999 yılları incelendiğinde, 1994 yılında yaşanan krize sebep olan ekonomik ve siyasi etkenlerde olumlu düzelmeler gerçekleşmemiş, yaşanan problemler suni önlemlerle engellenerek ortaya çıkabilecek kriz ihtimalleri geçiştirilmiştir. Bu süre zarfında gerçekleşen Asya, Rusya ve Brezilya krizlerinin yanında 1999 yılında yaşanan Marmara depreminin sebep olduğu ekonominin daralması neticesinde aynı yıl sonu itibari ile Enflasyonu Düşürme (Dezenflasyon) Programı kapsamında politika uygulanması kararının kabul edilmesi için uygun şartlar sağlanmıştır. Programın uygulanması ile, tutarsız davranışları devam ettirilmeyecek ölçüde çoğalmış ekonominin ve uluslararası hırs gücü etkinliği düşmüş reel sektör olgusunun düzeltilmesi amaç edinilmiştir. Üç yıllık uygulama süreci kapsamında değerlendirilen bu program, daha süreç başlanmadan farkedilen yanlışlar ile uygulanma durumundaki hatalar sebebi ile umulan başarıyı elde edememiştir.

Dezenflasyon Program'ının uygulanmasıyla faiz oranlarının hızlıca azaldığı gözlenmiş olmakla birlikte, son 14 yıl baz alındığında enflasyon oranının ilk kez %30 oranının altında kaldığı görülmüştür. Böylece, üretim piyasası ve iç talep miktarında gözle görülür bir hareketlenme farkedilmiştir. Fakat, TL değerinin umulandan daha fazla reel değer sağlaması, iç talep miktarında yaşanan seri dirilme, işlenmemiş petrol, doğal gaz gibi enerji kaynaklarının fiyatlarının yükselmesi ile Euro/Dolar kur farkındaki ilerlemeler neticesinde, 2000 yılı itibari ile, cari işlemler açığı düşünülen oranın üzerinde artış göstermiştir. Bu durumun yanı sıra aynı yıl sonlarına doğru, Türkiye'ye dışsal sermaye akımının azalmasına sebep olan bazı durumlar bulunmaktadır. Bunlar; stratejik reformların gevşemesi, kamusal bankaların düzenlenmesi aşamasında yaşanan sorunlar ile siyasi belirsizlikler ve uluslararası sermaye kararlarının ilerleyen sektörlere şüphe ile bakması şeklinde açıklanabilmektedirler. Bu gelişmeler Kasım 2000'de bir krizin meydana gelmesine

sebepe teşkil etmeye yetmiştir. Yaşanan kriz sonrasında, finans pazarlarının sahip olduğu riskler ve ekonomilerin kriz duyarlılığının artması, 2001 yılı Şubat ayında olası kriz koşullarının tekrar görülmesine sebep olmuştur (Kibritçioğlu, A., 2010:29).

2000 yılı süresince yaptırımında olan “döviz kuru çapasına dayalı enflasyonu düşürme” programı uygulanmasının ardından peşi sıra yaşanan krizler neticesinde önemini yitirmesi ile birlikte süreç devamında, başlarda “Yeni Ulusal Program” sonrasında ise “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)” adıyla 15 Mayıs 2001 yılında halka ilan edilmesi kararlaştırılmıştır. 2001 yılında gerçekleştirilecek olan istikrar programı dahilinde bazı amaçlar belirlenmiştir. Bunlar; devam ettirilemez hale gelen kamusal iç borç işlerliğinin yok olması, ekonominin dıştan gelecek destek ihtiyacının olmaması hedeflenerek sağlam bir işleyişe erişmesi, bu amaca uygun biçimde olacak şekilde finansal piyasaların tekrar düzenlenmesi ve bankacılık sektörüne sahip olduğu dinamiği yeniden verebilmek şeklinde belirtilebilmektedir.

Türkiye ekonomisi genel anlamda incelendiğinde, 1990’lı yıllardan beri sürekli bir biçimde meydana gelen krizlere dıştan müdahalelerin olmasıyla birlikte, krizlere sebep olan öncelikli durumlar olarak; devam ettirilemez iç borç işlerliğinin meydana çıkması ile öncelikle kamu bankaları ardından da finansal mekanizmadaki sağlıklı olmayan işleyişin kesin sonuca erdirilememiş olması olarak tespit edilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI

2.1. SERMAYE VE SERMAYE PİYASASI

Basit ve geniş bir tanımla sermaye piyasası sermaye arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasa olarak tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle “sermaye” kavramı, “orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır” şeklinde de kavramsal bir tanımlanama yapılabilmektedir. Buna bağlı olarak sermaye piyasası, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasalar olarak bilinmektedir. Sermaye piyasasında ise arz ve talep bazı araçlar yardımı ile karşılaşmaktadırlar. Bu araçlar, sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetler olarak bilinmektedirler ki o halde sermaye piyasasını menkul kıymetler piyasası ile birlikte düşünebilmemiz mümkündür. Ya da başka bir açıdan bakarsak, asıl piyasanın sermaye piyasası olduğunu, menkul kıymetlerin ise ayrı bir piyasa oluşturmayıp, sadece sermaye piyasasında fonların el değiştirmesinde kullanılan araçlar olduğu da ileri sürülebilen diğer tanımlamalardan biridir.

Sermaye piyasası, işletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacı ile birikim fazlasına sahip hem birey hem kamu yatırımcılarının sahip oldukları tasarruf fazlalarını faktör piyasası olarak tanımlanmaktadır (Çapanoğlu, 1993:5). Sermaye piyasaları, yatırımlara özkaynak sağlamak açısından ülke ekonomileri için son derece büyük önem taşımaktadırlar. Özellikle finansal aracılığı ortadan kaldırarak, reel sektör ile finans kesimini birbirine bağlamadaki etkin rolü olarak sermaye piyasalarının, tasarrufların yatırıma dönüşmesi anlamındaki en öncelikli konuma yerleştirebilmektedir. Tasarrufların ve tasarruf sahiplerinin sayısındaki azlık, ekonomik istikrarsızlık nedeniyle pazara sunulan menkul kıymet yetersizliği, gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaların faaliyetlerini etkin olarak yürütmelerine engel olmaktadır. Olumlu yönde sağlanacak ekonomik gelişmeler ile tasarruf ve tasarruf sahiplerinin sayısında artışlar sağlanarak, bu gelişmeler paralelinde piyasanın işlem hacminde artışlar meydana gelecek ve piyasalara canlılık kazandırılacaktır. Ekonomide sağlanan istikrar ise tasarrufların artışına ve şirketin büyümesine neden olmaktadır. Bu büyüme ve

gelişme için gerekli olan fonlar, düşük maliyetle veya sıfır maliyetle finansal sektör içinde yer alan sermaye piyasalarından elde edilmektedirler (Kondak, 1999:24).

Sermaye piyasaları ülke ekonomileri açısından incelendiğinde, yalnız başına ekonomi için faydalı olmayacak birikimlerin menkul kıymet olarak değerlendirilip daha büyük yatırımlar elde edilmesi şeklinde açıklanabilmektedir. Sermaye piyasaları, gelişmişlik seviyesi düşük olan ülkelerin yurtiçi tasarruf eksilerinin giderilmesinde önemli rol oynamaktadır. Sermaye piyasası, bireysel bir mercii olan hanehalkı açısından değerlendirilirse, sahip olunan az miktarda tasarruf yalnız başına yatırıldığında, gelir getiremeyecek derecede küçük olması sebebi ile bu fonların daha verimli olan büyük yerlerde değerlendirilerek fon sahiplerine fazladan bir gelir kazanma şansı sunmaktadır.

Sahip olunan az miktardaki yatırım kaynakları ile bireysel bazı yatırımlarda bulunma kararı alınabilir. Fakat bu noktada dikkat edilmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Bunlar; bireysel yatırımlar planlanırken girişimsel ve yönetsel bazı sorunlar yaşanması, elde bulunan küçük sermaye ile yatırımı gerçekleştirebilmek için gerekli sağlık, bilgi, tecrübe ve vakit yetersizliği durumlarının olması şeklinde belirtilebilmektedir. Bu nedenle bu tarz sorunlara sahip bireylerin yatırımlarını değerlendirmek için sermaye piyasası olanaklarını kullanması kaçınılmaz görülmektedir.

Sermaye piyasası olanakları kapsamında yukarıda belirtilen işlevlerin yalnız menkul kıymetler aracılığıyla olmayıp, mali piyasalar kapsamında değerlendirilen bankalar yoluyla da gerçekleştirilebildiği belirtilmektedir. Kısaca değinmek gerekirse;

- Tasarruf sahibi bireyler ile orta ve uzun vadeye sahip fon isteminde bulunan piyasa aktörlerinin direkt olarak iletişim içinde olmalarını engellemek, sermayenin yönetim aşamasında herhangi bir arabaluculuk faaliyetine müsaade etmemek için gerekli ortamın oluşmasını sağlar.
- Şirketler için öz kaynak bulma görevi sermaye piyasası araçları görevlerindedir. Böylece ekonomik anlamda gelişmeye ve düzgün finans kaynaklarına sahip olunmasına yardım edilmiş olur. Sermaye piyasasının verimli bir yapıda işlemesi için tüketim miktarının

azaltılarak tasarruf miktarının artırılması ekonomik sermayenin artmasına zemin hazırlar.

- Sermaye piyasası ticari sektöre, bankaların sunduğu fonlardan daha az maliyete sahip fonlar sunabilmektedir (Karlı, 2004:23).

Sermaye piyasası fonksiyonlarını iki bölümde incelemek mümkündür (Ali, 2004:47);

- Sermaye piyasası fonksiyonları içinde en önemli olanı, tasarrufları işletme piyasasına doğru yönlendirmektir. İşletmelerin kendilerini geliştirmesi, yeni iş kollarına yönelmesi talep miktarının artması ile doğrudan ilgilidir ve bu da işletmelerin daha fazla sermaye gereksinimi duymasına sebep olmaktadır.
- Sermaye piyasasının bir diğer önemli fonksiyonu, görevlerini düzgün bir şekilde yerine getiren idari bir kadro oluşturmaktır. Herhangi bir sektörde faaliyet gösteren bir işletme, düzgün bir yönetim sistemine sahip değil ve işletim sisteminden iyi sonuçlar alamıyorsa, o işletmeye ait hisse senetleri değer kaybına uğrayacak demektir. Sonrasında ise, değer kaybı yaşanan hisse senetlerinin başka bir yatırımcı tarafından satın alınması, yeni bir idari kadronun kurulacak olmasını kaçınılmaz kılmaktadır (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:14).

Yatırımcılar, yatırımlarını belli bir getiri beklentisi hedeflenerek aracı kuruluşlar vasıtası ile sermaye piyasasındaki yatırım araçlarını değerlendirmektedirler. Bankalar ve aracı kuruluşlar, yatırımcıların talepleri ve beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştirirler. Girişimciler ise sermaye piyasasında ihraç ettikleri hisse senetleri ve borçlanma senetleri aracılığı ile yatırımcıların tasarruflarını reel yatırıma dönüştürürler. Böylece ekonomik büyüme ve gelişmeye de katkıda bulunmuş olurlar (TSPAKB, 2002:4).

Sermaye piyasaları riskin dağıtılması ve yatırımların karlı yönetilmesi açısından önemlidir. Ancak, bu piyasalardaki en önemli risk, ekonomilerdeki istikrarsızlık ve güven sorununun parayı kaçırmaya olmuştur. Ekonomik sebeplerle mevcut dengenin kaybolması ile risk, güvensizlik ve istikrarsızlık ortaya çıktığından,

düşük faizle fon satışı bile olsa girişimciler yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar (Okay, 2003:226).

2.2. SERMAYE PİYASALARINDA SINIFLANDIRMA

Sermaye piyasasını tanımlamak gerekirse orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arzının ve talebinin aracılık görevi üstlenen kurumlar vasıtası ile menkul kıymetlere bağımlı bir biçimde gerçekleştirilen piyasalardır. Sermaye piyasası arz ve talep değerleri birtakım araçlar vasıtası ile karşılanmaktadır. Bu araçlar; sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasasının öncelikli görevleri, tasarruf sahipleri ile orta ya da uzun vadeli yatırım talebinde bulunan kurumlar ile direkt olarak iletişim kurulmasını sağlamak ve kendi başlarına küçük ve yetersiz olan tasarruflar için direkt ve daha hızlı bir şekilde büyük yatırım kanallarına aktarılmasını sağlamış olmaktadır.

2.2.1. Birincil Piyasa

Birincil sermaye piyasaları, menkul kıymet ihraçları ile oluşturulan piyasalardır. Birincil sermaye piyasası olarak adlandırılan piyasalarda, dolaşıma daha önce çıkarılmamış olan hisse senetleri ve tahvillerin değişimleri olarak adlandırılmaktadır. İşletmelerin ihtiyaçları olan fonların birincil sermaye piyasasından sağlanabilmesinin yanında, doğrudan çıkarım veya dolaylı çıkarım yollarını kullanarak sağlayabilmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428). Birincil piyasanın oluşabilmesi için, tahvillerin ve hisse senetlerinin direkt ihracatçı kurumlardan ya da aracı görevinde bulunan kurumlardan alması gerekmektedir. Birincil piyasalara göre önemli olan husus, menkul kıymetlerin ihraç yolu ile alınmasıdır. Alım aşamasında arabulucu diye tabir edilen bir kuruluşun bulunması bu alış şeklinin birincil piyasa olarak adlandırılmasına engel teşkil etmemektedir (Karşlı, 2005:31).

2.2.2. İkincil Piyasa

İkincil piyasaları tanımlamak gerekirse ilk kez arz edilecek olmayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar olarak adlandırabiliriz. Sermaye piyasaları açısından en önemli işlemler ikinci el piyasalarında gerçekleşmektedir (Başoğlu,

Ceylan ve Parasız, 2009:16). İkincil piyasa görevlerinin en önemli hedefi; menkul kıymetlerin paraya dönüşüm hızının artırılması böylece birincil piyasa için talep yaratabilmek ve bu piyasanın gelişebilmesini desteklemek amacı ile türlü yardımlarda bulunmaktır. İkincil piyasada gerçekleşen işlemler yalnızca ticari mal alınıp satılabilme özelliği taşıyan pazar olarak tanımlanmaktadır (Kondak, 1999:26).

Bir ülkenin birincil piyasalarının gelişebilmesi için ikincil piyasaların önemi büyüktür. Birincil piyasada bulunan ve menkul kıymete sahip yatırımcıların ve aracılık yapan kurumların ellerinde bulunan menkul kıymeti istediklerinde ikincil piyasaları kullanarak paraya çevirebilme olanakları bulunmaktadır. Gerçekte küçük yatırımcılara menkul kıymet pazar olanağını sunmak ve küçük birikimlerin büyük yatırımlara doğru yol alması ikincil piyasalar ile sağlanmaktadır. İkincil piyasalar için gerçekleşen bir olumsuzluk etkisini hemen birincil piyasa için de hissettirmektedir ve böylece kamu kuruluşlarının uzun vadede temin etmesi gereken fonların bulunması güçleşir (Civan, 2007:32).

Gelişmiş piyasalarda ikincil piyasanın iş hacmi birincil piyasadan defalarca daha büyüktür. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymetler borsaları olarak belirtilmektedir. İkincil piyasanın menkul kıymet satmak isteyenlere sağladığı kolaylıkların yanında, bu belgelerden satın almak isteyenlere sağladığı kolaylık da önemlidir. Yalnız birincil piyasa mevcut olsaydı, tasarruf sahipleri ellerine para geçtiği zaman ihraç halinde hangi kuruluşun tahvil veya hisse senetleri varsa ancak onlardan elde etmek imkânıyla sınırlı kalırdı. Oysa ikincil piyasada, o güne kadar ihraç edilmiş hemen bütün kıymetleri (rayiç bedeli ödemek şartıyla) bulmak mümkündür. İkincil piyasa, bir yönüyle de gelişmelerin değerlendirildiği bir piyasadır. Kurulan bir anonim şirketin hisse senetleri, şirketin başarısına ve gelişmesine göre değerini ikincil piyasalarda bulmaktadır (Karlı, 2005:34).

Yatırımcılar ikincil piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin değişen piyasa koşullarına göre gerçekleşen fiyat hareketlerinden yararlanarak kazanç elde etmek istemektedirler. Bu nedenle hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerinin önceden tahminlenmesinde kazanç ve kayıpların büyüklüğü bakımından yatırımcılar için son derece önem teşkil etmektedir. Ancak belirli bir istikrar ve derinliğe kavuşamamış olan bu piyasalar ekonomik dalgalanmalar ve şoklardan doğrudan

etkilenirler. Ekonomik kırılmalık bu piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatlarını bazen olumlu bazen de olumsuz yönde ve yüksek oranlarda etkileyebilmektedir. Bu süreç ise hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların kazanç ya da kayıplarının oluşmasına yol açmaktadır. Ekonominin doğasından kaynaklanan belirsizlik ve risk, hisse senedi fiyatlarının gelecekte ulaşacağı değerin önceden tahminlenmesini zorlaştırmaktadır (Özdil ve Yılmaz, 2006:212).

Menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında el değıştirdiği ikincil piyasalar, iki temel kategoride incelenebilmektedir. Bunlardan birincisi, merkezi bir mekân çerçevesinde belirli kurallara göre menkul kıymetlerin el değıştirdiği borsalardır. İkincisi ise, borsada kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü tezgâh üstü piyasalardır (Özdil ve Yılmaz, 2006:3). Yatırım sahiplerinin ikincil piyasalar üzerinden işlem yapmak istemesinin iki ana sebebi bulunmaktadır. Birincisi bilgi, ikincisi ise likidite olarak belirtilmektedir. İkincil piyasalar üzerinden işlemi gerçekleştirilen menkul kıymetler diğer piyasalar ile kıyaslandığında daha şeffaf olduğu görülebilmektedir (Civan, 2007:7).

2.2.3. Üçüncül Piyasalar

Borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasalardır (Sarıkamış vd., 2004:5). Üçüncül piyasalar adeta herhangi bir organize yaşamamış bir piyasaya benzemektedirler. Piyasada bulunan arabulucular durmaksızın bir pazar kitlesi oluşturmaya çalışmaktadırlar ayrıca borsa bünyesinde bulunan menkul kıymetler aracılığı ile oldukça fazla stok oranına sahip bulunmaktadır. Bu piyasadaki aracı kurumlar organize borsada bulunan acentalar ile rekabet etmektedirler ve acenta komisyonlarının azalmasına sebep olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428).

2.2.4. Dördüncül Piyasalar

Menkul kıymetlerin aracısız alınıp satılmasıyla oluşan piyasalardır. Bu piyasalarda, genellikle birikim sahiplerinden topladıkları fonları finansal piyasalarda değerlendiren sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar alım satımda bulunmaktadır. Bu piyasada fiyat doğrudan doğruya pazarlıkla oluşturulmaktadır. Bu yüzden alım satım maliyeti daha düşük olmakta ve blok alım

satımlar söz konusu olabilmektedir (Sarıkamış vd., 2004:5). Bu piyasalarda özellikle, zengin kurum ve kişiler faaliyette bulunmaktadır. Bu kişilerin amaçları, araçlara komisyon ödemedi menkul kıymet alışverişini doğrudan yapmaktır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, özel şahıslara ait dördüncül piyasa işlemleri yapan örgütler bulunmaktadır. Bu örgütler, alıcı ve satıcı arasındaki haberleşmeyi telefon ile veya doğrudan görüşme yöntemi ile sağlamaktadırlar (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428).

2.3. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır (SPK, md.3).

3794 sayılı kanun ile 1992 yılında yapılan esaslı değişikliklerden birisi de 3'üncü maddenin (b) bendinde yapılan değişikliktir. Değişiklik sonrası kanun hükmü şu şekilde belirtilmektedir.

“b) (Değişik: 29/4/1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun ile)”

Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır.

Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.” şeklinde tanımlanmıştır.

2012 yılı bitimi itibari ile, Resmi Gazetede yayımlanan 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) vasıtası ile “sermaye piyasası aracı” tanımı genişletilmiştir. Buna göre aşağıdaki metinler SPKn’da yer almıştır:

“Madde 3 – Bu Kanunun uygulamasında:

o) Menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;

1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,

2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını,

...

ş) Sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını,

...

u) Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,

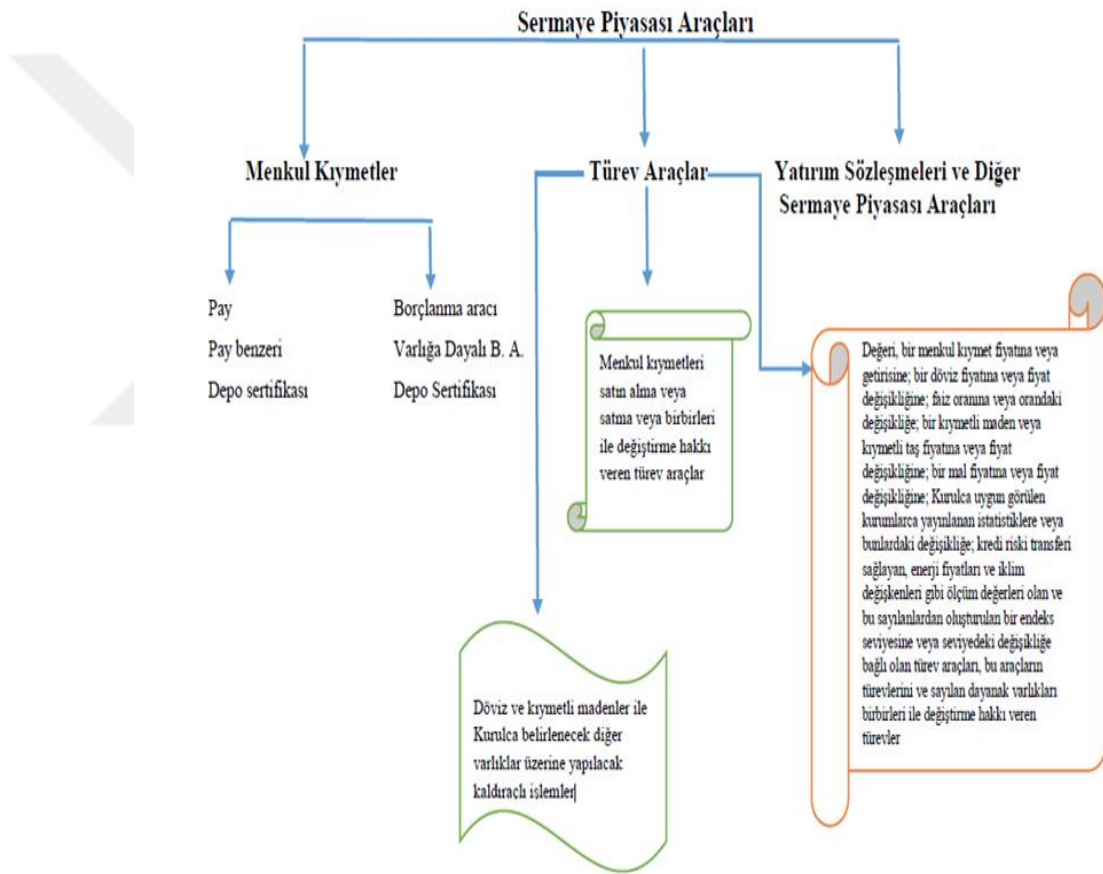
2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; kurulca uygun görülen kurumlarca yayımlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliklere; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıklarının birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri,” şeklinde açıklanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurumu ve sermaye piyasası araçlarına yönelik gerçekleşen değişikliklerde yirmi yıldan daha fazla süredir değiştirilmeyen menkul kıymet tanımlamasında değişikliğe gidilmiştir. Bununla birlikte yeni tanıma göre menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olarak sayılabilmesi nedeni ile de kıymetli evrak olarak nitelendirilemeyeceği söylenebilmektedir. Kıymetli evrakların oluşumu ticari ihtiyaçların daha kolay giderilebilmesi amacı ile oluşturulmuştur. Bu evrak ile ilgili kanuni ve hukuki hakların ve düzenlemelerin gerçekleştirilebilmesi amacıyla

kıymetli evrak hukuku adı altında bir hukuksal düzenleme gerçekleştirilmektedir. Günümüz itibari ile ortaklıklar, alacaklılıklar ve bu durumlara ilişkin varlıkların kullanılabilmesi ve hukuksal hakların korunabilmesi amacı ile senetleştirilme zorunluluğu olmaması durumunda menkul kıymet tanımı kullanılmaması normal olarak görülmektedir.

Şekil 2.1: Sermaye Piyasası Araçları



Menkul Kıymetlerin tanımı; ortaklık sahibi olan ve alacaklılık sağlaması beklenen, belirli büyüklüğü temsilen bir yatırım aracı şeklinde tanımlanabilen, dönemlik getiri sağlayan, seri bir biçimde çıkan, aynı ibarelere sahip olmakla birlikte şartlarına kurul tarafından karar verilen kıymetli evraklar olarak da nitelendirilmektedirler (SPK, md.3).

Yukarıda belirtilen tanım neticesinde, menkul kıymet unsurları aşağıda görüldüğü biçimde açıklanabilmektedir;

- Menkul kıymetler tanımlanırken kıymetli evrak niteliğinde olması başta gelen özelliğidir. Bu özelliği taşıyan belgelerin sahip olduğu haklar belgeden bağımsız bir şekilde kullanılamaz ve devredilemez ya da hak sahibi iken belge devri gerçekleştirilemez.
- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarına haiz kıymetlerdir.
- Fazla miktarda ihracı yapıp, halk arzı sağlanan senetlerdir. Diğer ticari evraklar gibi bir işleme yönelik hazırlanmazlar.
- Süreklilik ve devam arzına sahiptirler.
- Periyodik olarak gelir temin ederler.
- Tüm menkul kıymetlerin yazılı ve piyasa belirleyicisi olan piyasa değeri bulunmaktadır. Tahvillerin vadelerinin bitiminde ihraç sahiplerinin nominal değeri baz alarak ödeme gerçekleştirmeleri sebebi ile piyasa değeri ortalama bir seviyede seyretmektedir.
- Menkul kıymetlerin namına ve hamiline yazılmak koşulu ile iki çeşidi bulunmaktadır. Hamiline yazılmış olanlar para görevi görerek kimde bulunuyorsa ona aitlik hakkı vermektedir. Namına yazılmış olanlar ise cirolanmak sureti ile kullanımda bulunmaktadırlar.
- Yatırım olarak değerlendirme niyeti önemli bir kullanım şeklidir.

Menkul kıymet çeşitlerini inceleyecek olursak;

- Hisse senetleri,
- Hisse senedi türevleri,
- Geçici ilmühaberler,
- Yeni pay alma kuponları,
- Tahviller
- Tahvil türevleri,

- Tahvil faiz kuponları,
- Hazine bonoları,
- Katılma intifa senetleri,
- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri,
- Banka bonoları,
- Banka garantili bonolar,
- Finansman bonoları,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- Gelir ortaklığı senetleri,
- Gayrimenkul sertifikaları,
- Tertip şeklinde oluşturulan ve iki yıl veya daha uzun süreye sahip ipotekli borç ve irat senetleri,
- Borsa yatırım fonu katılma belgeleri
- İhtüzük gereğince, kurucu dışında bulunan aracılarca serbest bir biçimde alınıp satılabilmeyi öngören A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sayabiliriz.

Menkul kıymetler piyasa dışı kalmış ve şartları kurul tarafından belirlenmiş evraklardır. Fakat çek, bono, poliçe ve nakit sermaye piyasası aracı olarak görülmemektedirler.

Sermaye piyasasına ait diğer araçlar ise şu şekilde belirtilmektedirler (Ebrahim, 2000:36);

- İpotekli menkul kıymetler,
- Finans kurumlarınca ihraç edilmiş hisse senedi hariç tutulan sermaye piyasası araçları,
- Opsiyon sözleşmesi ve vadeli işlemler,
- İpotek teminatı verilen menkul kıymetler.

