



**T.C.**  
**NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELERİN İMALAT  
SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

**Mine IŞIK**

**DANIŞMAN**

**Yrd. Doç. Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK**

**Nevşehir**  
**Eylül 2016**





T.C.  
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

**FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELERİN İMALAT  
SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

**Mine IŞIK**

**DANIŞMAN**

**Yrd. Doç. Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK**

**Nevşehir**

**Eylül 2016**

## BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

### Tezi Hazırlayan

Mine IŞIK



## TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

**‘Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği’** adlı Yüksek Lisans, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Mine IŞIK



Danışman

Yrd.Doç.Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK



İktisat Ana Bilim Dalı Başkanı

Doç.Dr.Serdar ÖZTÜRK, İmza



## KABUL VE ONAY SAYFASI

Yrd.Doç.Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK danışmanlığında Mine IŞIK tarafından hazırlanan '**Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**' adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

27/09/2016

### JÜRİ

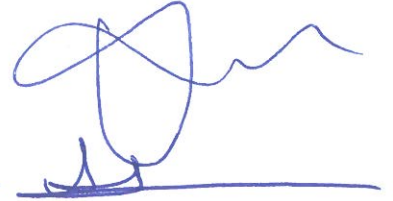
Danışman: Yrd.Doç.Dr.Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK

Üye: Doç.Dr. Alper ASLAN

Üye: Yrd. Doç. Dr. Ali Eren ALPŞER

### İMZA

Ö. Öztürk



### ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 19/09/2016 tarih ve 2016.47.196 sayılı Kararı ile onaylanmıştır.

19/09/2016

Doç.Dr. Nese Yalın

Enstitü Müdürü



## TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın hazırlanması sırasında değerli görüşlerini ve yardımlarını esirgemeyen, her aőamada yol gösteren ve desteğini sunan değerli Tez Danıőmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK'a ve değerli katkılarından dolayı hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK'a teőekkürlerimi arz ederim. Ayrıca uzakta olsalar dahi varlıklarını bir gölge gibi hep yanımda hissettiğim, yardımlarını bugüne kadar hiç esirgemeyen sevgili aileme anlayıőları ve fedakarlıkları için teşekkür etmeyi bir borç bilirim.

# FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELERİN İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Mine IŞIK

Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Ağustos 2016

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK

## ÖZET

Dünyada finansal liberalizasyon süreci 1970'lerde başlamıştır. Türkiye'de bu sürece 1980 sonrasında ekonomi politikalarında yaşanan dönüşümle dahil olmuştur. Finansal sistem fon aktarımındaki aracılık rolü nedeniyle firmaların yatırım kararları ve büyüme hedefleri üzerinde önemli bir rol üstlenmektedir. Bu tez çalışmasında Türkiye'de finans piyasalarında yaşanan gelişmeler hakkında bilgi vermek ve bu makro ekonomik gelişmelerin firmalar üzerindeki etkilerini test etmek amaçlanmaktadır. Çalışmada son otuz yılda izlenen finansal politikalar göz önünde bulundurulduktan sonra, bankacılık sektöründe ve sermaye piyasalarında önemli değişiklikler ve gelişmeler hakkında bilgi verilmektedir. Finansal piyasaların büyüklüğü, hacmi ve etkinliği çalışmada değerlendirilen bu değişimler arasında yer almaktadır.

Bu amaçla çalışmada Türkiye'de finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin Borsa İstanbul'a kote edilmiş olan imalat sanayi firmaları üzerine etkisi 1994- 2014 yılları arasında kapsayan dönem itibariyle incelenmiştir. Çalışmada verilerin zaman boyutunun firma boyutundan daha kısa olması ve tahmin edici modeller arasında daha güçlü sonuçlar ortaya koyması nedeniyle, Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılmıştır. Çalışmada, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerine etkisini incelemek adına sermaye yapısı, yatırım ve büyüme düzeyini temsil eden üç ekonometrik model kurulmuştur. Çalışmada yapılan analize göre, birinci modelde bağımsız değişkenler talog firma büyüklüğü ve ra2 karlılık düzeyinde meydana gelen bir artışın lev1 bağımlı değişkenini temsil eden Toplam Borç/ Toplam Aktif oranı üzerinde aynı yönlü bir artışa sebep olmayacağı, ikinci modelde bağımsız değişkenlerden M2 değerinin ise sermaye harcamaları ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu, üçüncü modelde bağımsız değişkenler M2 para arzında ve ldtalog büyüklükteki değişimin gecikmeli değerinde meydana gelen bir artışın büyüklük düzeyi üzerinde aynı yönde bir artışa sebep olmayacağı görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Finans Sektörü, Yatırım Finansmanı, Türk Sermaye Piyasası, Türk Bankacılık Sistemi



# **THE IMPACT OF THE FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS ON THE MANUFACTURING FIRMS: THE TURKISH CASE**

**Mine IŞIK**

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences**

**Economics M.B.A, August, 2016**

**Supervisor: Assistant Professor Özlem ŐZTŐRK ÇETENAK**

## **ABSTRACT**

The process of financial liberalization began in the 1970s in the world. Turkey has been involved in this process and the transformation of economic policy after 1980. Due to the role intermediary in the transfer of funds, financial system plays an important role in investment decisions and growth objectives of the company. The aim of this thesis is, to describe the developments in Turkish financial markets at the macroeconomic level and, then, to examine their effects at the level of firms. After reviewing the main financial policies in the last three decades, the paper describes the remarkable changes and progress in the banking sector and capital markets during the same period. This is done by evaluating changes in financial markets size, activity, and efficiency.

The paper analyzes the changes in both the access to financial markets and the financing decisions in a sample of Turkish firms. The sample consists of 130 firms that are quoted in the Borsa Istanbul and for which annual balance sheet data for the period 1994-2014 are available and complete. In this study we used to Generalized Method of Moments (GMM), because of the time dimension shorter than firm dimension and, demonstrate to strong result in comparison with other predictive models. In this study, to examine the impact of developments on the capital structure of the manufacturing industry companies on behalf of the financial markets, it has been established econometric model representing the three levels of investment and growth. According to the analysis conducted in this study, the independent variables in the first model taloga firm size and ra2 profitability level representing lev1 dependent variable of an increase in the Total Debt / Total Assets ratio above will not cause the same way an increase in the M2 value of the independent variable in the second model negative capital expenditure to have a directional relationship is seen arguments, the third model in the M2 money supply and orders of magnitude of the increase in the value ldtalog delayed the change in size will not cause an increase in the same direction.

**Keywords:** Financial Sector, Turkish Capital Market, Finance of Investments, Turkish Banking System

## İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

<b>BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK</b> .....	<b>I</b>
<b>TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK</b> .....	<b>II</b>
<b>KABUL VE ONAY SAYFASI</b> .....	<b>III</b>
<b>TEŞEKKÜR</b> .....	<b>IV</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>V</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>VI</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>VII</b>
<b>KISALTMALAR VE SİMGELER</b> .....	<b>X</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>XI</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>XII</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAVRAMSAL ÇERÇEVE

<b>1.1. Finansal Sistem</b> .....	<b>3</b>
1.1.1. Finansal Sistemin Genel Yapısı .....	3
1.1.2. Finansal Sistemin İşlevleri .....	6
1.1.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları .....	7
<b>1.2. Finansal Piyasalar</b> .....	<b>10</b>
1.2.1. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması .....	12
1.2.1.1. Fonların Ödünç Veriliş Sürelerine Göre Finansal Piyasalar.....	14
1.2.1.2. Örgütlenme Derecelerine Göre Finansal Piyasalar.....	16
1.2.1.3. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar .....	16
1.2.1.4. Kullanılan Finansal Araçlara Göre Finansal Piyasalar .....	17
1.2.1.5. El Değiştiren Menkul Kıymetlerin Vadesine Göre Finansal Piyasalar .	17
<b>1.3. Finansal Piyasalarda Faaliyet Gösteren Kurumlar</b> .....	<b>18</b>
1.3.1. Para Yaratıcı Finansal Kurumlar .....	20
1.3.1.1. Merkez Bankası .....	21
1.3.1.2. Ticaret (Mevduat) Bankaları.....	22

1.3.1.3. Katılım Bankaları.....	22
1.3.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar .....	23
1.3.2.1. Kalkınma ve Yatırım Bankaları.....	23
1.3.2.2. Sosyal Güvenlik Şirketleri .....	24
1.3.2.3. Sigorta Şirketleri .....	24
1.3.2.4. Esnaf ve Kefalet Kooperatifleri .....	25
<b>1.4. Finansal Piyasalarda Kullanılan Araçlar .....</b>	<b>25</b>
<b>1.5. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi.....</b>	<b>26</b>
1.5.1. Miktar Ölçütleri .....	27
1.5.1.1. Parasal Büyüklükler.....	27
1.5.1.2. Kredi Büyüklükleri .....	27
1.5.1.3. Sermaye Piyasası Büyüklükleri .....	28
1.5.2. Yapısal Ölçütler.....	28
1.5.3. Finansal Fiyatlar .....	29
1.5.4. Ürün Çeşitliliği .....	29
1.5.5. Değişim Maliyetleri.....	30

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMDEVE FİRMA YAPISINDA YAŞANAN DÖNÜŞÜMLER

<b>2.1. Makro Düzeyde Finansal Gelişmeler .....</b>	<b>31</b>
2.1.1. Finansal Sektör Politikaları .....	31
2.1.1.1. Finansal Baskı: McKinnon-Shaw Modeli (1973).....	31
2.1.1.2. Finansal Küreselleşme (1974-1981) .....	33
2.1.1.3. Türkiye'de Yaşanan Finansal Krizler .....	37
2.1.1.3.1. 1994 Bankacılık Krizi .....	39
2.1.1.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	42
2.1.1.3.3. 2008 Küresel Finansal Kriz.....	45
2.1.1.4. Geleceğe Yönelik Düzenlemeler .....	48
2.1.1.4.1. Basel I .....	49
2.1.1.4.2. Basel II .....	51
2.1.1.4.3. Basel III.....	52
<b>2.2. Mikro Düzeyde Finansal Gelişmeler .....</b>	<b>54</b>
2.2.1. Firma Yatırım ve Finansman Kısıtları .....	54
2.2.2. Firma Mali Yapısı .....	60
2.2.3. Firma Büyüme .....	62
<b>2.3. Türkiye'de Firmaların Yaşadığı Kurumsal Dönüşüm .....</b>	<b>65</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELERİN İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

<b>3.1. Literatür Taraması .....</b>	<b>68</b>
<b>3.2. Veri Seti.....</b>	<b>72</b>
<b>3.3. Yöntem .....</b>	<b>73</b>
<b>3.4. Ampirik Bulguların Özetlenmesi ve Sonuç.....</b>	<b>76</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>81</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>84</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>92</b>
EK 1. Ekonometrik Analize Dahil Edilmiş Olan Borsa İstanbul'da İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Listesi .....	92
<b>ÖZ GEÇMİŞ</b>	

## KISALTMALAR VE SİMGELER

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

BIS: Uluslar arası Ödemeler Bankası

ÇUŞ: Çok Uluslu Şirketler

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

ECOWAS: Batı Afrika Devletleri Ekonomik Birliği

GMM: Genelleştirilmiş Momentler Metodu

GSMH: Gayrisafi Milli Hasıla

GSYİH: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

IMF: Uluslar arası Para Fonu

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KOBİ: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler

KOSGEB: Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme Ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

OECD: Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü

OPEC: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TKB: Türkiye Katılım Bankası

TUIK: Türkiye İstatistik Kurumu

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

TÜRKONFED: Türk Girişim ve İş Dünyası Konfederasyonu

VAR: Vektör Otoregresyon

VECM: Vektör Hata Düzeltme

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> 1990-1995 Yılları arasında Türkiye'ye Ait Bazı Veriler.....	40
<b>Tablo 2:</b> İç Borçlanmaların Alıcılara Göre Durumu .....	41
<b>Tablo 3:</b> 1998 – 2002 Yılları Arası Ekonomik Gelişmelerin Kriz Göstergesi.....	43
<b>Tablo 4:</b> 2000 Yılı Boyunca (Aylık) Türkiye'de Faiz Oranları .....	44
<b>Tablo 5:</b> Gelişmiş ve Gelişme Yolundaki Ülkelerde Makro Göstergeler (%) .....	46
<b>Tablo 6:</b> Analizde Kullanılan Değişkenler .....	73
<b>Tablo 7:</b> Model 1 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	76
<b>Tablo 8:</b> Model 2 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	77
<b>Tablo 9:</b> Model 3 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	77
<b>Tablo 10:</b> Sistem GMM Tahmin Sonuçları .....	78

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<i>Şekil 1. Finansal Sistemin İşleyişi</i> .....	4
<i>Şekil 2. Türkiye'de Finansal Sistem</i> .....	6
<i>Şekil 3. Finansal Tablolar ve Finansal Piyasalar</i> .....	12
<i>Şekil 4. Finansal Piyasaların Yapısı</i> .....	13
<i>Şekil 5. Türkiye'deki Finansal Piyasalar</i> .....	18
<i>Şekil 6. Finansal ve Finansal Olmayan Kurumların Bilanço Yapıları</i> .....	19



## GİRİŞ

Bu araştırma finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin firma ve sektör düzeyinde etkileri nelerdir? sorusuna cevap aramaktadır. Finansal hizmetler sektörü; mevduat bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları, sermaye piyasaları, sigortacılık, finansal kiralama, faktöring ve tüketici finansmanı ve bireysel emeklilik sistemi gibi çok sayıda sektörü kapsama alanına almaktadır(DPT, 2006).

1980’li yıllardan itibaren hız kazanan küreselleşme sürecinin bir sonucu olarak yaşanan finansal krizlerin hızla ülkeler arasında yayılması, finansal sistemin küresel düzeyde sağlamlığının ve istikrarının sağlanması amacıyla uluslararası finans sisteminin temelini oluşturacak olan yapısal standartların belirlenmesi ve hazırlanmasına yönelik çalışmalarla hız kazanmıştır. Dünya’da finansal piyasalar sektör bazında değerlendirildiğinde, ülkelerin büyümeleri ile doğru orantılı olarak finans kuruluşları büyüme göstermiş, gerilemeleri ile de finans kuruluşları küçülmüştür. Yine gerek küresel boyutta gerekse ülkeler bazında yaşanan ekonomik krizlerin yönetiminde finans kuruluşları etkin rol oynamışlardır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler için en önemli nokta ise istikrarın korunması ve böylelikle ekonomik performanslarını sağlıklı bir biçimde sürdürebilmeleridir. Bu durumun aksamasına sebep olan riskler olarak iç ve dış makro dengesizliklerin varlığı dile getirilmektedir. Bu durum ekonomi ve finansal sistemin küresel görünümü için çok büyük önem arz etmektedir. Böylelikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde finansal hizmetler sektörünün kilit sektörler arasında olduğu görülmektedir (BDDK, 2012). Bu çalışmada ilk olarak Türkiye’de 1980’lerden sonra bankacılık sektöründe yaşanan gelişmeler ve bu dönemden sonra



yapılan reformların kurumların oluşum ve gelişimi üzerindeki etkileri açıklanmıştır. Daha sonra ise finansal piyasalarda yaşanan bu gelişmelerin mikro düzeyde etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de finansal piyasalardaki gelişmelerin firmalar üzerindeki etkisinin ve bu değişkenler arasındaki ilişkinin net bir şekilde anlaşılmasını sağlamaktır. Çalışmanın ikincil amacı ise, makroekonomik ve mikroekonomik düzeyde Türkiye’de finansal piyasalardaki gelişmeleri tanımlayarak sektörün etkisini çeşitli göstergeler yardımıyla analiz etmek ve ulaşılan analiz sonuçlarını yorumlayarak ülkenin genel durumunu ortaya koymaktır. Böylece ülkenin finansal durumu ile ilgilenen kişi ve kuruluşlar için yol gösterici sonuçların ortaya çıkarılabilmesi hedeflenmektedir.

Bu alışma, finansal gelişme ve finansal sistemin çeşitli bileşenlerinin nispi öneminin nedenleri üzerinde farklı sonuçlar sunmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, toplam düzeyde finansal sistem değerlendirilmektedir. Ancak alışma özelde, 1980 yılı ve sonrası Türkiye’de finansal yapı içerisinde meydana gelen gelişmeleri yıllar itibari ile değerlendirmektedir. Ayrıca ikinci bölüm içerisinde mali piyasaların boyut, aktivite ve verimlilik kriterlerine göre değerlendirilmesi, mikroekonomik kanıtların analizine rehberlik yapacaktır.

Türkiye’de finansal piyasaların mikroekonomik etkilerinin ortaya koyulmasını hedefleyen bu çalışmada, firma bazında etkilerin ortaya koyulabilmesi için Borsa İstanbul’a kote edilmiş şirketlerin bilanço verileri ve sektör analizleri için TCMB konsolide bilanço verileri kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi olarak banka kredileri büyüme oranı kullanılmıştır. Veriler 1995-2014 yıl aralığını kapsamaktadır. Borsa İstanbul’a kote edilmiş tüm firmaların aynı döneme ait verilerine ulaşma imkanı olmadığının bilinmesi nedeniyle çalışmanın doğru sonuçlar vermesi için eksik veriye sahip firmalar analiz dışında bırakılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde, dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılarak analiz yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar sonuç bölümünde değerlendirilmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## KAVRAMSAL ÇERÇEVE

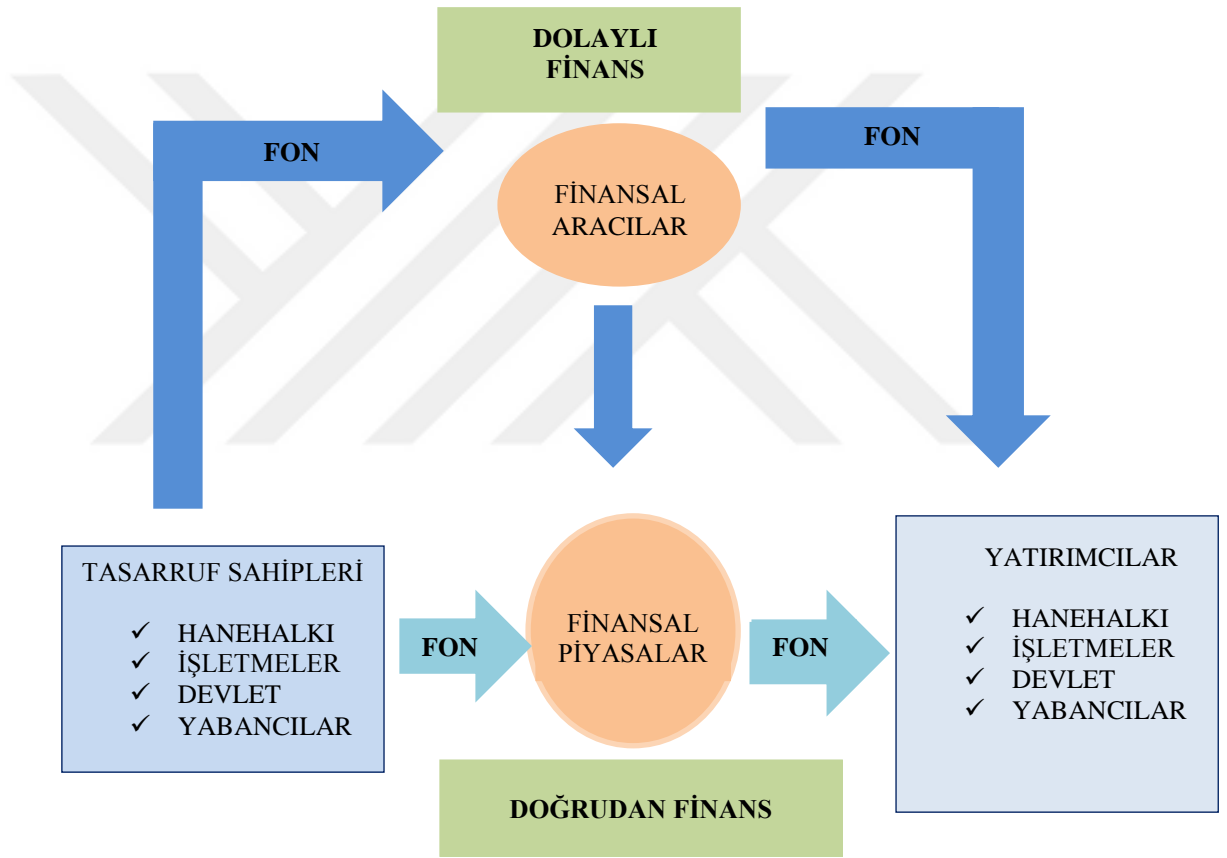
### 1.1. Finansal Sistem

#### 1.1.1. Finansal Sistemin Genel Yapısı

İktisat teorisinde tam olarak finansal piyasalardaki gelişmeyi ifade eden tek bir görüş bulunmamaktadır. Finansal gelişme olgusu iktisat tarihi boyunca çeşitli iktisatçılar tarafından değişik şekillerde ifade edilmiştir. İfade edilen görüşlerden bir kaçına değinecek olursak bazıları şu şekildedir. Finansal piyasalardaki gelişmeleri değerlendirebilmek adına kısa ve uzun dönem boyunca finansal yapıda meydana gelen değişimleri incelemek gerekmektedir. Çünkü finansal piyasalardaki gelişmeler, finansal sistem üzerinde meydana gelen değişimleri içermektedir. Finansal sistem ise ekonomideki finansal araç ve kurumlar tarafından şekillenmektedir (Goldsmith, 1969). Finansal piyasalardaki gelişmeler, finansal sistem yapısının büyüklüğü ve bu yapının uğradığı değişimdir şeklindeki görüş ise Shaw öncülüğünde geliştirilmiştir (Çolak ve Öçal, 1999). Finansal sistem, iktisadi sürecin genel işleyişi içerisinde önemli bir yere sahip özel bir olgu olarak ortaya çıkar. Bu süreç içerisinde finansal sistemi oluşturan etkenlerin değerlendirilmesi, sistemi süreç içerisindeki diğer ekonomik olgulardan farklı kılan etkenlerin rahatlıkla ifade edilebilmesine yardımcı olacaktır (Parasız,2001).