Sermaye piyasasında aracılık görevi üstlenen menkul kıymetlere dair üç yaptırımdan bahsedilebilmektedir. Bunlar;

a)*Yatırım aracı olarak kullanılmalari*: Fon tedarik aşamasında bulunmaları sebebi ile kullanılabilirler.

b)*Sermaye Piyasası Kuruluna başvuruda bulunmak suretiyle çıkarılmaları*: İkincil piyasa şartları geçerli olması sebebi ile alıcı ile satıcı arasında yaşanan bilgisel eksiklik, anlatım bozukluğu ile kamunun düzgün bir şekilde aydınlatılması zorunluluklarını en aza indirmek amacı ile kullanılabilirler.

c)*İhracı ile birlikte üzerindeki mülkiyet ve sair hakların Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izleniyor olması*: Teknolojik olarak ve hukuki anlamda gerekli altyapı oluşması neticesinde senetleştirilmesine lüzum olmadığı sonuncuna ulaşılmasıdır. Bahsi geçen durumlar itibari ile, sermaye piyasası araçlarının yatırım aracı şeklinde kullanılabilir olması neticesinde kolay bir biçimde devrinin gerçekleştirilebildiğinin de bilinmesi gerekliliğini göstermektedir. Kolay bir şekilde devredilir olunması, sermaye piyasası aracılık faaliyeti, menkul kıymet borsası işleyişi ile piyasa düzeninin yaptırım gücüne bağlı genişçe bir alanda yapılandırılmayı da oluşturmaktadır. Bir başka deyişle, yukarıda belirtilen özelliklere sahip menkul kıymetler birbirleri ile bağımlı bir çalışma içerisinde olan sermaye piyasası ögesi durumunda bulunarak sermaye piyasası aracı ünvanı kazanmış olacaklardır.

2.4. FİNANSAL PİYASALARDA İSTİKRAR VE İSTİKRARSIZLIK

Finansal piyasa sınıflandırması yapılırken üç ana etkenden bahsedilmektedir. Bunlar; zamanlar arası ticari fonksiyonlar, riskin ölçülebilirliği ile bilgi edinimi olarak sıralanabilmektedir. Yatırım sahibi olanlardan borç arz edenlere sermaye geçişi zamanlar arası ticari işlem olarak tanımlanmakta ve gerçekte bugün sahip olunan değer gelecekte ne olacağına dair beklenen tahmin anlamına gelmektedir. Fakat borç olarak görülen miktarın ödenmemesine dair risk her daim mümkündür. Bu nedenle bu ödemeye ilişkin dikkat edilmesi gereken en önemli nokta borç alan kişi hakkında yeterli bilgiye sahip olabilmektir. Böylelikle, finansal piyasalar için değişim, risk ve bilgi paylaşımına dair fonksiyonların tamamının birbiri ile iççe

değerlendirilmesi kaçınılmazdır (Stiglitz, 1993:5-6). Finans piyasalarının makro ekonomik olarak değişkenleri etkilemesinin nedeni, tasarruflar ve yatırım kararları ile ayrılmaz bir ilişki içinde olması şeklinde belirtilmektedir. Bu piyasaların başarısız olması yalnız aynı sektörde var olan karlılık oranlarının düşmesi ile değil, aynı zamanda ekonomik sistemin işleyiş mekanizmasını da negatif yönde etkilemektedir.

Finansal piyasaların bir önemli özelliği de yayılma etkisi olarak adlandırılmasıdır. Finansal piyasalar bu yöntem ile, piyasalarda yaşanan istikrarsızlıkların herbir piyasada ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerekliliğini sağlamaktadır. Bu sebeple ilk olarak finansal istikrar kavramının anlamı anlaşılmalıdır. Bu kavramın tanımlanabilmesi sürecinde parasal istikrarın tanımlanması benzeri bir uzlaşma bulunmamaktadır (William ve Wood 2006, Mishkin 1997, Crockett 2001). Tasarrufların yatırım olanakları göz önünde bulundurularak tanımlanması gerçekleştirilirken, Crockett tanımlamasına göre, finansal alanda istikrarın sağlanması, finans temel kurumlarının ve mevcut piyasanın istikrar içerisinde olması temel alınarak yapılmıştır (Crockett, 2001:5). Finansal sistemler için sağlanması amaçlanan istikrar, kurumlara ait görevlerin yapılan sözleşmeler aracılığı ile devamlı veya herhangi bir yardımlaşma gerçekleştirilmeden uygulanacağına dair güven teşkil edilmesi önderliğinde gerçekleştirilmektedir. Finansal sistemlerin işleyiş sürecinde firmaların yaşadığı başarısızlıklar ya da uğranabilecek zararlar anormal karşılanmamaktadır. Fakat yaşanan bu olumsuzlukların piyasa işlemcileri dışındaki kesim için büyük ölçüde bir zarar veya baskıya sebep olmaması gerekmektedir. İstikrar sahibi piyasalar, piyasaya katılanların işlemlerini gerçekleştiren ana değerler üzerinden gerçekleştirmesini sağlamaktadır. Buna ek olarak, eğer değerlerde çok büyük değişim yaşanmamış ise, kısa dönem içerisinde önemli ölçüde bir değişimin yaşanmayacağını savunmaktadır. Finansal piyasalarda sürdürülen istikrar sayesinde, yatırım sahipleri ve tasarruf edenler arasında vadeli sözleşme yapılabilmesi için uygun koşullar yaratılabilmektedir. Böylece, finans arabuluculuğu hizmetlerinin de etkisi artırılarak reel kaynak ihtiyaçlarının karşılanması kolaylaşmakta ve makroekonomik yaptırımların gerçekleştirilmesi için uygun zemin hazırlanmaktadır. Bu durumlar göz önünde bulundurulduğunda, arz ve talep koşullarının değişmesi piyasa fiyatlarını da etkileyebilmekte ve karsız çalışan kurumların da piyasada kalması engellenebilmektedir.

Sahip olduğumuz finansal sistemlerin karışık ve bağımlı yapıları, herhangi bir başarısızlık yaşayan yapının başarısızlık maliyetinin, kaybettiği sermaye miktarından fazla olmasına sebep olarak gösterilmektedir. Hatta başarısızlık olgusu ulusiçi ve uluslararası birçok başarısızlığı da yol açabilmektedir. Böylece, uygulamanın sahip olduğu banka maliyetinin toplumsal maliyetten daha az olması, aradaki maliyet farklarının diğer insanların aleyhinde oluşturulan ek maliyet (negatif dışsallık) ile aynı miktarda bulunmaktadır (Kaul vd., 1999:466-470).

Dışsallıkların zamanla çoğalması ve genişlemesi birtakım olumsuzluklara sebep olmaktadır. Finansal piyasa içerisinde bulunan varlık fiyatlarının beklenen getiri miktarını ve getirinin belirsizliğini yansıtması söz konusudur. Beklenti ile belirsizliklerin değişmesinin fiyatların da değişimine sebep olması olağan olmakla beraber varlık fiyatlarının fazla oynaklığa sahip oluşu, istikrarsız bir tutuma sebep olurken, piyasa paniklemesi ile sergilenen tutumlar yaşanan istikrarsız sürecin artmasına sebep olmaktadır. Bütçede meydana gelen maliyet artışları ile birlikte başarısız bir piyasa oluşturulması finansal istikrarsızlığın toplum üzerine ciddi maliyetler yüklemesine sebep olmaktadır. Bütçe maliyetlerinin kapsamı, yaşanan başarısız bir piyasa koşulunda pay sahibi olan kimselerin maddi kaybı ile işçilerin işlerinin kaybı şeklinde belirtilmektedir.

Net servet miktarı, başka bir deyişle yaşam standart kalitesi ve tüketim miktarının değişmesinin en önemli nedeni varlık fiyatlarında meydana gelen değişikliklerdir. Bu değişiklikler yatırımları ve istihdam düzeyini negatif bir biçimde etkileyerek, devlet tarafından pazar düzeninin düzgün bir biçimde çalışmasını sağlamakta ve olası bir piyasa başarısızlığı neticesinde de devletin müdahalesine gerek duyulabileceğini göstermektedir. Fiyat mekanizmalarının işleyişi 'normal' oynaklıkların riskleri arttırması veya faiz oranlarının yüksek seviyelere çıkması şeklinde gerçekleşmekte ve bunun neticesinde parasal dışsallığın oluşması devlet müdahalesinin yapılmasını gereksiz kılmaktadır. Yalnızca kriz oluşumuna sebebiyet veren finansal istikrarsızlığın fazla miktarda oynaklığa sahip olması parasal olmayan negatif dışsallığa sebep olmaktadır.

Varlık fiyatları oynaklığının fazla olması faiz oranları ve döviz kurlarını etkilemektedir. Bu sebeple, makroekonomik yaptırımların oluşturulmasının zorlaştırılması ile birlikte finansal istikrarın sağlanması ve tasarruf etme eğilimine negatif etkiye bulunarak ekonominin işleyiş performansına zararı bulunmaktadır.

Yabancı yatırım sahiplerinin olası bir olumsuzluk durumunda piyasadan ani çıkışları neticesinde, bu durumun diğer yabancı ülke yatırımcılarını da etkileyerek bölgeselleşikle başlayan süreç küresel boyutta son bularak kamusal kötünün oluşmasına sebep olmaktadır. Böylesi bir durum göz önüne alındığında, dışsallığa sebep olanların ve dışsallıktan etkilenenlerin belirlenmesi kolay olmadığı için fiyat mekanizmasının çalışması beklenmemektedir (Eichengreen 2004:8-11).

Sağlıksız bilgi akışı, finansal istikrarın başarı sağlayamamasına neden olan bir diğer etmen olarak söylenebilmektedir. Bunun nedeni, borç verebilme ve borç alabilme maliyetleri, borç alacak olanların finansal durumunun nasıl olduğu ile doğrudan alakalıdır. Bu sebeple, bazen alacak olan kimseler finansal durumlarının nasıl olduğunu saklama tercihinde bulunabilirler. Dolayısıyla, piyasada iki taraf arasında yetersiz bir bilgi akışı bulunmakta ve eksik bilgi ile risk faktörünün artmasına sebep olmaktadır. Mishkin'e göre, finansal kriz yaratıcılarının en önemlisi asimetrik bilgi sahibi olmak olarak görülmektedir.

Asimetrik bilginin tanımı, finansal sözleşme kapsamında bulunan iki taraftan birinin diğerine oranla daha az bilgi sahibi olarak finansal piyasaların düzgün bir biçimde çalışmasına mani olması şeklinde tanımlanmaktadır. Eksik bilgi sahibi olmanın ahlâki çöküntü ve hatalı seçim olarak iki ana sonucu bulunmaktadır. Hatalı seçim kavramını tanımlayacak olursak, fazla risk alarak edindiği yüksek miktardaki borcun geri ödenmesinde yaşanacak aksaklıklar durumunda, kredi verecek olan kuruluşun daha sonra talep edilebilecek olan düşük riske sahip kredileri bile geri çevirebileceği durumlar olarak belirtilmektedir. Ahlaki çöküntü kavramı ise, riskli davranışlar neticesinde korunma durumuna geçtiklerinde aşırı risk edinmeleri sebebi ile oluşmaktadır. Yukarıda bahsedilen olumsuz durumlar neticesinde piyasaların düzgün işlememesi sebebi ile verimli yatırımlar yapabilecek yatırım sahiplerine fon tahsisinin zorlaşması söz konusu olabilmektedir. Böylece finansal piyasaların düzgün ve tam kapasite çalışması olumsuz yönde etkilenerek, ekonominin büyümesi engellenmiş olmaktadır.

Piyasalarda yaşanan başarısızlıklara örnek olarak finansal kurumların istikrarsız bir tutum sergilemesi de gösterilebilmektedir. Bu istikrarın sağlanabilmesi için işleyişini düzgün bir biçimde gerçekleştirmesi gereken en önemli kurum bankalar olarak gösterilmektedir.

Ekonomilerin işleyiş mekanizmaları kapsamında ödeme fonksiyonlarının gerçekleştirilmesi, bankalar sorumluluğunda yapılmaktadır. Bankaların işleyişinde yaşanacak herhangi bir istikrarsızlık durumu ödeme sisteminin çalışma şeklini aksatarak, yaşanan sorunun sektörler arası hızla yayılmasına neden olmaktadır. Bankalar ve finansal kurumlarda yaşanan istikrarsızlıkların arabuluculuk yapanlara karşı güvensiz tutumun tasarruf yönlendirmesinde hatalara sebep olabileceği belirtilmektedir. Ayrıca, tasarruf sahiplerini bu durumdan dolayı mağdur etmemek ve kurumların sorunlarını çözebilmek için ek maliyetler oluşmasına da sebep olarak gösterilmektedir. Piyasa başarısızlıklarının yaşanması, asimetrik bilgi sahibi olma ile istikrar sağlama isteği piyasalara devlet müdahalesinin sebepleri arasında gösterilmektedir.

Finans sektöründeki istikrarsız tutum, istikrar sağlayabilmek amacı ile gerçekleştirilecek ulusal yaptırımlar, uluslararası piyasalarda yaşanan başarısız tutum sebebi ile gerçekleştirilememektedir. Uluslararası piyasaların başarısız olmasındaki temel sebepler de daha önce belirtildiği gibi finans alanındaki istikrarsız işleyiş, dışsallık ile asimetrik bilgi dönüşümü olarak sayılabilmektedir (Wyplosz 1999:180). Tüketim sürecinde herhangi bir dışlanma yaşanmaması sebebi ve rekabeti bulunmaması sebebi ile finansal istikrarın kamusal mal kategorisine dahil edildiği görülmektedir. Bunun sonucu olarak, piyasa işleyişinin ulusal ve uluslararası açıdan değerlendirilmesi, finansal istikrar etkisinin verimli olarak işlemediğini göstermektedir. Bir başka açıdan değerlendirildiğinde finansal istikrarsızlık sebebi ile oluşan piyasa başarısızlıklarının başka piyasalar, hatta ülkeler için tehlike arz etmesi ihtimali piyasalara karşı kamusal alanın sebepleri olarak da gösterilmektedir.

Devletlerin uygulanabilir makroekonomik yaptırımları uygulama çalışmaları finansal istikrarın sağlanabilmesi için en önemli koşul olarak belirtilmektedir. Bu uygulamaların gerçekleştirilebilmesi için fiyat istikrarının önceden tahmini politikası ile cari işlemler dengesinin oluşturulması ile birlikte sağlıklı işleyen bir bankacılık sektörünün oluşturulması öncelikli hedef olarak belirtilmektedir.

Finansal piyasa işleyişinin tam ve düzgün işlememesine sebep olarak gösterilen asimetrik bilgi problemi piyasalara uygulanan devlet müdahalelerinin en önemli sebebi olarak gösterilmektedir. Devlet bu tutumu ile bilgi paylaşılmasını gerçekleştirirken, bir yandan da bir çeşit kamusal mal olarak bilgi kavramının kolay temin edilebilir tavrı sebebi ile gerekli miktarda üretim yapılamaması problemini de ortadan kaldırmış bulunmaktadır. Bilginin çoğalması ve paylaşılması hedeflenerek devlet tarafından oluşturulabilecek birtakım onarımlar bulunmaktadır. Bunlar; hisse senedi ihraç aşamasında standart kuralların uygulanması, firma satış miktarları, varlık ve kazanç hakkındaki bilgilerin kamuya duyurulması ile bazı finansal kurumların işleyişlerinin iyileştirilmesi kapsamında oluşturulan onarımlar olarak belirtilebilmektedir (Mishkin 1996:17-19).

Öte yandan, serbestleşen finansal piyasalar aracılığı ile ülkeler arası sermaye hareketlerinin artması kurumların biribiri ile daha çok bağ oluşturmaya sebep olmaktadır. Bununla birlikte, tasarruf ile yatırım miktarlarının etkin bir biçimde dağıtılması amacıyla uluslararası sermaye akımlarının ülke içi politika uygulamalarına olumsuz etkide bulunan ve istikrarsız piyasaların oluşmasına zemin hazırlayan bir yaptırıma sahip olmasına da ortam hazırlanmaktadır. Bu sebeple istikrarın sağlanmasına etkide bulunabilmesi sebebi ile sermaye hareketlerinin belirli otoritelerce takip edilmesi gerekliliği vurgulanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda devletin oynaklık oranının çok fazla olması durumunda oluşan negatif dışsallıkların içselleşmesi durumuna direk müdahale aracı olarak Tobin ve menkul kıymetler vergileri kullanılabilir. Menkul kıymet işlem vergisi olarak adlandırılan vergi çeşidi oynaklık oranını indirmek için kullanılmakta olan çok düşük orana sahip bir vergi çeşididir (Göker ve Balseven 2008:44-50). Tobin vergisini tanımlayacak olursak eğer, döviz işlemleri baz alınarak spekülasyonların azaltılması yolu ile piyasa oynaklığının azaltılmasını sağlayan vergilendirme çeşidi olarak yapabilmekteyiz. Bunlarla birlikte, finansal piyasa ortamında yatırım sahiplerinin güvenini kazanabilmek için, sistematik bir güvenlik bağı kurulması gerekmektedir. Başlıca güvenlik bağı olarak mevduat sigortası son işlem makamı olarak görülebilmektedir. Bu ağların en önemli negatif tarafı ise ahlaki olarak çöküntü yaşatma ihtimalidir.

Bankaların mevduatlara sigorta yapmaları durumunda finansal kurumlara borç veren kurumların takipten vazgeçmeleri, borç alan kurumlar için daha riskli bir

hal olarak, tedbirsiz tutum sergileme eğilimini fazlalaştırabilmektedir. Kredi işlemlerini son yapan kurum olarak merkez bankasının görevleri arasındadır ve temel hedefi varlık sahibi olan fakat likidite problemine sahip kurumlara yardım edebilmektir. Böylelikle, kurumlarca sahip olunan varlıkların ederinden daha düşük bir şekilde satmak mecburiyetinde olması neticesinde meydana gelecek kayıpların olması önlenerek, kurumların borçlarını ödememe durumuna gelmeleri engellenmiş olmaktadır (Mishkin 1997:30-42). Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin olabildiğince açık olmaması durumu, mülkiyet haklarının düzgün organize edilememiş olması ve yatırımcıları heveslendiren kuruluşların az olması gibi sebeplerle güvenlik ağı gerekli olabilmektedir.

Tam devlet güvencesi oluşması durumunda çoğunlukla yurtdışından kısa vadeye sahip borçların alınması ile ikiz-kriz olarak adlandırdığımız durum gerçekleşmiş olur. İkiz krizleri genel manada tanımlamak gerekirse daha önce de belirttiğimiz üzere bankacılık ve para krizlerinin aynı anda oluşması olarak tanımlanabilmektedir (Moskow 2000:5-6).

Ahlaki çöküntünün sebebi olarak devlet güvencesinin oluşturulması gösterilirken aynı zamanda bu durum yatırımcıların bankaları denetlemesini azaltmaktadır. Bankaların aynı sebebe bağlı olarak risk içeren diğer yatırımları tercih etmesi sonucu başarılı olamamaları durumunda son başvuru merkezi olarak merkez bankası açık piyasa işlemleri gösterilmiştir. Eldeki rezervleri kullanarak borçlarını ödemeye çalışan bankaların milli para değerini düşürdüğü ve rezerv miktarlarının azalarak spekülatif sermaye çıkışlarının oluşmasına sebep olduğu belirtilmektedir.

Varlık fiyatlarında oluşan değişimler merkez bankasının diğer görevleri arasında yer almaktadır. Varlık fiyatlarını korumak para politikalarının yaptırım alanı içerisinde olmaması ile birlikte merkez bankaları ise bu fiyat düzeyinde gerçekleşen değişimleri yakından takip ederek ekonominin işleyişine pozitif etkide bulunabilmektedir. Varlık fiyatları yatırım kararlarını değiştirmesi neticesinde reel üretim ve enflasyonun aşırı bir biçimde artıp sonra düşmesine sebep olmaktadır. Fakat varlık fiyatları daha öne hiç bulunmadığı bir seviyeye çıkarsa faiz oranlarını yavaşça arttırmak, fiyatlar daha önce hiç bulunmadığı seviyeye düştüğünde ise yine yavaşça faiz oranlarını düşürmek gibi yaptırımlar ile ülkenin makroekonomik istikrarının sağlanması yönünde pozitif yönlü etkilerde bulunmaktadır. Böylece

merkez bankasının bu yaptırımının daha önceden biliniyor olması savunma mekanizmasını arttıracak ve varlık fiyatlarında yaşanan aşırı şişme ihtimalini de azaltarak ekonomik istikrar modelinin gelişmesine yardımcı olacaktır (Wadhvani 2008:26-30).

Finansal istikrarın sağlanması amacıyla, başarısız bulunması durmuda piyasa işleyişine önemli ölçüde zarar verebilecek yapılar için başka finansal düzenlemeler yapılabilmektedir. Örnek olarak, yeteri miktarda sermayeye sahip olma şartı ya da önemli miktarda likit varlıklar bulundurulması istenebilmektedir. Fakat aynı düzenlemeler bütün kurumlar için aynı şartlarda değerlendirilmemektedir. Bu durumda finansal kurumların büyüklük derecesi önem teşkil etmektedir. Amaçlanan durum ise, sahip olunan fon miktarını düşük tutup fonların genel dağılımını çeşitli alanlara dağıtarak, herhangi bir sektörde yaşanabilecek olası bir iflas durumu istikrarsızlığın önüne geçmeye çalışacaktır. Yapılan düzenlemeler neticesinde, türev ürünlerinin kullanılma şekline bakarak genişleyen ve işlem kapasitesi gitgide artan yüksek riske sahip yatırım fonlarının geliştirilmesi önemli bir düzenleme olarak görülmektedir. Bununla birlikte, fonlara yatırım yapacak olan emeklilik fonları ile hayat sigortası şirketlerinin yatırımda bulunmasına bazı sınırlamalar getirilmektedir (Goodhart 2008:50-53).

2.5. SERMAYE PİYASASILARINDA OYNAKLIK

“Oynaklık” (volatilite) kelimesi tanım olarak sözlük anlamlarınca farklılıklar göstermektedir. “Sık ve geniş çaplı değişme eğilimi”, “istikrarsızlık”, “aniden değişme”, “ani değişim faktörleri eğilimi”, “tahmin edilememe durumu” ile “kararsızlık” gibi anlamlara gelmektedir. Oynaklığın görünen tanımlarının üzerine, onunla ilgili olan hatta bazen bu anlama ek olarak görülebilecek; “kriz”, “risk”, “kırılganlık”, “hassasiyet” gibi terimler kullanılması sebebi ile bazı anlam karışıklıkları olabilmektedir. Asıl manada oynaklık iki ana anlama sahiptir; “değişkenlik” ve “belirsizlik”. Değişkenliğin tüm hareketler için, belirsizliğin ise bilinmeyen dalgalanmaları ifade etmek için kullanıldığı bilinmektedir (Wolf, 2004:43).

“Oynaklık yayılması” kavramı ise, bir piyasada meydana gelen şok durumunun diğer piyasalarda yaşanan dalgalanmaları arttırması olarak

tanımlanmaktadır. Bugün, serbestleşen sermaye hareketlerinin hisse senedi piyasalarını uluslararası bir statüye taşıma, yabancılaşan yatırımlar benzeri etmenlerin piyasaların sürekli içi içe olması ile piyasalar arası oynaklığın yayılmasına sebep olmuştur. Fiyatlar, finansal piyasalarda genel olarak birden çok piyasa içerisinde önemli yatırımlar yapan kurumların kararlarından fazlaca etkilenmektedirler. Bu kararlar ise, genel olarak piyasa içinde var olan ya da piyasalarda piyasa fiyatı oynaklığının yayılması sonucu oluşan bilgi akışı varlığından etkilenmektedirler. Portföy çeşitlendirmesi kapsam olarak, bir piyasada yaşanan şokların diğer piyasaların getiri ve oynaklık düzeyini ne derece etkilediği ya da yayıldığı belirlenmesidir. Piyasalar arasındaki oynaklık araştırması finansal istikrarın sağlanması, menkul kıymet fiyatlandırması, riskten korunma yöntemleri gibi yaptırımlar yönünden oldukça önemli olmaktadır.

Finansal piyasaların fiyatlarının belirlenmesi kapsamında serbest piyasa mekanizması varlığında daha yüksek performans ile çalıştığı ve daha etkin bilgi sahibi olması sebebi ile Perold (1990) finansal oynaklık artışının olabileceğini ifade etmektedir. Aynı şekilde Ebrahim'in (2000) açıklamasına göre de, yayılmanın gerçekleşmesi piyasa başarısının sağlanmış olması anlamına gelmektedir. Etkin bir piyasayı, haberlerin hızlı bir biçimde fiyatlara yansması neticesinde anlaşıldığı savunulmaktadır. Bu anlamda, önceki günlerde oluşabilecek bir bilgi aktarımı bugün oluşacak fiyatların üzerinde etkili olduğu savunulmaktadır. Piyasalarda oluşan oynaklığın yayılması durumu bir piyasada gerçekleşen şokun diğer piyasadaki istikrarı bozması neticesini doğurabilmektedir. Buna dayanarak, piyasalarda oluşan şokların bulaşıcılığını anlamak için şokların ne kadar süreceği ile zaman içerisinde oluşan etkilerinin büyüklüğünün belirlenmesi de büyük önem taşımaktadır. Siyasi kesimlerin piyasada gerçekleşen şokların piyasa içi ve piyasalar arasındaki etkilerini ölçme yeteneği, düzgün ve zamanında bir para politikası oluşturulmasına zemin hazırlayabilmektedir (Ebrahim, 2000:22).

Oynaklık kavram itibari ile tanımlanması belirlenen bir zaman dilimi kapsamında başta sermaye, döviz ile tahvil piyasalarında bulunan fiyat dalgalanmalarının bir ölçüsü biçiminde tanımlanmaktadır. Oynaklığın, finans çalışmaları kapsamında tanımı ise, genel olarak finans varlık getirilerine dair standart sapma ya da varyans değeri olarak açıklanabilmek ile birlikte finansal varlıklara dair

toplam risk kavramını ifade edebilmek manasına gelmektedir. Küçük bir zaman dilimi süresince fiyatlarda meydana gelen hızlı artış ile azalış yüksek oynaklık olarak adlandırılmakta iken, değişim miktarı yavaş ve küçük olan fiyatlar ise düşük oynaklık olarak adlandırılmaktadır. Bu piyasalarda meydana gelebilecek herhangi bir değişme reel piyasa değişimleri için önemli bir kanıt olarak bulunmaktadır. Finansal piyasalardaki belirsizliğin çoğalması, reel piyasalar için beklentilerin değişmesi ve risk oranının çoğalması şeklinde anlaşılmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan oynaklık nedenlerinin belirlenmesi ile mevcut dalgalanmaların oluşturulan modeller aracılığıyla daha önceden tahminlenebilecek, finansal piyasalarda yaşanan tutumlarının belirlenme biçimini zor olmaktan uzaklaştıracak reel sektör için tedirginliğin ve risk algısının yukarıda belirtilen ekonometrik işleyiş sürecindeki metodlara ve gelişme durumlarına paralel olarak daha alçak seviyelere indikleri görülmektedir. Küreselleşme sonucu olarak mal ile hizmet ticareti ve uluslararası yatırım oranlarının çoğalması döviz kuru politikalarının daha da önemli bir hale gelmesine sebep olmaktadır.

1973 yılı itibari ile dünya genelinde uygulanmaya başlanılan dalgalı kur rejimi ile birlikte öncelikli olarak döviz kurlarından başlayarak makroekonomik değişken değerlerin oynaklık oranında artış olmuş ve kur rejimleri ile makroekonomik istikrar arasında oluşan etkileşim, hızlı bir şekilde dikkat çeken konular arasında yerini almıştır. Ülkelerce şartlarına uygun olarak birçok farklı kur politikası oluşturulsa dahi, son yıllar dikkate alındığında, başta yabancı sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkeler öncülüğünde kontrollü dalgalanma ve yumuşak çıpa uygulaması olan temel kur rejiminin değişime uğrayarak bütünüyle serbest bir dalgalanma veya para kurulu gibi tam tersi rejimlere dönüşmesi durumu görülmektedir. Doğru olmayan döviz kuru yaptırımları, ekonomik istikrarsızlıklar, ya da politik anlamda yaşanan problemler neticesinde beliren oynaklığın ve bunu takiben yaşanan döviz krizlerinin sektörlere çok fazla maliyeti olmaktadır (Feldstein, 2002:319-326).

Döviz kurlarında oynaklık olması uluslararası ticaret açısından büyük bir önem taşımaktadır. Öncelikle, devletler sahip oldukları para politikaları-oynaklık ilişkisinin boyutlarını inceleyerek ihracat hacimlerinin büyümesi yolu ile ulusal ekonomilerinin büyümelerine önemli bir katkı sağlamaktadırlar. Bununla birlikte,

yatırım sahiplerinin uluslararası yatırım kanallarına ortak olmalarının giderek artması varlık piyasası oluşumunu popülerleştirmektedir (Akay ve Nargeleçekenler, 2006:8).

Döviz kuru oynaklığı uluslararası ticaretin yapısı içinde ayrı bir değere sahiptir. Döviz kurları riskinin ana faktörü, döviz kuru oynaklığıdır. Döviz kuru oynaklığının, dış ticaret dengesi üzerinde de önemli etkileri bulunmaktadır. Reel döviz kuru oynaklığının ihracata etkileri üzerine ortaya atılan bilimsel çalışmalar iki ana başlıkta ifade edilmektedirler. Dış ticaret firmaları riskten korunma eğilimi gösteriyorsa, döviz kuru oynaklığı tahmin edilemeyen maliyetleri arttırabileceğinden dış ticaret azalır.

Dış ticarete ödemeler mal veya hizmet teslimatı sonrasında yapılıyorsa teslimat ile ödeme tarihleri arasında döviz kurunda öngörülemeyen dalgalanmalar ihracattan beklenen kazanç için riski arttırmaktadır. Dolayısıyla, döviz kurundaki belirsizlik, kazanç beklentisini sonuç olarak da ihracatı azaltmaktadır. Sonuç olarak, döviz kuru riskini karşılama çok maliyetli ise, döviz kur oynaklığındaki artışlar ihracatı azaltır. Ayrıca firmanın riski tolere etme derecesi yüksek ise firmalar daha fazla üretim yapmayı tercih edeceğinden, döviz kuru oynaklığındaki artış ihracat gelirinin marjinal faydasını arttırmaktadır (Köse, Ay ve Topallı, 2008:27). Ancak belirtilen bu yol ile ihracat gelirlerinde azalma engellenebilmektedir. Buradan anlaşılıyor ki, döviz kuru oynaklığının ihracata etkileri pozitif veya negatif olabilmekte iken oluşturulan varyasyonlardaki bu etkileşim için tek başına belirleyici olamaz. Bu sebebe dayanarak, döviz kuru oynaklık etkisinin dış ticarete yarattığı etki çoğunlukla ampirik bir olay olarak yerini almaktadır.

İlkel ihracat yapan firma örneği kullanılarak, döviz kurlarında meydana gelen oynaklığın firmaların ihracat hacimlerine olan etkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Örnek olarak, piyasa gücüne sahip olmayan ve yalnızca tek bir mal üretimi gerçekleştiren rekabetçi bir firma düşünelim. Bu firma üretmiş olduğu malın tamamını yabancı piyasalarda satmakta bununla birlikte herhangi bir girdi ithal etmemektedir. Firma yapması gereken ödemelerini yabancı para kullanarak yapmakta ve ihracat gelirlerini öngörülemez bir biçimde değişen geçerli kur sistemine dönüştürmektedir. (David, M. ve Menchik, 1985:421-434).

Firmaların karlılık oranlarındaki değişkenlik sadece döviz kurlarından kaynaklanmakla birlikte risk sebebi ile yöneticilerin olumsuz bir biçimde etkilenmesi, döviz kurlarında daha büyük bir oranda oynaklık değişikliği olmaması çıktı miktarında düşüşe sebep olmaktadır. Başka bir anlamda ihracat yapılrkende riskten etkilenmemek için de çıktı mikarında azalış yoluna gidilmektedir. Hatta gelişmiş ekonomiler göz önünde bulundurulduğunda ihracat ya da ithalata devam edilme kararı zamanla birtakım alım ve satım işlemlerini temsil ediyor gibi anlaşılacaktır. Gerçekleşen işlemler sırasında yabancı para miktarları vadeli kur dahi olsa kati suretle açıklanmayacaktır (Akay ve Nargeleçekenler, 2006:10).

Ticaretin döviz kuru oynaklığı tarafından negatif bir biçimde etkilenmesinin nedeni bir varsayım üzerinden açıklanmaktadır. Buna göre, döviz kurundaki dalgalanmanın hesabını en doğru şekilde belirlemek için firma faktör girdilerinde oynama yapamaz. Bu varsayımın esnetilebilmesi durumu ve döviz kurlarında gerçekleşen hareketlenmelere karşı firmanın üretim faktörlerinde değişikliğe gidebilme yeteneği kapsamında kâr fırsatları oluşturulabilmektedir. Böyle bir oynaklığın etkisi iki aktör arasındaki etkileşime dayalı olarak gerçekleşmektedir. Firma bir yandan düşük ve yüksek fiyat seviyeleri için girdi miktarlarını dengeleyebiliyor ise, firmanın ortalama getirileri daha büyük döviz kuru değişkenliği sebebi ile daha büyük olacaktır. Çünkü fiyatlar yüksek olduğu zaman daha fazla satış yapılabilecek iken fiyatlar düşük olduğu zaman ise daha az miktarda satılabilecektir. Öte yandan, riskten kaçınma veya riski minimize etme opsiyonu bulunmaktadır. Şayet, riskten kaçınma nispi olarak düşükse, daha büyük fiyat hareketliliğinde beklenen kârlar ile ilgili pozitif etki, kârların daha yüksek değişkenliğinin negatif etkisinden ağır basmakla birlikte firma ortalama sermaye hacmini, ürün ve ihracat seviyesini yükseltir bir duruma getirecektir (Öztürk ve Acaravcı, 2002-2003:199).

Döviz kurlarında oynaklık yaşanması ithalatçı kesimin risk olasılığını da çoğaltabilmektedir. Şayet döviz kuru oynaklık oranı yükselir ise, kar sahibi olma riski de artmış bulunmaktadır. İthalat yapanlar, riski üstlenmek istemedikleri için döviz kuru riskine karşı hedging maliyeti yüksek kalırsa, kar riskinden oluşacak yararı azaltması sebebi ile ticaret hacminde düşüşe sebep olacaktır (Sarı, 2010:33).

Yukarıda bahsedilen durumlar neticesinde, ticaret düzeyi ile döviz kuru oynaklığı arasında ciddi oranda açık negatif bir ilişki olduğu söylenebilmektedir.

Fakat bu sonuç, bazı basitleştirilmiş varsayımlara bağlı olarak oluşmaktadır. Bunlardan birincisi, vadeli döviz piyasaları sebebi ile veya dengelenmiş alım-satım işlemleri sebebi ile kur rizikosundan korunma ihtimallerinin olmadığıdır. İkincisi ise, gelişmiş vadeli piyasaların bulunduğu gelişmiş ekonomilerde belirli alım-satım işlemleri kur risklerine karşı kolay bir biçimde korunabilmektedir. Bu vesile ile, döviz kurlarında beklenmeyen hareketlere maruz kalmaları da daha az olacaktır. Fakat birçok gelişmiş ülkenin paraları hakkında böylesi piyasaların bulunmadığına dikkat çekmesi gerekmektedir.

Bretton Woods Sistemi sonrasında, 1980'li yıllardan başlayarak finansal liberalleşmenin oluşmasıyla finansal piyasalara verilen önemde artış yaşanması, bu piyasalar kapsamında gözlemlenebilecek problemlere ve bu problemlerin çözümüne duyulan ilgiyi de geliştirmiştir. Yatırım yapanlar ve ülkeler için karar alıcı konumundaki organlar açısından finansal piyasa oynaklığı ve bu oynaklığın sonuçları giderek önem kazanır hale gelmiştir (Akay ve Nargeleçekenler, 2006:6-7).

Döviz kurlarında meydana gelen oynaklık etkisi hem uluslararası ticaret hacmi, hemde yatırımlar üzerinde oluşturduğu etkiler bakımından teorik ve ampirik olarak literatürde bir çok çalışmaya konu olmuştur. Döviz kurlarında yaşanan belirsizlik ek maliyetlerin oluşmasına ve de maliyetlerin artmasına sebep olmaktadır. Bu durumlarda firmalar üretim politikalarında değişikliğe gitmek zorunda kalmışlardır. Oluşan ek maliyetlerin etkisi iki yol ile oluşmaktadır. Bunlar; gelir ve üretim birim maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Gelir etkisi simetrik bir yapıdadır ve yurtiçi döviz kuru oynaklığında yaşanan artış ihracattaki gelişmeler üzerinde negatif yönlü etki oluşturmaktadır. Yabancı döviz kurlarının sahip olduğu oynaklık oranının artması yatırım sahibi olan yabancı firma sayısında artışa sebep olacaktır. Üretim birim maliyet etkisi ise asimetrik bir görünümde dir. İki döviz kuru oynaklığının birlikte artması, yabancı firmaların üretim birim maliyetlerinde artışa sebep olabilmektedir (Lahiri ve Mesa, 2004:15).

Enflasyon oranı, faiz oranı ve ödemeler dengesi değişkenliğinin artışı, sermayenin uluslararası alanda dalgalanmalar oluşturması, teknolojik alanda yaşanan gelişmeler ile spekülasyonlar döviz kurunda yaşanan oynaklıkların temelini oluşturmaktadır (Öztürk ve Acaravcı, 2002-2003:199).

Clark vd. (2004), 1984 yılında IMF'in dünya ticaretinin gerçekleştirilebilmesi amacı ile döviz kuru oynaklığı etkisine gerçekleştirdiği Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) kapsamında değinmiştir. Bu anlaşma ile dünyada yaşanan döviz piyasalarındaki gelişmelere değinilmektedir. Bu çalışma ile koruma yanlısı yaşanan baskılarda artış olması, önemli paralar ile ilgili büyük döviz kuru hareketleri ve dünya ticaretinde anlamlı bir durgunluk sebebi ile gerçekleştirilmiştir. Yakın tarihte yeniden ortaya çıkan bazı durumlara örnek olarak, mal ve hizmetlerin ihracat büyüme oranı nispi olarak 2000'de iki haneli rakamlara sahipken 2001 ve 2002'de ani bir biçimde azalma yaşamış ve ABD dolarının değeri son yıllarda beklenmedik bir biçimde dalgalanmıştır.

Son çeyrek asırdaki sermaye akışı liberalizasyonu ve uluslararası finansal işlemlerin hacim ve çeşitliliğinde yaşanan büyük artışın olması bunu yaşayan ülkelerde, az gelişmiş sermaye piyasaları ve döviz kuru oynaklığının önemini net bir biçimde çoğaltmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda son dönemlerde daha fazla bir biçimde rastlanan ekonomik krizler, başta döviz kuru oynaklığının temel bir sonucu olarak görülmektedirler. Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler ile döviz kuru oynaklık etkisi zayıflatılabilmektedir. Finansal risklere karşı riski yayma araçlarının artması son dönemlerde oynak para hareketlerinden kaynaklanan risklere karşı firmaların sigortası konumuna gelmiştir. Çok uluslu şirketler için farklı kurlardaki hareketlenmeler, onların risklerinde dengelenme görevine sahip görülebilmektedir. Ülkeler arasında malların karşılaştırmalı fiyatına sahip olan, bir ülkenin rekabet gücünü gösteren ve de bu nedenle açık ekonomilerde en önemli parametre olarak görülen reel döviz kurlarındaki ani ve beklenmeyen dalgalanmalar, tüketim, yatırım ve ticari işlemler vasıtasıyla küçük ve açık ekonomilerin uzun vadede büyüme oranına etkide bulunabilecek yapıdadır. Ayrıca, nominal kur hareketliliği, yapısal kırılganlıkları ve riski artırarak finansal piyasaların derin olmadığı bilinen gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere neden olabilmektedirler (Ayhan, 2008:111).

Bu nedenle, küçük ve dışa açık ekonomilerde gerçekleşen kur hareketliliği, reel ekonomilere ve finansal pazarlara etkide bulunarak makroekonomik dalgalanmaların sebebi olan önemli bir parametre olarak ifade edilebilmektedir. Artık hızlanan finansal küreselleşme döngüsü, dışsal etkenlerin menkul kıymetler borsa endeksi ve döviz kuru gibi yurtiçi finansal piyasa fiyat değişkenlerindeki

etkinliğinin zamanla çoğaldığı görülmekte ve genel olarak yabancı sermaye hareketlerinin bu değişkenlerdeki oynaklık oranını arttırdığı belirtilmektedir.

Küresel ekonomi ile zamanla daha hızlı entegre olan Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomide bulunan, devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) piyasası, döviz piyasası ve hisse senedi piyasası sermaye piyasaları oynaklık kavramının temel aktörleri olarak bililmektedir. Böylece, stabil durumdan uzaklaşabilmeleri halinde birçok krizin temel aktörleri arasında yer almasına sebep olmaktadır.

2.5.1. Oynaklığın Ölçülmesi ile İlgili Literatürde Yer Alan Çalışmalar

Geçmişten bu yana, finansal oynaklık süreçleri ve sonrası dönemlerde de oynaklığın etkileşimleri kapsamında büyük bir literatür yaratılmıştır. Son yirmi yıldır, finansal entegrasyon sürecinin hızla gerçekleşmesi ile piyasalarda yaşanan küreselleşme sonucu yatırım sahiplerini finansal şokların gerçekleşme şeklini anlamaya yöneltmiştir. Temel analizlerin yapılmasından farklı olarak finansal varlık getirilerinin oynaklığının artması sebebi ile bu varlıklar arasında yaşanan oynaklık ilişkisi ve bu ilişkinin ne yönlü olduğu önemli olarak görülmüştür. Literatürde, oynaklık etkileşimi konusunu ele alan çalışmalardan Frankel ve Roubini (2001), Dailami, Padou ve Masson (2005) ve Chukwuogor (2007) gelişmekte olan piyasaların artan bir bağlılık ile gelişmiş piyasalara bağlandığını göstermektedir. Arshanapalli ve Doukas (1993), King ve Wadhvani (1990) gerçekleştirdiği çalışmalarında ise özellikle Amerikan finans sisteminin gelişmekte olan piyasalar ile olan etkileşimi ve etkinliğini ifade etmektedir. Öte yandan Kabigting ve Hapitan ise hisse senedi ve döviz piyasaları arasında gerçekleşen oynaklığı ASEAN ülkelerini baz alarak incelemiş ve piyasalar arasında oluşan oynaklık seviyesi ve yayılma etkisini belirlemeye çalışmışlardır (Mandelbrot, 1963:59).

Finansal piyasalardaki oynaklık oranının ölçülmesine ilişkin birtakım metodlar bulunmaktadır. Klasik ekonometrik metodların temel varsayımlarından biri, finansal zaman serileri açısından gerçekçi bir tutum olmamasına karşın, bir zaman serisi varyansının zaman içerisinde sabit olduğu şeklinde belirtilmektedir. İktisadi zaman serilerinin çoğunda, durgun ve oynak dönemlerin bulunduğu bilinmekte iken, klasik ekonomik finansal piyasalarda meydana gelen değişimler reel piyasaların varlığının önemli bir kanıtı olarak görülmektedir (Engle ve Bollerslev, 1986:81-87). Finansal

piyasalar kapsamında belirsizlik şiddetinin çoğalması, reel piyasalar kapsamında gerçekleşen beklenti şeklinin değişmesi ile risk oranının artması şeklinde anlaşılmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan oynaklık sebeplerinin saptanması ile bu dalgalanmaların daha öncesinden tahmin edilebilmesi, finansal piyasaların davranışları ve pozisyonları belirlemede kolaylık sağlayacak, bununla birlikte reel kesimin tedirginliği ile risk algılama hassasiyeti olabilecek en düşük seviyeye indirilmiş olacaktır. Aşağı ve yukarı yönlü hareketler neticesinde, bu hareketlerin büyüklüğünün incelenmesi kapsamındaki çalışmalar ile birlikte birçok teknik geliştirildiği de saptanmıştır. Mandelbrot (1963), oynaklık kümelenmelerinin oluştuğunu belirterek, finansal piyasalar kapsamında işlem gören varlıkların fiyatlarında meydana gelen büyük miktarda değişimleri büyük miktarda, küçük miktarda değişimleri de yine küçük miktarda değişimlerin izlediğini ifade etmektedir (Mandelbrot, 1963:54).

Finansal piyasalarda oluşan bu dinamik özelliğin daha düzgün anlaşılabilmesi ve zaman içerisinde değişen piyasa oynaklığının tahminlenebilmesi için Engle (1982) tarafından Otoregresif Koşullu Varyans (ARCH) modeli geliştirilmiştir. Sonrasında model Bollerslev (1986) tarafından geliştirilerek Genelleştirilmiş ARCH (GARCH) modeli elde edilmiştir. GARCH modeli otoregresif ARCH modelinin otoregresif hareketli ortalama modeline dönüştürülmesi yolu ile oluşturulmuştur.

Finansal istikrar yönüyle, değişik piyasa fiyatları arasındaki karşılıklı ilişkileri anlamının önemli bir özelliği daha görülebilmektedir. Söz konusu karşılıklı etkileşimin karmaşıklığı finansal istikrarsızlığın nedenlerinden biridir. Bu çerçevede piyasalarda kazanç miktarlarında görülen oynaklığın ilintilerinin tespit edilmesi, piyasalarda oluşan şoklardan doğan risklerden koruyacak parametrelere imkan tanıyan mekanizmaların uygulanmasını kolaylaştırabilmektedir. Birtakım varlıklar arasında oluşan oynaklık ilişkileri hakkında oluşturulan çalışmalardan biri olan Fleming vd. (1998), çalışması kapsamında ABD hisse senedi, para ile tahvil piyasaları için 1983-1995 dönem kapsamında gerçekleşen oynaklığın ilişkilerine dair etkin bir yapıya sahip olduğu bulunmuştur. Çalışma kapsamında beklentiler temelinde üç adet iki değişkene sahip model oluşturulmuştur. Aynı şekilde benzer bir sonuç içeren, Darbar/Deb (1999) ise çalışmasında, ABD'ne dair mal, döviz, tahvil ve

hisse senedi piyasaları arasında oluşan oynaklığa dayalı iki değişkene sahip GARCH modelleri geliştirmişlerdir. Sonrasında, 1984-1993 dönemine ait günlük verilerin kullanılması yolu ile hisse senedi ve tahvil, tahvil ve döviz ile döviz ve mal piyasalarındaki oynaklığın genişlemesinin bulunduğu dair göstergeler bulunmuştur. 1987 yılı sonrasında çalışma kapsamında hisse senedi piyasasında yaşanan hızlı düşüş ardından, döviz kurunun faiz ve hisse senedi ile etkileşimi ayrı ayrı değerlendirilmiş aradaki koşullu korelasyonun sürekli bir biçimde azalış gösterdiği de bulunmuştur. Bahsi geçen çalışma sonucuna göre, faiz oranında meydana gelen dalgalanmaların döviz kuru değerlerinde pozitif bir etkisi olmasına rağmen döviz kurunda yaşanan hareketlenmeler faiz oranları ile ilgili herhangi mantıklı bir açıklama yansıtmamaktadır. Çalışmadan çıkarılan diğer bir sonuç ise, piyasalar arası oynaklık yayılma eğilimi bulunmaması, bu iki piyasa için birbirleri ile daima etkileşim içinde olduğunun görülmesi ve aralarında doğrusal bir ilişki olma zorunluluğunun olmadığını göstermektedir.

Kanas (2000) ile Yang/Doong (2004) gerçekleştirdiği çalışmalar kapsamında hisse senedi getirileri ve döviz kuru değişimleri arasında meydana gelen oynaklığın bulaşma etkisi üzerinde incelemelerde bulunmuşlardır. Kanas (2000), altı adet sanayileşmiş ülke (ABD, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa ve Kanada) şartlarını değerlendirerek, hisse senedi fiyatları ve döviz kurları arasındaki ilişkinin eşbütünleme durumunda bulunduğunu, Almanya hariç diğer ülkeler için ise hisse senedi getirilerinden döviz kuru değişimlerine doğru bir genişleme olduğu belirtilmektedir. Yayılma şeklinin simetrik bir biçimde olduğu, hiçbir ülke için döviz kuru değişimlerinin hisse senedi getirilerine doğru bir oynaklık yayılmasının açıklanabilir olmadığı bu ülkelerde EGARCH filtreli hisse senedi getirileri ve döviz kuru değişimleri arasında oluşan korelasyon katsayısının negatif ve anlamlı olduğu sonuçlarına varılmıştır (Radice, 2011:139).

Yang/Doong (2004) ise, G-7 ülkeleri için hisse senedi ile döviz piyasaları arasında bulunan aritmetik ortalamaların oluşumu ile oynaklıkların yayılma mekanizmasının kökenini incelemeyi tercih etmiştir. Çalışmanın ampirik sonuçları itibari ile; Fransa, İtalya, Japonya ve ABD gibi ülkelerde hisse senedi piyasasından döviz piyasasına doğru ilerleyen anlamlı asimetric oynaklık yayılmaları bulunduğu tespit edilmiştir. Otoriteler, hisse senedinde meydana gelecek fiyat hareketleri

durumunun gelecekte gerçekleşebilecek döviz kuru hareketlerine etkide bulunduğunu, fakat döviz kurlarında yaşanan değişimlerin gelecekteki hisse senedi fiyat değişimleri üzerine direk etkisinin olmadığını belirtmişler ve genel olarak ulusal para birimi hareketleri ile ilgilenecek ulusal hisse senedi kapsamında herhangi bir incelemede bulunmamışlardır (Kanas ve Yang/Doong, 2004:34).

Hisse senedi getirileri ve döviz kurları arasında oluşan eş zamanlı etkileşimi inceleyen birtakım başka ampirik çalışmalar da mevcuttur. Aggarwall (1981) çalışmasında, ABD'ye ait hisse senedi fiyatlarında yaşanan değişimler ile efektif olan ABD doları kuru arasında (1974-1978) dönemleri dahilinde pozitif yapıya sahip bir konumda olduğu bulunmuştur. Soenen/Hennigar (1988) ise, aynı piyasaların farklı bir döneme (1980-1986) ait verileri üzerinde çalışarak ters yönlü çok etkin negatif bir korelasyon bulunduğunu göstermiştir. Ma/Kao (1990) ise çalışması kapsamında, farklı çıkan bu korelasyonlara bir açıklamada bulunmaya çalışmış ve altı sanayileşmiş ekonomi göz önünde bulundurularak para değerlerinde meydana gelen değişimler ile hisse senetleri değerlerinin etkisi araştırmaya çalışılmıştır. Araştırmacıların edindiği sonuçlara göre, paranın değer kazanma hali hisse senedi piyasasında ihracata yönelik bir ekonomi içinde negatif etki oluşturması, ithalata daha çok yönelmiş bir ekonomide hisse senedi fiyatlarını arttırdığını ifade etmektedir (Radice, 2011:149).

Bodart/Reding (2001) çalışmasında, iki değişkene sahip bir GARCH modeli ile döviz kurlarında meydana gelen dalgalanma neticesinde, sanayi sektöründe yer alan hisse senetlerinin koşullu ortalamaları, varyans ve korelasyon değerlerine ilişkin anlamlı etkide bulunmadığı araştırılmıştır. 1990-1998 dönemine dair elde edilen haftalık veriler kullanılarak, çalışma için beş Avrupa ülkesinde yer alan yedi endüstri belirlenmiştir. Döviz kurlarının, beklenen hisse senedi getirileri ile oynaklık değerleri için anlamlı bir etkide bulunduğu, ancak etki şiddetinin gerçekte çok küçük olduğu saptanmıştır.

Literatürde yer alan diğer bir çalışmaya göre Kim/Moon (1998), Kore için Etki-Tepki Analizi ile Varyans Ayırıştırması yöntemini kullanıp; tahvil, döviz ve hisse senedi piyasalarının menkul kıymet getirileri ve oynaklıkları arasında oluşan ilişki analizini gerçekleştirmiştir. 1990-1997 dönemi arasındaki haftalık veriler kullanılarak gerçekleştirilen çalışma kapsamında, mevcut değişkenlerin oynaklık

serileri tek değişkene sahip GARCH modellerinin uygulanması ile oluşturulmuştur. Uygulama sonucuna göre, hisse senedi getirilerinde meydana gelen herhangi artış miktarının döviz kurları ile faiz oranları oynaklıklarına etkide bulunarak azalttığı, bununla birlikte döviz kuru oynaklığının döviz kuru getiri oranları üzerinde gözle görülür bir etkiye sahip olduğu belirtilmektedir.

1997 ile 2000 yılı arasındaki yıllar boyunca, Kore’de yaşanmakta olan finansal anlamda çalkantılı sürecin de incelendiği bir çalışma olan Fang/Miller (2002), para biriminlerinde meydana gelen gün bazlı değer kayıplarının hisse senedi getirileri üzerinde yarattığı etkilerin araştırılmasını amaçlamıştır. Çalışmaya dair veriler döviz kurlarında yaşanan kayıpların hisse senedi piyasalarında gösterilen etkinin birbirinden değişik olmak üzere üç yol ile oluşturulduğu gözlemlenmiştir. Elde edilen bulgular ışığında, döviz kurlarında meydana gelen değişim düzeylerinin hisse senedi getirilerini negatif olarak, döviz kuru değer kaybı oynaklığı ise hisse senedi getirilerini pozitif olarak etkileyerek, hisse senedi getiri oynaklığı ile döviz kuru değer kaybı oynaklığına karşı bir tutum sergilemiş olmaktadır. Bu çalışmada, kk-ık hisse senedi piyasalarındaki hareketlenmenin döviz kuru hareketlerine karşı hassas bir tutumda olduğu belirtilmektedir. Fakat, Kore’de won/dolar döviz kuru oynaklığının tahvil ile hisse senedi oynaklığından ne derece etkilendiği konusu üzerinde alışan Kim (2001), araştırması kapsamında yaşanan para krizlerinden önce anlamlı herhangi bir ilişki olmadığı anlaşılmıştır. Sonrasında aynı ülke için tekrar gerçekleştirilen Lee/Chung (1999) alışması kapsamında 1997-1999 dönemi arasındaki faiz oranları, döviz kurları ile yabancı sermaye girişleri arasındaki oynaklığın yayılma boyutu araştırılmıştır.

Apte (2001) alışması ile, 1991-2000 dönemi kapsamında Hindistan’a ait gün bazlı veriler aracılığı ile hisse senedi ve nominal döviz kurunda meydana gelen oynaklık arasında varolan etkileşim incelenmesi sonucunda, döviz piyasalarından hisse senedi piyasalarına doğru ilerlemekte olan bir oynaklık yayılmasının olduğu ancak hisse senedi piyasalarından döviz piyasalarına doğru bir yayılmanın saptanmadığı ifade edilmiştir.

Pakistan ile ilgili bir çalışma gerçekleştiren Quayyum ve Kemal (2004), aynı Şekilde hisse senedi piyasasıyla döviz piyasası arasında olan oynaklığın etkileşimi ve yayılması durumunu iki değişkene sahip olan EGARCH modeli vasıtası ile

incelemiştir. Araştırmacılara göre yapılan analizler sonucunda, bir piyasanın sahip olduğu getirilerin diğer bir piyasada yaşanan oynaklıktan etkilenmiş olduğunu bununla birlikte hisse senedi piyasalarının sahip olduğu getirinin döviz piyasası oynaklığına olan hassas tutumu ile en az döviz piyasası getirilerine olan oynaklığının da hassas olduğu sonucuna varmışlardır. Böylece, piyasaların birbirleri ile ilişki içerisinde oldukları sonucuna ulaşılmış olmaktadır (Wigan, 2009:159).

Beer ve Hebein (2008) çalışmasına göre, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ekonomiler ayrı ayrı değerlendirilerek, hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasında olan etkileşimi inceleyebilmek amacı ile çalışma kapsamında EGARCH modeli kullanılmıştır. Araştırmaya dahil olan ülkelere değinmek gerekirse, birinci grup kapsamında, G-8 ülkeleri olan Kanada, Japonya, İngiltere, ABD bulunurken, ikinci grup kapsamında ise, gelişmekte olan Asya ekonomilerini temsilen Hong Kong, Singapur, Güney Kore, Hindistan ve Filipinler çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışma doğrultusunda, Kanada, Japonya, ABD ile Hindistan ülkeleri olarak döviz piyasasından hisse senedi piyasasına doğru ilerleyen pozitif fiyatlama yayılmasına dair olguların saptandığı belirtilmiştir. Çalışma kapsamında ayrıca bazı bulgular elde edilmiştir. Bunlar; gelişmiş ekonomiler düşünüldüğünde döviz ile hisse senedi piyasaları için oynaklığın kalıcı olmadığını, fakat gelişmekte olan ekonomiler göz önüne alındığında kalıcı oynaklığın bulunduğu şeklinde bir bulgu ifade edilebilmektedir. Daha önce yapılmış olan araştırmalar ile ilgili olarak, genelde hisse senedi ile döviz piyasaları arasında karşılıklı biçimde getiri ile oynaklığın desteklendiği ve bu çalışmalardan bir çoğunun gelişmiş piyasalar hedeflenerek yapılması ayrıca gelişmekte olan piyasalar ile alakalı araştırmaların da zamanla çoğaldığı anlaşılmaktadır. Yerli literatür incelemesi yapıldığında ise Erdem vd. (2005) çalışması kapsamında, Türkiye baz alınarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na ait farklı hisse senedi fiyat endeksleri ile döviz kuru, faiz oranı, enflasyon oranı, sanayi üretimi ve M1 para arzı benzeri ekonomik değişkenlerin oynaklığının genişlemesi araştırılmıştır. Ocak 1991-Ocak 2004 dönemi kapsamında ay bazındaki veriler kullanılarak uygulanan EGARCH Modeli analizi sonuçlarına göre, faiz oranları hizmet endeksi dışında bulunan bütün hisse senedi fiyat endekslerine doğru ve döviz kurlarından İMKB 100 ve sanayi endeksine doğru, tek yönlü etkin oynaklığın yayılmasının gerçekleşmiş olduğu belirtilmektedir (Baro, 1999:1095-1117).