Dolayısıyla bu bölümde finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri değerlendirebilmek adına, finansal sistemin yapısı, bu sistemde faaliyet gösteren kurumlar ve kullanılan araçlar, finansal küreselleşme gibi finansal sistemin uğradığı değişimler ele alınacaktır.

Finansal sistem, çeşitli araçların ve kurumların bir bütün şeklinde piyasa içerisindeki etkileşimiyle oluşur (Parasız, 2001). İktisadi süreç içerisinde 1980 sonrası finansal ve reel değişkenlerin birbirini etkilediği gerçeği finansal piyasalardaki ve iktisadi sistemdeki gelişmelerin beraber hareket etmesi ile açığa çıkmıştır. Ekonomik gelişmenin zayıf dönemlerinde gelişmemiş bir finansal sistem, finansal araç ve kurumların yetersiz olduğu bir sistem söz konusu iken, ekonomik gelişmişliğin arttığı dönemler beraberinde finansal kurumların ve araçların artış göstermesi sonucunu doğurmuştur. (Capossa, 2008).



Şekil 1. Finansal Sistemin İşleyişi

Kaynak: Frederic SM, 1992, s: 39.

Şekil 1’de görüldüğü üzere finansal sistem, ekonomide fon talebi ya da fon arzında bulunan iktisadi birimler arasındaki fon akımını yönlendiren finansal kurumların ve finansal araçların, denetleyici, düzenleyici hukuki ve idari kurallar doğrultusunda oluşan bir olgudur. Ellerindeki gelirin tamamını tüketmeyen dolayısıyla fon fazlası

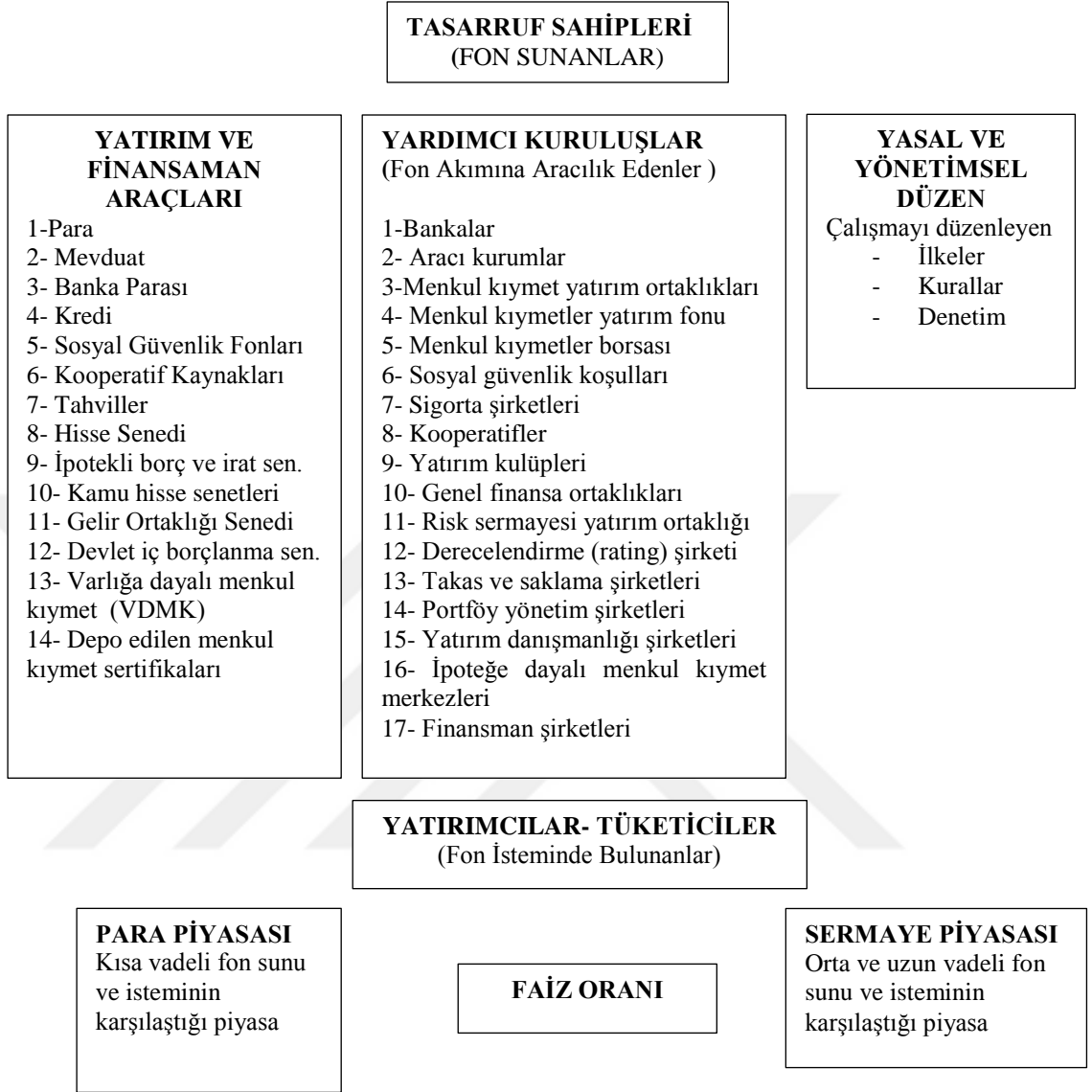
bulunan birimlerin ellerindeki fonları, ellerinde bulunan gelirden daha fazlasını talep eden birimlere yönlendiren finansal sistem, gerçekleştirilen bu fon transferi sayesinde tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini sağlar (TCMB, 2015).

Finansal sistemin yapısı incelendiğinde genel olarak beş temel bölümden oluştuğu görülmektedir. Bunlar, finansal araçlar, finansal piyasalar, para, finansal kurumlar ve Merkez Bankası'dır. Finansal sistem içerisindeki bu beş temel bölüm belirli bir zaman ilerledikçe değişmiş, gelişmiş ve daha karmaşık bir hal almıştır. Tüm bunlara dolayısıyla finansal sistemin yapısına bir bütün olarak bakıldığında tüm bunların bireysel anlamda ve ülkeler bazında yararlanılabilecek hizmetler olduğu bilinmektedir. Fiyat ve para ile birlikte etkin bir şekilde işleyen finansal sistem olgusu ve sistem içerisinde yer alan finansal araçlar, tüm bireyler tarafından yararlanılabilecek ekonomik bir çevre oluşmasını sağlamaktır. Bütün bu ifadeler doğrultusunda finansal sistem, para ve fiyatın doğası gereği finansal piyasalar için önem arz eden güven ilişkisini somutlaştırmakta ve bu konudaki yetersizliği yok etmektedir. Bu durum finansal sistemin en temel fonksiyonu olmaktadır (Darıcı, 2012).

Dolayısıyla finansal sistem ve finansal sistemin içerisinde yer alan finansal araçlar üretim, tüketim ve değişim için fon sağlamanın yanı sıra iyi işleyen ve gelişen bir ekonomik süreci beraberinde getirmektedir.

Finansal piyasalar ise finansal sistemin için de bulunduğu durumu ifade eder. Finansal piyasalar daha kapsamlı bir biçimde, bir ülke içerisinde fon talep edenler ile fon arz edenlerin etkileşim kurmasını sağlayan kurumlar, bu etkileşimi sağlayan araçlar ve tüm bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan meydana gelen bir yapı şeklinde ifade edilebilir (Tuncer 1985).

Finansal piyasalar çeşitli teknikler, araçlar ve kurumlar yolu ile elde tutulan birikimleri fon sunucularından fon kullanıcılarına devreden bir sistem olarak da tanımlanabilir. Bu sistemin öğeleri Şekil 2' de verilen Türkiye örneğinde ayrıntılı olarak gösterilmiştir.



**Şekil 2.** Türkiye'de Finansal Sistem

**Kaynak:** İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 2006.

### 1.1.2. Finansal Sistemin İşlevleri

Finans sistem, genellikle ekonomik sistemin en önemli alt sistemi olarak adlandırılmaktadır. Bunun nedeni olarak ise, çağdaş ekonomilerde en fazla gereksinim duyulan işlev olan fon transferi sürecinin merkezi olması gösterilmektedir (Ağaoğlu, 1994).

Finansal piyasalar; birikimi artırmak ve özendirmek yoluyla sermaye birikimini sağlamak; ulusal fonların optimum düzeyde kullanımını sağlamak gibi iki önemli işlevi yerine getirmektedir (Vernimmen vd., 2002).

Finansal sisteme dair işlevlerin değerlendirilmesi yıllara ve ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık arz etmektedir. Finansal sistemin işlevleri genel olarak altı temel başlık altında şu şekilde sıralanabilir (Aras ve Müslümov, 2003):

1. Ödeme İşlevi: Varlıkların, hizmetlerin ve malların el değiştirmesine aracılık edilmesini kolaylaştırır.
2. Finansman İşlevi: Yüksek maliyetli yatırımların fonlanmasına yardımcı olmak amacıyla, tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılması.
3. Birikim ve Borçlanma İşlevi: Finansal sistem, mevcut kaynakların zaman, mekan ve farklı sektörler arasında aktarılmasına olanak sağlar.
4. Risklerin Yönetimi İşlevi: Finansal sistem, kolektif yatırım kurumları aracılığıyla risk yönetim ve kontrol yöntemlerinin geliştirilmesine olanak sağlar.
5. Bilgilendirme İşlevi: Faiz oranları ve fiyat hakkındaki bilgilerin tedarik edilmesi.
6. Çatışmaları Azaltma İşlevi: Asimetrik bilgi sorununa çözüm üretilmesi.

Sonuç olarak finans piyasalarının temel işlevleri; birikim ve yatırımların arttırılması ile birlikte risk ve getiri analizleri yardımıyla kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasıdır.

### **1.1.3. Finansal Sistemin Fonksiyonları**

Finansal sistemin, ekonomik yapının adeta beyni olarak benimsenmesi ve finansal piyasalarda verilecek olan tüm ekonomik kararların tüm karar birimlerini etkileyecek olması, finansal sisteme verilen önemi ortaya koymaktadır (Stiglitz, 1994). Dolayısıyla finansal sistemin ekonomi yapısı içerisindeki önemi finansal sistemin

fonksiyonlarını anlamının gerekliliğini de gözler önüne sermektedir.

Günümüzde fon talep edenler ile fon sunanlara aracılık eden finansal sistemin temel fonksiyonları şöyle sıralanabilir:

1. ***Finansal sistem fon aktarımına aracılık etmektedir;*** fon arz eden ve fon talep eden birimler arasındaki fon akışını sağlayarak finansal sistem aracılık fonksiyonunu yerine getirmektedir. Aracılık fonksiyonu finansal sistemin temel fonksiyonudur. Finans sisteminin görevi, en yüksek getiriye sahip projelere kaynaklık etmek ve böylelikle en etkin kaynak dağılımını sağlamaktır. Finansal piyasalar gelişme gösterdikçe, finansal sistemin fon aktarımına aracılık etme fonksiyonu da gelişecektir (Levine, 1997).
2. ***Finansal sistem fon aktarımındaki maliyetlerin minimum düzeyde olmasını sağlamaktadır;*** finansal sistemin en önemli fonksiyonlarından biri olan finansal aracılık maliyetinin finansal piyasalardaki gelişme ile birlikte en alt düzeyde olmasını sağlamaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi durumu finansal aracılık hizmeti sağlayan kurumlar açısından bir rekabetin doğmasına sebep olabilir. Böylece piyasa da doğan bu rekabet ortamı maliyetlerin düşmesine, fon arz eden ve fon talep edenlere uygulanan faiz oranları aracılığıyla yardımcı olur. Finansal sistem içerisindeki finansal aracılık maliyetinin düşük olması demek, eldeki kaynakların getirisi yüksek yatırımlara daha fazla yönlendirilmesinden dolayı verimliliği de o kadar yüksek demektir. (Canbaş ve Doğukan, 2007).

Finansal piyasalarda (ticari bir bankada veya bir yatırım kurumunda) faaliyet gösteren uzmanlar, finansal varlıkların yönetilmesi ve analiz edilmesi konusunda eğitilmiş kişilerdir. Finansal piyasaların uzman kişiler istihdam etmesi de maliyetleri düşürücü bir olgudur. Çünkü menkul değer analizi, borç-alacak sözleşmeleri ve finansal analiz istihdam edilen uzman kişilerin rutin işleridir. Dolayısıyla bu durum maliyetlerin düşmesine sebep olmaktadır. Maliyet düşüklüğünden ise finansal varlıklar üzerinde aracılar sayesinde işlem yapanlar kadar, finansal varlığı sağlayan işletmeler de

yararlanabilir (Parasız, 2005).

3. ***Finansal sistem miktar ve vade ayarlaması yaparak mal ve hizmet değişimini sağlamaktadır;*** gelişen finansal piyasalar yeni yatırım araçları ile fon arz eden ve fon talep edenler arasındaki vade ve miktar bakımından oluşan uyumsuzlukları mal ve hizmet değişimi ile uyumlu hale getirmektedir. Fon arzında bulunan birimler genellikle fonlarını kısa vadede arz etmek düşüncesinde olan birimlerdir. Fon talebinde bulunan birimler ise genellikle işletme ve devletten oluşmaları sebebiyle fon talepleri büyük ölçekli ve uzun vadeli. İki taraf arasındaki bu farklılıkların söz konusu olduğu bu durum finansal sistem tarafından giderilmektedir (Canbaş ve Doğukan, 2007).
4. ***Finansal sistem riskin transfer edilmesini ve yayılmasını sağlamaktadır;*** finansal sistemin önemli bir fonksiyonu olan riskin dağıtılması, riskin tabana yayılmasıdır. Finansal sistem riskten kaçınma eğiliminde olan ve bu kaçınma düzeyinin bireyden bireye farklılık gösterdiği tasarruf sahiplerine, farklı risk koşullarına sahip finansal araçlarla yönelmesiyle, tasarruf edilmiş olan fonları kendisine doğru çekebilmektedir. Riskin istenilen sayıdaki bireyler arasında dağıtılmaması, tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların daha yüksek risk yüklenecek olmalarına ve böylece daha yüksek getiri talebinde bulunmalarına sebep olacaktır. Dolayısıyla iyi işleyen bir finansal sistem riskin çok sayıda bireye dağıtılmasını sağlayacak araçlar sunmalıdır. Çünkü iyi işleyen bir finansal sistemin riskten dolayı doğacak olan ek primleri sıfıra indirmesi gerekmektedir (Uludağ ve Arıcan, 1999).
5. ***Finansal sistemin ödeme mekanizması fonksiyonu;*** günümüzde, mal ve hizmet alışverişleri genelde nakit parayla yapılmamaktadır. Ödemeler nakit para yerine çek, kredi kartı, kredili mevduat hesabı ve elektronik fon transferi gibi araçlarla yapılmaktadır. Ödeme sırasında kullanılan bu araçlar, finansal araçlar tarafından hazırlanmakta ve bireylerin kullanımına sunulmaktadır. Likidite hızı yüksek olan varlıklar, bireylere ani olarak ortaya çıkan fırsatlar karşısında hızlı bir şekilde tepki verme imkanı sağlamaktır. Çünkü herhangi



bir zamanda nakde ihtiyaç duyulduğunda, finansal sistem çeşitli finansal araçlar sayesinde finansal varlıkların nakde dönüştürülmesini istenilen zamanda mümkün kılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2015).

Sonuç olarak finansal sistemin temel fonksiyonları, fonların fon arz edenlerden fon talep edenlere aktarılmasına ve tasarrufların toplanmasına aracılık etmesi, riskin transfer edilmesi ve paylaşımı, mal ve hizmet değişimini sağlamak, maliyetlerin düşürülmesine ve ödeme mekanizması oluşumuna aracılıktır. Bu ifadeye göre finansal sistemin görevi sadece dönemler arası ticarete fayda sağlayarak kolaylaştırmakla kalmayıp, risk ve bilgi paylaşımına da olanak sağlayarak görev alanını genişletmektedir (Stiglitz, 1994).

## **1.2. Finansal Piyasalar**

Genel olarak piyasalar, alıcı ve satıcıların karşılıklı etkileşim içerisinde oldukları malların paraya ya da paranın mala dönüştüğü ortamlardır. Piyasa kavramına en güzel örnek borsalardır (İMKB Yayınları, 1996). Piyasa kavramı temelde üç ana unsur üzerine kurulmuştur. Bu üç ana unsur alıcı, satıcı ve alım satım işlemine konu olan varlık olarak ifade edilmektedir. Alıcı taraf olarak ifade edilen unsur piyasanın talep kolunu, satıcı olarak ifade edilen unsur ise piyasanın arz kolunu temsil etmektedir. Üçüncü unsur olarak ifade edilen varlık ise alışveriş ortamını yaratan ve aynı zamanda bu alışveriş ortamının yaratıldığı piyasanın hangi türde tanımlanacağını belirleyen unsurdur (Canbaş ve Doğukanlı, 2007).

Piyasalar reel piyasalar ve finansal (mali) piyasalar olmak üzere ikiye ayrılırlar. Reel piyasalar, mal ve hizmet için arz ve talebin etkileşim içerisinde olduğu piyasalardır. Finansal piyasalar ise fon fazlası olan bireylerin ellerinde ki tasarruflarını, fon talebinde bulunan bireyler için kullanıma açtıkları piyasalardır (SPL, 2014).

Bir ekonomide finansal piyasalara ihtiyaç duyulmasının sebebi ise ekonomik birimlerin (bireyler, işletmeler ve devlet) kendi içerisinde birikim-yatırım denkleğini sağlayamamasıdır. Bu durumda, fon fazlası veren ekonomik birimlerle fon açığı

bulunan ekonomik birimler arasında fon akımını düzenleyecek kurumsal bir mekanizmaya ihtiyaç vardır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007). Yerleşik bir finansal sistemin en önemli unsurlarından birisi finansal (mali) piyasalardır (Tunay, 2005). En geniş tanımıyla, finansal piyasalar, menkul kıymetlerin değişim gösterdiği piyasalar olarak tanımlanabilir. Finansal piyasalarda değişime konu olan menkul kıymetler, özel sektör tahvilleri, hisse senedi, hazine bonoları, poliçe, çek, bono, devlet tahvilleri vb. değerlerdir. Burada söz konusu olan menkul kıymetler, finansal piyasalar aracılığıyla, arz eden birimlerden talep eden birimlere transfer edilir (Korkmaz ve Ceylan, 2015).