2.5.2. Sermaye Piyasasının Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi

Ekonomik istikrar olgusunun sürdürülebilir olması, piyasa için kaynak oluşturan başlıca aktörlerin büyüme ve gelişmesi ile gerçekleştirilmektedir. Başta gelişmekte olan ülkeler ile bütün dünyada finans sektöründe kurulmaya çalışılan düzenin bankacılık yoğunluklu davranışlarda bulunması sebebi ile oluşan kırılganlık ve risk faktörü yalnızca sermaye piyasası büyümesi yolu ile zayıflatılabilmektedir. Bu yönü ile, yüksek marj sahibi sermaye piyasasının etkin olabilmesi için değişebilir durumu ile sağlam piyasa aktörleri vasıtasıyla ekonomi içerisinde aktif olarak bulunan bütün tasarruf sahipleri ile önemli ilişki içinde bulunmaktadır. Böylece, yatırım sahipleri fayda-maliyet durumlarına denk gelen seçenekler arasından seçime yönlendirilmektedirler. Bu sebep ile ekonomide yer alan kaynakların büyük ölçüğe sahip yatırım planlarına yönlendirilerek aktif bir biçimde kullanılması sağlanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:435).

Sermaye piyasasının ekonomik faaliyetlere etkileri öncelikli olarak, kaynak ve ekonomik katma değer oluşturma, istihdam sağlama, kayıt dışıyı azaltma, şeffaflık, zengin yatırım araçları ve etkin risk yönetim tekniklerinin oluşturulması şeklinde değişik birçok açıdan ele alınabilmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde belirli zamanlarda karşılaşılan ekonomik krizler için en önemli etken, genellikle bankacılık sektörü kapsamında gerçekleşen gelişmeler olarak belirtilmektedir. Bu sebeple, ekonomi içerisinde yaşanan en büyük hasar da bu sektörde meydana gelerek, buradan da toplumun diğer birçok kesimlerine dağılmaktadır. Sermaye piyasası ile kurumlarının gelişmişlik seviyesi yüksek olan ülkelerde etki, borsalar aracılığı ile kolay bir biçimde sindirilebilmektedir.

Bahsedilen bilgiler ışığında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) öncelikli olarak ülkemiz içerisinde faaliyette bulunan bütün borsa veya finansal piyasalar (VOB, İAB) her yıl itibari ile üye sayılarının artışı, büyüyen hacimleri, yatırım araçlarının zenginliği ve kriz halindeki manevra kabiliyetleri ile ekonomi açısından müsbet faydalarda bulunmaktadırlar (Çalışkan, 2003:226).

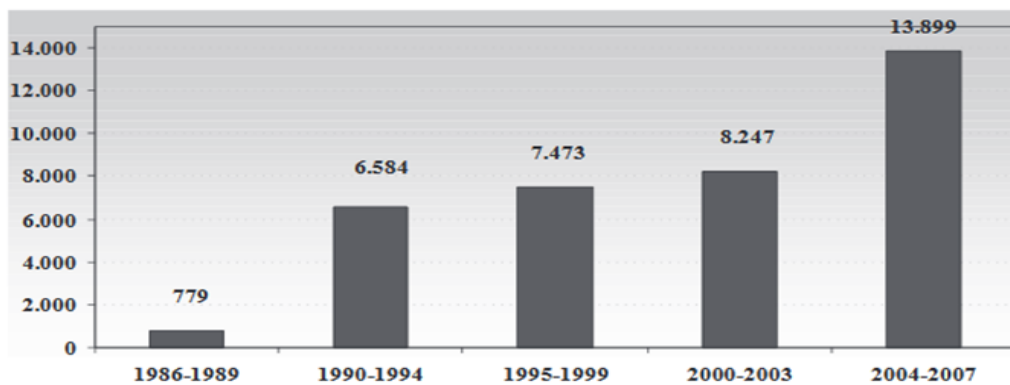
Benzer bir biçimde, sermaye piyasasında faaliyette bulunan fon yönetim firmaları, bireysel emeklilik fonları, menkul kıymet ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları benzeri kurumsallaşan organların çoğalması da, yatırım sahibi kitle

kapsamında bireysel yapıdan kurumsal yapıya doğru ilerlemesi ile daha güçlü bir organın oluşmasına ve yatırımcıların seçimlerini daha etkili bir fayda-maliyet analizine dayandırarak oluşturmasına ortam sağlamaktadır (Berberoğlu, 2011:105-130).

Türk Sermaye Piyasası, bünyesinde bulunan piyasalar vasıtası ile ekonominin gereksinimi olan fon hareketlerinin en hızlı ve güvenilir olarak, az maliyetli biçimde oluşturulmasına olanak sağlamaktadır. Bu yönüyle, sermaye piyasasının Türk ekonomi sistemine öncelikli faydası, birincil ve ikincil piyasada gerçekleştirilen halka arzlar ile, bedelli sermaye arttırmaları yoluyla firmalara bedelsiz ve direkt sermaye girişinin gerçekleştirilmesi olmaktadır. Görülüyor ki, 1986-2007 süresince İMKB’de oluşturulan halka arz sistemi ile bedelli sermaye arttırmaları olarak piyasaya yaklaşık olarak 37 milyar ABD doları meblağında fon girişi temin edilmiş olmaktadır.

Bahsi geçen meblağın büyük bir bölümünün, bedelli sermaye arttırmalarından (%45) ve birincil halka arzlardan (%34) kaynaklanmaktadır. İkincil halka arzların payı %21 olarak belirtilmiştir. Ekonomik piyasalarda gerçekleşen bu kaynak girişinin %38’i 2004-2007 döneminde sağlanmıştır. Şirketler bu sermayeler aracılığı ile üretim hacimlerini genişletme, yatırım tercihleri yolu ile çokuluslu rekabet güçlerini artırma ve planlı düzgün işleyen ortaklıklar oluşturma şansını yakalamışlardır (Karabıçak, 2010:251-270).

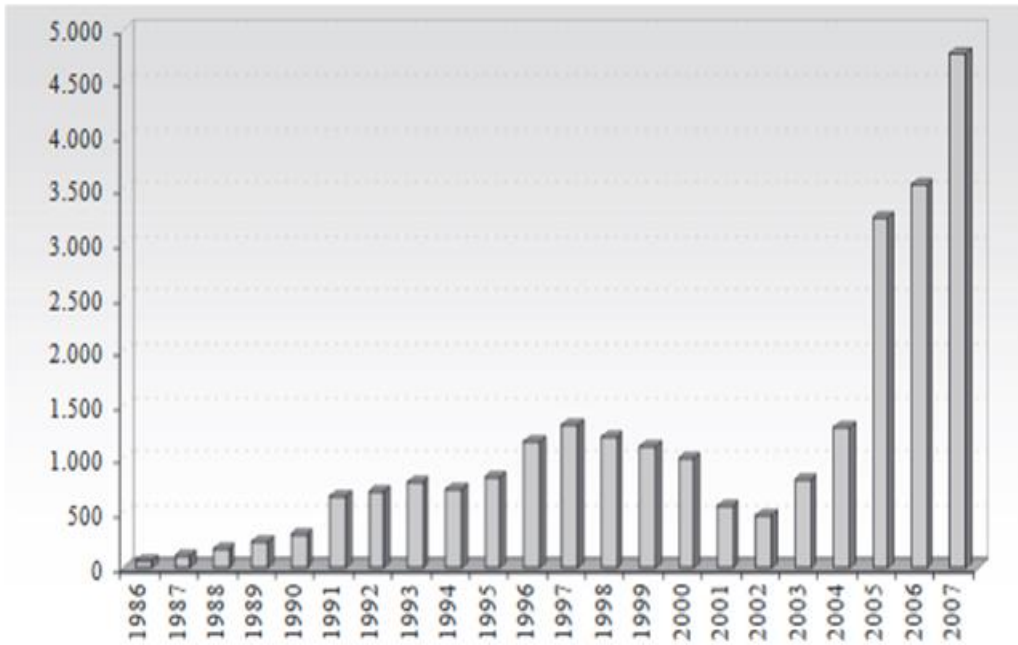
Şekil 2.2: Sermaye Piyasası ile Türkiye Ekonomisine Kazandırılan Fon Hacmi (Milyon ABD Dolar)



Kaynak: İMKB

Ekonomik piyasalara enjekte edilen fon girişleri, orta ve uzun dönemde nakit temettü olarak dağıtılmakta olup artan sermaye birikimi oluşmasına sebep olmaktadır. Şirketler İMKB üzerinden edindikleri fon toplamalarının %68'ine denk gelen meblağı nakit temettü halinde dağıtmışlardır. 1986-2007 döneminde İMKB firmalarının dağıttığı nakit temettü toplamda 25 milyar ABD doları seviyelerine gelmiş olup, özel olarak 2003 yılı sonrasında bu kapsamda hızlanarak arttığı anlaşılabilmektedir. Şekil 2.3'ten de anlaşılacağı üzere 2007 yılı itibari ile dağıtılan nakit temettü miktarı 4,7 ABD milyar dolar olarak görülmektedir.

**Şekil 2.3: İMKB Şirketleri Tarafından Dağıtılan Nakit Temettü
(Milyon ABD Doları)**



Kaynak: İMKB

2.5.3. Türkiye’de Sermaye Piyasası Dalgalanmaları

Türkiye’de yaşanan finansal liberalizasyon dönüşüm süreci, 1989 yılı faiz piyasaları kuruluşu ile kendini göstermiş olmaktadır. Bu dönem kapsamındaki en önemli yenilikler, döviz ve yabancı sermaye alanlarında gözlemlenmiştir. 1989 yılı itibari ile döviz kur operasyonları ve çokuluslu sermaye hareketleri tam anlamıyla serbest bir duruma getirilerek, Türk Lirası konvertiblesi gerçekleşmiş olmaktadır.

1990 yılı başından itibaren bankalar, faiz politikalarına karar vermede tamamen serbest karar alabilme yetisine sahip oldular. Bunun sonucu olarak piyasalarda mali derinlik oluşmaya başladı. Örnek olarak, toplam mali varlıklardan (yani dolaşımdaki para, toplam mevduat ve toplam menkul kıymet) toplam menkul kıymetler (kamu ve özel) ilk olarak minik bir artış ile başlayıp artarak 1982 yılı itibari ile %22 seviyesine ulaşmış, ardından da hızla yükselerek 1990 yılı itibari ile %43 seviyesine kadar yükselmiştir (Atiyas ve Ersel, 1992:15).

1989 ile 1990 yılları arasındaki kısa süreli sermaye hareketleri hızlanması sebebi ile TL reel olarak değerlendirilmiştir. 1991 yılında gerçekleşen Körfez Krizi kısa vadeli sermaye çıkışlarına sebep olmuş, bu durum da TL'nin reel olarak değerinin azalması sonucunu doğurmuştur. 1992 yılında, kurlarda meydana gelen hareketlenmeler ciddi düzeyde durdurulabilmiştir. Dış ticaretteki açık ve kısa vadeli spekülasyon amaçlı getirilerin önem kazanmasına bağlı gerçekleşen suni büyüme süreci, 1993 yılının son aylarında güvensizlik kaynaklı gerçekleşen bir finansal kriz doğurmuştur.

1994 yılı itibari ile ekonomik istikrarın sağlanabilmesi amacı ile oluşturulan programların uygulama süreci başlatılmıştır. İstikrar programları ile enflasyon oranının azaltılabilmesi niyetiyle nominal kur çapa formunda uygulanmaya konulmuştur. 1995 yılı içerisinde IMF ile stand-by anlaşması gerçekleştirilmiş bununla birlikte yapılan anlaşma dahilinde, kur sepeti 1 ABD Doları ile 1,5 Alman Markı biçiminde stabil hale getirilmiştir.

1996 yılında Merkez Bankası reel döviz kuru kapsamında dalgalanma oranını en düşük düzeyde sabitleyerek finansal piyasaların istikrarlı bir biçimde işleyişini sürdürmesini sağlamış fakat netice olarak reel kurun artışı engellenememiştir (Ebrahim, 2000:22). Merkez Bankası 1997 ile 1998 yılları kapsamında aylık nominal devalüasyon oranı beklenen enflasyon oranı ile paralellik gösterecek bir biçimde oluşturmayı sürdürmüştür. 1999 yılı ile düzgün bir işleyişe sahip olan "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı" uygulanmaya başlanmıştır. IMF ile 2000 yılı içerisinde üç yıl gibi bir dönemi kapsayan bir stand-by anlaşması yapılmıştır. Uygulanan program kapsamında üç temel yaptırım olarak; sıkı maliye politikası, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası, para ve kur politikası şeklinde uygulamalar yapılması belirlenmiştir. Program yaptırımlarının tam ve

düzgün uygulanabilmesi durumunda, Türk ekonomi sistemi ve işleyiş gücünün daha kolay bir biçimde meydana çıkması, sürdürülebilir yaptırımlar neticesinde büyümesine katkıda bulunularak, küreselleşmiş piyasalar ile kolay uyum sağlayabilen dünya üzerindeki önemli aktörlerden biri olabileceği vurgulanmaktadır (Çalışkan, 2003:224).

IMF ile imzalanan üç yıllık programın birtakım olumsuzluklar da doğurduğu gözlemlenebilmektedir. Bunlardan ilki; Merkez Bankasının sahip olduğu net iç varlık miktarlarına kota konulması olmuştur. İkincisi olarak ise, kamu kesimine ait personel ödemelerinin ve döviz kurunun enflasyon oranından daha düşük bir seviyede stabil olarak tutulması olarak gösterilmektedir. Başka bir olumsuz durum ise döviz kuru artış oranının beklenen enflasyon oranından daha düşük bir seviyede bulunması ile Türk Lirası daha da değer kazanmış olmaktadır. Bununla birlikte, ihracat hacmi düşerek, ithalat hacmi artmaktadır. Bütün bu yaşanan gelişmelerin bir sonucu olarak, Kasım 2000'de bir kriz gerçekleşmiştir. Kriz etkisi ile cari işlemler piyasasında oluşan açık devalüasyon olmasına katkıda bulunmuş, böylelikle talep oranının azalması ile, üretim hacmi de küçülmüş olup, piyasalar güven ortamlarını kaybetmiş bir konuma gelmiş oldular. 2001 Şubat ayı itibari ile ikinci bir kriz gerçekleşmiş, sonrasında ise Nisan ayı ortasına doğru “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulaması ile yenilenen önlem ile düzenlemeler uygulamaya konulmuştur. Kur oranının nominal çapa şeklinde uygulandığı sisteme son verilerek dalgalı kur sistemine geçiş gerçekleştirilmiştir.

Türkiye benzeri, etkin ve gelişmiş bir sermaye piyasaları bulunmayan ekonomilerde fon talebinde bulunanların kısa vadeli olmak kaydı ile yerli veya yabancı para cinsinden borçlanmak zorunda kaldıkları görülmektedir. Bu uygulama sürecinde finansal piyasa aktörlerinin yüksek oranda kur riskine sahip olarak Şubat 2001 krizinden etkilenmelerine sebep olmuştur. Türkiye incelemesi yapılırken, çok yüksek oranda para ikamesinin olması ile 2000-2001 yılları arasında oluşturulan politikalar neticesinde dolarizasyon oranının artması üstlenilen kur riskinin daha da büyük bir hal aldığını ifade etmektedir (Arat, 2003:24).

2001 yılının son 3 ayında kur oranlarının nispi olarak yatay olduğu ve 2002 yılı ilk çeyreğine kadar bu durumun sürdüğü görülmektedir. Türkiye için, 2003 yılı başlarında ise kurların eğilimi çoğunlukla Irak krizi ile ilgili durumlar tarafından

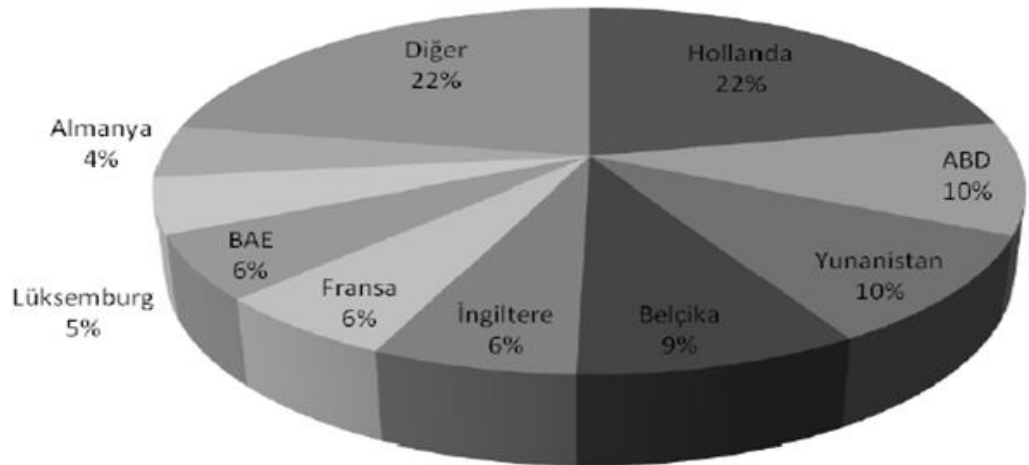
belirlenmiş olmaktadır. Döviz kurlarında birtakım dalgalanamalar meydana gelerek faiz oranlarının artması ile sonuçlanmıştır. Bahsi geçen bu parametreler aracılığı ile devlet istikrar programlarına devam ederek politik yaptırımlarını bu yönde uygulaması neticesinde oluşan güven ortamı vasıtası ile Türk Lirası'nda meydana gelen değer artışlarının 2003 yılı itibari ile de devam etmiş olduğu söylenebilmektedir.

Türkiye, 2005 yılı içerisinde gerçekleşen yapısal, yasal ve yönetsel değişimler neticesinde TL'den altı sıfır atılmıştır. 1 Ocak tarihi ile Yeni Türk Lirası adı ile yeni formunda piyasaya çıkarılmıştır. 2003-2007 yılları arasında uygulanan sıkı ekonomi politikaları vesilesi ile yüksek orana sahip bir büyüme süreci yaşanmıştır. Fakat, 2008 yılında gerçekleşen küresel kriz neticesinde, büyüme 2008 yılının sonlarına doğru %6,2 oranında küçülerek yıllık %1,1 genişlemeye sahip olduğunu göstermiştir. 2008 yılı içerisinde gerçekleştirilen politik yaptırımlar ile, Merkez Bankası 2002-2005 yılları arasında kısa vadeli faiz oranlarının ana politika aracı şeklinde gösterildiği gizli enflasyon hedeflemesi programı uygulanmıştır. 2009 yılı olarak ise, küresel kriz sonuçlarının Türk ekonomisi işleyişini nasıl etkilediği gösterilmek istenmiş, küçülen dış ticaret hacmi ile sanayi üretimi ile iç içe olması sebebi ile ekonomi %13,8 oranında küçülme yaşamıştır. Türkiye'de yaşanan böylesi istikrarsız ve dengesiz piyasa varlığı uzun vadeli planlar yapabilme imkanını ortan kaldırmış olmaktadır (TCMB, 2001:52).

Ülkemize yapılan doğrudan yatırım oranlarının yükseltilmesi amacı ile ilk olarak; sağlam bir siyasi iktidar oluşturulması böylece başarılı enflasyon hedeflemesi uygulaması yapılması söylenmektedir. Kamu reformu ile bütçe açıklarının azaltılmaya çalışılması sonucu devletin küçülerek nominal boyuta getirilebilmesi sonucunu doğurmaktadır (Arıman, 2000:138). Türkiye'ye gerçekleştirilecek olan doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin önem arz eden en çarpıcı ilk detay, reel giriş yapılan doğrudan yatırımın onay verilen diğer yabancı sermaye yatırımlarının neredeyse yarı oranında gerçekleşmiş olması olarak belirtilmektedir. Bu durumun en belirgin nedeni yatırımların gerçekleşme süreleridir çünkü yatırımlar yüksek ihtimal ile söz verilen yıl içerisinde tamamlanamayarak, sonraki dönemlerde de devam edebilmektedir. Diğer bir önemli detay ise, birtakım sebepler neticesinde verilen izinlerin yatırımlara dönüştürülememesidir (Hazine Müsteşarlığı, 2001:43).

Türkiye üzerinde uygulanmasına izin verilen doğrudan yabancı sermayelerin ülkeler baz alınarak oluşturulan dağılımı incelendiğinde, OECD ülkelerinin genel olarak yatırım yapma da daha etkin olduğu söylenebilmektedir. Böylece, yatırım için alınan onayların %88,8'i OECD ülkelere verilmiş olarak belirtilmektedir. OECD üyesi olarak bulunan AB ülkeleri arasından Hollanda, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya ile Lüksemburg yatırım sahipleri, Türkiye'de gerçekleşen DYS'ler üzerinden %64,4 orana sahip görülmektedirler. Bu payın, %27,5'i daha önce de açıkladığımız sebepler neticesinde Hollanda'ya, %13,7'si Almanya'ya, %8,8'i İngiltere'ye, %6,7'si Fransa'ya son olarak %4,1'i de İtalya'ya ait olarak belirtilmektedir. AB ülkeleri dışında değerlendirildiğinde ise, OECD ülkeleri arasından en yoğun DYS'nin ABD'den gerçekleştirildiği görülebilmektedir.

Şekil 2.4: Türkiye'ye DYS Girişlerinin Ülkelere Dağılımı (2004-2014)



Kaynak: TCMB 2015

Türkiye, küreselleşme hızının gittikçe arttığı dünya üzerindeki pozisyonunu belirlemek için derin teknik ile uzun vadeli analiz ve araştırmalar yapması son derece önemlidir. Çünkü, çokuluslu ve bağımlı ilişkilerin artması neticesinde, ülkemizin diğer ülkelerde yaşanan gelişmelerden bağımsız bir biçimde etkin ve düzgün politika yaptırımları oluşturabilmesi oldukça zordur. Bu sebeple, Türkiye için geleceğe yönelik politikalar oluşturulurken mevcut uluslararası ilişkilerin öneminin çok iyi kavranması ve değerlendirilmesi zorunludur (Berber ve Topal, 1996:23).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Tez kapsamında yapılan analiz neticesinde temelde kamu finansı oynaklığı ile sermaye piyasası oynaklığının ne şekilde birbirlerini etkilediklerinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu amaç kapsamında Türkiye ve BRICS ülkelerinin kamu finansı ve sermaye piyasası verileri kullanılarak ekonometrik modeller kurulup test edilmiştir. Bu ülke gruplarının seçilmesindeki temel amaç, Türkiye ile birlikte incelenen BRICS ülkelerinin yükselen piyasalar olarak tanımlanması olarak belirtilebilmektedir. Ayrıca bu ülkeler için, genel olarak büyüme oranı ile borsa ve tahvil piyasası getiri oynaklıklarının gelişmiş ekonomilere göre yüksek olan ülkeler oldukları gözlemlenmektedir. Tüm bu veriler göz önünde bulundurulduğunda, öne çıkan en önemli sorulardan biri, oluşabilecek muhtemel bir riskin kaynağının nereden nereye olduğunun belirlenmesi olacaktır. Bu anlamdan kastedilen, muhtemel riskin sermaye piyasasından kamu finansına doğru mu yoksa kamu finansından sermaye piyasasına doğru mu gerçekleştiğinin saptanmaya çalışılması olacaktır.

Yükselen piyasalarda, yüksek büyüme gereksiniminin düşük servet birikimi sebebiyle dış finansmana olan ihtiyacından ötürü ifade edilen soru ayrıca önem kazanmaktadır. Zira, finansal piyasaların deregulasyon süreçleri beraberinde ciddi tartışmalar getirerek sermaye piyasalarına yapılan portföy yatırımlarının ülkeler için ciddi bir risk kaynağı oluşturduğu bilinmektedir. Portföy yatırımları gelişmekte olan ülkeler için devlet tahvillerine yatırım yapılması adına önemli bir rol oynamaktadırlar. Başka bir ifade ile kamu sektörünün borçlanabilmesi bu kanal aracılığı ile büyük bir oranda gerçekleşmektedir. Portföy yatırımları kendisini sadece devlet tahvillerinde göstermezler. Sermaye piyasalarının en önemli unsuru olan hisse senedi piyasalarında da kendilerini göstermektedirler.

Tüm verilen bilgiler ışığında, bu çalışma, yazındaki diğer çalışmalardan iki önemli sebeple farklılaşmaktadır. Birincisi, kavramsal olarak problemin tanımı devlet tahvil piyasa oynaklığı hedeflenerek kamu finansmanı riski tanımlanması olarak belirtilmektedir. Oysa, önceki çalışmalarda bu kavramsal tanımlamaya vurgu

yapılmamıştır. İkinci farklılık ise, kurulan ekonometrik modellerde bir piyasadaki oynaklığın diğer bir piyasadaki oynaklığı etkileyip etkilemediğinin anlaşılması için veriler GARCH model yapısında ele alınarak literatürde yer alan önceki çalışmalara çeşitli yönlerden katkı yapmayı hedeflemesi olarak belirtilmektedir.

3.2. ÜLKELERİN MAKRO EKONOMİ VE FİNANSAL AÇIDAN GENEL GÖRÜNÜMÜ

Çalışmanın bu bölümünde sermaye piyasası kamu finansı etkileşimi analiz edilecektir. Analize başlamadan önce Türkiye ve BRICS ülkelerine ilişkin temel makro değişkenlerin analiz süresi içerisindeki değerleri genel olarak ele alınmıştır. Bu durum ilgili analizlere ön hazırlık niteliği taşımaktadır.

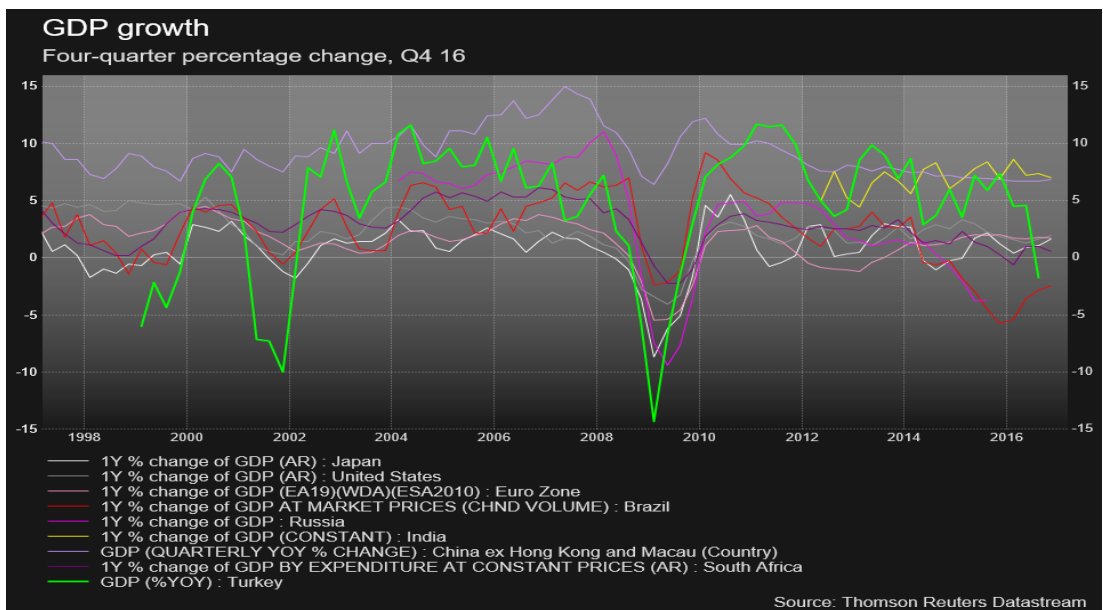
3.2.1. Milli Gelir Karşılaştırması

Makro değişkenlerden ilki milli gelir büyüme oranıdır. Şekil 3.1’de analize dahil edilen Türkiye ve BRICS ülkelerine ilaveten ABD, AB ve Japonya gibi ülkeler de gelişmiş ekonomileri temsilen analize ek gösterilmiştir. Büyüme oranı 1997 yılı ile 2017 yılı (2. Çeyreğe kadar) arasını yıllıklandırarak gösterilmektedir. Grafikte öne çıkan iki önemli çıkarım bulunmaktadır. Birincisi, Türkiye ve BRICS ülkelerinin büyüme oranları arasındaki korelasyonun pozitif olduğudur. Bu ülkeler arasından Çin’in diğer ülkelere göre nispeten daha düşük korelasyon göstermektedir. İkinci önemli husus ise, 2008 Küresel Finans Krizi’nin etkisinin bu ülkeler üzerindeki etkilerinin net bir şekilde görülebilmesidir. Türkiye özelinde de değerlendirecek olursak, 2001 Ekonomi Krizi’nin de etkisi grafikte ayrıca görülmektedir. 2008 krizinden en az etkilenen ülkenin yüksek ekonomi olarak Çin olduğu görülmektedir. Bu noktada, Çin’in diğer yükselen piyasa ekonomilerinden pozitif bir ayrışma gösterdiği söylenebilmektedir. ABD, AB ve Japonya gibi ülkelerin ise bu krizden etkilenme durumu da yükselen piyasalarda olduğu gibi şiddetli olmuştur. Buna bağlı olarak, yükselen piyasalar ile gelişmiş ekonomilerin aslında bir anlamda birbirleri ile ne derece entegre olduğunun da bir işareti olarak görülebilmektedir.

Grafikte görüldüğü üzere ülkeler arası milli gelir karşılaştırması yapıldığında, gelişmekte olan BRICS ülkeleri hızla büyüyen gelişmekte olan ülkeler olarak 2008 dünya küresel krizinden en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır. Grafiğe göre, kriz

sonrası sürecin ise yine bu ülkeler adına tekrar büyüme ivmesi kazanmada ve küresel kriz dönemini en başarılı şekilde atlama önemli ülkeler olduğu görülmektedir. Bu ülkelerden; Çin ve Hindistan'ın küresel krizden etkilenmesi nispeten daha az iken, emtia üreticisi Rusya ve Brezilya üzerinde krizin etkisi çok daha fazla olmuştur. Brezilya ve Rusya ekonomilerinin 2009 yılında küçüldükleri gözlemlenmiştir. Ancak 2010 yılı ile birlikte BRIC ülkelerinin ekonomik performansları yeniden yükselen bir ivme kazanmış ve kriz öncesi dönemlere geri dönmüştür. Uzun süredir durgunluk sürecinde olan Japonya'nın ise krizden en az hasar almış bir ülke olarak, kriz sonrası ve öncesi dönemlerindeki büyüme oranlarının nispeten aynı olduğu da görülebilmektedir. Euro bölgesi olarak adlandırdığımız topluluğu genel olarak değerlendirecek olursak, kriz öncesi ve sonrası dönemleri arasında pek fazla bir fark bulunmadığını, bir başka deyişle krizden çok da fazla etkilenmediklerini görmüş olmaktadır. Krizin başlangıç noktası olan ve resesyona ilk giren ülke konumunda bulunan ABD ise, kriz sonrası yaşanan olumsuz etkiyi bir müddet koruyarak sonrasında ise artan bir ivme ile krizden çıkış yolunda ilerlemektedirler. Küresel krizden çıkış sürecinde Türkiye ise, krizden en çok etkilenen fakat en hızlı ve yüksek ivmeye sahip olarak krizden çıkan ülke olarak görüldüğü grafikten de anlaşılabilir. Sonuç olarak, grafikte de görüldüğü üzere krizden çıkma yolunda gelişmekte olan ülkelerin krizden az hasarla çıkmada en başarılı ülkeler olduğu görülmektedir.

Şekil 3.1: Milli Gelir Karşılaştırması



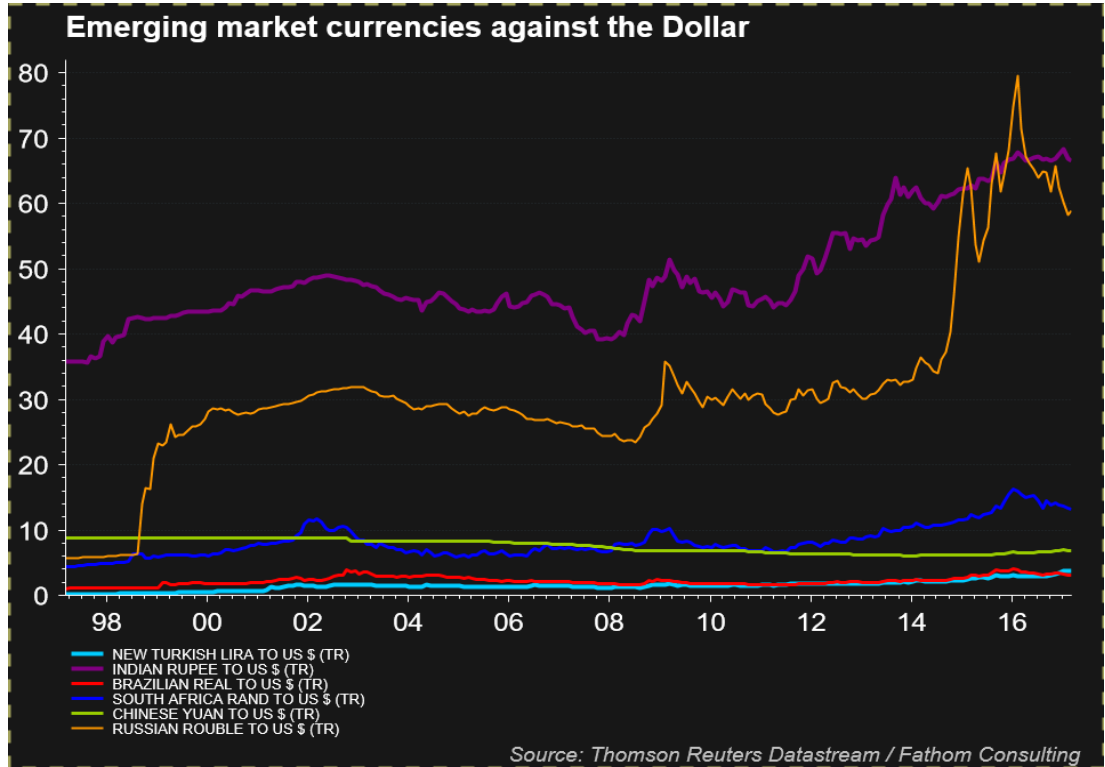
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.2.2. Kur Karşılaştırması

Analize dahil edilen ülkelerin para birimlerinin ABD doları karşısındaki değerleri Şekil 3.2’de gösterilmektedir. Grafikten iki önemli çıkarım yapılabilmektedir. Birincisi, 2000 krizinin etkisi hemen hemen tüm kurlar üzerinde etkisini göstermiştir. Bu dönemde yüksek piyasa ekonomilerinin para birimleri dolara karşı değer kaybetmişlerdir. İkinci önemli çıkarım ise, grafikteki zaman aralığında hemen hemen tüm ülkelerin dolara karşı değer kaybeden bir seyir izledikleri olarak görülmektedir.

Grafikte dikkat çeken diğer bir husus ise, BRICS ülkelerinin dolar karşısında özellikle de 2008 küresel krizi sonrasında ciddi anlamda değer kaybetmesi olmuştur. Örneğin, Çin’in sabit kur politikası uyguladığı göz önünde bulundurularak, krizden en az etkilenen ülke olarak görülmesi ile birlikte, Brezilya Real’i Dolar karşısında en çok değer kaybeden BRICS ülkesi para birimi olarak görülmektedir. Grafikte, Türkiye’nin ise Dolar karşısında BRICS ülkelerinden daha fazla değer kaybetmiş olduğu açık bir şekilde görülebilmektedir.

Şekil 3.2: Kur Karşılaştırması

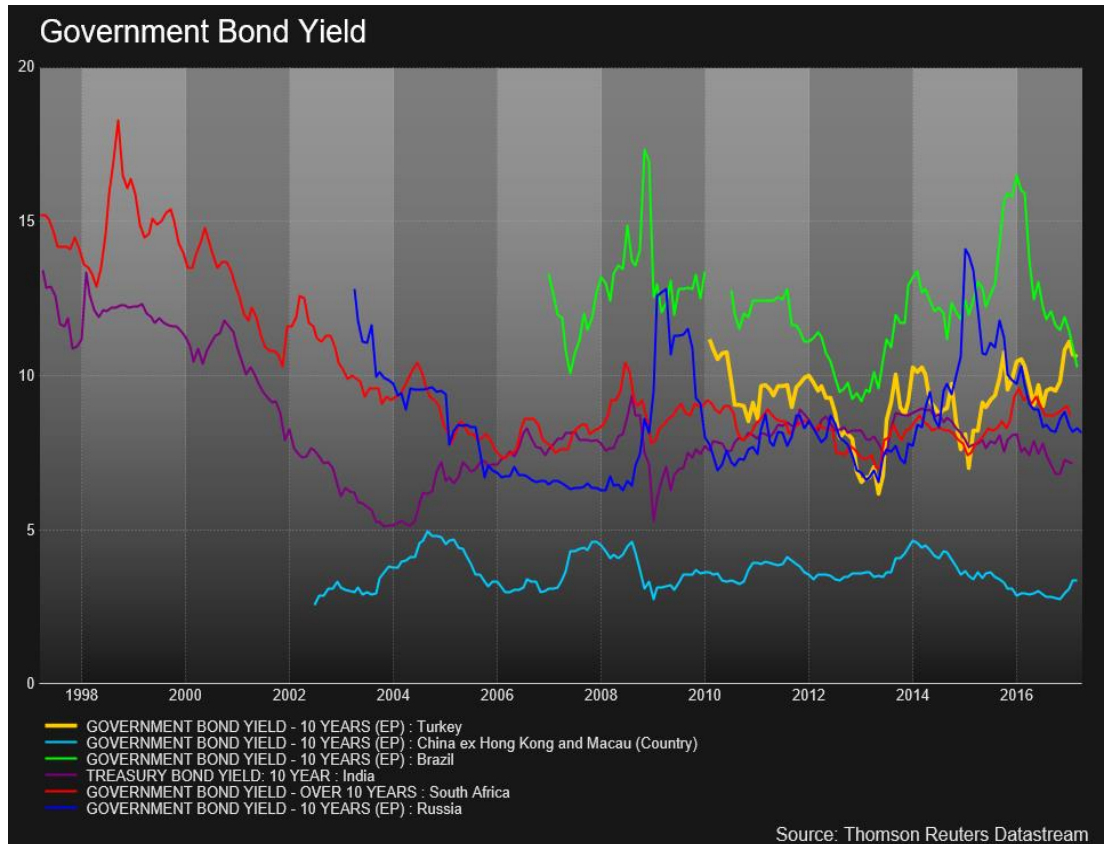


Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.2.3. Faiz Karşılaştırması

Araştırma kapsamında incelenen Türkiye ve BRICS ülkelerinin devlet tahvil verimleri yıllıklandırılmış olarak Şekil 3.3’de verilmektedir. Devlet tahvilleri verimi bu ülkelerin bir bakıma en önemli borçlanma maliyetlerini oluşturmaktadır. İlgili grafikte ise öne çıkan en önemli husus, 2008 krizinin devlet tahvil faizlerini yukarı yönlü etkilediği olmaktadır. Bununla beraber ülkelerin dikkat çeken değerleri bazında bir inceleme yaparsak, Güney Afrika ile Çin’in devlet tahvil oynaklığının diğer ülkelere oranla çok daha düşük olduğu görülmektedir. Ayrıca Çin devlet tahvil verimi ile diğer ülkelerin devlet tahvil verimleri arasındaki korelasyonun düşüklüğü de gözlemlenmektedir. Ancak, mevcut grafik üzerinden diğer ülke tahvillerinin birbirleriyle olan korelasyonları hakkında bir çıkarım yapmak pek mümkün görünmemektedir. Zira bazı dönemlerde bu korelasyonun pozitif, bazı dönemlerde ise negatif olduğu görülebilmektedir.

Şekil 3.3: Faiz Karşılaştırması



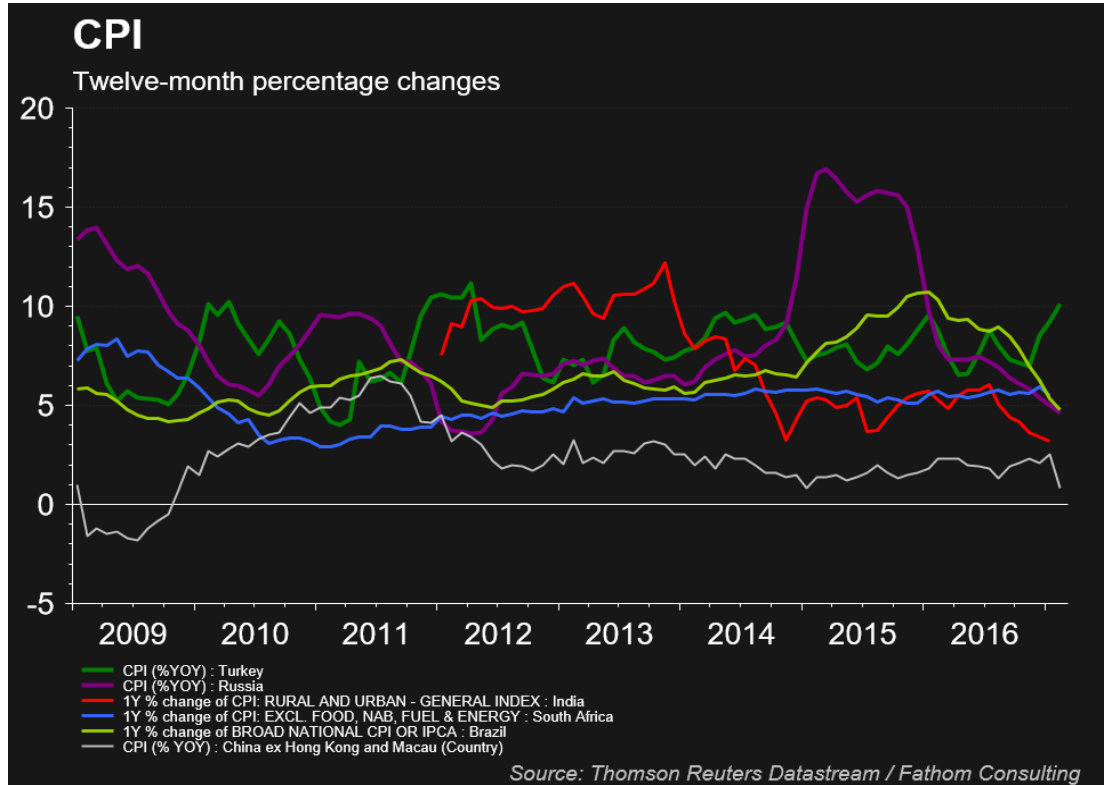
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.2.4. Enflasyon Karşılaştırması

Fiyat genel seviyesini gösteren tüketici fiyat endeksi yani enflasyon oranına ilişkin veriler Şekil 3.4'de gösterilmektedir. Şekildeki grafik aralığı 2009-2016 yılları arasını temsil etmekle beraber Çin ve Hindistan'ın yakın dönemlerde enflasyon oranlarında ciddi iyileştirmeler gösterdikleri söylenebilmektedir. Diğer ülkelerde ise, dönemsel olarak dalgalanmalar gözlemlendiği söylenebilmektedir. Grafiğin ortaya koyduğu en önemli çıkarım ise, bu ülkelerdeki enflasyon oranının genel olarak yüksek seviyelerde seyrettiği olarak belirtilmektedir.

Grafikten çıkarılması gereken diğer bir önemli sonuç ise, enflasyon oranlarını temsil eden çizgilerde belirli bir paralellik bulunması olmuştur. Ülkeler içinden sadece Rusya %15'in üzerinde enflasyon oranına kadar ulaşmış, takip eden yılda %5'lik bir enflasyon oranında Brezilya ve Güney Afrika ile aynı seviyede seyreder hale geldiği görülmektedir. Grafikte ayrıca, Türkiye yaklaşık %10'luk yüksek bir enflasyon oranında iken, Çin ise %1 civarında, ideal diyebileceğimiz bir enflasyon oranına sahip olduğu görülmektedir.

Şekil 3.4: Enflasyon Karşılaştırması

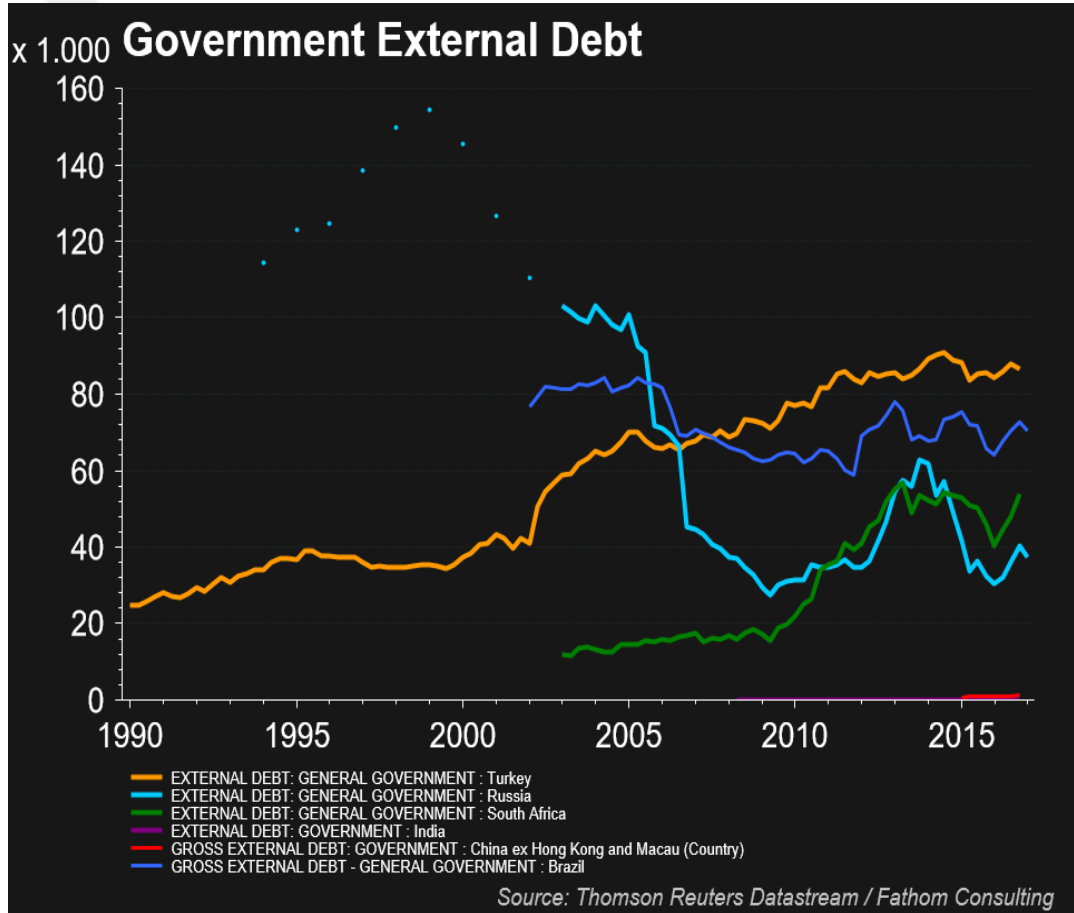


Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.2.5. Borç Karşılaştırması

Şekil 3.5'te gösterilen BRICS ülkeleri dış borç oranlarına baktığımızda, ülkelere göre farklılıklar olduğu görülebilmektedir. Maastricht kriterlerine göre maksimum borç stok oranının %60 seviyelerinde olması gerektiği belirtilmektedir. Bu anlamda, Brazilya borç oranı %60 seviyesinin üzerinde seyretmekte iken bununla birlikte Güney Afrika ise onun hemen ardından %60'lar seviyesine yaklaşmış bulunmaktadır. Rusya ise, %40 civarlarında bir seviyede seyretmekte iken, Türkiye'nin tüm BRICS ülkelerinden daha yüksek düzeyde dış borç hacmine sahip olduğu görülebilmektedir.

Şekil 3.5: Borç Karşılaştırması



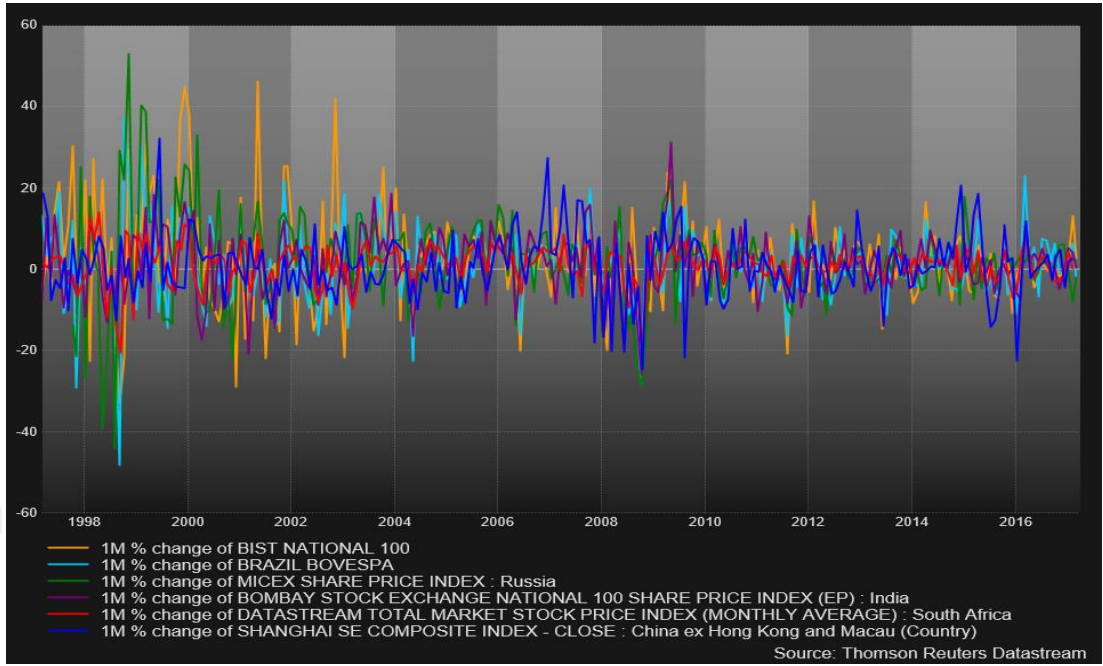
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.2.6. Borsa Karşılaştırması

Çalışmanın bu bölümünde sermaye piyasalarının en önemli göstergelerinden olan BRICS ülkeleri borsa endekslerinin karşılaştırılmasına yer verilmiştir. Şekil 3.6 ve Şekil 3.7’de ülkelerin getiri durumlarını karşılaştırmaktadır. Şekil 3.8’de ise yapılan analiz dahilinde olan ülkelerin en çok bilinen endekslerinin değerleri grafiklendirilmiştir. Bu grafikler sonucu ortaya çıkan çıkarımları incelediğimizde özellikle (Şekil 3.6 ve Şekil 3.7) endeks oynaklıklarının yüksek olduğu farkedilmektedir. 1998-2002 yılları arası oynaklıkların %40’lar düzeylerine kadar çıktığı daha yakın dönemlerde ise %20 dolaylarında seyrettiği görülmektedir. Endekslerin değer grafiklerini incelediğimizde ise, 2008 krizinin etkisi net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Tüm ülkelerde olmak üzere, borsa endeksleri kriz döneminde ciddi değer kayıplarına sahip olmuşlardır.

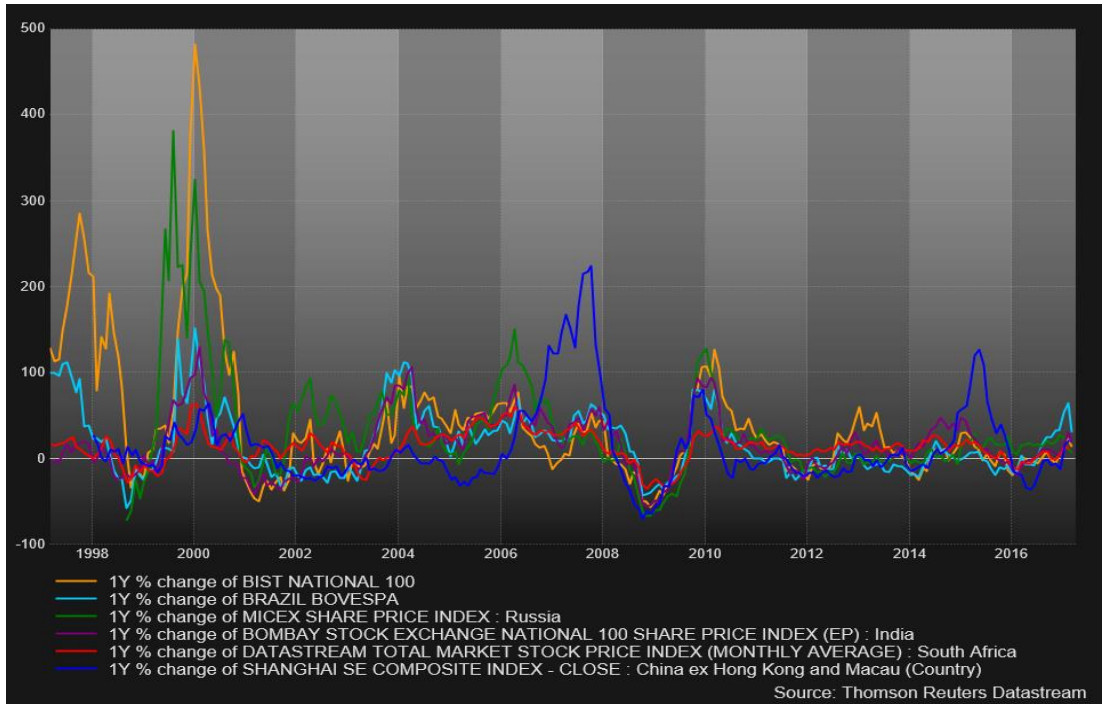
BRICS ülkeleri ve Türkiye detaylı incelemesinde grafikten de görüleceği üzere, 1998-2002 yılları arasında oldukça dalgalı bir seyir izlendiği görülmektedir. Daha sonraki yıllarda ise değişim aynı yönlü belirli bir ivme ile hareket etmektedir. Son yıllardaki verilere bakacak olursak eğer, 2015 yılının başında tekrar hızla değer kazanmışlar ve sonradan hızlı bir düşüş yaşamışlardır. Hindistan dışındaki tüm ülkeler ilk başta %20-%40 arasında değer kazanmışlar, sonrasında ise hızla değer kaybederek 2015 yılının başındaki değerlerine geri dönmüşlerdir. 2016 yılı itibari ile oluşan değişimleri gözlemlediğimizde, ülkelerin Çin borsasından etkilendikleri ve Çin ile aynı yönlü hareket içinde buldukları gözlemlenmektedir. Görünen o ki, dünya genelinde hakim olan ekonomik durgunluk ülkelerin risk iştahını arttırmış ve BRICS ülkelerine doğru para akışının oluşmasına Zemin hazılamıştır. Fakat daha sonra Çin’de meydana gelen finansal çöküntünün başlaması bütün BRICS ülkelerinde tekrar bir geri çekilme yaşanmasına neden olmuştur.