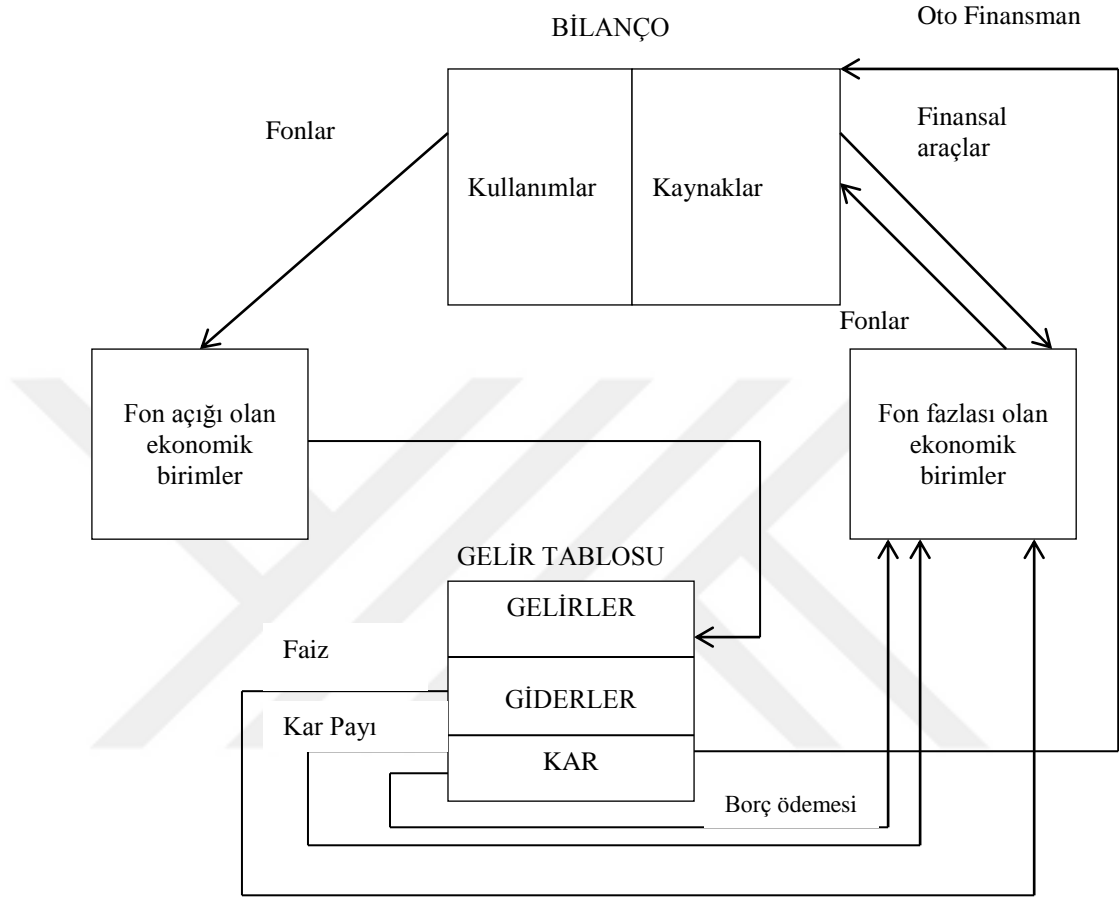
Finansal piyasa kavramı, fon arzında bulunanlar, fon talep edenler, fon transferini düzenleyen kurumlar, fon transferini sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari birimleri içerir. Finansal piyasaların önemli bir bölümü para ve sermaye piyasaları tarafından oluşturulmasına rağmen, finansal piyasalar para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da içine alan bir kavramdır (Yüksek ve Rodoplu, 1980).

Finansal piyasaları oluşturan unsurlar aşağıda sıralanmıştır:

- i. Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- ii. Tüketiciler/ Yatırımcılar (fon talep edenler),
- iii. Yatırım ve finansman araçları,
- iv. Yardımcı kuruluşlar,
- v. Hukuki ve idari birimler

Finansal piyasaların ana unsurları durumunda olan birimler fon kullanan ve fon sunan durumundaki ekonomik birimlerdir. Finansal piyasalarda gelirlerinden daha fazla harcama yapan bireyler, işletmeler ve devlet fon kullananlar, gelirlerinden daha az harcama yapanlar ise fon sunanlar olarak yer almaktadırlar. Fonların arz ve talebini yani faiz oranını etkileyen temel faktörler ise; Merkez Bankası para politikaları, hane halkı tasarruf eğilimi, bütçe açıkları, dış ticaret açıkları, işletme faaliyetleri düzeyi, uluslararası para akımlarıdır (Ertuna, 1986). Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumlar ve kullanılan finansal araçlar daha sonra ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

Firmaların finansal piyasalarla ilişkileri temel finansal tablolar aracılığı ile aşağıda gösterilmektedir.



Şekil 3. Finansal Tablolar ve Finansal Piyasalar

**Kaynak:** Vernimmen vd., 2002.

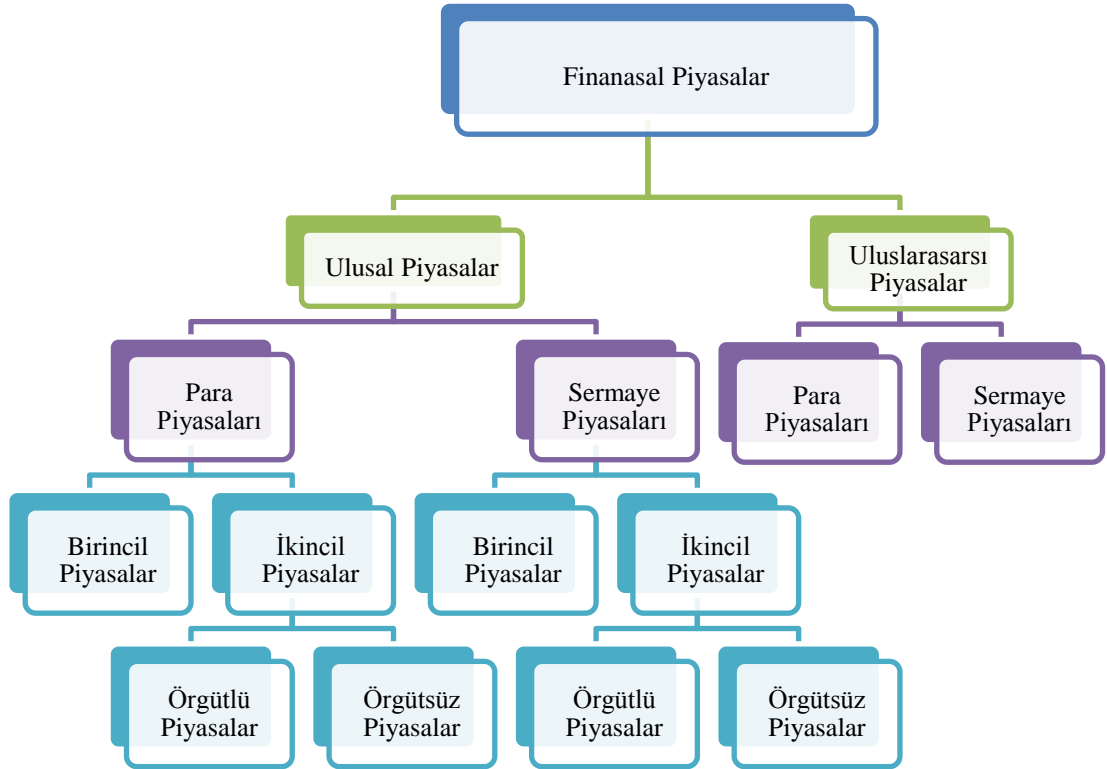
Şekil 3'te görüldüğü üzere işletmeler, firmalar finansal piyasalarda, hem fon sunan hem de fon talep eden ekonomik birimler olarak yer almaktadır.

### 1.2.1. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar birbirine bağlı birçok alt piyasalardan oluşan bir piyasalar bütünüdür. Değişik kriterlere göre finansal piyasaları sınıflandırmak mümkündür. Ancak burada belirtilmesi gereken konulardan biri de şudur ki piyasaların sınıflandırılması bilimsel kaynaklıdır, bilinmesi gereken bir başka husus bu

piyasaların ayırımından ziyade çok fazla iç içe oluşudur (Yüksek ve Rodoplu, 1980). Finansal piyasaları belirli kriterlere göre sınıflandırarak aşağıdaki başlıklar altında inceleyebiliriz:

1. Fonların Ödünç Veriliş Sürelerine Göre Finansal Piyasalar
  - Para Piyasaları
  - Sermaye Piyasaları
2. Örgütlenme Derecelerine Göre Finansal Piyasalar
  - Örgütlenmiş Finansal Piyasalar
  - Örgütlenmemiş Finansal Piyasalar
3. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar
  - Birincil Piyasalar
  - İkincil Piyasalar
4. Kullanılan Finansal Araçlara Göre Finansal Piyasalar
5. Spot Piyasalarına ve Vadeli İşlemler Piyasaları
  - Spot Piyasalar
  - Vadeli İşlemler Piyasaları



Şekil 4. Finansal Piyasaların Yapısı

### 1.2.1.1. Fonların Ödünç Veriliş Sürelerine Göre Finansal Piyasalar

Bu sınıflandırmaya göre piyasalar para piyasaları ve sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayrılırlar.

- **Para piyasası**, kısa vadeli kredi arzının ve talebinin etkileşim kurduğu piyasadır. Bir başka ifadeyle, kısa vadeli kredi arz ve talep edenler, para piyasasını kullanırlar. Bu piyasada büyük miktardaki para, bir yıldan kısa bir süre için ödünç alınır veya verilir.

Para piyasalarında kısa vadeli fon sağlanmakta ve kısa vadeli kredi verilmektedir. Ancak, para piyasasında kredi veren ile alanın şahsi ilişkileri yoktur. Para piyasasının üç temel özelliği vardır. Bunlar; verilen kredi ve borçların geri ödenmeme riski çok azdır; vadeler kısadır; borç yükümlülüğü taşıyan menkul kıymetlerin paraya dönüştürülme maliyeti çok düşüktür. Para piyasasını kullanan firmaların amacı günlük faaliyetlerini devam ettirecek nakit ihtiyaçlarını karşılamaktır. İhtiyaç duyulan fon, nakit fazlası olan bir başka kişi veya işletme tarafından karşılanmaktadır (Parasız, 2005). Para piyasasının en belirgin kurumu, ticari bankalardır. Para piyasasının araçları olarak ise genellikle, hazine bonosu, ticari senetler, poliçeler, finansman bonosu, mevduat sertifikaları, mevduat defterleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, repo ve kredi kartlarıdır (SPL, 2015).

Organize olmuş para piyasası, işlemlerin belirli kurallara göre yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalara verilebilecek en iyi örnek ticari bankalardır. Organize olmamış para piyasası, kredi arz ve talep edenlerin bulunduğu her yerde oluşabilir. Bundan dolayı organize olmamış para piyasasını tanımlamak oldukça zordur. Bu piyasanın belirli bir takım kuralları yoktur (Kotar, 1971).

- **Sermaye piyasası**, uzun vadeli borçlanma ya da sermaye araçlarının el değiştirdiği piyasadır. Sermaye piyasasına konu olan menkul değerler, hisse senetleri, uzun vadeli tahviller gibi araçlardan oluşurken sigorta şirketleri ya da emeklilik fonları gibi finansal araçlar ile bireysel tasarruf sahipleri

tarafından ilgi görmektedir (Tunay, 2005).

Bir başka tanıma göre sermaye piyasası, tasarruf sahipleri, yatırımcılar ve bunlar arasındaki fon transferini sağlayan aracı kurumlar ve bankalar, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi yardımcı kuruluşlardan oluşan modern bir finansman sistemidir. İşletmeler açısından ise, sermaye piyasası, uzun vadeli borç ve öz kaynakların etkileşim kurduğu piyasalardır (Tanör, 1999). Sermaye piyasası, para piyasası ile birlikte finansal piyasalar içerisinde önemli bir yere sahiptir. Sermaye piyasasının faaliyet göstermesi genellikle yasal düzenlemeler sonucu olmamıştır. Örneğin; Türkiye’de uzun süre sermaye piyasasına ilişkin bir düzenleme olmamasına rağmen faaliyetleri hızla büyüyen bir sermaye piyasası oluşmuştur. Bunun yanı sıra yasal düzenlemelerin zamanında yapılmış olmaması yatırımcıların zarara uğramasına neden olmuştur. Dolayısıyla bu durum sermaye piyasasının gelişimini yavaşlatmıştır. Bu nedenle, sermaye piyasası faaliyetlerinin yasal düzenlemeler ile sürekli desteklenmesi gerektiği gerçeği ortaya çıkmıştır. Sermaye piyasasını kullanarak yatırım yapmak isteyen kişi ve kurumlar organize olmuş veya organize olmamış sermaye piyasasına başvururlar. Organize olmuş sermaye piyasaları, dokunulabilir özellikte olan fiziki varlıklardır. Bu piyasa en iyi örnek menkul kıymet borsalarıdır. Organize olmamış sermaye piyasaları, menkul kıymetlerini borsaya kayıt ettirmemiş ve ya ettirememiş kamu ve özel sektör işletmelerinde bulunan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır (Korkmaz ve Ceylan, 2015).

Para ve sermaye piyasaları; süre, işlev, kaynak, araç ve faiz bakımından farklılık göstermektedirler. Diğer yandan sermaye piyasası ve para piyasası birtakım nedenlerden dolayı birbirleriyle sıkı ilişki içerisindedirler. Bu nedenler; fon arz edenler yatırım politikalarına ve gelir oranlarına bağlı olarak birikimlerini piyasalardan birine ya da her iki piyasaya birden yöneltebilir, aynı şekilde fon talep edenler fonlarını piyasaların birinden ya da her iki piyasadan da sağlayabilir, bazı kurumlar her iki piyasaya da hizmet edebilir, para ve sermaye piyasalarındaki gelirler birbirleri ile yakın ilişki içerisindedir gibi nedenlerdir (Yüksek ve Rodoplu, 1980).

### 1.2.1.2. Örgütlenme Derecelerine Göre Finansal Piyasalar

Bu sınıflandırmaya göre finansal piyasalar örgütlenmiş finansal piyasalar ve örgütlenmemiş finansal piyasalar olmak üzere ikiye ayrılırlar.

- **Örgütlenmiş (organize olmuş) finansal piyasalar**, alıcı ve satıcılar arasındaki etkileşimin belirli kurumlar tarafından sağlandığı piyasalardır. Örneğin, Türkiye’de Borsa İstanbul, İstanbul Altın Borsası örgütlenmiş finansal piyasaların en tipik örneğidir (Yalta, 2011).
- **Örgütlenmemiş (organize olmayan) finansal piyasalar**, tezgah üstü piyasalar olarak da adlandırılırlar. Kurumsal bir çatı altında toplanmayan ve hatta günümüzde gelişen teknolojiye uyumlu bir şekilde alım satım işlemi için merkezi bir yere ihtiyaç duymayan menkul değer piyasalarıdır. Bu piyasalarda genellikle alıcı ve satıcılar telefon ya da bilgisayar bağlantıları ile önlerindeki monitörlerden işlem yapmaktadır (Tunay, 2005).

### 1.2.1.3. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar

Bu sınıflandırmaya göre finansal piyasalar birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılırlar.

- **Birincil piyasalar**, fon talebinde bulunanların fon ihtiyaçlarını karşılamak için, fon arz edenlere ilk başvuruda buldukları, yeni sundukları finansal araçları sattıkları finansal pazarlardır. Bir başka ifadeyle birincil piyasalar finansal araçların dolaşıma ilk kez çıktığı zaman oluşan finansal piyasalardır.
- **İkincil piyasalar**, bu piyasalar ise daha önce fon talebinde bulunanlarca piyasaya sürülen, piyasada halen dolaşım halinde olan finansal varlıkların alım satımının yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalar mevcut olan finansal varlıkların el değiştirmesi ile faaliyetlerini sürdürmektedirler. Örneğin, bir firmanın tahvil veya hisse senedi satım işlemi birincil piyasada

gerçekleşmesine rağmen, daha sonra bu tahvil ve hisse senetlerinin alım satımları ve el değiştirme işlemleri ikincil pazarların faaliyet alanıdır (Sarıkamış, 1980).

#### **1.2.1.4. Kullanılan Finansal Araçlara Göre Finansal Piyasalar**

Finansal piyasalar, fon talebinde bulunanların fon sağlamada kullandıkları araçlar açısından da hisse senetleri piyasası, devlet tahvilleri piyasası, şirket tahvilleri piyasası, konut kredileri piyasası, tüketim kredileri piyasası gibi alt piyasalara ayrılabilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007).

#### **1.2.1.5. El Değiştiren Menkul Kıymetlerin Vadesine Göre Finansal Piyasalar**

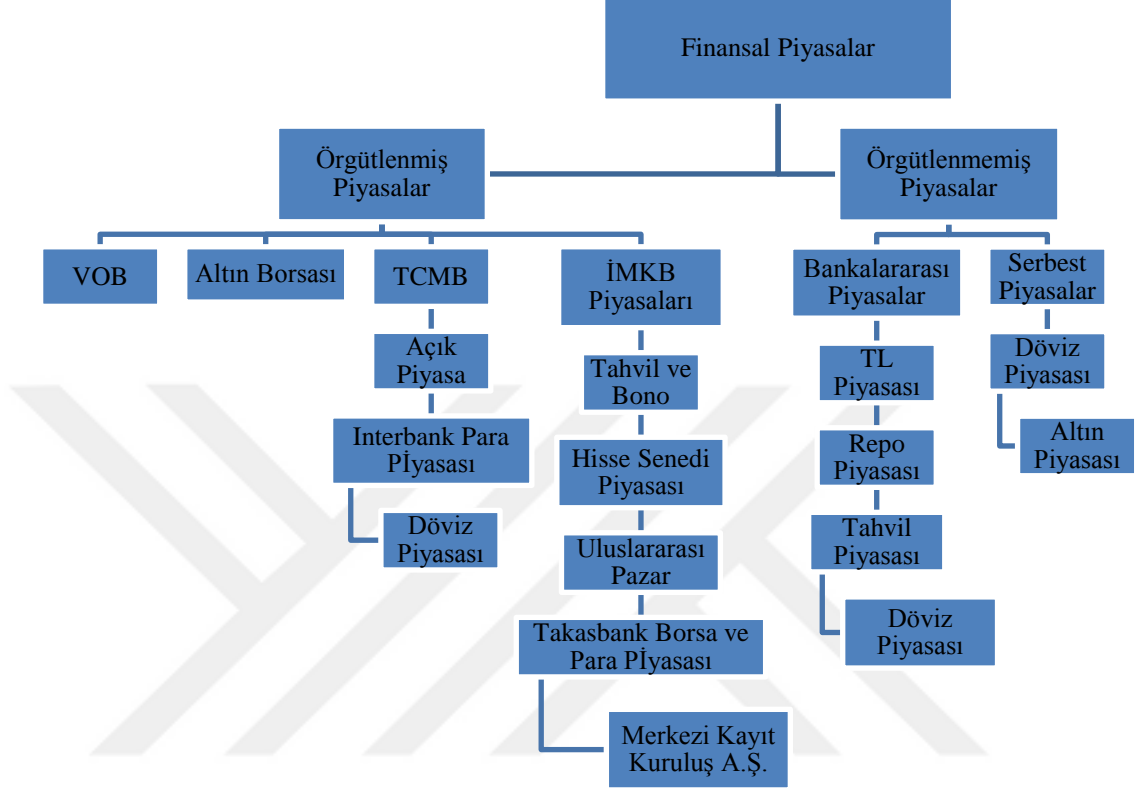
Finansal piyasalar, alım satım işlemleri ile birlikte transfer edilen menkul kıymetlerin vadesine göre spot ve vadeli işlemler piyasaları olmak üzere ikiye ayrılırlar.

- **Spot piyasalar**, belirli bir miktardaki mal ve menkul kıymetin işlem görmesinin ardından bunların karşılığı olan paranın takas günü el değiştirdiği piyasalardır.
- **Vadeli işlemler piyasaları**, bir malın veya finansal aracın önceden alım satımının yapıldığı teslimatının veya nakit ödemesinin ilerideki bir tarihte gerçekleştiği piyasalardır (İMKB Kılavuzu, 2006).

Finansal piyasalar ile ilgili bu genel bilgilere değindikten sonra, Türkiye'deki finansal piyasalarla ilgili bilgilere değinecek olursak, Türkiye'deki finansal piyasalar, organize olmuş finansal piyasalar ve organize olmamış (tezgah üstü) finansal piyasalar olmak üzere ikiye ayrılırlar. Organize olmuş piyasalara, TC Merkez Bankası Piyasaları, İMKB piyasaları, İstanbul Altın Borsası (İAB) ve VOB örnek olarak verilebilir. Organize olmamış piyasalar ise bankalararası piyasalar ve serbest piyasalardan oluşmaktadır (Karan, 2001).



Türkiye’deki finansal piyasaların topluca bir şekilde görebilmek için aşağıdaki şekli inceleyebilirsiniz.