Şekil 3.6: Borsa Karşılaştırması (Aylık)



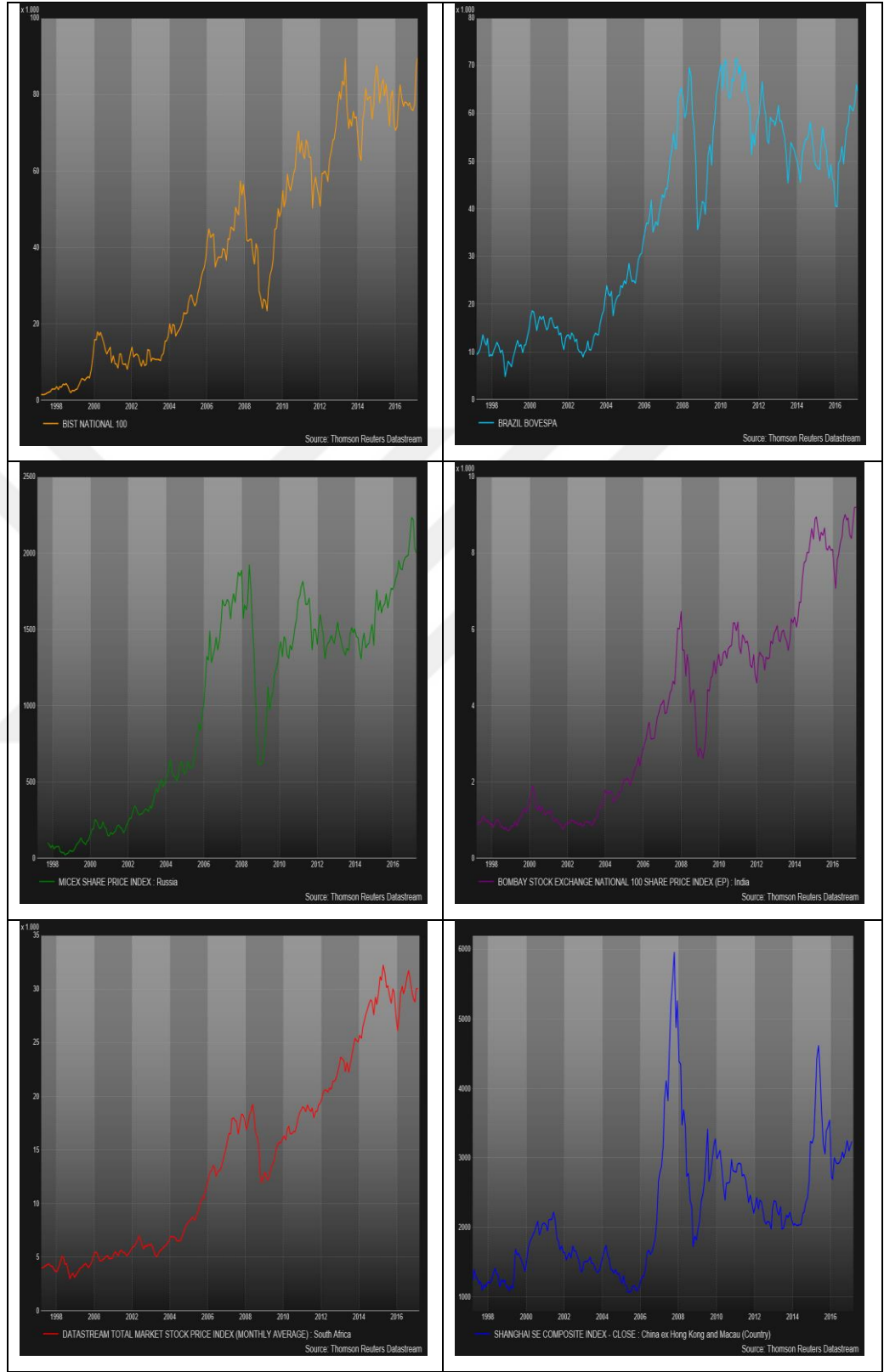
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.7: Borsa Karşılaştırması (Yıllık)



Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.8: Ülke Borsa Endeksleri



Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.3. ÜLKELERİN KAMU FİNANSI VE SERMAYE PİYASASI OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ

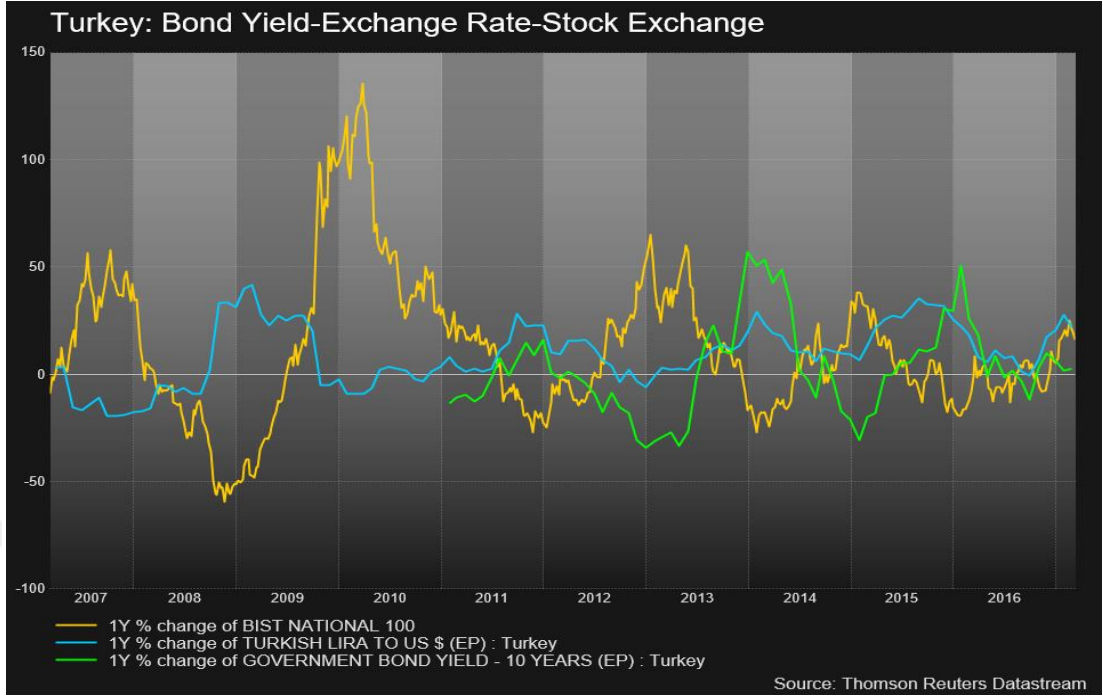
Çalışmanın bu bölümünde analizde kullanılacak değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler verilerek, bu değişkenler arasındaki genel eğilimlerin durumu da ele alınmıştır. Kamu finansı ve sermaye piyasası etkileşimi GARCH türü modellerle test edilmiştir.

3.3.1. Veri Seti ve Değişkenler

Araştırmada kullanılan iki temel değişken bulunmaktadır. Bunlardan ilki, sermaye piyasalarını temsilen o ülkenin ilgili borsa endeks değerleridir. İkincisi ise, kamu finansmanını temsilen devlet tahvillerinin verimi olarak belirlenmiştir. Analizin yapıldığı dönem olarak 27.01.2010 ile 19.12.2016 aralığındaki günlük veriler kullanılmaktadır. Araştırma için bu dönemin seçilmiş olmasındaki temel amaç, verilerin her ülke ve ilgili değişkenler için elde edilmiş olması ve herhangi bir kırılma (kriz ve benzeri) gözlenmemiş olmasıdır. Buna karşın analiz döneminin sınırı bu çalışma için bir kısıt olarak görülmelidir.

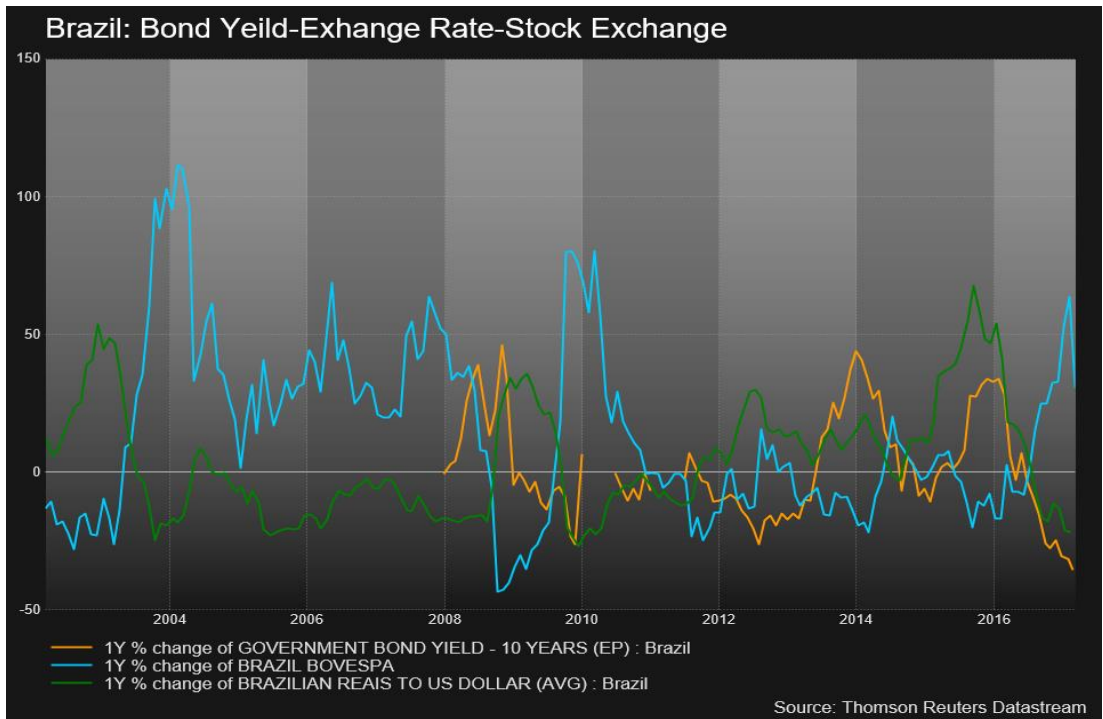
Şekil 3.9-3.14'de ülkelere ait analiz değişkenleri ile beraber dolar kurlarının incelemesine de yer verilmiştir. Bu grafiklerde öne çıkan en önemli çıkarım endeksle tahvil veriminin beklendiği üzere ters korelasyona sahip olmasıdır. Bunun teorik sebebi, devlet tahvillerinin borsaya göre daha güvenli yatırım aracı olmasından ileri gelmektedir. Devlet tahvillerinin faiz oranları artarsa, borsadaki sermaye devlet tahvillerine doğru kayar. Bu durum da endeksin düşmesine sebep olur. İkinci önemli çıkarım ise, kur ile devlet tahvil veriminin pozitif bir korelasyon içinde olmasıdır. Çin'i sabit kur politikası sebebiyle araştırma dışında tutarsak, diğer ülkelerde kur ve devlet tahvil verimi pozitif bir ilişki içinde görülmektedir.

Şekil 3.9: Türkiye için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



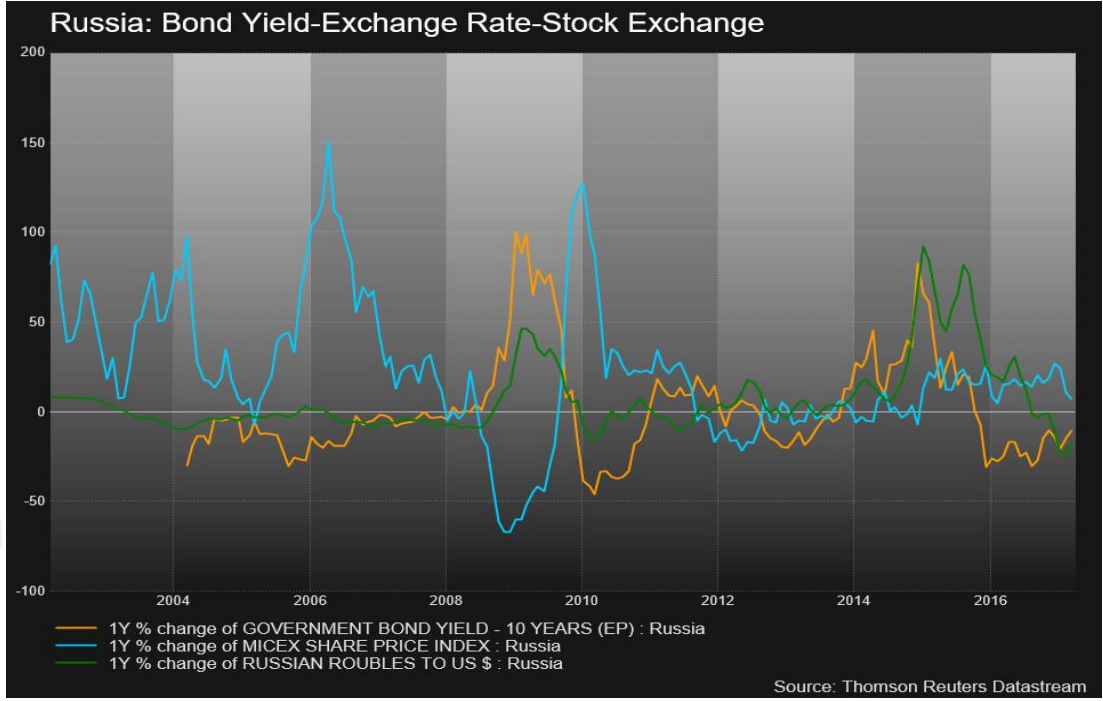
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.10: Brezilya için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



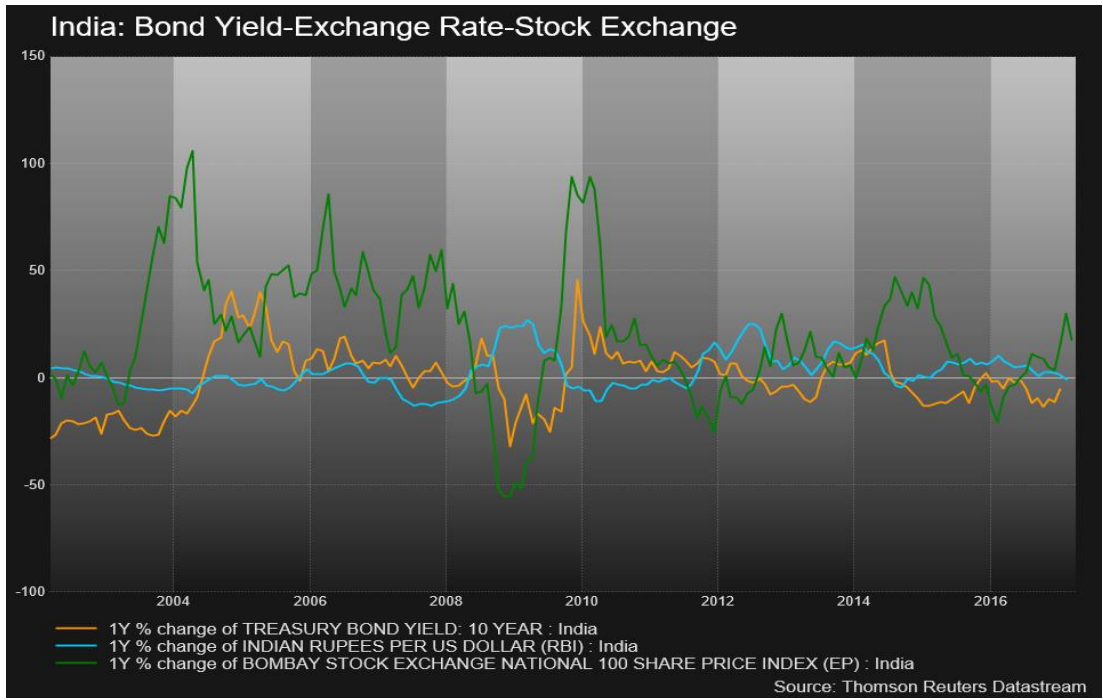
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.11: Rusya için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



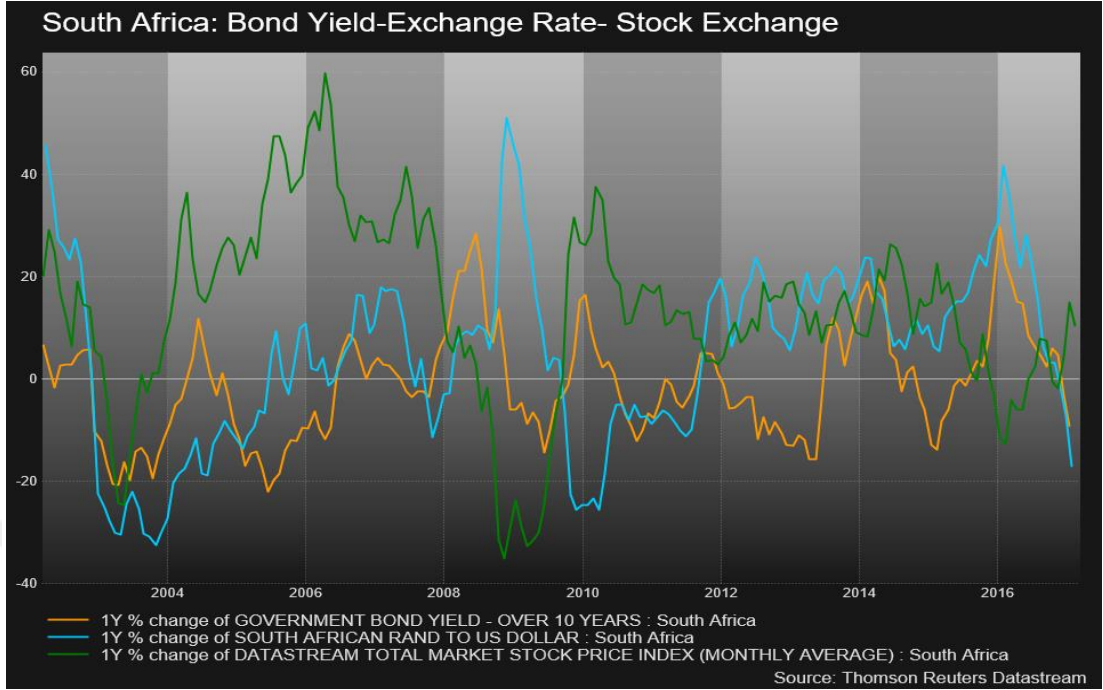
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.12 : Hindistan için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



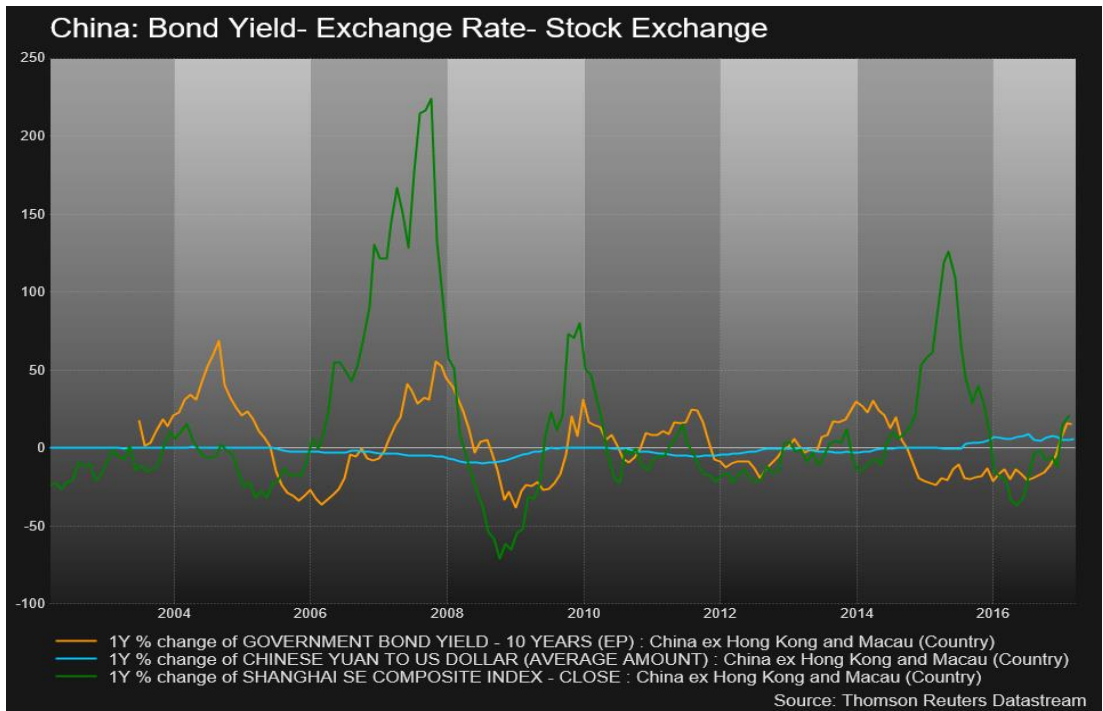
Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.13: Güney Afrika için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



Kaynak: Thomson Reuters Datastream

Şekil 3.14: Çin için Tahvil-Kur-Endeks İlişkisi



Kaynak: Thomson Reuters Datastream

3.3.2. Analiz Sonuçları

Araştırmanın temel amacı kapsamında incelenmek istenen asıl husus olan kamu finansı ile sermaye piyasası ilişkisi bu bölümde analiz edilecektir. Araştırma sorusu en basit haliyle şu şekilde ifade edilebilir:

- (i) Sermaye piyasası oynaklığı kamu finansmanın ortalama düzeyini ve oynaklığını etkiliyor mu?
- (ii) Kamu finansmanı oynaklığı sermaye piyasasının ortalama düzeyini ve oynaklığını etkiliyor mu?

Finansal zaman serileri, genel olarak sabit ortalama ve varyansa sahip olmadıklarından dolayı, bu serilerin modellenmesinde çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemlerin başında, Engle (1982) tarafından önerilen otoregresif koşullu değişen varyans modeli (ARCH) gelmektedir. Daha sonra ise Bollerslev (1986) tarafından oluşturulan GARCH modeli ve Nelson (1991) tarafından oluşturulan EGARCH modeli geliştirilmiştir (Duran, Şahin, 2006).

Bu iki temel araştırma sorusunu cevaplayabilmek için zaman serisi analizi kapsamında öncelikle her bir değişken için en ideal ARIMA serisi bulunup, GARCH yapısı oluşturulmuştur. Daha sonra ise GARCH tahminlemesinde hem getiri serisine hem de oynaklık denkleminde diğer değişkenin koşullu oynaklığı bağımsız bir değişken olarak eklenmektedir (Çelik, ve ark., 2014). Bu durumda eklenen bu değişkenin istatistiksel anlamlılığına göre araştırma soruları cevaplanmıştır. Bu yöntem her ülke için ayrı ayrı ele alınarak uygulanmıştır.

Bu çalışmada yapılmak istenen analizin birtakım farklı yöntemlerle de ele alınabileceği bilinmelidir. Özellikle riskin yayılması konusundaki akademik yazınlarda bu tür yöntemlerden oldukça fazla görülmektedir. Açıklanan ekonometrik yöntemin niteliği çalışma kapsamında ayrıca bir kısıt olarak görülmektedir.

Analizler, belli bir zaman periyodunda günlük veriler ışığında ve iki değişkenle yapılmıştır. Bu noktada sermaye piyasalarını ve kamu finansmanını temsilen başka değişkenlerin seçilmesi yoluyla da benzer hipotez testleri gerçekleştirilebilmektedir. Daha da önemlisi, sermaye piyasaları ile kamu finansmanı

arasında aracılık rolündeki değişkenlerin de etkisine bakılabilmektedir. Bu ve benzeri durumlar araştırmada kısıt olarak görülebilmektedir.

3.3.2.1. Türkiye

Analiz kapsamında sorulan araştırma sorularının ortaya koyduğu hipotezler ilk olarak Türkiye için test edilmiştir. Kamu finansmanını temsilen 10 yıllık devlet tahvil verimi ile sermaye piyasalarını temsilen BIST100 endeks değeri kullanılmıştır. Birinci aşamada serilerin ARIMA denklemleri tahmin edilip, GARCH yapıları belirlenmiştir. Endeks ve tahvil değişkenleri serilerinin otokorelasyon ve kısmi otokorelasyon fonksiyonlarının birlikte değerlendirilmesi ve tahmin edilen parametrelerin anlamlı, Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) bilgi kriterlerinin küçük ve olabilirlik oranının yüksek olması nedeniyle ARIMA yapıları tahmin edilmiştir.

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.1.1: Tahvil Piyasası İçin ARMA(2,2)=EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(6) + C(7)*ABS(RESID(-1))/@SQRT(GARCH(-1))) + C(8) *RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(9)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000333	0.000238	-1.399469	0.1617
AR(1)	0.631924	0.103098	6.129334	0.0000
AR(2)	-0.767989	0.081589	-9.412911	0.0000
MA(1)	-0.559311	0.101344	-5.518937	0.0000
MA(2)	0.771922	0.078512	9.831931	0.0000
Variance Equation				
C(6)	-0.327707	0.055335	-5.922215	0.0000
C(7)	0.154429	0.018832	8.200477	0.0000
C(8)	0.019566	0.011207	1.745858	0.0808
C(9)	0.976910	0.005305	184.1343	0.0000
R-squared	0.010781	Mean dependent var		1.02E-06
Adjusted R-squared	0.008563	S.D. dependent var		0.012168
S.E. of regression	0.012116	Akaike info criterion		-6.280575
Sum squared resid	0.261875	Schwarz criterion		-6.252960
Log likelihood	5626.975	Hannan-Quinn criter.		-6.270378
Durbin-Watson stat	2.003289			

Daha sonra ise hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(7,6)-TARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.1.2: Hisse Senedi Piyasası İçin ARMA(7,6)-TARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

$$\text{GARCH} = C(15) + C(16)*\text{RESID}(-1)^2 + C(17)*\text{RESID}(-1)^2*(\text{RESID}(-1)<0) + C(18)*\text{GARCH}(-1)$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000753	0.000289	2.605441	0.0092
AR(1)	-0.481393	0.049041	-9.816116	0.0000
AR(2)	-0.525065	0.059520	-8.821661	0.0000
AR(3)	-0.201213	0.066573	-3.022442	0.0025
AR(4)	-0.443813	0.065735	-6.751550	0.0000
AR(5)	-0.387625	0.056386	-6.874497	0.0000
AR(6)	-0.910203	0.044596	-20.40989	0.0000
AR(7)	0.005456	0.025013	0.218134	0.8273
MA(1)	0.479583	0.042748	11.21877	0.0000
MA(2)	0.540940	0.055265	9.788072	0.0000
MA(3)	0.213615	0.061549	3.470625	0.0005
MA(4)	0.473968	0.059737	7.934274	0.0000
MA(5)	0.421283	0.050540	8.335589	0.0000
MA(6)	0.912862	0.038817	23.51718	0.0000

Variance Equation

α_0	1.50E-05	3.65E-06	4.114045	0.0000
α_1	0.003796	0.017006	0.223184	0.8234
γ_1	0.132876	0.023926	5.553707	0.0000
β_1	0.849945	0.029781	28.54027	0.0000
GED PARAMETER	1.330115	0.047281	28.13188	0.0000

R-squared	0.006728	Mean dependent var	0.000322
Adjusted R-squared	-0.000546	S.D. dependent var	0.014566
S.E. of regression	0.014570	Akaike info criterion	-5.770001
Sum squared resid	0.376800	Schwarz criterion	-5.711701
Log likelihood	5180.266	Hannan-Quinn criter.	-5.748473
Durbin-Watson stat	2.039598		

Hisse senedi piyasası oynaklığının, tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(7,6)-TARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.1.3'de görülmektedir.

Tablo 3.1.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.001351	0.000381	-3.545428	0.0004
INDEX_CV	5.391497	1.478420	3.646796	0.0003
AR(1)	-0.007416	0.728075	-0.010185	0.9919
AR(2)	0.040268	0.069889	0.576171	0.5645
MA(1)	63710.43	474260.2	0.134336	0.8931
MA(2)	650669.7	15389.06	42.28132	0.0000
Variance Equation				
α_0	-1.125766	0.205759	-5.471287	0.0000
α_1	0.140501	0.018652	7.532705	0.0000
γ_1	0.012484	0.011381	1.096923	0.2727
β_1	0.972442	0.005498	176.8624	0.0000
INDEX_CV	130.4325	30.80669	4.233901	0.0000
R-squared	1.000000	Mean dependent var		1.02E-06
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var		0.012168
S.E. of regression	1.86E-08	Akaike info criterion		-33.05618
Sum squared resid	6.16E-13	Schwarz criterion		-33.02243
Log likelihood	29579.75	Hannan-Quinn criter.		-33.04372
Durbin-Watson stat	2.054413			

Tablo 3.1.4 incelendiğinde, hisse senedi piyasası oynaklığının artması tahvil getirisini ve tahvil oynaklığını arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla, tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve hisse senedi getirisi için oluşturulan ARM

A(7,6)-TARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.1.4'de görülmektedir.