Şekil 5. Türkiye'deki Finansal Piyasalar

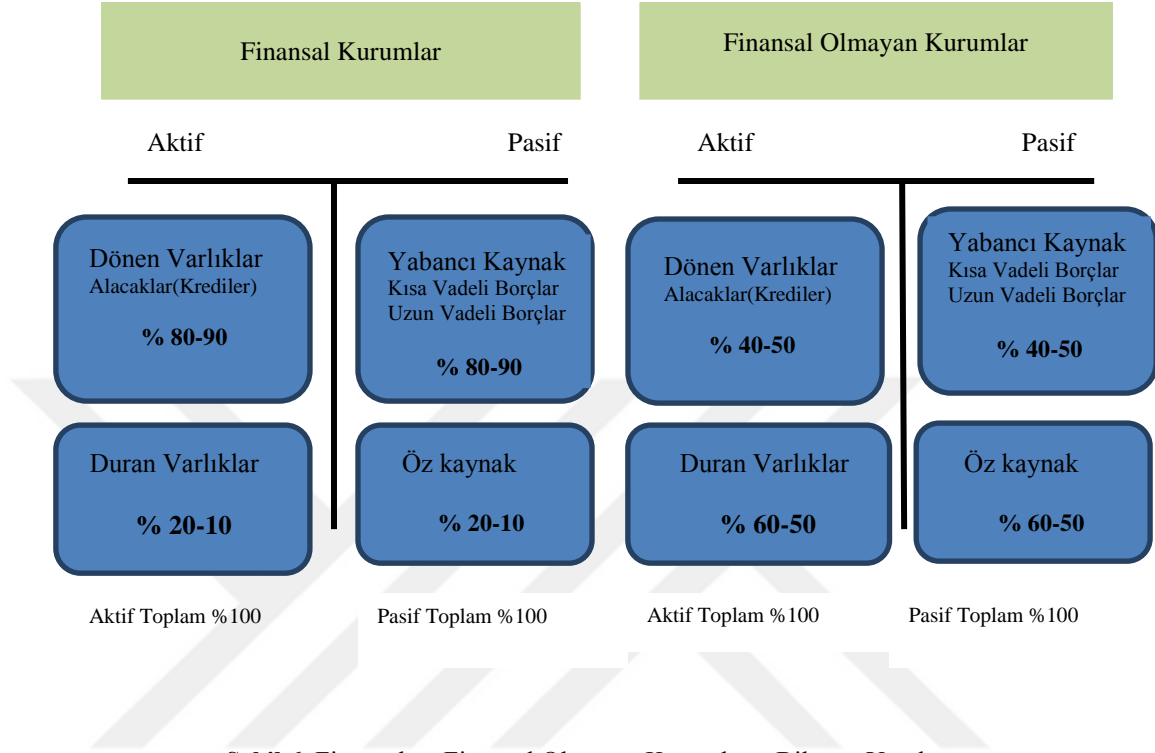
Kaynak: Karan, 2001.

### 1.3. Finansal Piyasalarda Faaliyet Gösteren Kurumlar

Finansal piyasalarda fon talep edenler ile fon arz edenler arasındaki etkileşimin doğrudan olması çoğu kez olanaksızdır. Bu birimler arasında aracılık görevi yaparak köprü kuracak, fon akışını hızlandıracak olan çeşitli finansal kurumlara ihtiyaç vardır.

Finansal kurumlar, temel aktifleri çoğunlukla finansal araçlardan oluşan, işlemlerini bunlar üzerinde gerçekleştiren ve böylelikle gelirlerini genellikle finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır (Parasız, 2005). Finansal piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumların temel özelliği bilançolarının aktif ve pasiflerinin büyük oranda finansal varlık ve borçlardan oluşuyor olmasıdır. Bu özellik, finansal

kurumları, finansal olmayan diğer, sınai, ticari ve hizmet alanında faaliyet gösteren kurumlardan ayırmaktadır (Ertuna, 1986).



Şekil 6. Finansal ve Finansal Olmayan Kurumların Bilanço Yapıları

**Kaynak:** Ertuna, 1986.

Finansal kurumlar, finansal amaçlı girişimler olmaları dolayısıyla, aşağıda sayılan hizmetleri sunmaktadırlar.

1. Finansal varlıkların değişim işlemi müşteriler için sağlamak,
2. Finansal varlıkların değişim işlemi kendi hesapları için sağlamak,
3. Müşterilerin talebi üzerine finansal varlıkları çıkartıp düzenler ve söz konusu bu finansal varlıkları piyasadaki diğer katılımcılara pazarlamak,
4. Finansal piyasalarda işlem yapmak isteyenlere yatırım danışmanlığı yapmak,
5. Finansal piyasalarda işlem yapmak isteyenlere profesyonel portföy yöneticiliği hizmeti sunmak (Korkmaz ve Ceylan, 2015).
6. Para politikalarının uygulanmasına aracılık ederek yardımcı olmak,
7. Kredi dağıtımı ve refah transferini sağlarlar,
8. Çek, EFT, Western Union, Fedwire, kredi kartı gibi ödeme hizmetleri

sunarlar,

9. Küçük yatırımcılara, yatırım yapabilecekleri düzeyde araç hizmeti sunarak, elde edecekleri getiriye yüksek tutma imkanı sağlar.

Finansal kurumlar, birçok kişi için çekici olmayan finansal varlıkların şeklini veya içeriğini değiştirerek ve kendi sorumluluğu altına alarak, sunmuş oldukları hizmetleri, daha geniş birimlerin tercih etmesini sağlarlar (Ertuna, 1986).

Finansal kurumları değişik biçimlerde sınıflandırmak mümkündür. Örneğin, dolaylı ve dolaysız finansman sürecinde gösterdikleri faaliyetler açısından finansal aracı kurumlar ve finansal pazarlama kurumları ayrımı yapmak olanaklıdır. Ancak, finansal kurumları para yaratan finansal kurumlar ve para yaratmayan finansal kurumlar olmak üzere iki gruba ayırmak daha yaygın kullanımdır (Tunay, 2005). Bu başlık altında, finansal kurumlar bu ayrıma uyularak kurumsal düzeyde açıklanacak ve Türkiye’de finans sektöründe faaliyet gösteren kurumlara değinilecektir.

#### 1. Para Yaratan Finansal Kurumlar

- Merkez Bankası
- Ticaret (Mevduat) Bankaları
- Katılım Bankaları

#### 2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

- Kalkınma ve Yatırım Bankaları
- Sosyal Güvenlik Şirketleri
- Sigorta Şirketleri
- Esnaf ve Kefalet Kooperatifleri

### **1.3.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar**

Para yaratan finansal kurumlar, fon sistem ve sunusunun büyük bir kısmını karşılaştıran ve satın alma gücü yaratan finansal kurumlardır. Bu kurumlar kaydi para yaratarak ekonomideki yaratılabilir fonları arttırlar (Yalta, 2011).

### 1.3.1.1. Merkez Bankası

Merkez bankacılığının tarihi bankacılık tarihi kadar eski ve köklüdür. Merkez bankaları para, döviz ve kredi politikalarını belirleyip uygulayan finansal para kurumlarıdır. Merkez bankaları genellikle para çıkarma ayrıcalığına ve tekeline sahiptirler. 19. Yüzyılın sonlarına kadar merkez bankaları, devlet adına para basan ve emisyon hacmini ayarlayan bankalardır. Önceden aynı ülkede çok sayıda ticari banka tarafından yerine getirilen para basma işlemleri bu bankaların kurulması ile birlikte tekele dönüşmüştür (Galbraith, 1999).

Merkez bankalarının fonksiyonları ülkeden ülkeye bazı küçük değişiklikler göstermesine rağmen temel olarak aynıdır. Bunlar; para politikasının yönlendirilmesi, banka başarısızlıklarını önlemek, ekonominin likiditesinin ayarlanması, döviz kurlarının kontrolü ve istikrarı, özel bankalara bankacılık hizmeti, devlete bankacılık hizmeti, ticari bankacılık faaliyetlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi, para basmak, çeklerin takası ve ekonomik araştırmalar yapmaktır (Telman, 1994).

Türkiye'deki ilk merkez bankası Osmanlı İmparatorluğu döneminde kurulan yabancı sermayeli bir banka olan Osmanlı Bankası'dır. Osmanlı bankası bir emisyon bankası niteliğinde kurulmuş olup banka sistemini düzenleme ve denetleme yönü sınırlı kalmıştır. Türkiye'de çağdaş merkez bankacılığı 1930 yılında 1715 sayılı yasa ile kurulan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ile başlamıştır (Kepenek, 2013).

TCMB, merkez bankalarının temel görev ve işlevlerinin tümüne sahip bulunmaktadır. TCMB'nin temel yetkileri ise, banknot çıkarma imtiyazı ve tekeli, para-kredi konularında karar alma, reeskont, iskonto ve faiz oranlarını saptama ve bankaları denetlemedir (Kepenek, 2013).

### **1.3.1.2. Ticaret (Mevduat) Bankaları**

Mevduat bankaları da denilen bu kurumlar fon talebinde bulunanların kısa süreli fon gereksinmelerini karşılamak için işlem yaparlar. Vadeli ve vadesiz mevduat hesapları gibi dolaylı finansal araçlar karşılığında topladıkları fonları, fon talebinde bulunanların çıkardıkları çeşitli kredi araçlarına yatıran mevduat bankaları Türk banka sisteminin ve Türk finans sisteminin temel kurumlarıdır (Parasız, 1992).

Sanayileşmiş bazı ülkelerde ticari bankalar dışındaki kurumlarda mevduat toplama özelliğine sahip olmasına karşın, dünyanın pek çok ülkesinde olduğu gibi ülkemiz uygulamasında da mevduat toplayan tek kuruluşlar olarak sadece ticari bankalar gösterilebilir. Ticaret bankaları, günümüzde her çeşit finansal hizmetin verilmesine öncülük etmeleri dolayısıyla 'büyük finans mağazaları' olarak adlandırılmaktadırlar (Aydemir, 2002).

### **1.3.1.3. Katılım Bankaları**

Katılım bankacılığı, faizsizlik ilkesini benimseyerek faaliyet gösteren ve fon toplarken kar ve zararı paylaşma esasını, fon kullandırırken ise ticaret, ortaklık ve finansal kiralama esasını benimseyen bir bankacılık sistemidir. Katılım bankaları, reel ekonomiyi finanse eden, finans sektöründe faaliyet gösteren bankacılık hizmeti sunan önemli kuruluşlardır. Katılım bankaları, günümüzde bankacılık hizmeti sunmanın yanında, faiz ile ilgisi olmayan neredeyse tüm bankacılık hizmetlerini farklı yöntemlerle yapan kurumlardır (Tunç, 2000). Katılım bankalarının asıl amacı, çeşitli sebeplerden dolayı piyasaya katılmayan finansal değerleri, yabancı sermaye yardımı ve faizsiz finansman ilkesi ile piyasaya kazandırmaktır (Rodoplu, 1997).

Türkiye'nin katılım bankacılığı ile tanışması 1980'li yıllarda yaşanan kapalı ekonomiden dışa açık piyasa ekonomisine geçiş dönemi ile olmuştur. 1985 yılında 'Özel Finans Kurumları' adı ile aktif olan bu kurumlar, geleneksel ticari bankacılıktan ayrı olarak kar-zarar ortaklığı hesapları ve cari hesaplar aracılığıyla fon biriktirmektedirler. Biriktirdikleri bu fonları piyasaya ve reel sektöre aktaran bu kurumların adı 2005 yılında 'Katılım Bankaları' olarak değiştirilmiştir. Türkiye'de

finans sektöründe faaliyet gösteren katılım bankaları şunlardır, Albaraka Türk Katılım Bankası, Kuveyt Türk Katılım Bankası, Türkiye Finans Katılım Bankası, Vakıf Katılım Bankası, Ziraat Katılım Bankası (TKB, 2016).

### **1.3.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar**

Para yaratmayan finansal kurumları para yaratan finansal kurumlardan ayıran özellik mevduat toplayamamalarıdır. Türkiye’de para yaratmayan finansal kurumlar olarak, kalkınma ve yatırım bankaları, sigorta kurumları, kredi ve kefalet kooperatifleri incelenecektir. Bu kurumların sermaye piyasalarında bono ve tahvil gibi menkul kıymetler çıkartarak fon sağlamaları mevduat olarak sayılmamaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007).

#### **1.3.2.1. Kalkınma ve Yatırım Bankaları**

Kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde görülen, yatırım için gerekli sermaye açığını gidererek, teknik yardımlarla, girişimcilerin temel sanayi kollarına yönelmesini sağlayan kurumlardır. Kalkınma bankalarının amacı sanayileşme temelleri üzerinde kalkınma sürecini hızlandırmaktır. Kalkınma bankalarının en önemli fonksiyonu ise, ekonomik gelişmeye katkıda bulunacak olan projelere orta ve uzun vadeli fon sağlamaktır (Tunay, 2005).

Yatırım bankaları ise, taşınır değerleri yatırımcılara sunma hizmeti veren finansal kurumlardır. Yatırım bankacılığı, mevcut servetlerin transferi, hisse senedi ve tahvil gibi sabit ve değişken getirili menkul değerlerin tedavülü, sermaye oluşumu ile ilgili tüm işlemleri içermektedir (Aydemir, 2002).

Günümüzde, ülkemizde faaliyet gösteren 3’ü kamusal sermayeli, 6’sı özel sermayeli ve 4’ü de yabancı sermayeli olmak üzere toplam 13 kalkınma ve yatırım bankası mevcuttur. 2001 krizi öncesi bu sayı 20 iken günümüzde bu sayı 13’e düşmüştür (TKB, 2016).

### **1.3.2.2. Sosyal Güvenlik Şirketleri**

Finansal piyasaların gelişmişlik gösterdiği ülkelerde, sosyal güvenlik şirketleri, sermaye piyasaları içerisinde önemli bir kurum olarak dikkat çeker. Bu kurumlar hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerler satın alarak üyelerinin fonlarını verimli alanlarda değerlendirmeye çalışırlar. Dolayısıyla bu kurumlar, özellikli olarak sermaye piyasalarına kurumsal fon sağlayan kurumların başında gelirler. Bu kurumların fon kaynaklarını üyelerinden sağladıkları primler oluşturmaktadır (Yalta, 2011). Ülkemizde sosyal güvenlik şirketlerinin zorunlu olarak topladıkları prim gelirlerinin toplam birikim süreci içerisindeki payı büyüktür. Ancak toplanan fonların kullanımı yasalarla sınırlı hale getirildiğinden para ve sermaye piyasalarına katkıları dolaylı ve oldukça sınırlıdır (Parasız, 2000).

Türkiye’de kamunun oluşturduğu, Sosyal Güvenlik Şirketleri’nden ziyade özel sektörün oluşturduğu emeklilik kurumları da bulunmaktadır. Türkiye’de kamunun oluşturduğu sosyal güvenlik kurumları, kanuni yaptırımlar dolayısıyla fonlarını kamu bankalarında bulundurmakta ve devlet iç borçlanma senetlerine yatırmaktadırlar (Yalta, 2011).

### **1.3.2.3. Sigorta Şirketleri**

Sigorta şirketleri, söz konusu olan risklerin olumsuz sonuçlarını minimum düzeye indirebilmek için, ortaya çıkabilecek risk ortamında poliçeler karşılığında biriktirdiği primleri kullanarak önemli bir görev üstlenmektedir. Sigorta şirketleri birikmiş olan bu fonları kredi amaçlı veya yatırım amaçlı kullanabilirler (Yalta, 2011). Türkiye’de 19. Yüzyılın ikinci yarısından önce, sigortacılıktan söz etmek pek mümkün değildir. Bu tarihten önce Anadolu köylerinde halkın uğrayacağı zararı karşılamak amacıyla sendikaların kurulduğu, ancak bunların gerçek anlamda sigorta olmadığı, yardımlaşma ve sosyal dayanışma için kuruldukları bilinmektedir. Türkiye’de sigortacılık, cumhuriyetin ilk yıllarında başlamasına rağmen, son yıllara kadar genellikle bankacılığın gölgesinde kalmıştır (Capital, 1995).

#### 1.3.2.4. Esnaf ve Kefalet Kooperatifleri

Türkiye’de küçük sanayi ve ticaret birimlerinin kısa ve orta süreli finansman gereksinimlerini sağlamak amacıyla çok sayıda kredi ve kefalet kooperatifi yer almaktadır. Bu kooperatifler üyelerinden sağladıkları fonları yine kendi üyelerine düşük faiz ile kredi olarak verirler. Aynı zamanda, bu kooperatifler üyelerine kefil olarak onların bireysel güvence anlamındaki eksikliğini gidermeye yardımcı olurlar.

#### 1.4. Finansal Piyasalarda Kullanılan Araçlar

Finansal araç, bir firmanın finansal varlığında, diğer bir firmanın finansal borcunda ya da öz kaynağına dayalı finansal aracında artışa neden olan bir belgedir. Finansal araçlar elinde bulunanlar için finansal aktifleri, piyasaya sürülenler için ise finansal borçları oluştururlar. Finansal araçlar fon alış verişi esnasında fon talep eden ve fon arz edenlerin özelliğine göre, sağladıkları güvence ve imtiyazlara, gelir düzeylerine, sürelerine, likiditelerine göre pek çok türde düzenlenebilirler (IFRS, 2009). Bu başlık altında tüm finansal araçlar farklı sınıflandırmalar ile ayrıntılı olarak incelenmeyecek, sadece uygulamada yaygınlık kazanmış tüm finansal piyasa bölümleri dikkate alınarak, banknot, mevduat defterleri, ticari senetler gibi temel para piyasası araçları incelenecektir.

- **Banknot (kağıt para)**, devlet bankası tarafından çıkarılan kağıt paradır. 17. yüzyıldan başlamak üzere tarihte geniş bir uygulama alanına sahiptir. TCMB banknot basmaya yetkili olan tek kurumdur. Banknotun döviz, altın, gümüş gibi kıymetlerden oluşan bir karşılığı vardır. Eskiyen banknotlar tedavülden kaldırılarak yok edilmektedir (Parasız, 2000).
- **Mevduat defterleri**, bankalara istenildiği zaman fakat belirlenen sürenin sonunda çekilen fonlara mevduat denir. Bankalara yatırılan bu fonlar karşılığında fon sahibine mevduat defteri verilir. Mevduat defterleri dolaylı finansal araç özelliği sergilemektedirler (Canbaş ve Doğukanlı, 2007).
- **Ticari senetler**, Türk Ticaret Kanuna göre poliçe, çek, makbuz senedi, varant, taşıma senedi, konşimento, tahvil ve hisse senedi kıymetli evrak olarak



çeşitlendirilmiş, ancak poliçe, bono ve çeki ticari senetler olarak ayırmıştır. Ticari senetler ticari olan krediyi nakit hale getirmeye yararlar (IFRS,2009). **Poliçe**, üçlü bir alışveriş içerisinde, alacaklının borçluya hitaben imzaladığı bir ödeme emridir. Poliçenin karşılığı normal olarak mal ile ifade edilmektedir. **Bono**, borçlu tarafından düzenlenen, belirli tutarın, belirlenen tarihte, belirlenen bir şahsa veya emrine kayıtsız şartsız ödeneceğini taahhüt eden ticari bir senettir. **Çek**, kullanılmaya hazır olan bir ödeme emridir. Çekte muhatap olan taraf daima mali bir kurumdur. Çekte vade yoktur. Çekin karşılığı poliçenin aksine her zaman paradır (Tamer, 2013).

- **Mevduat sertifikası**, bankalara yatırılmış olan mevduatın, vadesini ve tutarını belirten bir belgedir. Yani mevduat sertifikası vade ve faize bağlanarak yatırılan fonun bankada olduğunun garantisidir.
- **Finansman bonusu**, firmaların kısa vadeli fon taleplerini karşılamak üzere, borçlanma yolu ile finansal kurumlara veya direk olarak tasarruf sahiplerine ilettikleri menkul kıymetlerdir. Genellikle finansal piyasaların gelişmişlik gösterdiği ülkelerde son yıllarda hızla büyüyen, işlem hacmi oldukça artış gösteren ve son derece itibar gören borçlanma senetleridir (Yalta, 2011).

### 1.5. Finansal Gelişmenin Ölçülmesi

Finansal gelişme, ekonomi içerisinde finans piyasasında yer alan araçların çeşitlerindeki artış ve yer alan bu araçların daha sık kullanılması şeklinde ifade edilmektedir. Bir başka deyişle finansal gelişme, finansal piyasaların gelişmişliği şeklinde de ifade edilebilir. Dolayısıyla buradan hareketle, gelişmiş bir ekonomik yapı içerisinde, finansal kurumların ve hizmet çeşitliliğinin artış gösterdiği, finansal sistemden reel kesime aktarılan fonların oranlarında yükselme olduğu söylenebilir (Güneş, 2013).

Finansal gelişmenin ölçülmesi hazır veri setinin olmaması nedeniyle zordur. Finansal gelişimi ölçmek için tek bir gösterge yeterlilik arz etmez. Finansal sektörün gelişiminin rasyonel olarak ölçebilmesi için tek bir gösterge yerine farklı göstergeler kullanılmaktadır. Bu bakımdan finansal gelişme göstergeleri beş başlık altında incelenmektedir (Lynch, 1996).

1. Miktar Ölçütleri
2. Yapısal Ölçütler
3. Finansal Fiyatlar
4. Ürün Çeşitliliği
5. Değişim Maliyeti

### **1.5.1. Miktar Ölçütleri**

Finansal gelişmenin ölçülmesindeki zorluk, değişkenin ölçülmesinde değişkeni en iyi temsil eden göstergelerin seçilmesini zorunlu kılmıştır. Miktar göstergeleri; parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri göstergelerine dayanmaktadır (Kar, 2001).

#### **1.5.1.1. Parasal Büyüklükler**

Parasal büyüklük göstergesi, içerdiği bilgi dolayısıyla finansal gelişmenin ölçülmesi için kullanılan en temel göstergelerden birisini oluşturmaktadır. Parasal büyüklükler, dar tanımlı para arzı olarak ifade edilen M1 ve geniş tanımlı para arzı olarak ifade edilen M2'nin milli gelire oranı olarak ifade edilir. M2/GSYİH oranı ise çalışmalarda en çok kullanılan finansal genişleme göstergesidir. Geniş tanımlı para arzının gelire oranı olarak ifade edilen bu gösterge ekonominin parasallaşma düzeyinin göstergesidir. Hane halklarının bankacılık sektörü üzerindeki etkinliği hakkında bilgi verir (Öztürk, Barışık ve Darıcı, 2010). Bir başka parasal ölçüt oranı olan M3/GSYİH oranı ise, dar tanımlı para arzı olan M2'ye ek olarak repo ve belirli banka fonlarından oluşan büyüklüğün GSYİH'ya oranını ifade etmektedir (Erim ve Türk, 2005). Bu oranların yüksek olması finansal piyasaların gelişmiş düzeyde olduğunu göstermektedir.

#### **1.5.1.2. Kredi Büyüklükleri**

Bir diğer finansal gelişme göstergesi olan kredi büyüklükleri de kendi içerisinde üçe ayrılmaktadır. Bunları sıralayacak olursak, yurtiçi toplam kredi hacminin milli gelire

oranı (YİKH/GSYİH), özel sektöre verilen kredi hacminin milli gelire oranı (ÖSKH/GSYİH) ve özel sektöre verilen kredi hacminin toplam kredi hacmine oranıdır (ÖSKH/YİKH). Yatırımlara yönlendirilen fonların artış göstermesi ekonomik performansı etkilediğinden, finansal gelişmenin sağlanması durumunda bu oranların da artması beklenmektedir. Çünkü finansal gelişmenin olumlu sonuçlarından biri kredi hacminin genişlemesidir (Yeldan, 2003).

### **1.5.1.3. Sermaye Piyasası Büyüklükleri**

Finansal gelişme süreci aynı zamanda sermaye piyasasının gelişimini de içermektedir. Sermaye piyasası büyüklükleri ise menkul kıymet borsası reel işlem hacmi ve borsa işlem hacminin gelire oranı olarak ifade edilen borsa kapitalizasyon oranıdır. Sermaye piyasaları gelişme gösterdiğinde firmalar doğrudan kredi bulma olanağına sahip olacağından, borsa kapitalizasyon oranının artması da piyasanın gelişmişlik düzeyinin ölçüsü olarak değerlendirilecektir (Öztürk, Barışık ve Darıcı, 2010). Borsadaki işlem hacmi, piyasanın gelişmişlik düzeyini belirlemede kullanılan önemli bir ölçüttür. Borsa kapitalizasyon oranına benzer bir ölçüt olarak piyasa işlem hacminin GSMH'ye oranındaki artış da finansal gelişmişliğin göstergesi sayılmaktadır. Buna bağlı olarak sermaye piyasalarında borsaya kote ettirilen şirket sayılarındaki artış, finansal gelişmişlik göstergelerinden birisidir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2001).

### **1.5.2. Yapısal Ölçütler**

Finansal sistem ekonomik büyüme üzerinde çok önemli bir rol oynamakta ve işlevlerini farklı kanallar üzerinden gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla finansal sistemin gelişimi farklı göstergeler aracılığıyla incelenebilmektedir. Bu durumda finansal sistem içerisindeki değişikliklerin ne derece önemli olduğunun belirlenmesi de çok büyük önem arz etmektedir. Finansal sistemin gelişmişliğinin yapısal ölçütü olan temel gösterge M2/M1 oranıdır. Geniş tanımlı para arzı olan M2'nin dar tanımlı para arzı olan M1'e oranındaki artış ekonomik birimlerin ellerindeki paranın gittikçe daha büyük bir bölümünün vadeli mevduat olarak değerlendirildiğini ifade eder.

İfade edilen orandaki artış hane halkının elindeki paranın nasıl değerlendirildiği ile ilgili bilgileri yansıttığından önemli bir yapısal ölçüttür (Lynch, 1996). Finansal sistemin gelişmişlik gösterdiği ülkelerde bu oran 5- 8 arasında değer almaktadır. Diğer bir yapısal ölçüt Toplam Finansal Varlıklar (TFV) / GSYİH şeklinde ifade edilmektedir. Finansal İlişkiler Oranı olarak da bilinen bu oran ne kadar yüksek olursa ülkenin finansal gelişmişlik oranı da o kadar yüksektir (Öztürk, Barışık ve Darıcı, 2010).

### **1.5.3. Finansal Fiyatlar**

Finansal gelişmenin bir diğer göstergesi olarak ekonomideki finansal fiyatlar ve bunların esnekliği de ele alınmaktadır. En önemli finansal fiyatları reel faiz oranları oluşturmaktadır. Finansal gelişmenin en önemli şartı bu oranların pozitif olmasıdır. Enflasyonun değişken olması durumunda, faiz oranlarını sıkı bir şekilde kontrol etmek, reel faiz oranının istikrarsızlık göstermesi pahasına, nominal olarak istikrarlı faiz oranı sağlar. Bu bakımdan volatilitesi yüksek bir reel faiz oranı oluşturmadan, istikrarlı bir nominal faiz oranı sağlamak, düşük ve istikrarlı olan enflasyon oranı ile mümkündür. Piyasaya bağlı finansal sistemler, fiyatların kontrol altına alındığı sistemlere göre, *ceteris paribus*, düşük reel faiz ve yüksek nominal faiz volatilitesi gösterirler. Burada dikkat edilmesi gereken husus fiyatların değişen ekonomik şartlara gösterdiği tepkilerdir. Geri kalmış ekonomilerdeki dağılmış piyasalarda genelde negatif reel faiz oranı oluşmakta ve böylece finansal varlıklardan oluşan tasarruflar bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Reel faiz oranları ile toplam tasarruflar arasındaki ilişki net olmasa da finansal tasarruflar ile reel faiz oranı arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğu ileri sürülmektedir (Kar ve Ağır, 2005).

### **1.5.4. Ürün Çeşitliliği**

Finansal gelişmenin ölçülmesindeki diğer ölçütlerden biri de finansal piyasalardaki ürün çeşitliliğidir. Finansal sistemde daha çok aracın kullanılması demek artan fon talebinin karşılanmasının kolaylaşması demektir. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkelerde kullanılan ürün çeşitliliği de fazladır. Finansal derinliğin zayıf olduğu

piyasalarda kredi ve tahvil vb. sadece temel finansman araçları kullanılırken gelişmiş piyasalarda ise swap, future, forward ve opsiyon gibi türev ürünler yer almaktadır (Oskay, 2000).

### **1.5.5. Değişim Maliyetleri**

Finansal sistem, tasarruf sahibi olanlar ile yatırım yapmak için bu tasarrufları talep eden yatırımcılar arasında aracılık faaliyetinde bulunmaktadır. Finansal sistem aracılık faaliyetinde yatırımcılardan aldığı kredi faiz oranı ile tasarruf sahiplerine vermiş olduğu mevduat faiz oranı arasındaki farkı aracılık maliyeti olarak alıkoymaktadır. Finansal sistemin etkin işleyen bir sistem olması için bu alıkoymulan aracılık maliyetinin düşük olması gerekmektedir. Böylece yatırıma aktarılacak fon miktarının optimal seviyede tutulması mümkün olacaktır (Kar ve Ağır, 2005). Uzun dönem sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında, finansal gelişmenin ölçülmesinde kullanılan göstergelerden biri olan değişim maliyetinin etkin bir şekilde gerçekleşmesi çok büyük önem arz etmektedir. Bu göstergenin etkin bir şekilde gerçekleşmesinde aracılık maliyetlerinin düşürülmesi temel koşuldur. Finansal aracılık faaliyetinin işlem maliyeti genelde faiz oranı ile ölçülmektedir. Faiz oranı ise kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan yani faiz marjından oluşmaktadır (BDDK, 2006).

Genel olarak ifade edecek olursak, finansal piyasaların ekonomi içerisinde büyüme ve gelişme göstermesi finansal derinleşme ve gelişme ile paralellik gösterir. Finansal gelişmenin ölçülmesi zor olsa da belirli ölçütler yardımıyla gelişmişlik düzeyi belirlenebilir. Finansal gelişme ile birlikte M1/Gelir oranı azalış, M2/Gelir oranı artış, özel sektöre verilen kredilerin hasılaya oranı ve toplam yurtiçi krediler içerisindeki payı artış, sermaye piyasasındaki reel işlemler düzeyindeki ve bunun hasılaya oranındaki artış, reel faizlerdeki, faiz marjlarındaki azalış ve son olarak da finansal sistem yapısında ürün çeşitliliğindeki artış ekonomi içerisinde finansal sistemin gelişmişliğinin en önemli göstergesidir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMDE VE FİRMA YAPISINDA YAŞANAN DÖNÜŞÜMLER

#### 2.1. Makro Düzeyde Finansal Gelişmeler

Türkiye'nin finansal sistem içerisinde yaşadığı gelişmeleri incelemek için bu bölümde sektörde yaşanan son kırk yıllık makroekonomik gelişmeleri içeren performansı ele alınmıştır.

##### 2.1.1. Finansal Sektör Politikaları

Bu bölüm altında Türkiye'nin finansal sisteme ilişkin son kırk yıllık temel politikaları gözden geçirilmiştir. Bu politikalar, tarihi unsurların (örneğin ülkenin hukuk geleneği gibi) bir arada izlendiği ve zaman içinde her ülke tarafından izlenen genel kalkınma modelinin bir uzantısıdır. Aşağıda belirtilen finansal politika dönemleri, genel ekonomik politikalara karşılık gelmektedir.

##### 2.1.1.1. Finansal Baskı: McKinnon-Shaw Modeli (1973)

Neo-klasik iktisadi kuramın devamı olan Tobin'in parasal büyüme modelinde, sermaye ve para arasında tam ikame olduğu görüşü, faiz oranlarında yaşanacak herhangi bir artış durumunda portföylerin paradan fiziki sermayeye kaydırılacağını

öngörmektedir. Ayrıca Keynesyen iktisadi kuramda yatırım ve faiz oranları arasındaki ilişkinin negatif yönlü olması, düşük düzeyde tutulan faiz oranlarının yatırımlarda genişlemeye yol açarak ekonomik büyümeyi desteklemesi anlamına gelmektedir. Paranın getirisi olarak ifade edilen faiz oranının düşük düzeyde tutulması ise faiz oranı tavanı gibi finansal piyasaları baskı altında tutan bazı politika araçlarının uygulanması ile mümkün olmaktadır. Dolayısıyla Keynes(1936) ve Tobin(1965)'nin teorik olarak alt yapısını oluşturduğu finansal baskı olgusu 1970'li yıllarda devlet tarafından düşük faiz oranları ve enflasyonist parasal politikalarla gelir elde edilmesini ve büyüme düzeyinin yükselmesini sağlamak amacıyla uygulanan bir politikadır (Özşahin, 2011).

Finansal sistemin gelişmişliğini açıklayan birçok model olmakla birlikte temelde McKinnon ve Shaw'ın görüşleri çevresinde şekillenen öncü bir model vardır. 1973 yılında McKinnon ve Shaw tarafından ayrı ayrı çalışmalarda ortaya koyulan ortak görüşler literatürde Finansal Baskı olarak nitelendirilmiştir. Genelde finansal piyasalardaki her türlü sınırlamayı, müdahaleyi içeren ve özelde negatif reel faiz politikaları olarak uygulanan iktisat politikalarının, McKinnon ve Shaw'ın ortak görüşlerinden sonra Finansal Baskı olarak nitelendirilmesi literatürde bir gelenek haline gelmiştir (Öztürk, Barışık ve Darıcı, 2010). McKinnon finansal baskı kavramını, düşük faiz oranları, banka kredilerinin belirlenen sektörlere verilmesi, kamuda oluşan açıkların mevduat bankalarının kıt olan kredi kaynaklarından sağlanarak kredilerin etkisiz bir biçimde dağıtılması, ekonominin diğer finansal ihtiyaçlarının ise faizci, tefeci ve kooperatifler gibi zayıf kaynaklardan sağlanması şeklinde ifade etmiştir (McKinnon, 1973). Finansal baskı uygulamalarının temel ve en önemli özelliklerini ise şu şekilde sıralamıştır:

- Sermaye hareketlerini kontrol için yararlanılan döviz kurları yurt içi finansal sektörü sistemin dışına iter.
- Ekonomik yapı içerisinde borsa işlemleri önem taşımaz ve finansal kurumlar gerçek işlevlerini öne çıkaramaz.
- Uygulanan reel negatif faiz politikası ile istenilen müşteriye öncelikli alanlarda yatırım yaptığı için krediler verilir. İstenilen kaynağın bulunmaması durumunda bütçe açıklarını kapatmak için kullanılan politikalar enflasyon üzerinde etkili olur. Bir başka deyişle, finansal baskı politikalarının olmadığı

bir ekonomide mevduat ve kredi faizleri genellikle reel olarak negatiftir, verilen krediler ise istenilen kişilere verilememektedir. Finansal sektöre giriş ve yeni finansal araçların geliştirilmesi sınırlandırılmıştır.

Finansal baskının uygulanmasındaki temel neden hatalı para, kredi ve faiz oranı politikalarıdır. McKinnon para otoritelerinin, parasal artış oranlarını denge seviyesinin altında belirlemesinin sebebi, aşırı parasal genişleme ve faiz oranı tavanları yaratan uygulamalar olduğu söylenebilir. Dolayısıyla söz konusu olan yaklaşımda finansal baskı, sorunların parasal gelişme oranlarının düşürülmesi ve faiz oranlarının serbestleştirilmesi aracılığıyla çözüleceğini öne sürmektedir (Danışoğlu, 2004).

Neo-klasik kuramın öngörülleri 1970'li yıllardan itibaren finansal baskıyı haklı çıkarmayı amaçlamış ve bundan dolayı sermayenin getirisi olan faiz oranlarındaki artışın para miktarını arttıracığı görüşüyle tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu öne süren McKinnon(1973) tarafından eleştiriye maruz kalmıştır. Benzer şekilde Shaw(1973) pozitif faiz oranı uygulamasının tasarrufları bankacılık kesimine yönlendireceğini belirterek finansal sisteme aktarılan kaynakların kredi arzında genişleyici etkiye yol açacağından ve çıktı hacminin yükseleceğinden bahsetmiştir. Bu iki çalışmada ortak olarak ifade edilen finansal baskı uygulamalarının tasarruf düzeyinde düşüş yarattığı ve ekonomik büyüme oranlarını dolayısıyla finansal gelişme düzeyini olumsuz yönde etkilediği gerekçesiyle terk edilmesi gerektiği vurgulanmış ve finansal küreselleşme politikalarına geçiş yapılması öngörülmüştür (Özşahin, 2011).

#### **2.1.1.2. Finansal Küreselleşme (1974-1981)**

Finansal küreselleşme, finansal piyasalarda faaliyet gösteren sermayenin maksimum kara ve yüksek getiriye ulaşabilmek için bütün sınırlamaların kaldırıldığı ülkeler ve piyasalar arasında serbestçe hareket etmesini ifade etmektedir. Bütün sınırlamaların kaldırılması son küreselleşme dalgası ile beraber gerçekleşmiş ve serbestleşme tüm dünyaya yayılmıştır (Sönmez, 2003). Finansal küreselleşme 1980'lerde tüm dünya ekonomisini etkileyen en önemli gelişme olarak değerlendirilebilir. Normalde



finansal küreselleşme sürecinin başlangıcının, Eurocurrency piyasasının oluşum dönemine kadar yani 1950'lere kadar uzandığı varsayılmaktadır. Fakat 1980'lerde tüm dünyada özel finansal sermaye akımlarının sergilemiş olduğu önemli gelişme, bu dönemi finansal küreselleşmenin altın dönemi olarak nitelendirilmesine sebep olmuştur. Finansal küreselleşmenin 1980'lerde önem kazanan boyutlarını anlayabilmek için, küreselleşme sürecinin oluşumundaki etkileri anlamak gerekmektedir (Ongun, 1993).

Bu etikler beş maddede ele alınabilir:

- **Reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler**, üretimin küreselleşmesi, Çok Uluslu Şirketlerin (ÇUŞ) doğrudan yatırımlarının değer kazanması ve dünya ticaretinin önemli bir gelişme dönemine girmesiyle yakından ilişkilidir. ÇUŞ II. Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkan bir olgudur. Tamamı ÇUŞ'e ait olan doğrudan özel yatırımların, 1980 yılından itibaren ciddi bir artış gösterdiği görülmüştür. 1980-84 dönemi arasında yılda yaklaşık olarak 40 milyar dolar olan bu yatırımlar, 1985-89 dönemi arasında yılda 126 milyar dolara, 1990'da ise 214 milyar dolara kadar yükseliş göstermiştir.

Dünya ticaretindeki önemli gelişme de, finansal piyasaların uluslararası önemini arttırmıştır. Dünya üretimi 1965-1980 dönemi arasında ortalama % 4, 1980-1990 dönemi arasında % 3.2 oranında artış gösterirken, bu oranlar aynı dönem içerisinde dünya ihracatı için % 6.6 ve % 4.3 düzeyinde sergilenmiştir (Ongun, 1993).

- **Teknolojik devrim**, sermaye akımlarının olağanüstü derecede hızlanmasında ve bununla birlikte finansal piyasaların bir bütünlük arz etmesinde iletişim ve bilgi işlem teknolojilerindeki gelişmeler önemli bir yer tutmaktadır. Gelişen teknoloji sayesinde, finansal piyasalara ait bilgilerin dünyaya hızlıca yayılmaya başlaması ile tüm dünyadaki finansal piyasalar aynı anda birlikte hareket etmeye başladılar. Bütün bu teknolojik gelişmeler, bilgisayar kapasitelerindeki yüksek artışa ve veri dolaşımı maliyelerinde görülen önemli ölçüdeki azalmaya, tüm bunlarda bugünkü finansal küreselleşmeye sebep

olmuştur (Ganiev, 2014).

- **Finansal liberalizasyon**, uluslararası finans piyasaları üzerinde bulunan denetimlerin kaldırılması veya azaltılması yoluyla uluslararası sermaye akımlarının hızlanması sürecini ifade eder. Finansal liberalizasyon, devletin bankacılık sektörü üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya önemli düzeyde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir neticesi olarak da görülmektedir. Tahvil ihracına, faiz oranlarına ve kredi tavanlarına konmuş olan kısıtların kaldırılması, bankaların hisse senedi işlemlerinin serbestleştirilmesi ve bankacılık işlemlerinde alınan vergi ve harçların kaldırılması, kambiyo yönetiminde yapılan değişikliklerinde uluslararası sermaye akımlarını serbestleştirilmesi, bu anlamda büyük önem arz etmektedir (Ongun, 1993).

- **Menkul kıymetleştirme**, finansal küreselleşme sürecinin bir başka etmenidir. Kredi işlemlerinin yerini menkul kıymet işlemlerinin almış olması, finansal araçların çeşitlenmesi, döviz piyasasının genişlemesi, ulusal finans piyasalarının dışa açılması ve uzun vadeli kaynak talebinin artmasının bir sonucudur (Alp, 2002). 1970'lerde Eurocurrency piyasasını canlandıran OPEC ülkelerinin yaklaşık % 40'ı uluslararası bankalara yatırılan dış fazlalarının, 1980'lerde azalması ile birlikte bankalarda uzun vadeli borç ihracı artmış ve bu yatırım araçlarının yüksek getirileri menkul kıymetleştirmeyi teşvik etmiştir (Esen, 1997).

Türkiye'de menkul kıymetler piyasasına yönelik yapılan reformlar, çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile başlamış ve 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan reformları takiben 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) işlemeye başlamıştır (TCMB, 2002).

- **Dışsal- konjonktürel nedenler**, finansal yenilikler ve dış piyasa güçlerinden kredi bulma imkanı birçok ülkede parasal organları miktar sınırlamalarından uzaklaştırırken, kredi itibarına sahip olan ülkelerin bütçe ve cari işlemler

açıklarını dış kaynaklardan finanse etmelerine daha uzun süreler imkan tanımıştır. Bu durum finansal küreselleşmenin temelindeki dışsal etkiyi oluşturmaktadır (Ongun, 1993).