Tablo 3.1.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

GARCH = C(16) + C(17)*RESID(-1)^2 + C(18)*RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0) + C(19)*GARCH(-1) + C(20)*BOND_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.002361	0.000488	4.837533	0.0000
BOND_CV	-9.006426	4.218325	-2.135071	0.0328
AR(1)	0.017263	3.179232	0.005430	0.9957
AR(2)	0.005688	2.624524	0.002167	0.9983
AR(3)	0.014702	1.736100	0.008468	0.9932
AR(4)	-0.188286	1.669788	-0.112760	0.9102
AR(5)	0.200653	1.131018	0.177409	0.8592
AR(6)	-0.005682	0.118724	-0.047855	0.9618
AR(7)	0.026514	0.079858	0.332010	0.7399
MA(1)	-11179.84	60993.96	-0.183294	0.8546
MA(2)	21763.49	93753.53	0.232135	0.8164
MA(3)	-13570.63	96344.34	-0.140856	0.8880
MA(4)	2376.338	111134.3	0.021383	0.9829
MA(5)	18299.35	82826.56	0.220936	0.8251
MA(6)	25316.45	24518.61	1.032540	0.3018
Variance Equation				
α_0	-2.19E-15	1.35E-15	-1.625168	0.1041
α_1	0.018667	0.010110	1.846375	0.0648
γ_1	0.185423	0.027338	6.782549	0.0000
β_1	0.903579	0.009449	95.62951	0.0000
BOND_CV	2.04E-11	5.45E-12	3.741688	0.0002
R-squared	1.000000	Mean dependent var		0.000322
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var		0.014566
S.E. of regression	3.63E-07	Akaike info criterion		-26.91914
Sum squared resid	2.33E-10	Schwarz criterion		-26.85470
Log likelihood	24100.17	Hannan-Quinn criter.		-26.89534
Durbin-Watson stat	2.046568			

Tablo 3.1.4 incelendiğinde, tahvil piyasası oynaklığının artması hisse senedi getirisini azaltırken, hisse senedi piyasası oynaklığını arttırmaktadır.

3.3.2.2. Brezilya

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.2.1: Tahvil Getirisi İçin ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = $\alpha_0 + \alpha_1 * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1))) + \gamma_1 * \text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \beta_1 * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$				
Dependent Variable: GBOND				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000226	0.000221	-1.022862	0.3064
AR(1)	-1.107199	0.281728	-3.930029	0.0001
AR(2)	-0.661375	0.457442	-1.445812	0.1482
AR(3)	-0.854215	0.444662	-1.921043	0.0547
AR(4)	-0.672183	0.250791	-2.680248	0.0074
MA(1)	1.145168	0.270148	4.239043	0.0000
MA(2)	0.688885	0.448402	1.536310	0.1245
MA(3)	0.887095	0.436832	2.030747	0.0423
MA(4)	0.727310	0.248070	2.931873	0.0034
Variance Equation				
α_0	-0.359154	0.092100	-3.899616	0.0001
α_1	0.162723	0.026045	6.247798	0.0000
γ_1	0.031432	0.016150	1.946230	0.0516
β_1	0.974003	0.008758	111.2096	0.0000
T-DIST. DOF	4.686827	0.407535	11.50042	0.0000
R-squared	0.010498	Mean dependent var		-0.000156
Adjusted R-squared	0.004795	S.D. dependent var		0.011963
S.E. of regression	0.011935	Akaike info criterion		-6.479957
Sum squared resid	0.197704	Schwarz criterion		-6.427424
Log likelihood	4540.250	Hannan-Quinn criter.		-6.460317
Durbin-Watson stat	2.036000			

Daha sonra ise hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.2.2: Hisse Senedi Getirisi İçin ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) Model Sonucu

LOG(GARCH) = $\alpha_0 + \alpha_1 * ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + \gamma_1 * RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + \beta_1 * LOG(GARCH(-1))$				
Dependent Variable: GINDEX				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000342	0.000352	-0.971712	0.3312
AR(1)	-0.274952	2.029403	-0.135484	0.8922
AR(2)	-0.646203	1.403406	-0.460454	0.6452
AR(3)	0.383335	1.893044	0.202497	0.8395
MA(1)	0.268357	2.020633	0.132808	0.8943
MA(2)	0.668865	1.400452	0.477607	0.6329
MA(3)	-0.405747	1.943790	-0.208740	0.8347
Variance Equation				
α_0	-0.259370	0.078667	-3.297079	0.0010
α_1	0.095142	0.023112	4.116603	0.0000
γ_1	-0.076546	0.015426	-4.962057	0.0000
β_1	0.978095	0.008222	118.9668	0.0000
T-DIST. DOF	11.94167	3.204338	3.726720	0.0002
R-squared	0.005069	Mean dependent var		-4.82E-05
Adjusted R-squared	0.000775	S.D. dependent var		0.014678
S.E. of regression	0.014672	Akaike info criterion		-5.687600
Sum squared resid	0.299215	Schwarz criterion		-5.642571
Log likelihood	3984.789	Hannan-Quinn criter.		-5.670766
Durbin-Watson stat	1.995836			

Hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.2.3’de görülmektedir.

Tablo 3.2.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(11) + C(12)*ABS(RESID(-1))/@SQRT(GARCH(-1)) + C(13)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(14)*LOG(GARCH(-1)) +C(15)*INDEX_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-8.70E-05	0.000578	-0.150597	0.8803
INDEX_CV	-1.203842	2.877902	-0.418305	0.6757
AR(1)	-0.078135	2.559363	-0.030529	0.9756
AR(2)	0.302744	1.447525	0.209146	0.8343
AR(3)	-0.417930	1.366174	-0.305913	0.7597
AR(4)	0.023576	0.060201	0.391626	0.6953
MA(1)	3273.127	554.9821	5.897717	0.0000
MA(2)	1006.096	8532.491	0.117914	0.9061
MA(3)	-1388.459	6235.819	-0.222659	0.8238
MA(4)	1605.683	5093.617	0.315234	0.7526
Variance Equation				
α_0	-23.60830	1.157802	-20.39062	0.0000
α_1	-9.150474	27.24542	-0.335854	0.7370
γ_1	-2.240402	19.08839	-0.117370	0.9066
β_1	-0.654812	0.050409	-12.99010	0.0000
INDEX_CV	6246.571	1130.879	5.523642	0.0000
T-DIST. DOF	2.000004	2.36E-05	84920.87	0.0000
R-squared	1.000000	Mean dependent var	-0.000156	
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var	0.011963	
S.E. of regression	3.34E-06	Akaike info criterion	-22.72358	
Sum squared resid	1.55E-08	Schwarz criterion	-22.66355	
Log likelihood	15888.42	Hannan-Quinn criter.	-22.70114	
Durbin-Watson stat	2.055830			

Tablo 3.2.3'den görüldüğü gibi, hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil getirisi üzerinde anlamlı bir etkisi yokken, tahvil oynaklığı üzerinde anlamlı ve arttırıcı bir etkisi vardır. Diğer bir ifadeyle, hisse senedi piyasası oynaklığı tahvil piyasası oynaklığını arttırmaktadır.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.2.4'de görülmektedir.

Tablo 3.2.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(9) + C(10)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(11)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(12)*LOG(GARCH(-1)) + C(13)*BOND_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.024765	0.682135	0.036305	0.9710
BOND_CV	-91.36756	19.69611	-4.638864	0.0000
AR(1)	1.103049	0.012174	90.60604	0.0000
AR(2)	0.429806	0.024472	17.56319	0.0000
AR(3)	-0.532861	0.036133	-14.74727	0.0000
MA(1)	1.282166	0.203859	6.289486	0.0000
MA(2)	4.806127	0.267776	17.94829	0.0000
MA(3)	-6.851917	0.243170	-28.17751	0.0000
Variance Equation				
α_0	-11.08163	1.559118	-7.107626	0.0000
α_1	0.181205	0.061841	2.930191	0.0034
γ_1	0.046460	0.040898	1.136017	0.2559
β_1	0.197636	0.115275	1.714479	0.0864
BOND_CV	5820.279	902.1703	6.451419	0.0000
T-DIST. DOF	21.34732	1.384011	15.42424	0.0000
R-squared	0.968165	Mean dependent var		-0.000156
Adjusted R-squared	0.968005	S.D. dependent var		0.011963
S.E. of regression	0.002140	Akaike info criterion		-9.850997
Sum squared resid	0.006361	Schwarz criterion		-9.798464
Log likelihood	6894.922	Hannan-Quinn criter.		-9.831357
Durbin-Watson stat	2.189695			

Tablo 3.2.4'den görüldüğü gibi, tahvil piyasasındaki oynaklığının artması hisse senedi getirisini azaltırken, hisse senedi piyasası oynaklığını arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

3.3.2.3. Rusya

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(9,5)-EGARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.3.1: Tahvil Getirisi İçin ARMA(9,5)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(16) + C(17)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(18)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(19)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000191	0.000186	1.026700	0.3046
AR(1)	1.344537	0.329039	4.086257	0.0000
AR(2)	-0.081462	0.377125	-0.216007	0.8290
AR(3)	-1.082295	0.293948	-3.681927	0.0002
AR(4)	0.842064	0.393627	2.139245	0.0324
AR(5)	-0.344159	0.251050	-1.370879	0.1704
AR(6)	-0.007518	0.054348	-0.138337	0.8900
AR(7)	-0.023289	0.037739	-0.617090	0.5372
AR(8)	0.010128	0.039251	0.258020	0.7964
AR(9)	0.016627	0.024526	0.677944	0.4978
MA(1)	-1.268235	0.329394	-3.850211	0.0001
MA(2)	0.001799	0.357099	0.005039	0.9960
MA(3)	1.050087	0.293745	3.574818	0.0004
MA(4)	-0.766546	0.375137	-2.043378	0.0410
MA(5)	0.348513	0.224394	1.553133	0.1204
Variance Equation				
α_0	-1.420970	0.215662	-6.588864	0.0000
α_1	0.610610	0.093988	6.496661	0.0000
γ_1	0.128652	0.045498	2.827604	0.0047
β_1	0.879409	0.021983	40.00391	0.0000
T-DIST. DOF	2.642696	0.231668	11.40723	0.0000
R-squared	-0.023984	Mean dependent var		-1.77E-05
Adjusted R-squared	-0.033810	S.D. dependent var		0.013998
S.E. of regression	0.014232	Akaike info criterion		-6.653096
Sum squared resid	0.295537	Schwarz criterion		-6.581241
Log likelihood	4923.332	Hannan-Quinn criter.		-6.626304
Durbin-Watson stat	2.328186			

Daha sonra hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.3.2: Hisse Senedi Getirisi İçin ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) Model Sonucu

LOG(GARCH) = C(8) + C(9)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(10)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(11)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000340	0.000156	2.182290	0.0291
AR(1)	0.216226	0.040918	5.284326	0.0000
AR(2)	-0.209545	0.039252	-5.338432	0.0000
AR(3)	0.892832	0.036071	24.75198	0.0000
MA(1)	-0.205794	0.041138	-5.002485	0.0000
MA(2)	0.158177	0.039763	3.977996	0.0001
MA(3)	-0.899064	0.037165	-24.19108	0.0000
Variance Equation				
α_0	-0.493101	0.127301	-3.873510	0.0001
α_1	0.154750	0.031012	4.990020	0.0000
γ_1	-0.082364	0.020574	-4.003369	0.0001
β_1	0.956631	0.013346	71.67794	0.0000
T-DIST. DOF	4.918889	0.509138	9.661212	0.0000
R-squared	0.010841	Mean dependent var		0.000233
Adjusted R-squared	0.006795	S.D. dependent var		0.014471
S.E. of regression	0.014421	Akaike info criterion		-5.959442
Sum squared resid	0.305106	Schwarz criterion		-5.916329
Log likelihood	4404.109	Hannan-Quinn criter.		-5.943367
Durbin-Watson stat	2.011962			

Hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-GARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(9,5)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.3.3’de görülmektedir.

Tablo 3.3.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(17) + C(18)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) +C(19)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(20)*LOG(GARCH(-1)) +C(21)*INDEX_CV

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000272	0.000300	-0.907114	0.3643
INDEX_CV	0.895127	1.477647	0.605779	0.5447
AR(1)	0.148111	0.195340	0.758221	0.4483
AR(2)	-0.223973	0.192715	-1.162199	0.2452
AR(3)	0.319215	0.112991	2.825128	0.0047
AR(4)	-0.269169	0.189346	-1.421572	0.1552
AR(5)	0.754779	0.162522	4.644156	0.0000
AR(6)	-0.073607	0.051999	-1.415531	0.1569
AR(7)	-0.044910	0.035044	-1.281525	0.2000
AR(8)	0.044902	0.030091	1.492218	0.1356
AR(9)	0.015174	0.023505	0.645570	0.5186
MA(1)	-0.054520	0.199065	-0.273882	0.7842
MA(2)	0.261617	0.198105	1.320596	0.1866
MA(3)	-0.375007	0.110944	-3.380150	0.0007
MA(4)	0.195176	0.202424	0.964190	0.3350
MA(5)	-0.797737	0.168289	-4.740286	0.0000
Variance Equation				
α_0	-1.572101	0.092859	-16.92997	0.0000
α_1	0.662762	0.024786	26.73891	0.0000
γ_1	0.114572	0.020308	5.641698	0.0000
β_1	0.877402	0.009272	94.62624	0.0000
INDEX_CV	-79.64054	75.91186	-1.049119	0.2941

Tablo 3.3.3 incelendiğinde, hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasası getirisi ve oynaklığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla, tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(9,5)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.3.4’de görülmektedir.

Tablo 3.3.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000421	0.000189	2.228806	0.0258
BOND_CV	-0.305719	0.417443	-0.732361	0.4639
AR(1)	0.210975	0.040443	5.216618	0.0000
AR(2)	-0.211524	0.038392	-5.509562	0.0000
AR(3)	0.892495	0.035817	24.91808	0.0000
MA(1)	-0.201119	0.040141	-5.010290	0.0000
MA(2)	0.160965	0.038518	4.179015	0.0000
MA(3)	-0.900471	0.036194	-24.87876	0.0000

Variance Equation				
α_0	-0.527114	0.132113	-3.989868	0.0001
α_1	0.152845	0.032550	4.695735	0.0000
γ_1	-0.081870	0.020644	-3.965827	0.0001
β_1	0.952955	0.013875	68.68328	0.0000
BOND_CV	10.13294	6.943935	1.459251	0.1445

R-squared	0.008912	Mean dependent var	0.000233
Adjusted R-squared	0.004180	S.D. dependent var	0.014471
S.E. of regression	0.014440	Akaike info criterion	-5.958627
Sum squared resid	0.305700	Schwarz criterion	-5.908329
Log likelihood	4405.508	Hannan-Quinn criter.	-5.939873
Durbin-Watson stat	2.001192		

Tablo 3.3.4 incelendiğinde, tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasası getirisi ve oynaklığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

3.3.2.4. Hindistan

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(3,3)-TARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.4.1: Tahvil Getirisi İçin ARMA(3,3)-TARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

GARCH = C(8) + C(9)*RESID(-1)^2 + C(10)*RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0) + C(11)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000674	0.000426	-1.583128	0.1134
AR(1)	-0.146251	2.181337	-0.067047	0.9465
AR(2)	-0.272286	1.241292	-0.219357	0.8264
AR(3)	0.080795	0.072709	1.111207	0.2665
MA(1)	-5.806741	27.64924	-0.210014	0.8337
MA(2)	-4.201639	46.51854	-0.090322	0.9280
MA(3)	-21.28273	0.832416	-25.56742	0.0000
Variance Equation				
α_0	3.33E-08	3.32E-09	10.03750	0.0000
α_1	-0.013981	0.001549	-9.024257	0.0000
γ_1	0.108286	0.013889	7.796641	0.0000
β_1	0.729893	0.017286	42.22482	0.0000
R-squared	0.997799	Mean dependent var		-0.000213
Adjusted R-squared	0.997778	S.D. dependent var		0.008838
S.E. of regression	0.000417	Akaike info criterion		-13.16527
Sum squared resid	0.000111	Schwarz criterion		-13.08933
Log likelihood	4276.549	Hannan-Quinn criter.		-13.13581
Durbin-Watson stat	1.967191			

Daha sonra hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.4.2: Hisse Senedi Piyasası İçin ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(10) + C(11)*ABS(RESID(-1))/@SQRT(GARCH(-1)) + C(12)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(13)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000612	0.000324	1.887420	0.0591
AR(1)	0.688543	4.113333	0.167393	0.8671
AR(2)	-0.106746	2.424323	-0.044031	0.9649
AR(3)	-0.657557	0.220525	-2.981779	0.0029
AR(4)	0.054091	2.808236	0.019262	0.9846
MA(1)	-0.591103	4.113716	-0.143691	0.8857
MA(2)	-0.007514	2.014886	-0.003729	0.9970
MA(3)	0.741965	0.321324	2.309089	0.0209
MA(4)	-0.067236	3.092325	-0.021743	0.9827
Variance Equation				
α_0	-0.925029	0.247050	-3.744299	0.0002
α_1	-0.040166	0.044455	-0.903525	0.3662
γ_1	-0.182906	0.034258	-5.339102	0.0000
β_1	0.897754	0.027298	32.88776	0.0000
GED PARAMETER	1.278679	0.087580	14.60016	0.0000
R-squared	0.017864	Mean dependent var		0.000610
Adjusted R-squared	0.007041	S.D. dependent var		0.010162
S.E. of regression	0.010126	Akaike info criterion		-6.475471
Sum squared resid	0.074448	Schwarz criterion		-6.387854
Log likelihood	2393.736	Hannan-Quinn criter.		-6.441679
Durbin-Watson stat	2.005817			

Hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(4,4)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-TARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.4.3’de görülmektedir.

Tablo 3.4.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

$$\text{GARCH} = C(9) + C(10) \cdot \text{RESID}(-1)^2 + C(11) \cdot \text{RESID}(-1)^2 \cdot (\text{RESID}(-1) < 0) + C(12) \cdot \text{GARCH}(-1) + C(13) \cdot \text{INDEX_CV}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-3.54E-05	6.81E-05	-0.520275	0.6029
INDEX_CV	0.170232	0.749403	0.227157	0.8203
AR(1)	0.079705	0.308762	0.258145	0.7963
AR(2)	-0.082296	0.309930	-0.265531	0.7906
AR(3)	0.177009	0.408634	0.433172	0.6649
MA(1)	-0.095325	0.308614	-0.308880	0.7574
MA(2)	0.098081	0.309511	0.316892	0.7513
MA(3)	-0.200020	0.403055	-0.496260	0.6197
Variance Equation				
α_0	3.57E-05	4.58E-05	0.780983	0.4348
α_1	0.044075	0.106169	0.415135	0.6780
γ_1	-0.088256	0.107426	-0.821550	0.4113
β_1	0.519064	0.633271	0.819655	0.4124
INDEX_CV	-0.049919	0.121179	-0.411939	0.6804
GED PARAMETER	0.557741	0.040065	13.92101	0.0000
R-squared	-0.002674	Mean dependent var		-0.000354
Adjusted R-squared	-0.013797	S.D. dependent var		0.006521
S.E. of regression	0.006565	Akaike info criterion		-7.715841
Sum squared resid	0.027199	Schwarz criterion		-7.618128
Log likelihood	2479.211	Hannan-Quinn criter.		-7.677912
Durbin-Watson stat	1.995339			

Tablo 3.4.3 incelendiğinde, hisse senedi koşullu varyansının modele dahil edilmesi sonuçları anlamsız hale getirmiştir.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasası oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla aşağıdaki model oluşturulmuş ve model katsayılarını anlamsız hale geldiği görülmüştür.

Tablo 3.4.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

$$\text{LOG(GARCH)} = \text{C}(11) + \text{C}(12) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / @\text{SQRT}(\text{GARCH}(-1))) + \text{C}(13) * \text{RESID}(-1) / @\text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(14) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(15) * \text{BOND_CV}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.053793	0.171832	-0.313056	0.7542
BOND_CV	4497.771	12697.40	0.354228	0.7232
AR(1)	0.348928	0.008465	41.21845	0.0000
AR(2)	0.333818	0.009281	35.96969	0.0000
AR(3)	0.093909	3.71E-05	2529.732	0.0000
AR(4)	0.223345	0.000877	254.6350	0.0000
MA(1)	-35.78918	7.163303	-4.996184	0.0000
MA(2)	8.029210	2.071352	3.876314	0.0001
MA(3)	16.62272	3.475458	4.782886	0.0000
MA(4)	10.60501	2.340789	4.530526	0.0000
Variance Equation				
C(11)	-13.78218	32.49341	-0.424153	0.6715
C(12)	0.012269	0.135767	0.090368	0.9280
C(13)	-0.026632	0.084024	-0.316952	0.7513
C(14)	0.152054	1.999573	0.076043	0.9394
C(15) bond	37041.21	2780635.	0.013321	0.9894
GED PARAMETER	1.353955	0.088522	15.29506	0.0000
R-squared	0.999169	Mean dependent var		0.000644
Adjusted R-squared	0.999157	S.D. dependent var		0.010326
S.E. of regression	0.000300	Akaike info criterion		-13.40421
Sum squared resid	5.65E-05	Schwarz criterion		-13.29254
Log likelihood	4298.646	Hannan-Quinn criter.		-13.36086
Durbin-Watson stat	2.063274			
Inverted AR Roots	1.00	.01+.58i	.01-.58i	-.67
Inverted MA Roots	35.55	1.01	-.38+.39i	-.38-.39i
Estimated MA process is noninvertible				

3.3.2.5. Çin

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.5.1: Tahvil Getirisi İçin ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(6) + C(7)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(8)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(9)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-8.49E-05	0.000204	-0.416899	0.6768
AR(1)	-0.470979	0.225768	-2.086125	0.0370
AR(2)	-0.279154	0.169580	-1.646152	0.0997
MA(1)	0.602878	0.219421	2.747585	0.0060
MA(2)	0.388930	0.153799	2.528818	0.0114
Variance Equation				
α_0	-0.881145	0.110263	-7.991269	0.0000
α_1	0.253287	0.020826	12.16227	0.0000
γ_1	-0.023174	0.014034	-1.651237	0.0987
β_1	0.930460	0.010439	89.13476	0.0000
R-squared	0.026209	Mean dependent var		-6.81E-05
Adjusted R-squared	0.023469	S.D. dependent var		0.009355
S.E. of regression	0.009245	Akaike info criterion		-6.915875
Sum squared resid	0.121529	Schwarz criterion		-6.882679
Log likelihood	4943.477	Hannan-Quinn criter.		-6.903477
Durbin-Watson stat	1.979859			

Daha sonra hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(3,3)-EGARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.5.2: Hisse Senedi Getirisi İçin ARMA(3,3)-GARCH(1,1) Model Sonucu

GARCH = C(8) + C(9)*RESID(-1)^2 + C(10)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-6.05E-05	0.000358	-0.168920	0.8659
AR(1)	-0.085365	0.131540	-0.648967	0.5164
AR(2)	-0.289082	0.106052	-2.725845	0.0064
AR(3)	-0.813679	0.130895	-6.216278	0.0000
MA(1)	0.108861	0.117554	0.926053	0.3544
MA(2)	0.283823	0.094962	2.988796	0.0028
MA(3)	0.860118	0.117306	7.332255	0.0000
Variance Equation				
C	2.88E-06	4.72E-07	6.112740	0.0000
RESID(-1)^2	0.058843	0.004633	12.70099	0.0000
GARCH(-1)	0.930639	0.004945	188.1918	0.0000
R-squared	0.004046	Mean dependent var		-1.37E-06
Adjusted R-squared	-0.000162	S.D. dependent var		0.016536
S.E. of regression	0.016537	Akaike info criterion		-5.663355
Sum squared resid	0.388338	Schwarz criterion		-5.626471
Log likelihood	4050.804	Hannan-Quinn criter.		-5.649580
Durbin-Watson stat	1.920983			

Hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-GARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.5.3'de görülmektedir.

Tablo 3.5.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(7) + C(8)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(9) *RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(10)*LOG(GARCH(-1)) + C(11)*INDEX_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.53E-05	0.000280	0.304367	0.7608
INDEX_CV	-0.715690	0.729709	-0.980788	0.3267
AR(1)	-0.475859	0.221539	-2.147966	0.0317
AR(2)	-0.275774	0.168480	-1.636836	0.1017
MA(1)	0.608963	0.215312	2.828278	0.0047
MA(2)	0.387865	0.152903	2.536669	0.0112
Variance Equation				
α_0	-0.851941	0.109379	-7.788875	0.0000
α_1	0.251181	0.020645	12.16695	0.0000
γ_1	-0.023830	0.013900	-1.714353	0.0865
β_1	0.932966	0.010299	90.58930	0.0000
INDEX_CV	-10.09342	22.37015	-0.451200	0.6518
R-squared	0.026256	Mean dependent var		-6.81E-05
Adjusted R-squared	0.022830	S.D. dependent var		0.009355
S.E. of regression	0.009248	Akaike info criterion		-6.913980
Sum squared resid	0.121523	Schwarz criterion		-6.873408
Log likelihood	4944.125	Hannan-Quinn criter.		-6.898828
Durbin-Watson stat	1.982191			

Tablo 3.5.3 incelendiğinde, hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasası getirisi ve oynaklığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla, tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(2,2)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(3,3)-GARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.5.4’de görülmektedir.

Tablo 3.5.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

GARCH = C(9) + C(10)*RESID(-1)^2 + C(11)*GARCH(-1) + C(12) *BOND_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000799	0.000577	-1.383322	0.1666
BOND_CV	12.23585	8.195778	1.492945	0.1355
AR(1)	-0.082063	0.139807	-0.586971	0.5572
AR(2)	-0.288281	0.112720	-2.557491	0.0105
AR(3)	-0.810666	0.138922	-5.835383	0.0000
MA(1)	0.104441	0.126003	0.828878	0.4072
MA(2)	0.284839	0.101786	2.798424	0.0051
MA(3)	0.856134	0.125720	6.809822	0.0000
Variance Equation				
C	3.70E-06	5.87E-07	6.299456	0.0000
RESID(-1)^2	0.060882	0.004819	12.63286	0.0000
GARCH(-1)	0.930090	0.004953	187.7878	0.0000
BOND_CV	-0.017446	0.007307	-2.387624	0.0170
R-squared	0.005925	Mean dependent var		-1.37E-06
Adjusted R-squared	0.001021	S.D. dependent var		0.016536
S.E. of regression	0.016527	Akaike info criterion		-5.663611
Sum squared resid	0.387605	Schwarz criterion		-5.619350
Log likelihood	4052.986	Hannan-Quinn criter.		-5.647081
Durbin-Watson stat	1.926891			

Tablo 3.5.4 incelendiğinde, tahvil piyasasındaki oynaklığın hisse senedi getirisi üzerinde etkisi yokken, tahvil piyasasındaki oynaklığın artması hisse senedi piyasası oynaklığını azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

3.3.2.6. Güney Afrika

İlk olarak tahvil getirisi için Akaike ve Schwartz bilgi kriterleri dikkate alınarak en uygun model ARMA(9,8)-EGARCH(1,1) modeli seçilmiştir.