Finansal küreselleşme, sermaye düzeyi üzerindeki serbest piyasa düzenine uluslar arası boyutta geçerlilik kazandırma işlemi olarak da ifade edilebilir (Seyidoğlu, 2003). Finansal küreselleşme mali piyasalarda arz ve talep odaklı kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılması ile alakalı olarak alınan tedbirler, uygulanan politikalar ve yapılan yasal düzenlemelerdir (Durusoy, 2000). Gelişmekte olan ülkelerde, 1980'li yıllardan sonra başlamış olan finansal küreselleşme hareketleri ile sermaye akımı üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve ilk olarak ülke fonları kurulmuştur. Serbestleşme politikalarının yardımı ile ihracatın ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artması beklenmiş ve dolayısıyla ekonomik büyümenin sağlanması amaçlanmıştır (Muratoğlu, 2002).

Finansal küreselleşme ile ilgili gelişmeleri aşağıda ifade edilen altı madde ile toparlayabiliriz:

1. Faiz oranı kontrollerinin eleminasyonu
2. Banka rezerv gereksinimlerinin azaltılması
3. Devletin bankaların borç verme kararlarına müdahalelerinin azaltılması
4. Ulusal bankaların özelleştirilmesi
5. Yabancı banka rekabetine izin verilmesi
6. Sermaye akımlarını kolaylaştırma ve teşvik etme

Finansal küreselleşme iç piyasalarda serbest piyasa koşullarına göre çalışan bir ekonomik çevre oluşturmaya çalışırken, dış serbestleşme ise daha geniş ifadeyle ulusal ekonominin, dar anlamda ise ulusal finans piyasalarının, dış dünya ile entegrasyonunu amaçlamaktadır (Kar ve Günay, 2004).

1970'li yıllarda yaşanan Bretton Woods sisteminin çöküşü ile başlayan liberalizasyon hareketleri mali piyasaların ulusallaşmasını ve ekonomideki işlem hacminin artmasını sağlamıştır. Katılımcı sayısı ve fon maliyetlerinin artması ile

birlikte sermaye maliyetlerini azaltmış ve birçok riski de beraberinde getirmiştir (Alp, 2002).

1980'li yıllar ise küreselleşme süreci için piyasaların birbirleri ile olan bağlarını güçlendirmeleri ve uluslar arası sisteme uyum sağlamaları açısından önemli bir altın dönem olmuştur. Sanayileşmiş olan bütün ülkeler finansal piyasalarını liberalleştirmiş, gelişmekte olan ülkeler de bu ülkeleri izlemiştir (TCMB, 2002). Bu dönemde çoğu gelişmekte olan ülke için serbestleşme olgusunun bir tercih süreci olmaktan çıkıp, zorunluluk haline gelmesi dönemin en belirgin özelliğidir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarına getirilen sınırlandırmalar azaltılmış veya tümüyle ortadan kaldırılmış ve özel nitelikli dış kaynak artışını özendirerek politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bu uygulamalar uluslar arası yatırımcıların önünü açarak portföy çeşitlendirmesine giden yoldaki sınırlamaların da ortadan kalkmasına sebep olmuştur (Seyidoğlu, 2003).

1980 yılı itibari ile Türkiye'de fiziki mal akımlarının serbestleştirilmesi dönemi sonrası 1988 yılı dış finansal serbestleşmeyi ifade eder. 1996 yılı ise liberalleşme sürecinin tamamlanması olarak ifade edilmektedir. Liberalleşmenin son aşaması olarak, Dünya Ticaret Örgütü politikaları ve Gümrük Birliği anlaşması ile Avrupa Birliği kapsamında dış ticaret politikalarında yapılan köklü değişiklikler değerlendirilmektedir (Kepenek, 2013).

Son olarak bu başlık altında anlatılanları değerlendirecek olursak, finansal liberalizasyon sonucu ülkeye giriş yapan uluslararası fonlar, ekonomik büyümeyi finanse ederken, bu fonların tüketim harcamalarına kaydığı ve tüketim patlamasına yol açtığı görülmüştür. Bu durum, kredilerle finanse edilen tüketim harcamalarının hanehalkı borçluluk oranını yükselttiği sonucunu ortaya çıkartmaktadır. Dolayısı ile ifade edilen tüm bu bulgular, McKinnon ve Shaw'ın savunduğu gibi finansal liberalleşmenin tasarrufları arttıracığı iddiasını tamamlar nitelikte değildir.

### **2.1.1.3. Türkiye'de Yaşanan Finansal Krizler**

Dünyanın en gelişmiş ülkeleri bile 1970'li yılların ortalarına gelinceye kadar iç kapalı ekonomik politikalar uygularken bu tarihlerden itibaren dışa açılma eğilimi göstermişlerdir. 1973 Ocak ve 1980 Aralık döneminde petrol fiyatlarında yaklaşık olarak 3 dolardan 41 dolara kadar yaşanan yükseliş dünya çapında etkileri hissedilen bir ekonomik sarsıntıya sebep olmuştur. Dolayısıyla yaşanan bu olaylar, Bretton Woods sisteminin yıkılması ile zayıflayan tüm dünyadaki ekonomik yapıyı daha da bozmuştur. Dünyada 1974 ve 1979 yıllarında yaşanan iki petrol şoku ile ülke ekonomileri enflasyon ve işsizliğin birlikte görüldüğü bir stagflasyon dönemine girmiştir. (Akalin ve Uçak, 2007).

1970'li yıllarda yaşanan bu olaylar karşısında, dünyadaki ülke ekonomileri yeniden yapılanmaya girerek, sanayileşmiş, gelişmiş ya da merkez konumundaki ülkeler uzun vadeli sürdürülebilir bir ekonomik yapıyı sağlamak için uluslar arası ticarete serbestleşmeyi hedefleyen politikaları uygulamaya başlamışlardır. 1980'li yıllara kadar Türkiye daha çok ithal ikameci bir sanayileşme politikası uygulayarak, korumacı bir dış ticaret rejimi, fiyat denetimi mekanizması, sıkı kurallara ve sabit kur sistemine dayalı bir döviz kuru ve genelde negatif faiz uygulamasına dayalı bir piyasa modeli benimsemiştir (Eğilmez, 2011). Dolayısıyla 1980 yılından sonra Türkiye ekonomisi tam anlamıyla bir çöküş dönemi ile birlikte ekonomik krize girmiştir. Bu krizin en belirgin göstergeleri ise; %100'ü aşan enflasyon, döviz yokluğu, üretimi sürdürmek adına temel mal ithalatının yapılamaması, enerji ve temel ihtiyaç mallarının kıtlığı şeklinde ifade edilebilir (Erdem, 2001). Yaşanan kriz dönemlerinden sonra ekonomide liberal politikaların uygulamaya başlandığı Türkiye ekonomisi bir değişim ve dönüşüm sürecine girmiştir. 1981 yılından itibaren sabit kur sisteminden, günlük kur sistemine geçilerek 1989 yılında 32 sayılı kararname ile finansal serbestleşmeye geçilmiştir (Kansu, 2004).

1980 öncesi ve sonrasında Türkiye ekonomisi farklı boyutlarda ve farklı yapılarda krizler yaşamıştır. Bunlardan bir bölümü 1929 Büyük Buhran, II Dünya Savaşı, Körfez Savaşı, Asya-Rusya Krizleri gibi Türkiye dışındaki gelişmelerden, bir bölümü ise 1958 krizi ve devalüasyonu, 1980 krizi ve devalüasyonu, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ve Türk lirasının değer kaybı gibi kendi uyguladığı politika hatalarından kaynaklanmıştır. Bu başlık altında Türkiye'de yaşanan iç kaynaklı

finansal krizler olan 1994 krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile etkisi tüm dünyada hissedilen 2008 küresel finansal krizinin Türkiye üzerine etkileri incelenecektir.

#### **2.1.1.3.1. 1994 Bankacılık Krizi**

Bankacılık krizlerinin oluşumunda makroekonomik istikrarsızlıklar ve bankacılık sektörünün kurumsal kalitesindeki düşüş, dışsal faktörler ve döviz kuru rejimleri ile finansal liberalizasyon ve açık mevduat sigortası politikaları etkili olmaktadır (Altıntaş, 2004). Bankacılık krizleri genellikle bankaların başarısızlıkları, yükümlülüklerini yerine getirememeleri veya iflasları durumunda mevduat sahiplerinin panikleyerek bankalardan kaçmak istemeleri ve dolayısıyla hükümetlerin bankacılık sektörüne büyük ölçekli kaynak aktarmak zorunda kaldıkları ve geniş ölçüde dönmeyen kredilerin oluştuğu durumda ortaya çıkmaktadır (Öztürk ve Gövdere, 2010).

Bankacılık krizleri, finansal alt yapıları henüz tam oturmamış gelişmekte olan ülkelerde görülmekle birlikte gelişmiş ekonomilerde de görülmektedir (Türel, 2010).

1991 yılında başlayan I. Körfez Savaşı ekonomiyi oldukça ciddi boyutlarda olumsuz yönde etkilemiş ve o yıl yapılan genel seçim kamu açıklarında önemli bir artışa neden olmuştur (Kansu, 2004). Kamu açıklarının iç borçlanma üzerinde ki etkisi faiz oranlarının yükselmesine, bu da dışarıdan sermaye girişinin özendirilmesine yol açmış ve bu şekilde birbirini takip eden olumsuzluklarla dolu bir süreç oluşmuştur (Erdem, 2001). Bütün bu olumsuzlukları çözmeye yönelik ekonomik istikrar programlarının uygulamaya konamamış olması sonucunda 1994 yılı başında Türkiye bir ekonomik krize girmiştir (Eğilmez, 2011).

Bankacılık krizleri, ülke ekonomisindeki sermayenin önemli bir bölümünün yurt dışına kaçışını hızlandırdığından, özellikle bankacılık sektörü gibi finansal kurumlara olan güvenin yok olmasına neden olmaktadır. Bankacılık sektörüne duyulan güven eksikliği ve zayıf bankacılık sisteminin varlığı, bankaların zamanla başarısız

olmasına neden olmuş, sermayesi zayıf olan bankaların ise fonlarını genişletme fırsatı vermemiştir (Parasız, 2002).

1993 yılının sonunda dış ticaret açığı 6,4 milyar dolara kadar yükselmiş ve bu açıkların finansmanında sermaye hareketleri önem kazanmıştır. Tablo 1’de görüldüğü üzere Türkiye’nin 1990 yılı itibari ile 1995 yılına kadar çeşitli verileri verilmiştir.

**Tablo 1:** 1990-1995 Yılları arasında Türkiye’ye Ait Bazı Veriler

Milyar Dolar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
İhracat	13,0	13,6	14,7	15,3	18,1	21,6
İthalat	-20,9	-19,7	-21,4	-27,5	-21,8	-33,5
Dış Ticaret Dengesi	-9,4	-7,3	-8,1	-14,1	-4,2	-13,2
Cari İşlemler Dengesi	-2,6	0,3	-1,0	-6,4	2,6	-2,3
Sermaye Hesabı Dengesi	3,1	-1,2	2,2	8,6	-4,5	-0,1
Rezervlerdeki Değişme	1,3	-1,0	1,5	0,3	0,2	8,8
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (%GSMH)	7,4	10,2	10,6	11,7	8,1	6,5

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo1’e bakıldığı zaman Türkiye’nin kamu kesimi borçlanma gereği 1990 yılından 1993 yılına kadar hızla arttığı görülmektedir. 1990 yılında yaklaşık % 8 olan kamu kesimi borçlanma gereği, 1993 yılında yaklaşık % 12’ye ulaşmıştır. Türkiye’nin ithalat miktarı da 1990 yılında 13 milyar dolar iken, 1995 yılında yaklaşık 22 milyar dolar olmuştur. Toptan eşya enflasyonu hızla artmış, 1994 yılında yaklaşık yüzde % 150’lere ulaşmıştır.

Tablo 2’de 1987 yılından 1995 yılına kadar olan dönemde Türkiye’de iç borçlanmaların alıcılara göre durumu verilmiştir. Tablodan 1990 yılından sonra bankalardaki açık pozisyon durumunun hızla arttığı görülmektedir. Bankaların sendikasyon kredileri yolu ile kaynak bulmaya ağırlık vermeleri, açık pozisyonlarının daha da hızla artış göstermesine neden olmuştur.

**Tablo 2: İç Borçlanmaların Alıcılara Göre Durumu**

	<b>Bankalar</b>	<b>Resmi Kurumlar</b>	<b>Özel Sektör</b>	<b>Tasarruf Sahipleri</b>
1987	77.7	18.1	4.0	0.2
1988	90.5	6.7	2.8	0.0
1989	90.2	6.4	3.4	0.0
<b>1990</b>	85.9	12.9	1.1	0.0
<b>1991</b>	92.8	3.2	4.1	0.0
<b>1992</b>	79.1	14.0	4.0	3.0
<b>1993</b>	77.8	6.1	2.7	13.4
<b>1994</b>	71.5	9.8	2.7	16.0
<b>1995</b>	81.6	8.8	3.6	6.0

**Kaynak:** TCMB

Kamu kesiminin borçlanma gereksinimi azaltılmadan, iç borçlanma faiz oranlarının yükselmesine neden olan etkenler yok edilmeden; hazine borçlanma ihalelerini iptal etmiştir. Bu şekilde suni bir biçimde ve artan miktarda Merkez Bankasında para basarak borcun finanse edilmesi yolu ile faiz oranları düşürülmeye çalışılmıştır. Tüm bunların yanı sıra uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür (Parasız, 2002).

1989–1995 döneminde Türkiye'de artan kamu açıkları ve ithalatın finansmanı çoğunlukla kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından sağlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerine olan bu aşırı yüklenme, kamu açıklarının artması ile birlikte daha da artış göstermiştir. Artan bu kamu açıkları yurtiçi faizleri üzerinde oldukça etkili olmuş bu da faiz farklarının daha da artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye akımları bu faiz farklılıklarını fırsata çevirmek amacı ile Türkiye'ye yönelmiştir. Bu yönelim sonucu Türk Lirası reel olarak değer kazanmıştır. Bu süreçte ithalat artmış, artan ithalat iç talebi canlı tutmuştur. Aşırı bütçe açıklarının parasal finansmanı sonucu sürdürülebilir olmayan bir büyüme ortamı yakalanmıştır. Bu kriz sonucunda ekonomi, enflasyonun üç haneli rakamlara ulaştığı, Türk Lirasının reel olarak % 9,8 değer kaybettiği ve 1994 yılında ekonominin % 6 küçüldüğü bir hale gelmiştir. Yaşanan bu krizin ardından ise 5 Nisan kararları uygulamaya konulmuştur (Kansu, 2004).



### 2.1.1.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşmış olan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon politikası uygulamaya başlamıştır. 1999 yılının Aralık ayında IMF'ye verilen niyet mektubunda Enflasyonla Mücadele Programının genel çerçevesi de ele alınmıştır Programın uygulamaya konulmasıyla birlikte oraya çıkan olumsuzluklar programa duyulan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. İlk olarak enflasyon hedeflenenin üzerinde kalmış ve TÜFE %39 olarak gerçekleşmiştir. Yıl boyunca döviz sepetindeki artış oranı %20 olmuştur. 1999 yılının Aralık ayına göre Türk Lirası 2001 yılı Ocak ayında %17 değerli hale gelmiş ve Türk Lirasında meydana gelen değerlenmeyle birlikte ithalat %23 oranında artarken, ihracattaki artış %2,2 de kalmıştır. Faizlerdeki hızlı düşüşle birlikte meydana gelen talep patlamasının üretimi ihracat yerine iç tüketime yönlendirmesi ihracatta meydana gelen olumsuz gelişmenin bir diğer nedenidir. Sonuçta 2000 yılı cari işlemler açığı 9,8 milyar dolar olarak GSMH'nin %5'i seviyesine ulaşmıştır (Kar ve Kara, 2001). Cari işlemler açığının artması ve yılın ikinci yarısında özelleştirmelerin ve yapısal reformların gecikmesi sermaye akımları üzerinde olumsuz bir etki yaratarak Ağustos 2000'de kısa vadeli faiz oranlarında artışa neden olmuştur.

Bakıldığında Tablo 3'te de görüldüğü gibi, 2000 yılında Cari Açık, Cari Açık/Merkez Bankası Döviz Rezervi, Cari Açık/GSMH oranları önemli boyutta yükselişler göstermiştir. Türkiye için kriz yaratma sınırı Cari Açık/GSMH oranında %3,5 olarak varsayılırken, 2000 yılında bu oran yaklaşık %5'e ulaşmıştır. Bununla birlikte paranın hızlı ve %25'i bulan reel değerlenmesi de ülkeyi kriz bakımından risk kategorisine sokmaktadır. Türk Lirasının değerlenmesi 2000 yılında %36,5 oranında gerçekleşmiştir.

Krize kadar olan süreç içerisinde iç ve dış borçların GSMH'ye oranlarında meydana gelen yükseliş de dikkat çeken önemli bir diğer husustur. Tablo 3'de görülen cari açık ve borçlanmadaki artışlar 2001 ekonomik krizi için birer gösterge niteliğindedir.

**Tablo 3: 1998 – 2002 Yılları Arası Ekonomik Gelişmelerin Kriz Göstergesi**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Büyüme</b>	3,9	-6,1	6,3	-9,4	7,8
<b>Enflasyon (TÜFE)%</b>	84,6	64,9	39,0	68,5	29,7
<b>Enflasyon (TEFE)%</b>	71,8	53,1	32,7	88,6	30,8
<b>Dış Ticaret Açığı(milyar \$)</b>	-14,2	-10,4	-22,3	-4,4	-8,5
<b>İhracatın İthalatı Karşılama Oranı %</b>	58,7	65,4	51,0	75,7	69,8
<b>Cari Açık(milyar\$)</b>	1,9	-1,3	-9,8	3,3	-1,7
<b>Cari Açık/GSMH %</b>	1,0	-0,7	-4,9	2,3	-1,0
<b>Cari Açık/TCMB Net Rezervler %</b>	9	-5	-42	16	-6
<b>İç Borçlar/GSMH</b>	21,7	29,3	29,0	69,2	54,8
<b>Dış Borçlar/GSMH</b>	45,5	54,0	59,3	77,0	73,1
<b>Kısa Vadeli Dış Borçlar/Toplam Dış Borçlar %</b>	21,5	22,2	23,8	14,4	12,6
<b>TL'nin Reel Değerlenmesi</b>	18,5	23,0	36,5	12,0	25,0

**Kaynak:** TÜİK

Bankaların mali yapıları kısa vadeli faiz oranlarının artmasıyla birlikte bozulmuş ve Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda güvensizlik artmıştır (Kar ve Kara, 2001).

Tablo 4’de 1999 yılında ortalama % 7,6’ya ulaşan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz Ocak 2000’de % 7 oranına, interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999’da % 6,6’dan % 4,1 oranına düşmüştür. Faizlerin düşmesi sonucu bireylerin ertelenmiş tüketim istekleri beklentilerin olumlu yönde değişmesi ile bir anda piyasaya girmiştir bu da enflasyonla mücadele politikası için olumsuz bir durum sergilemiştir (Türel, 2010).

Bankalar düşük faizlerle bireysel krediler vermeye yönelmişlerdir. Bunun sonucunda gelir akımlarından tasarrufa ayrılacak bölüm tüketime kaymış bu da talebi artırmış ve enflasyon beklenenden daha yavaş düşmüştür (Türel, 2010).

**Tablo 4:** 2000 Yılı Boyunca (Aylık) Türkiye'de Faiz Oranları

AYLAR	Hazine Yıllık Bileşik Faizi (Aylık %)	İnterbank Piyasası Gecelik Ortalama (Faiz %)
OCAK	37,0	34,1
ŞUBAT	40,7	49,2
MART	35,9	37,7
NİSAN	34,4	33,3
MAYIS	36,0	41,3
HAZİRAN	39,8	42,0
TEMMUZ	32,3	26,0
AĞUSTOS	33,1	37,6
EYLÜL	33,6	46,2
EKİM	38,0	38,3

**Kaynak:** Eğilmez, 2011

Kasım krizinin derinleşmesini IMF'nin sağlamış olduğu 7,5 milyar dolarlık ek kredi ve halkın TL'den dövize akın etmemesi önlemiştir. Yaşanan kriz bankacılık sektöründe ortaya çıkan likidite sorununun bir uzantısı olmuştur. Kasım 2000 krizinin etkileri minimize edilmeye çalışıldığı sırada, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de ikinci bir spekülasyon dalgalanma başlamış ve Türkiye yine bir kriz ile sarsılmıştır (Devrim, 2001). 2001 Şubat krizi, sabit kur uygulamasının hakim olduğu ve IMF tarafından desteklenen, finansal serbestleşme ve kamu otoritesinin verdiği garantilerin desteği ile yurt dışından borçlanmanın cazip görüldüğü ekonomik koşullarda meydana gelmiştir. Finansal piyasalardaki denetim mekanizmalarının yetersiz oluşu ve mevduata verilen sınırsız devlet güvencesi, ahlaki riski arttırmış, gerek bankacılık kesiminde, gerekse işletmelerin bilançolarında var olan kırılabilir yapıyı derinleşmesine sebep olmuştur. Şubat 2001 krizi kamu sektöründen finansal sektöre ve reel sektör işletmelerine kadar uzanan etki alanına ulaşmıştır. 2001 krizi sonrasında hemen tüm sektörlerde tüketici talebinde ciddi düzeyde daralma görülmüştür. Dolayısıyla buna bağlı olarak üretimdeki daralma 2001'in birinci çeyreğindeki yüzde 1,3 seviyesinden, ikinci çeyrekte yüzde 8,5 seviyesine çıkmıştır. Gayri safi milli hasıla (GSMH) 2001 yılında yüzde 9,4 azalma göstermiştir. Yaşanan kriz sonrasında Mart 2001'de özel sektör imalat sanayi kapasite kullanım oranı da bir önceki yıla göre yüzde 72'den yüzde 62'ye gerilemiştir. Yine bu dönemde bankaların reel sektörde faaliyet gösteren firmalara açtığı kredi oranlarında ciddi oranda daralmalar meydana gelmiştir (Parasız, 2002).

### 2.1.1.3.3. 2008 Küresel Finansal Kriz

Keynes 1936 yılında basılan ‘Emek, Faiz ve Paranın Genel Teorisi’ isimli kitabında finansal piyasaları adeta bir kumarhaneye benzetmiş ve haddinden fazla büyümemesi gerektiğini vurgulamıştır. Aynı zamanda Minsk’s de 1980 yılında yayımlanmış olan kitabında piyasaların krize eğilimli olduğunu ifade etmiş ve bunun sebebinin de bankalar ve diğer aracı finansal kurumlar olduğunun altını çizmiştir. Minsk’s’i kitabında bu kurumlara dönem dönem ekonomi içerisinde alevler açan kundakçı rolünü biçmiştir (Minsk’s, 2013). Dolayısıyla bu ifadelerden yola çıkarak finansal piyasaların aşırı büyümesinin ve bunun yanı sıra denetiminin yapılamamasının krizlerin oluşmasına sebep olduğunu söyleyebiliriz. Kaldı ki 2008 küresel finansal krizi de finansal piyasalardaki karmaşıklık nedeniyle derinlik kazanmış bir kriz olarak ifade edilmektedir.

2008 krizi, 1929–1933 küresel krizlerinden sonra görülmüş olan en derin krizdir. Kriz kapitalizmin merkezi olan Amerika Birleşik Devletleri’nde ortaya çıkmış ve sadece üç hafta içerisinde başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılmıştır. Finansal sektörü bütünüyle erozyona uğratmış, dünya bankacılık sistemini adeta kilitlemiş ve daha önce görülmemiş boyutta bir kredi kuruması yaşanmasına neden olmuştur (Durmuş, 2010).

2008 Küresel kriz hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme, enflasyon ve ticaret hacmi yanı sıra mali dengelerinde de bozulmalara yol açmış ve birçok ülkede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini zor bir hale getirmiştir. Gelişmiş ülkelerde kamu borcunun GSYİH’ye oranı 2007-2010 yılları arasında iki kat yükseliş göstermiştir. Kamu borçlarındaki bu artışın nedeni olarak özellikle gelişmiş ülkelerde finansal kurumların devlet tarafından kurtarılmaya çalışılması gösterilmektedir. Bunun yanı sıra, ekonomik faaliyetlerin azalması kamu gelirlerini azaltırken, işsizlik ödemesi gibi sosyal harcamaların artarak kamu harcamalarının artması, vergi indirimlerini içeren mali teşvik paketleri bütçe dengesini bozarak kamu borçlarını arttıran diğer nedenlerdir (Türel, 2010).

**Tablo 5:** Gelişmiş ve Gelişme Yolundaki Ülkelerde Makro Göstergeler (%)

Gelişmiş Ekonomiler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Büyüme	3,00	2,80	0,09	-3,44	3,03	1,72	1,42	1,29	2,22
Enflasyon	2,30	2,20	3,41	0,12	1,53	2,71	1,97	1,37	1,51
Ticaret Artışı	7,70	5,50	0,51	-12,15	11,74	4,76	1,10	1,39	3,51
Gelişme Yolundaki Ekonomiler									
Büyüme	8,30	8,80	5,87	3,11	7,51	6,27	5,05	4,68	4,90
Enflasyon	5,50	6,50	9,19	5,35	5,88	7,28	5,99	5,76	5,47
Ticaret Artışı	12,30	14,80	8,47	-8,02	14,42	9,17	5,75	5,58	5,23

Kaynak: IMF, (2015)

Tablo 2’de 2006-2012 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki toplam enflasyon, büyüme ve ticaret artışlarına ilişkin dağılım verilmiştir. Tabloya bakıldığında gelişmiş ekonomilerin hem büyüme oranları hem de ticaret artış oranları yönünden, dünya geneline göre küresel krizden daha fazla etkilendiği söyleyebiliriz. Gelişmekte olan ülkelerinde bu krizden etkileneneği düşüncesi uluslararası sermayenin, bu ülkelerden hızlı bir şekilde çıkış yapmasına neden olmuştur. Aynı zamanda gelişmiş ekonomilerde büyümenin düşmesine bağlı olarak talep gerilemiş ve diğer ülkelerden yapacakları ithalat miktarını azaltmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin ihracatının daha da azalmasına, işsizliğin artmasına, talebin düşmesine yol açarak ekonomilerini olumsuz etkilemiş ve krizi derinleştirmiştir (Göçer, 2012).

Kriz dönemlerinde kamu harcamalarının kısılması, vergilerin arttırılması ve likiditenin kısılmasına yönelik daraltıcı para ve maliye politikalarının uygulanması önerilmektedir. Buna rağmen kriz dönemlerinde ne tür bir para ve maliye politikası uygulanacağı önemli düzeyde finansal krizin türüne ve uygulanacak politikanın zamanlamasına bağlı olmaktadır. Ayrıca uygulanacak olan bu iki politikanın birbirleriyle tutarlı ve eş zamanlı olması durumunda krizin etkisini azaltacağı vurgulanmaktadır (Şimşek, 2007).

Türkiye’de 2008 küresel krizinin etkisiyle bankaların bilançolarında bozulmalar meydana gelmiş, bu durum kredi alım yollarının kapanmasına sebep olmuş ve bankaların bilançoları küçültülmek zorunda bırakılmıştır. Ekonomik yapı içerisinde reel sektörün tamamlayıcısı durumunda olan finans sektörünün temeli olan

bankacılık sektöründe yaşanan kredi daralması işletmeleri de küçülmeye zorlamıştır. Günümüzden krizin ortaya çıkmasındaki sürece kadar finansal krizin reel sektör üzerindeki etkileri de görülmüştür (Durmuş, 2010). Ekonomik yapı içerisinde devam eden finansal kriz sonucunda ortaya çıkan güven kaybıyla, Türkiye ekonomisi daralma eğilimi göstermiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de resesyon durumu oluşmuş, ekonominin soğuması küresel ölçekte daha da belirginlik kazanmaya başlamıştır. Bu durum da ülkelerin büyüme oranlarının önemli düzeyde azalmasına neden olmuştur (Yılmaz, 2009).

2008 yılında yaşanan küresel mali krizin sebep olduğu belirsizlik ortamının küresel ölçekte zorlaşan finansal koşulların yanı sıra yatırım ve tüketim harcamalarının da azalmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra artış gösteren tasarruf eğiliminin de etkisiyle iç talepte sert bir daralma yaşanmıştır. Küresel boyutta ekonomik yapı içerisinde artış gösteren bu sorunlarla birlikte, Türkiye’de GSYİH büyüme oranları 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir düzeyde azalma eğilimi göstermiştir. 2008’in son çeyreğinde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre %6,2’lik bir azalış göstermiş, ekonomi 2009’un ilk çeyreğinde 2008’in aynı dönemlerine göre %14,5, ikinci çeyreğinde %7,7 ve üçüncü çeyreğinde 2,9 küçülmüştür (Kutlu ve Demirci, 2011).

Dünya’da iflas etmiş olan büyük finans kurumlarının sebep olduğu güven sorunu sonucunda Türkiye’de faaliyet gösteren finansal kurumlar da reel sektöre fon sağlama görevini ve hatta kendi aralarında gerçekleştirdikleri fon akışını kısıtlamıştır. Tüm bu yaşanan olumsuzluklara rağmen bu krizin Türkiye’nin finansal sektörünü dünyadaki diğer ülkelerde olduğu gibi çok fazla etkilemediği görülmüştür. Bunun nedeni olarak ise, 2001 yılında Türkiye’de yaşanan bankacılık krizi sonrasında yeniden yapılandırılan ve güçlendirilmeye çalışılan bankacılık sistemi, ülkemizde finansal sektör içerisinde türev ürünlerin çok fazla kullanılmaması ve mortgage sisteminin ülkemizde henüz çok fazla yerleşmemiş olması görülmektedir.

#### 2.1.1.4. Geleceğe Yönelik Düzenlemeler

Altın standardına geçiş dönemi olan 1923- 1928 yılları arasında daha dönüşüm tamamlanmamışken 1929 yılında Büyük Buhran yaşanmıştır. Dönüşümün Büyük Buhran ile sonuçlanmasının ardından Amerika dışında bir takım ülkeler altın standardı sistemini terk etmiştir. Altın standardı sistemini terk edilmesi ile birlikte uluslararası ticari ilişkilerin yürütülmesinde ciddi boyutta sorunlar yaşanmış ve bu durum beraberinde ödemeler dengesinde ki problemleri getirmiştir. Yaşanan tüm bu olumsuz gelişmeler ülkelerin iş birliği yapmalarını zorunlu kılmıştır. Dünya ticaretini serbest kılacak, ödemeler dengesinde yaşanan sorunlara çözüm getirecek ve savaş sonrası yıkılan ekonomilerin toparlanmasını sağlayacak uluslar arası parasal ve mali düzenlemelere talep artmıştır. Finansal sistemde yaşanan sorunların giderilmesi için atılan adımlardan biri Uluslar arası Ödemeler Bankası (BIS)'nin kurulmasıdır. 1930 yılında kurulan banka merkez bankalarının işbirliğini geliştirmek, uluslar arası finansal işlem faaliyetlerini kolaylaştırmak ve uluslar arası finansal ödeme hususunda aracı bir fonksiyon kurmak üzere kurulmuştur. Yaşanan tüm bu olayların ışığında 1944 yılında ABD' nin Bretton Woods şehrinde bir toplantı düzenlenmiştir. Düzenlenen toplantı neticesinde uluslar arası ticaretinin serbestleşmesi ve mali yapının kontrol altına alınması için kurulan iki temel kurum olan IMF ve Dünya Bankası kurulmuştur (Kar ve Öztürk, 2010).

Uluslar arası ticaretin serbestleştirilmesi olarak ifade edilen finansal serbestleşmeye dayanak oluşturan kuramsal görüşlerin temel öngörüsü, finansal serbestleşme hedefi doğrultusunda gerçekleştirilen yeniliklerin finansal tasarrufları artıracığı ve finansal piyasalarda biriken bu fonların ise kredi hacmini artırması ile birlikte yüksek bir büyüme hızına ulaşılmasıdır. Türkiye'de 1980 sonrası dönemde gerçekleştirilen finansal yenilikler sonucunda finansal piyasalarda sağlanan derinleşmeye rağmen, serbestleştirme süreci, özel kesimin kredi-finansman davranışlarını uyarmak yoluyla kuramsal çerçevede beklenen bu öngörüü istenen düzeyde gerçekleştirememiştir (Oktayer, 2009).

Türkiye 1970'lerin sonunda girdiği ödemeler dengesinden kaynaklanan krizden çıkabilmek için 24 Ocak 1980'de IMF destekli bir istikrar programını uygulamıştır.

Uygulanan bu istikrar programı ekonominin dayandığı temel parametreleri değiştirmiştir. 1960'lı yıllardan beri uygulanan ithal ikameci, müdahaleci ve korumacı politikaların terk edilerek, dışa açık ve ihracata dönük bir sanayileşme modeline dönüşüm benimsenmiştir. Bu ekonomik politika anlayışı, ekonomide yaşanan derin bir dönüşümü yansıtmaktadır. Dolayısıyla 24 Ocak Kararları ile uygulamaya konulan bu program sadece bir istikrar programı olmaktan çıkmış ve kalkınma stratejisinde bir kayma ve değişme olarak kabul edilmiştir (Şimşek, 2007).

1970 ve 80'li yıllarda bankacılık sektöründeki düzenlemelerde gözlenen değişikliklerin ise temelde üç önemli faktöre cevap niteliğinde olduğu görülmektedir. Bu faktörler; makro ekonomik ortamın değiştiği bir süreçte faiz oranları ve kurlar hakkındaki serbestleşme politikaları, finansal sektörün bankalar ve diğerleri şeklinde ayrıldığı bir dönemde teknoloji ve iletişim alanındaki önemli gelişmeler ve bankacılığın uluslararası alanda bütünleşmesi ile birlikte artan rekabet koşulları altında tek tip küresel bankacılık düzenlemelerinin ihtiyacı şeklindedir (TBB, 2008).

1974 yılında oluşturulan ve (BIS) bünyesinde faaliyette bulunan ve Basel Bankacılık Denetim Komitesi ulusal sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini birbirleriyle uyumlu hale getirmek ve bu konuda temel bir biçim oluşturmak amacı ile 1988 yılında Basel I olarak isimlendirilen Sermaye Yeterliliği Uzlaşısını yayınlamıştır. Basel Komitesi, finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel-I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Basel II olarak isimlendirilen Yeni Basel Sermaye Yeterliliği Uzlaşısına ilişkin ilk görüşme metnini yayımlamıştır (Kar ve Öztürk, 2010). Bu başlıklar sırası ile aşağıda incelenecektir.

#### **2.1.1.4.1. Basel I**

Basel I, yasal sermaye ve risk ağırlıklı varlıkların tümünü içeren bir sermaye yeterliliği yaklaşımıdır. Bir başka ifade ile sermaye yeterliliği konusunda detaylandırılmış oranlar hakkında bilgi vermektedir. Basel I, başlangıçta sadece uluslararası aktif bankalar için öngörülmele birlikte, dünya genelinde 100'den fazla



ülke bu standardı sermaye yeterliliği düzenlemesi olarak kabul etmiş ve kendi ülkelerine uygulamıştır. 1988 yılında yayımlanan Basel I Uzlaşısı, 1995 ve 1996 yıllarında iki önemli değişiklik geçirmiştir. 1995 yılındaki değişiklik ile türev ürünlere ilişkin standartlar yeniden ele alınmış ve 1996 yılında ise piyasa riski Basel I'e dahil edilmiştir (BDDK, 2005).

Basel I'de, bankaların sermayesi bir takım ayrımlara tabi tutulmuştur. Bu üçlü ayrıma göre;

*Birinci Kuşak Sermaye (Ana Sermaye):* Risk yönetimi açısından en kayda değer sermaye olarak kabul edilmektedir. Ortaklar tarafından ödenmiş sermaye ile geçmiş ve dönem karlarından oluşmaktadır. Zararlar ise bu tutardan düşülmektedir.

*İkinci Kuşak Sermaye (Katkı Sermaye):* Gizli rezervler, değerlendirme farkları, genel karşılıklar, ikincil sermaye benzeri kredileri içermektedir.

*Üçüncü Kuşak Sermaye:* Sadece piyasa riski için tutulabilen kısa vadeli ve teminatsız sermaye benzeri kredileri içermektedir (TBB, 2008).

Basel I temel olarak kredi riskine odaklanmış olan bir uygulamadır. Bir bankanın risk profili bilanço aktiflerinin ve bilanço dışı taahhütlerinin ağırlıklı haliyle ortaya konulmaktadır. Aktiflerin risk ağırlığı genellikle % 0 ile % 100 arasında değişmektedir. Örneklendirecek olursak nakit varlıklar % 0 risk ağırlığını temsil ederken, bir bankanın diğer bankalardaki varlıkları % 20 risk ağırlığını temsil etmektedir. 1996 yılında yapılmış olan değişiklik ile birlikte piyasa riski de Basel I'e dahil edilmiştir. Piyasa riski kısaca, piyasadaki değişikliklerin banka yapısında meydana getireceği zarar olasılığı olarak tanımlanabilir. Basel I'de minimum sermaye yeterliliği, risk ağırlıklı varlıkların toplamının % 8'i olarak belirlenmiştir. Buna karşılık ana sermayenin (birinci kuşak sermaye) de risk ağırlıklı varlıkların toplamının asgari % 4'ü seviyesinde olacağı belirlenmiştir (TBB, 2008).

Basel I, çoğu ülkenin denetim organları tarafından kabul edilmiş ve resmi olarak bu ülkelerin ulusal sermaye yeterlilik standardı olarak kullanılmıştır. Bu bakımdan dünya genelinde, bankacılık sektörünün sermaye yeterliliğinin sağlanması bakımından Basel I önemli bir görev üstlenmiştir. Ancak, zaman içerisinde 1988 yılında yayımlanan ve 1996 yılında önemli değişiklik yapılan Basel I, sürekli gelişen

ve karmaşıklaşan finansal piyasalar, kurumlar ve araçlar karşısında yetersiz kalmaya başlamıştır. Bir diğer yandan Basel Komitesi, Basel I standardının öngörüldüğü gibi uluslararası bankalar için üstlenmiş olduğu görevi yerine getirdiğine, bu standardı benimseyen bankaların sermaye yapılarının büyük oranda iyileştiğine ve aralarındaki rekabet ortamının ciddi düzeyde dengeli hale geldiğini ifade etmektedir. Ayrıca, Basel I standardı sadece uluslararası bankalar tarafından kullanılmamış, dünya çapında çoğu ülke ekonomisi içerisinde bankacılık düzenleme modeli haline gelmiştir (Arslan, 2007).

#### **2.1.1.4.2. Basel II**

Basel I’de görülen eksiklikleri gidermek ve bankacılık sektörünün deneyimlerinden yararlanmak amacıyla, Basel Bankacılık Denetim Komitesi Haziran 1999 yılında görüşmelere başlamıştır. Komite görüşmelerini 2004 yılında tamamlamış ve taslak metin 2007 yılı sonuna kadar tartışmaya açılmıştır. Yeni Sermaye Uzlaşısının veya Basel II’nin temel argümanı ise varlıkların riske duyarlılığı olmuştur. Basel II, özellikle kredi riski konusunda daha gelişmiş ve kaliteli risk yönetim uygulamalarını öngören bir sistemle, yasal sermayenin daha iyi kullanımını amaçlayarak tasarlanmıştır (BDDK, 2005).

Basel II, sermaye yeterliliğini üç yapısal blok içerisinde incelemektedir. Bunlar; asgari sermaye gereksinimi, denetim otoritesinin finansal kurumların risklilik düzeyine göre sermayelerini değerlendirmesi ve daha güçlü piyasa disiplini için finansal kurumların risk ve sermaye yapıları ile ilgili yeterli bilgilerin kamuoyuna açıklanması şeklinde ifade edilmiştir (TBB, 2008).

Basel II’ye ilişkin tam metin 2004 yılı Haziran ayında yayımlanmıştır. Yayımlanan uzlaşının temel kriterleri şu şekildedir;

- Basel II, bankaların sermaye yeterliliklerinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin olarak Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından yayımlanan ve birçok ülkede yürürlüğe girmesi beklenen

standartlar bütünüdür.

- Basel II bankalarda etkin risk yönetimini ve piyasa disiplini geliştirmek, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini artırmak ve bu sayede sağlam ve etkin bir bankacılık sistemi oluşturmak ve finansal istikrara katkıda bulunmak için sunulmuş önemli bir fırsattır.
- Basel II içerisinde sermaye yükümlülüğünün nasıl hesaplanacağı, maruz kalınan risklerin nasıl yönetileceği, sermaye yeterliliğinin nasıl değerlendirileceği ve nasıl kamuya açıklanacağına ilişkin hükümler mevcuttur.
- Basel II içerisinde risk ölçümüne ilişkin olarak basit aritmetiğe dayalı standart yöntemler ile kredi, piyasa ve operasyonel riske ilişkin istatistiksel matematiksel risk ölçüm metodlarını içeren yöntemle bulunmaktadır.
- Basel II süreci aslında risk yönetimine ilişkin son yıllarda gözlemlenen gelişmelerin bir devamı niteliğindedir ve gelişmiş ülkelerde sektör standardı olarak yürütülen uygulamalar Basel II ile birlikte mevzuat şekline dönüşmüştür.
- Basel II sistemi derecelendirme notu bulunmayan şirketler için mevcut duruma herhangi bir değişiklik getirmemektedir. Ancak, Basel II ile birlikte yüksek derecelendirme notuna sahip şirketler diğerlerine göre daha avantajlı konuma geçecektir (BDDK, 2005).