Tablo 3.6.1: Tahvil Getirisi İçin ARMA(9,8)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(19) + C(20)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(21)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(22)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-6.53E-05	0.000174	-0.374610	0.7080
AR(1)	-1.843316	0.018863	-97.72356	0.0000
AR(2)	-0.972154	0.017710	-54.89312	0.0000
AR(3)	-0.060280	0.000571	-105.4976	0.0000
AR(4)	-0.368970	0.005760	-64.06015	0.0000
AR(5)	-0.367721	0.003611	-101.8310	0.0000
AR(6)	0.764077	0.017476	43.72072	0.0000
AR(7)	1.406435	0.002963	474.7052	0.0000
AR(8)	0.560085	0.009033	62.00628	0.0000
AR(9)	-0.125348	0.001603	-78.18577	0.0000
MA(1)	1.959390	0.016740	117.0498	0.0000
MA(2)	1.160996	0.034996	33.17467	0.0000
MA(3)	0.110311	0.039614	2.784652	0.0054
MA(4)	0.274410	0.038627	7.104067	0.0000
MA(5)	0.325578	0.037891	8.592509	0.0000
MA(6)	-0.779921	0.039504	-19.74297	0.0000
MA(7)	-1.584295	0.033170	-47.76267	0.0000
MA(8)	-0.835556	0.014926	-55.97989	0.0000
Variance Equation				
α_0	-0.717788	0.225080	-3.189043	0.0014
α_1	0.165563	0.035192	4.704500	0.0000
γ_1	0.007647	0.016921	0.451919	0.6513
β_1	0.938474	0.021786	43.07700	0.0000
GED PARAMETER	1.375893	0.039677	34.67741	0.0000
R-squared	0.039926	Mean dependent var		0.000102
Adjusted R-squared	0.026130	S.D. dependent var		0.009655
S.E. of regression	0.009528	Akaike info criterion		-6.683394
Sum squared resid	0.107398	Schwarz criterion		-6.585899
Log likelihood	4036.378	Hannan-Quinn criter.		-6.646670
Durbin-Watson stat	1.931686			

Daha sonra hisse senedi getirisi için en uygun model ARMA(9,10)-EGARCH(1,1) olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.6.2: Hisse Senedi Getirisi İçin ARMA(9,10)-EGARCH(1,1) Model Tahmin Sonucu

LOG(GARCH) = C(21) + C(22)*ABS(RESID(-1))/@SQRT(GARCH(-1)) + C(23)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(24)*LOG(GARCH(-1))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000521	0.000111	4.714955	0.0000
AR(1)	-0.184482	0.182172	-1.012681	0.3112
AR(2)	-0.146680	0.312621	-0.469195	0.6389
AR(3)	-0.034396	0.157042	-0.219023	0.8266
AR(4)	-0.229954	0.008966	-25.64753	0.0000
AR(5)	0.022263	0.136217	0.163436	0.8702
AR(6)	-0.117629	0.087979	-1.337003	0.1812
AR(7)	0.543511	0.196856	2.760956	0.0058
AR(8)	0.379162	0.216399	1.752147	0.0797
AR(9)	0.214828	0.289923	0.740984	0.4587
MA(1)	0.137297	0.099385	1.381461	0.1671
MA(2)	0.032933	0.157241	0.209440	0.8341
MA(3)	-0.011619	0.087337	-0.133039	0.8942
MA(4)	0.177232	0.024012	7.381069	0.0000
MA(5)	-0.084217	0.076383	-1.102556	0.2702
MA(6)	0.025373	0.042862	0.591970	0.5539
MA(7)	-0.538184	0.103170	-5.216458	0.0000
MA(8)	-0.394480	0.107346	-3.674848	0.0002
MA(9)	-0.202006	0.144759	-1.395470	0.1629
MA(10)	0.084573	0.039984	2.115186	0.0344
Variance Equation				
α_0	-4.879583	1.110740	-4.393094	0.0000
α_1	0.206417	0.077914	2.649287	0.0081
γ_1	0.007721	0.000204	37.76981	0.0000
β_1	0.497095	0.117176	4.242288	0.0000
T-DIST. DOF	5.938936	1.080159	5.498203	0.0000
R-squared	0.014454	Mean dependent var		0.000358
Adjusted R-squared	-0.001401	S.D. dependent var		0.009468
S.E. of regression	0.009475	Akaike info criterion		-6.559692
Sum squared resid	0.106022	Schwarz criterion		-6.453720
Log likelihood	3964.095	Hannan-Quinn criter.		-6.519775
Durbin-Watson stat	1.956437			

Hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla hisse senedi getiri için oluşturulan ARMA(9,10)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(9,8)-EGARCH(1,1) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.6.3’de görülmektedir.

Tablo 3.6.3: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığının Tahvil Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(20) + C(21)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) +C(22)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(23)*LOG(GARCH(-1)) +C(24)*INDEX_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.001115	8.20E-06	136.0026	0.0000
INDEX_CV	-15.23567	0.082121	-185.5274	0.0000
AR(1)	0.118821	0.005610	21.17904	0.0000
AR(2)	0.247300	0.003037	81.42053	0.0000
AR(3)	0.076919	0.003679	20.90908	0.0000
AR(4)	0.466643	0.002374	196.5382	0.0000
AR(5)	0.206376	0.002847	72.48269	0.0000
AR(6)	-0.557134	0.002489	-223.8563	0.0000
AR(7)	0.283934	0.003195	88.88142	0.0000
AR(8)	-0.152384	0.001082	-140.8923	0.0000
AR(9)	-0.079483	0.001083	-73.40498	0.0000
MA(1)	-6.20E+23	2.06E+22	-30.10600	0.0000
MA(2)	5.60E+23	2.49E+22	22.50127	0.0000
MA(3)	8.62E+23	2.51E+22	34.27723	0.0000
MA(4)	3.20E+23	1.72E+22	18.63265	0.0000
MA(5)	6.98E+22	1.29E+22	5.396340	0.0000
MA(6)	-2.89E+23	1.27E+22	-22.71220	0.0000
MA(7)	-7.19E+23	2.11E+22	-34.10593	0.0000
MA(8)	1.45E+23	9.85E+21	14.75126	0.0000
Variance Equation				
α_0	-16.81268	0.015011	-1120.019	0.0000
α_1	4.945854	0.067804	72.94372	0.0000
γ_1	1.066850	0.016456	64.82980	0.0000
β_1	0.886392	3.77E-05	23525.95	0.0000
INDEX_CV	-660.9148	74.06502	-8.923441	0.0000
R-squared	1.000000	Mean dependent var		0.000102
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var		0.009655
S.E. of regression	9.32E-27	Akaike info criterion		-111.1291
Sum squared resid	1.03E-49	Schwarz criterion		-111.0274
Log likelihood	66757.02	Hannan-Quinn criter.		-111.0908
Durbin-Watson stat	2.521786			

Tablo 3.6.3'e göre, hisse senedi piyasası oynaklığının tahvil piyasası getirisi ve oynaklığı üzerinde anlamlı ve azaltıcı bir etkisinin olduğu görülmektedir.

Tahvil piyasası oynaklığının hisse senedi piyasasının getirisi ve oynaklığı üzerindeki etkisini görmek amacıyla, tahvil getirisi için oluşturulan ARMA(9,8)-EGARCH(1,1) modelinin koşullu varyansı elde edilmiş ve hisse senedi getirisi için oluşturulan ARMA(9,10)-EGARCH(1,1)) modeline dahil edilmiştir. Sonuçlar Tablo 3.6.4'de görülmektedir.

Tablo 3.6.4: Tahvil Piyasası Oynaklığının Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

LOG(GARCH) = C(22) + C(23)*ABS(RESID(-1))/@SQRT(GARCH(-1))) +C(24)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(25)*LOG(GARCH(-1)) +C(26)*BOND_CV				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000470	0.000328	1.433285	0.1518
BOND_CV	0.096214	4.299341	0.022379	0.9821
AR(1)	0.045218	0.033061	1.367738	0.1714
AR(2)	-0.660927	0.001490	-443.5602	0.0000
AR(3)	0.476283	0.015637	30.45849	0.0000
AR(4)	-0.409064	0.014751	-27.73045	0.0000
AR(5)	0.421545	0.020789	20.27761	0.0000
AR(6)	-0.301242	0.066153	-4.553708	0.0000
AR(7)	0.269772	0.017178	15.70474	0.0000
AR(8)	0.123191	0.070893	1.737698	0.0823
AR(9)	0.664829	0.002317	286.9571	0.0000
MA(1)	-0.055657	0.045611	-1.220253	0.2224
MA(2)	0.604192	0.034939	17.29280	0.0000
MA(3)	-0.503912	0.040975	-12.29796	0.0000
MA(4)	0.338601	0.040715	8.316401	0.0000
MA(5)	-0.419274	0.043141	-9.718640	0.0000
MA(6)	0.230576	0.061315	3.760533	0.0002
MA(7)	-0.231804	0.038947	-5.951714	0.0000
MA(8)	-0.162261	0.063411	-2.558886	0.0105
MA(9)	-0.649006	0.025050	-25.90793	0.0000
MA(10)	0.004071	0.030974	0.131437	0.8954
Variance Equation				
α_0	-0.605836	0.154464	-3.922170	0.0001
α_1	0.055952	0.031282	1.788650	0.0737
γ_1	-0.155404	0.025185	-6.170394	0.0000
β_1	0.942544	0.015227	61.90030	0.0000
BOND_CV	188.0075	146.6599	1.281929	0.1999
R-squared	0.023691	Mean dependent var		0.000358
Adjusted R-squared	0.007144	S.D. dependent var		0.009468
S.E. of regression	0.009434	Akaike info criterion		-6.626014
Sum squared resid	0.105028	Schwarz criterion		-6.511564
Log likelihood	4005.922	Hannan-Quinn criter.		-6.582904
Durbin-Watson stat	2.027864			

Tablo 3.6.4 incelendiğinde, tahvil piyasasındaki oynaklığın hisse senedi getirisi ve oynaklığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

3.3.3. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası getiri ve oynaklığı üzerinde ve sermaye piyasası oynaklığının kamu finansmanı oynaklığı ve getirisi üzerindeki analiz sonuçları bu bölümde özetlenmektedir. Türkiye ve BRICS ülkeleri için yapılan analizlerde sonuçların ülkeler arası farklılıklar gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Şekil 3.15 ve 3.16’da görüldüğü üzere Türkiye ve Brezilya’ya ilişkin sonuçlar benzerlik taşımakla beraber diğer ülke sonuçlarına göre farklılıklar bulundurmaktadırlar. Türkiye ve Brezilya vakalarında kamu finansmanı oynaklığının artmasının, hem sermaye piyasası oynaklığını hem de endeks getiri ortalamasını arttırdığı gösterilmiştir. Buna karşın sermaye piyasası oynaklığı Türkiye’de hem kamu finansman oynaklığını hem de devlet tahvil verim ortalamasını artırırken, Brezilya’da ise sermaye piyasası oynaklığı kamu finansman oynaklığını artırmasına karşın devlet tahvil verimi ortalaması üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmamıştır.

Şekil 3.15: Türkiye

Türkiye	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(+)*	(-)*
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(+)*	

Şekil 3.16: Brezilya

Brezilya	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(+)*	(-)*
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(-)	

Şekil 3.17'den anlaşılacağı üzere analiz sonuçları Rusya açısından anlamlı sonuçlar vermemiştir. Bu durumda sonuçlar ne sermaye piyasası oynaklığının kamu finansman oynaklığı ve ortalaması üzerinde ne de kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası oynaklığı ve ortalaması üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir.

Şekil 3.17: Rusya

Rusya	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(+)	(-)
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(+)	

Benzer olarak şekil 3.18'den anlaşılacağı üzere analiz sonuçları Hindistan açısından da anlamlı sonuçlar vermemiştir. Bu durumda sonuçlar ne sermaye piyasası oynaklığının kamu finansman oynaklığı ve ortalaması üzerinde ne de kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası oynaklığı ve ortalaması üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir.

Şekil 3.18: Hindistan

Hindistan	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(+) (-)	(+)
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(+)	

Şekil 3.19'dan da anlaşılacağı üzere analiz sonuçları Çin açısından istatistiksel olarak anlamlı tek bir ilişki ortaya koymaktadır. Buna göre, kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası oynaklığını azaltıcı yönde bir etkisinin olduğu görülmektedir.

Şekil 3.19: Çin

Çin	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(-)* (-)	(+)
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(-)	

Son olarak Şekil 3.20’den de anlaŐılıcađı üzere analiz sonuçları Güney Afrika açısından değerlendirildiğinde, istatistiksel olarak anlamlı iki ilişki ortaya koymaktadır. Buna göre, sermaye piyasası oynaklığının hem kamu finansmanı oynaklığını hem de ortalama getiriye azaltıcı yönde bir etkisinin olduğu görülmektedir.

Şekil 3.20: Güney Afrika

Güney Afrika	Sermaye Piyasası Oynaklığı ↓	Borsa Endeks Ortalama Değeri
Kamu Finansmanı Oynaklığı →	(+) (-)*	(+)
Devlet Tahvil Ortalama Verimi	(-)*	

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Kamu finansı ve sermaye piyasası oynaklığı arasındaki ilişkinin yönünü ve derecesini saptayabilmek adına Türkiye ve BRICS ülkelerinin kamu finansı ve sermaye piyasası verileri kullanılarak oluşturulan ekonometrik modeller ile bazı testler gerçekleştirilmiştir. Analiz değişkenleri olarak Türkiye ve BRICS ülkeleri kullanılmış, bunun sebebi olarak ise bu ülkelerin benzer özellikler taşıması ve ülkelerin yükselen ekonomiler olarak tanımlanan ülke grubu arasında yer alması göstebilmektedir. Bu bilgilere ek olarak, büyüme oranı ile tahvil piyasası getiri oynaklıklarının gelişmiş olan ekonomiler ile kıyaslandığında daha yüksek olan ülkeler olarak tanımlanması da diğer bir sebep olarak gösterilebilmektedir. Tüm bu veriler doğrultusunda çalışma kapsamında sorulabilecek en önemli soru, muhtemel risk kaynağının sermaye piyasasından kamu finansına mı yoksa kamu finansından sermaye piyasasına doğru mu olduğunun saptanmaya çalışılması olarak belirlenmiştir ve analizler bu doğrultuda gerçekleştirilmiştir.

Analizler, belirli bir zaman periyodunda günlük veriler ışığında ve iki değişkenle gerçekleştirilmiştir. Bunlardan ilki, sermaye piyasalarını temsilen o ülkenin ilgili borsa endeks değerleri, ikincisi ise, kamu finansmanını temsilen devlet tahvillerinin verimidir. Analizin yapıldığı dönem olarak ise 27.01.2010 ile 19.12.2016 aralığında bulunan günlük veriler kullanılmıştır. Araştırma için bu dönemin seçilmiş olmasındaki en temel sebep, varolan verilerin her ülke ve ilgili değişkenler için eksiksiz elde edilmiş olması ve bu süre içerisinde herhangi bir kırılma (kriz ve benzeri) gözlenmemiş olmasıdır.

Araştırma metodu olarak, temel araştırma sorusunu cevaplayabilmek için zaman serisi analizi kapsamında öncelikle her bir değişken için en ideal ARIMA serisi bulunmuş olup, GARCH yapısı oluşturulmuştur. Daha sonra ise GARCH tahminlemesinde hem getiri serisine hem de oynaklık denkleminde diğer değişkenin koşullu oynaklığı bağımsız bir değişken olarak eklenmiştir (Çelik, ve ark., 2014). Bu durumda eklenen bu son değişkenin istatistiksel anlamlılığına göre araştırma soruları cevaplanmış ve bu yöntem her bir ülke için ayrı ayrı ele alınarak uygulanmıştır.

Çalışma kapsamında, analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası getirisi ve oynaklığı üzerine veya sermaye

piyasası oynaklığının kamu finansmanı getirisi ve oynaklığı üzerine etkileri Türkiye ve BRICS ülkeleri için Ocak 2000 ile Aralık 2016 günlük verileri kullanılarak oluşturulan zaman serileri analizleri sonucunda ülkeler arası farklı sonuçlar gösterdiği verisine ulaşılmıştır. Araştırma kapsamında bulunan ülkelere kısaca değinecek olursak; Türkiye ve Brezilya'ya dair analiz sonuçları birbirleri ile benzerlik göstermesine rağmen, diğer ülke sonuçları ile birtakım farklılıklara sahip bulunmaktadır. Buna göre kamu finansmanı oynaklığının artmasının hem sermaye piyasası oynaklığını hem de endeks getiri ortalamasını arttırdığı görülmüştür. Buna karşı sermaye piyasası oynaklığı hem kamu finansman oynaklığı hem de devlet tahvil verim ortalamasını arttırırken, Brezilya'da ise sermaye piyasası oynaklığı kamu finansman oynaklığını arttırırken, devlet tahvil verimi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmamıştır. Analize dahil edilen Rusya ve Hindistan'a ait analiz sonuçları anlamlı sonuçlar vermemekte ve analizde kullanılan iki değişkenin de birbirleri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunadığı gözlemlenmiştir. Çin analizi sonuçlarına göre, istatistiksel olarak anlamlı tek bir ilişki saptanmış olup, kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası oynaklığını azaltıcı etkisi olduğu ifade edilmiştir. Analizleri yapılan Güney Afrika verileri sonuçlarına göre istatistiksel olarak anlamlı iki ilişki bulunmuş olup, buna göre sermaye piyasası oynaklığının hem kamu finansmanı oynaklığını hem de ortalama getiriyi azaltıcı yönde bir etkisinin bulunduğunu göstermiştir.

Çalışma sonunda tezin amacı yerine getirilmiş olup, araştırma modelinden hareketle yapılan test ve analizlerin işaret ettiği şekilde kamu finansman oynaklığının sermaye piyasası getirisi ve oynaklığı üzerinde, sermaye piyasası oynaklığının ise kamu finansmanı oynaklığı ve getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığı saptanmış olup, ülkelerin sahip olduğu verilere göre her bir ülke açısından farklı sonuçlar doğurduğu bilgisine ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

Abdioğlu, T. ve Terzi, H. (2009), “Enflasyon ve Bütçe Açıkları İlişkisi: Tanzi ve Patinkin Etkisi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23(2), 195-211.

Adelman, I. (1999), “Financial Crises - Causes, Consequences and Remedies”, Department of Agricultural and Resource Economics and Policy, Division of California at Berkeley.

Aktan, Coşkun Can ve Hüseyin Şen (2001), “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”.

Ali Hakan Evik, (2004), “Sermaya Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları”, Ankara.

Ali Hepşen, Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul, İTO, 2005, 89.

Andersen, T. M. ve Sørensen, A. (2008), “Globalisation Squeezes the Public Sector- Is It So Obvious?”, Economics Working Paper 2008-8, Denmark: University of Aarhus.

Arellano, Cristina, Juan Carlos Conesa ve Timothy J. Kehoe. (2012), “Chronic sovereign debt crises in Eurozone”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Economic Policy Paper, Mayıs 2012, 12-4.

Arestis, Phillip ve Malcolm Sawyer. (2010), “The return of fiscal policy”, Journal of Post-Keynesian Economics, 32(3), 327-346.

Aslan Eren, Bora Süslü, “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiyede Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi” Yeni Türkiye, Eylül-Ekim 2001, No:41, Cilt:7, 3.

Ayşe Nur Canbaloğlu, “Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması Ve Türkiye Uygulaması”, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

Balkan, Neşecan, (1994). Kapitalizm ve Borç Krizi, İstanbul: Bağlam.

Becker, J., Johannes Jager, Bernhard Leubolt ve Rudy Weissenbacher, (2010). Peripheral financialisation and vulnerability to crisis: A regulationist perspective, Competition and Change, 14 (3-4), 225- 247.

Berberoğlu, B. (2011). '2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerinin Kùmeleme Analizi İle İncelenmesi', Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, c. 11, S. 1, 105-130.

Blaug, M. (1978), *Economic Theory in Retrospect*, Cambridge: Cambridge University Press.

Burnham, Peter, (1999). The politics of economic management in the 1990s, *New Political Economy*, 4 (1), 37-53.

Cafer Kaplan, Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği, İstanbul, TCMB, (2002), 2.

Cemal Küçüksözen, "Finansal Bilgi Manipülasyonu Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları Ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2004 (Yayımlanmamış Doktora Tezi).

Cemal Küçüksözen, (1999). Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Ankara.

Corlett, W. J. ve Hague, D.C. (1953), Complementarity and the Excess Burden of Taxation, *Review of Economic Studies*, XXI: 21-30.

Coşkun, M. Nejat, (2001). "Türkiye Ekonomisinde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri", *Kriz ve IMF Politikaları*, Ed: Ömer Faruk Çolak, Alkım Yayınevi, İstanbul,

Crockett, A. (2001). Why is Financial Stability a Goal of Public Policy /J.Rabin ve G.Stevens (der.) *Handbook of Monetary and Fiscal Policy* içinde, ERC Pres.

Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara (2008).

Çavuşoğlu, A. T. (2005), "Vergi Gelirleri ve Kamu Harcamaları Açısından Enflasyon: Tanzi ve Ters-Tanzi Etkileri", *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(3), 35-52.

Danacı, M. C., Ceyhan, M., 'Küresel Finans Krizinin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Krizden Çıkış Politikaları',1385-1401, web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/80.pdf.

Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, c. 15, 3, 251-270.

Diamond, P. (2002), "Public Finance Theory-Then and Now", *Journal of PublicEconomics*, 86(3), 311-317.

Doğan Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt II, İstanbul, (2005).

Delice, Güven (2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", Erciyes Üniversitesi.

İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 20, Ocak- Haziran, 57- 81.

Due, J. F. ve Friedlander, A. F. (1973), Government Finance: Economics of the Public Sector, Homewood: Richard D. Irwin.

Eğilmez, M. (2010). Küresel Finans Krizi (Piyasa Sisteminin Eleştirisi), Remzi Kitabevi: İstanbul.

Ejder Yılmaz, Hukuk Sözlüğü, Ankara 2003.

El-Erian, M. (2009). Piyasalar Çarpışınca (Küresel Ekonomik Değişim Çağı İçin Yatırım Stratejileri), ScalaYayıncılık: İstanbul.

Erişah Arıcan, Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları Uygulamaları: Türkiye, İstanbul, Derin, 2002, 27.

Fisher, Stanley (1988), "Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation", Quarterly Journal of Economics, 103 (1), 115.

Feldstein, M. (2002), "The Transformation of Public Economics Research: 1970–2000", Journal of Public Economics, 86(3): 319-326.

Foster, John Bellamy ve Hannah Holleman. 2010. The financial power elite, Monthly Review, 62 (1), <http://monthlyreview.org/2010/05/01/the-financial-power-elite>

Goodhart, C. (2008) The Boundary Problem in Financial Regulation, National Institute Economic Review, no.206, 48-54.

Gonca Canbulut, "Finansal Bilgi Manipülasyonu ve Örnek Bir Uygulama", Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

Gordon, R. ve Poterba, J. (2002), "April 2002 Symposium, The Third Decade of the Journal of Public Economics", Journal of Public Economics, 86 (3): 307-310.

Göker,Z., Balseven, H. (2008) Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri, İktisat İşletme ve Finans, 23, 264, 40-58.

Gökhan Karabulut, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, İstanbul, Der, 2002.

5411 sayılı Bankalar Kanunu, m.54.

Guolin Jiang/Paul G. Mahoney/Jianping Mei, Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools, Forthcoming Journal of Financial Economics Papers.

Güngen, Ali Rıza. 2010. Finansallaşma: Sorunlu bir kavram ve verimli bir araştırma gündemi, Praksis, 22, 85-108.

Güran, M. C. (2005), Kamu Hizmetlerinde Performans Ölçümü, Ankara: Hacettepe Üniversitesi Yayınları.

Halil Altıntaş, “Bankacılık Krizleri, Nedenler ve Ekonomik Maliyetleri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak-Haziran 2004, No:22, 57.

Halil İbrahim Küçük, “Sermaye Piyasasında Manipülasyon Cezai ve Hukukî Sonuçları”, Süleyman Demirel Üniversitesi SBE, Isparta 2010 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

Herber, B. P. (1967), Modern Public Finance, Homewood: Richard D. Irwin.
IMF, World Economic Outlook, September 2011.

ISO, Dünya Ekonomisi Bülteni Ekim 2011, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Şubesi.

İbrahim Onur Baysal, “Sermaye Piyasasında Manipülasyon Suçu”, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

Jameson, M. (1988) Practical Guide to Creative Accounting, London: Kogan Page.

Kaminsky, Graciela ve Carmen M. Reinhart, (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", American Economic Review, Vol: 89, No: 3, June, ss. 475-500.

Karabulut, Gökhan (2002), Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları, No 328, İstanbul

Kaul, I. (2006), “Exploring the Policy Space Between Markets and States Global Public-Private Partnerships”, I. Kaul ve P. Conceição (der.), The New Public Finance içinde, New York: Oxford University Press, 91-140.

Kern Alexander, Insider Dealing And Market Abuse, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 222.

Kaul, I., Grunber, I. ve Stern, M. (1999a) Defining Global Public Goods / I.Kaul,I.Grunberg ve M.Stern (der.), Global Public Goods:International Cooperation in the 21st Century içinde, Oxford University Pres., 2-20.

Kaul, I., Grunber, I. ve Stern, M. (1999b) Global Public Goods: Concepts, Policies and Strategies / I.Kaul,I.Grunberg ve M.Stern (der.) Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century içinde, Oxford University Pres.,450-509.

Kibritçioğlu, A. (2010). ‘Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri’, Munich Personal Repec Archive, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29470/>, 1-22.

Krugman, P. (2010). Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz ,(Çev. N. Domaniç), Literatür Yayınları: İstanbul.

Melik Kamışlı, “İşlem Bazlı Manipülasyonun Finansal Oranlarla Belirlenmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Bir Uygulama”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi SBE, Eskişehir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

Mışkın,F. (1996) Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, NBER WP no.5600, 1-65.

Mışkın,F. (1997) The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>

Musgrave, R. A. (1959), The Theory of Public Finance, New York: McGraw Hill.

Musgrave, R. A. ve Peacock, A. T. (1958), Classics in the Theory of Public Finance, New York: Macmillan.

Oktar, S. , Dalyancı , L. (2010). ‘Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler’, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, c. 29, 2, 1-22.

Olivera, J. H. G. (1967), “Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation”, Quarterly Review (Banca Nazionale del Lavoro), 20, 258-267.

Özatay, F. (2010) .Finansal Krizler ve Türkiye, Doğan Egmont Yayıncılık: İstanbul.

Öztürk, S., Gövdere, B. (2010). ‘Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri’, Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi.

Patır, S., Tetik, N., Aydın, B. (2009). Küresel Krizin Dünyada ve Türkiye’de Etkileri Malatya.

Patinkin, D. (1993), “Israel’s Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory”, Journal of Economic Perspectives, 7(2), 103-128.

Poterba, M. J. (2002), “Recent Developments in and Future Prospects for Public Economics”, American Economist, 46 (2), 20-30. Pigou, A. C. (1912), Wealth and Welfare, London: Macmillan.

Rajesh K. Aggarwal/Guojun Wu, Stock Market Manipulation — Theory and Evidence, March 11, 2003, AFA 2004 San Diego Meetings.

Ronald M. Copeland, “Income Smoothing” Journal of Accounting Research , Vol. 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968 (1968).

Serdar Karababa, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.

Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku Ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002.

Radice, Hugo. 2011. Cutting government deficits: Economic science or class war? *Capital and Class*, 35 (1), 125-137.

Radice, Hugo. 2013. Enforcing austerity in Europe: The structural deficit as a policy target, FESSUD Seminar, Leeds University Business School, 22 Ocak, Leeds.

Ramsey, F. P. (1927), "A Contribution to the Theory of Taxation", *Economic Journal*, 37(145), 47-61.

Rosen, H. ve Gayer, T. (2008), *Public Finance*, New York: McGraw Hill.

Rowley, C. (1997), "Introduction: The Relevance of Public Choice for Constitutional Political Economy", *Public Choice*, 90(1-4), 1-10.

Saad-Filho, Alfredo. 2009. Neoliberalim in crisis: A Marxist analysis, *Marxism* 21, 7 (1), 247-269.

Samuelson, P. A. (1954), "The Pure Theory of Public Expenditure", *Review of Economics and Statistics*, 36: 387-389.

Stern, N. (2002), "Towards a Dynamic Public Economics", *Journal of Public Economics*, 86(3), 335-339.

Stiglitz, J. E. (2002), "New Perspectives on Public Finance: Recent Achievements and Future Challenges", *Journal of Public Economics*, 86(3), 341-360.

Stopford J. M., Strange, S. ve Henley, J. S. (1991), *Rival States, Rival Firms: Competition for World Market Shares*, Cambridge: Cambridge University Press.

Şen, H. (2003), "Olivera-Tanzi Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *Maliye Dergisi*, 143, 30-57.

Tanzi, V. (1978), "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", *IMF Staff Papers*, 25(3), 417-451.

Tanzi, V. ve Schuknecht, L. (2000), *Public Spending in the 20th Century - A Global Perspective*, Cambridge: Cambridge University Press.

Telatar, O. M., Terzi, H. (2009). 'Türkiye' de Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi', *Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, c. 23, S. 2, 119-134.

Triest, R. K. (1990), "The Effects of Income Taxation on Labor Supply in the United State", *Journal of Human Resources*, 25(3), 491-516.

Yükseler, Z. (2009). Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu, *TCMB*, 1-54.