Özetle, uluslararası bankalar tarafından zaten uygulanmakta olan riske dayalı sermaye tahsisi ve fiyatlama olgusu, Basel II ile birlikte mevzuat kuralı haline gelmiştir. Bu çerçevede, Basel II ile birlikte ülkemiz hazinesinin dış borçlanma maliyetlerinde sadece Basel II uygulamasından kaynaklanacak çok önemli seviyelerde bir değişiklik beklenmemiştir (BDDK, 2005).

#### **2.1.1.4.3. Basel III**

Banka düzenlemeleri uluslararası standartların oluşturması ile birlikte, ulusal bankaların kendi içerisinde ki risk yönetimlerini oluşturması esasına dayanmakta bu da yerel düzenleyici kurumlara önemli sorumluluklar yüklemektedir. Basel II

kuralları dünya genelinde tam olarak uygulanmaya başlamadan ise 2007 yılı ortalarında küresel finans krizinin etkileri ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu durum yeni bir düzenleme çerçevesi için küresel boyutta istek ve beklentinin öngörülmesine sebep olmuştur. Dolayısıyla Basel Komitesi tarafından Basel III şeklinde nitelendirilen yeni çalışmalar başlamış ve Basel III standartları belirlenmiştir (Yazıcıoğlu ve Demirel 2010).

Basel III uluslararası sermaye ve likidite koşulları ile bankacılık sektörünün denetimi ve diğer ilgili alanlarda önerilen değişiklikler kümesini kapsamaktadır. Yeni alınan önlemler ile birlikte bankaların finansal yapısının güçlendirilmesi ve risk alımının azaltılması planlanmaktadır (Kar ve Öztürk, 2010). Basel III, Basel II kuralları üzerine inşa edilmiş olup bankacılık sektörü üzerindeki düzenleme ve geliştirme çabaları da devam etmektedir. Diğer yandan, Temmuz 2010'da bu raporlara ilişkin öneri ve eleştiriler Komite tarafından değerlendirilmiş ve Eylül 2010'da bu raporlarda alınan tedbirlerin uygulanabilmesi için gerekli zaman ve kural ayarlamaları yapılmıştır.

Komite tarafından 2009 yılının Eylül ayında ilk kez duyurulan yeni düzenleme çerçevesinin esas unsurları;

- Daha yüksek sermaye ve likidite yükümlülüğü,
- Daha düşük kaldıraç düzeyi,
- Ekonomik döngüyle paralel hareket tarzının hafifletilmesi,
- Daha ihtiyatlı bir risk alma yöntemiyle uygun bir uzun dönem performansının dikkate alınması,
- Daha sağduyulu bir ücret ve prim politikası ile stres ve şoklara karşı bankacılık sektörünün gücünün artırılması şeklinde özetlenmektedir.

Komite'nin 2010 yılının Temmuz ayında atılan bu somut düzenlemeler ile yeni Basel III kurallarına ilişkin ana çerçeve şekillenmeye başlamıştır (TBB, 2012).

## 2.2. Mikro Düzeyde Finansal Gelişmeler

Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler bu başlık altında mikro düzeyde sektör ve firma bazında ele alınacaktır. Sektör olarak ise imalat sanayi sektörü incelenecektir. İmalat sanayi tekstil, hazır giyim, gıda meyve suları ve kimya sanayi gibi katma değeri yüksek olmayan ürünlerin üretimini ve makine, taşıt sanayi gibi katma değeri yüksek olan alt sanayi kollarını ve bunların dışındaki kolları ifade eden ve içeriği tam olarak bilinmeyen diğer imalat sanayi kollarını kapsamaktadır.

Türkiye’de ekonomisi yapısı içerisinde imalat sanayi ihracatında son 20 yılda çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. İmalat sanayi ihracatı 1990 yılında 10.349 Milyon Dolar iken, 2010 yılında 105.564 Milyon Dolar düzeyinde seyir etmiştir. Dolayısıyla bakıldığında imalat sanayi sektörü Türkiye’nin toplam ihracatına oldukça önemli katkılar sağlayan bir sektördür. Bu sebeple Türkiye ekonomisinin yapısı içerisinde imalat sanayi, ihracatta en büyük paya sahip olan sektördür. İmalat sanayi ihracatının toplam ihracat içerisindeki payı 2010 yılında %92,6 düzeyindedir (Şişman, 2004).

### 2.2.1. Firma Yatırım ve Finansman Kısıtları

Gerek yerel ekonomi gerekse ulusal ekonomi düzeyinde gerçekleşen finansal değişiklikler ve konjonktür dalgalanmalar, işletmelerin sektör içerisindeki faaliyetleri ile yatırım ve finansman kararları üzerinde önemli düzeyde etkili olmaktadır. Faiz oranlarında yaşanan düşüş veya artışlar işletmenin faaliyet gösterdiği sektörü gözetmeksizin işletmenin yatırım ve finansman kararlarını etkilemektedir (Kılınç ve Turhan, 2012). İşletmelerin bazıları makro düzeyde gerçekleşen finansal ve iktisadi değişikliklere aşırı tepki gösterirken, birçoğu da bu değişikliklerden çok az etkilenmektedir. İşletmelerin göstermiş olduğu farklı tepkilerin sebebi işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün başlıca özelliklerinden ve sektörler arasındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Bu farklılıkları şu şekilde sıralanmaktadır;

- Sektör Büyüklüğü ve Özellikleri
- Dış ticaret ve Küresel Pazarlara Entegrasyon

- Sektörün Rekabet Düzeyi ve Faaliyet Alanı

İşletmelerin yatırım finansman kaynakları, yatırım yapılacak olan sektörün büyüklüğüne ve pazar payına bağlı olarak değişiklik arz etmektedir. Sektör büyüklüğü ile yatırım finansman kaynakları arasındaki ilişkisi iki yönlü bir ilişkidir. Türkiye ekonomisinde faaliyet gösteren bir sektör, geleceğe yönelik olarak ne düzeyde umut vaat ediyorsa yatırımcılar da bu sektöre finansman sağlamayı ve yatırım yapmayı o düzeyde tercih edeceklerdir. Dolayısıyla umut vaat eden sektörlerin tercih edilmesi ve yatırımların desteklenmesi ile birlikte sektör büyüme gösterecektir. Sektörün büyüme göstermesi ile birlikte ise dış borçlanma finansmanı gibi finansman kaynaklarında sektöre yönelik güven sağlanacaktır. Çünkü ölçek olarak daha büyük olan sektörlerde, konsolidasyon, rekabet vb. diğer sektörel faktörlerden farklı olarak yatırım finansmanı kararı daha kolay verilebilmektedir. Ayrıca sektör büyüklüğü, faaliyette bulunan sektörün ürettiği ürün veya hizmetin büyüklüğü hakkında da bilgi vermektedir (Burucu ve Öndeş, 2016). Sektör büyüklüğü pazar payı olarak düşünüldüğünde bu durum sektörün toplam talebinin ne düzeyde olduğunu ifade etmektedir. Yani genel olarak ifade edilecek olursa sektör büyüklüğü, yatırımcılara sektörün başarısına istinaden yatırım yapılabilir olup olmadığına dair işaret vermektedir. Eğer işletme hızla büyüyen bir sektör içerisinde faaliyet gösteriyorsa yatırım finansmanı bulması çok daha kolay olmaktadır. Belli bir büyüklüğe ulaşmış olan sektörlerin toplam aktiflerinin artması ile sektörde faaliyet gösteren işletmeler yatırım finansmanını, dış borçlanma yöntemi ile daha kolay ve daha düşük maliyetle gerçekleştirebilecektir. Örneğin; 1950 sonrasında, gelişmiş ülke ekonomilerinde faaliyet gösteren sektörlerin belli bir büyüklüğe hızla ulaşmış oldukları ve henüz büyüme aşamasında oldukları dönemde risk sermayesini daha yoğun bir biçimde yatırım finansmanı olarak kullandıkları görülmektedir (Muradoğlu, Onay ve Phylaktis, 2013).

Belli bir büyüklüğe ulaşmış olup gelişmiş ülke ekonomilerinde faaliyet gösteren işletmeler, küreselleşme boyutundaki artış ile birlikte uluslararası pazarlara yönelmiş ve küresel düzeyde pazar payını arttırmaya çalışmışlardır (Yeşil, 2010).

Türkiye'nin halen gelişmekte olan bir ülke ekonomisinin olması ve bunun yanı sıra

büyüme potansiyeli bulunan çok sayıda sektör alanının bulunması nedeniyle ekonomide farklı sektörlerin farklı büyüklüklere ulaşmış oldukları görülmektedir. Sektör düzeyindeki yatırımların kamu kesimi tarafından desteklenmesi 1980'lerde belli sektörlerin çok daha geniş bir pazar payına sahip olmasına sebep olmuştur. Bu sektörler kamu kesimi tarafından desteklenmeleriyle birlikte ekonominin dışa açılması yabancı sermayeyi ekonomiye çekmiş ve ekonomi daha fazla büyüme göstermiştir. Bu dönemde çok sayıda yabancı banka faaliyete geçmiş, ekonomik ve finansal alanda liberalleşmenin benimsenmiş ve Türkiye'de bankacılık sektörü hızlı bir ilerleme kaydetmiştir. Fakat gelişmekte olan ülke konumunda olan Türkiye'de kontrolsüz serbest piyasa ekonomisine geçişin ve finansal disiplin ilkelerinin gözetilmemesinin sonucu, hızla büyüme göstermiş ve belli bir büyüklüğe ulaşmış olan bankacılık sektörü krizin patlak vermesi ile hızla küçülmüştür. Dolayısıyla Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde sektör büyüklüğünün her zaman karlılık anlamına gelmediği, kendi içerisinde riskler barındırdığı gözler önüne serilmiştir. 1990'lı yıllarda gayrimenkul sektöründe ve 2000'li yıllarda bankacılık sektöründe görüldüğü gibi piyasanın kaldıracabileceği düzeyin üstünde büyüme göstermesi, finansman risklerini arttırmaktadır(Seymen ve Çeken,2004).

1980 yılı ve öncesinde Türkiye'de belirli kamu bankaları, özellikler belli sektörlerle finansman sağlamış ve belli sektörlerin gelişmesinde önemli katkıda bulunmuşlardır. Türkiye'de ekonominin genelinin KOBİ'lerden oluşması sebebi ile yatırım finansman kararlarında 2000'li yıllara kadar ve 2000'li yıllarda yoğunluklu olarak iç finansman kaynağı temelli kararlar olduğu görülmektedir. Ekonomide 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler sonucunda finansal sektörler, başta bankacılık sektörü olmak üzere olumsuz etkilenmiştir. 2007 yılında yaşanan küresel finansal krizde ilk olarak bankacılık sektörünü etkilemiştir. İşletmeler ister büyük ölçekli olsun isterse KOBİ olsun, işletmelerin yatırım finansman kararları konjonktür dalgalanmalarına göre değişiklik göstermektedir (Altuğ, 1994).

Türkiye'de yapılan analizlere göre özellikle sanayi üretiminde faaliyet gösteren işletmeler finansman kaynaklarını daha kolay bulmaktadırlar. Bunun sebebi ise bu sektörlerin küresel piyasalarda faaliyet de bulunmaları ve böylece yerel ekonomide yaşanan konjonktür dalgalanmalardan daha az etkilenmesidir. Dolayısıyla Türkiye

ekonomisinde küresel piyasalarda faaliyette bulunarak rekabet üstünlüğüne sahip sektörlerdeki işletmeler, daha kolay ve ucuz yatırım finansman kaynağı elde edebilmektedir (Altuğ, 1994).

***Dış Ticaret ve Küresel Pazarlara Entegrasyon:*** Özellikle 1980 yılı sonrasında Türkiye’de dış ticaret oldukça önem kazanmış ve böylece küresel piyasalara daha kolay entegre olan sektörler, yatırımcılara geleceğe yönelik olumlu beklentiler sunarak, öz kaynak ve dış borçlanma finansmanın maliyetlerini düşürerek daha kolay finansman kaynağı bulmuşlardır. Bu durum yatırımcıların dış ticaret ile ilgilenen işletmelerin gelecekteki durumu hakkında olumlu beklentiler içerisinde girmesine sebep olmuştur. Dış ticaret ile uğraşan işletmeler olumlu beklentiler sayesinde öz kaynak erişimini kolaylaştırarak, maliyetleri düşürmüş ve böylece dış finansman kaynakları daha kolay finansman sağlamaya başlamışlardır (Şimşek, 2007).

1980 sonrası Türkiye özellikle tekstil ve gıda ürünlerinin imalat sanayi sektörlerinin küresel piyasalara entegre olması ile bu sektörde faaliyet gösteren başarılı ve büyük ölçekli çok sayıda işletmeye finansman kaynağı sağlamış ve desteklemiştir. Küresel piyasalarda 2000 yılı öncesi Türk tekstil firmalarından rekabet üstünlüğü elde edenler dış borçlanma finansman kaynaklarını daha yoğun bir şekilde talep edenler, 2000 yılı sonrasında Çin işletmelerinin rekabeti ve küresel krizin olumsuz etkileri ile karşılaşmışlardır. Böylece bu durum yatırımcı üzerinde dış ticaretin olumlu beklentileri olmuş olsa bile, 2000 yılı sonrasında Türkiye’de dış ticarete daha çok faaliyet gösteren firmaların finansman kararlarında daha profesyonel ve dikkatli davranmaları gerektiğini vurgulamıştır. Özellikle ara malı ithalatı gerçekleştiren Türkiye’de sanayi malı üretimini gerçekleştiren firmalar, 1990 krizlerinde ve 2007 yılı küresel finansal kriz sonrasında finansman kararlarında sıkıntı yaşamışlardır. Dolayısıyla Türkiye’nin yerel sektörleri bu durum karşısında sadece dış borçlanma ya da sadece öz kaynak finansmanını tercih etmek yerine giderek artan düzeyde karma finansman yöntemlerini tercih edecektir (Titiz ve Çarıkçı, 1998). Türkiye ekonomisi içerisinde dış ticaretin 1980 yılı ve sonrasında önem kazanması ile yatırım finansman kararları işletme hangi sektörde faaliyet gösterirse gösterebilir, her işletme için önem arz eden bir konu haline gelmiştir. Bu durum dış ticaret gibi uluslararası küresel piyasalarda faaliyet gösteren Türk işletmeler için yatırım finansman



konusuna iki kat fazla önem arz edecek şekilde yaklaşımları gerektiğini vurgulamıştır.

***Sektörün Rekabet Düzeyi ve Faaliyet Alanı:*** İşletmelerin içerisinde buldukları sektörün rekabet düzeyi ve faaliyet alanı da yatırım finansman kararlarında oldukça önemli düzeyde etkilidir. Rekabet düzeyinin yüksek olduğu sektörlerde işletmelerin pazar payı ve pazardaki hakimiyeti sürekli dalgalanmalar göstereceğinden, bu sektörlerde faaliyette bulunan işletmeler geri ödeme riskinin daha az olduğu finansman kaynaklarını tercih etmektedirler. İşletmeler rekabet düzeyinin yüksek olduğu sektörlerde, sektöre giriş ve çıkışların fazla olması sebebi ile ve finansman kaynaklarının geri ödenmesinde ki yüksek riskten kaynaklanabilecek olan sıkıntılardan dolayı borçlanma finansmanını tercih etmemektedirler (Abdioğlu ve Deniz, 2015). Yani işletmelerin faaliyet gösterdiği sektörlerdeki rekabet düzeyi diğer tüm koşullardan bağımsız olarak o sektörde faaliyette bulunan işletmelerin borçlanma veya öz kaynak finansmanını değerlendirmelerine sebep olabilmektedir.

Türkiye’de rekabet düzeyinin en yoğun olduğu sektör faaliyette bulunan hızlı tüketim ürünleri sektörü olması sebebi ile bu sektörde küçük ölçekli işletmeler özellikle öz kaynak finansmanını tercih etmektedirler. 1980 yılı sonrasında Türkiye’de hemen hemen her sektör için rekabet düzeyi ekonominin dışa açılması ile birlikte hızla artış göstermiştir. 1980 ve 1990 yılları arasındaki dönemde Türkiye yerel sektörler içerisinde rekabet gücü düşük olan üreticilerin yerli piyasayı terk ederek, güçlü çok-uluslu yabancı işletmelerin ise yerel piyasaya girişini izlemiştir. Bu durumda yatırımcıların beklentileri ve sektörlerin içinde buldukları rekabet düzeyini ne ölçüde algıladıkları yatırım finansmanı kararları üzerinde etkili olmuştur (BDDK, 2011).

İşletmeler arasında rekabet düzeyinin yüksek olduğu ve sektörün çok sayıda küçük ve büyük işletmeler tarafından oluştuğu durumlarda, yatırımcının süregelen rekabet ortamının ne kadar daha devam edeceğine yönelik beklenti tahminleri önemlidir. Örneğin; 2000 yılı ve 2001 yılı krizleri sonrasında Türk bankacılık sektöründen çok fazla sayıda çıkışlar görülmüş, belli sayıda büyük ve krizi atlatabilmiş olan bankalar işlemlerine devam etmiştir. Bu durum yatırımcıların bankacılık sektörünün geleceğine dönük olarak rekabet beklentilerini tamamen değiştirmiştir (Toprak ve

Demir, 2001)

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler yukarıda anlatılanların ışığında değerlendirildiğinde, Türkiye’de halen gelişmekte olan sektör yapısı sebebiyle rekabet de çok yoğun düzeyde yaşanmaktadır. Rekabetin üst düzeyde olması sebebi ile sektörlere giriş ve çıkışların devam etmesi belirsizliği daha da arttırmakta ve yatırımcıları, daha büyük ölçekli ve sektörde süreklilik arz etme imkanı daha yüksek olan işletmelere yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Bu dönemde küçük ve orta ölçekli işletmeler ise rekabetin üst düzeyde olmasından dolayı yatırım finansmanı bulmada çok daha fazla zorluk yaşamaktadırlar (Altuğ,1994). Yani sonuç olarak Türkiye’de bulunan sektörlerdeki rekabet koşulları, bu sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin, yatırım finansman kararlarını etkileyen ve yatırım finansmanına yönelik şart ve kısıtları belirleyen en önemli faktörlerden biridir.

Türkiye ekonomisi yapısı gereği genellikle imalat sanayi sektörünün geniş faaliyet alanı bulunduğu bir ülkedir. Türkiye’de hizmet sektöründe yaşanan gelişmeye ilişkin olarak ise, 2000’li yıllarda bankacılık sektörünün gelişmesiyle birlikte hız kazandığı söylenebilir.

Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansman yöntemleri olarak hangi yaklaşımları daha sık kullandıklarına dair yapılan çalışmalar göstermektedir ki imalat sektöründe faaliyet gösteren özellikle de KOBİ’lerin büyük bir bölümü, yatırımlarını finanse etmekte kendi öz kaynaklarını yeterli bulunduğu için borçlanma finansmanını tercih etmemektedir. Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren KOBİ’lerden borçlanma finansmanını tercih edenlerin büyük bir bölümü ticari kredi kullanırken sadece çok küçük bir bölümü yatırım kredilerini tercih etmektedir. Dolayısıyla bu durum Türkiye’de imalat sektörünün yatırım finansmanını halen doğru kanallar aracılığıyla gerçekleştirilemediğini göstermektedir (DPT, 2006). Buna ek olarak bu durum göstermektedir ki, imalat sektöründe borçlanma finansmanını tercih eden KOBİ’ler bankalar tarafından sağlanan finansman miktarını yeterli bulmamakta ve öz kaynak finansman yöntemini de tercih etmektedir. Burada önemli olan imalat işletmesinin mevcut makroekonomik şartlar, sektörel koşullar ve firmaya özgü yapısal koşullara bağlı olarak en doğru finansman kaynağını ya da

kaynak bileşkesini seçebilmesidir (KOSGEB, 2005).

### **2.2.2. Firma Mali Yapısı**

Türk imalat sektörü 2000 öncesi dönemde, 2000 sonrası döneme göre yatırım projelerini finanse ederken daha yüksek maliyetlerle karşılaşmıştır. Yüksek faiz oranları aynı zamanda Türk imalat sanayisinin öz kaynak finansmanının maliyetlerini de yükseltmiştir. Çünkü potansiyel hissedar olabilecek yatırımcılar finansal kaynaklarını, getirisi hem daha kesin hem de daha yüksek olan bankalara yatırmayı tercih etmişlerdir. Faiz oranlarının 2000'ler öncesinde yüksek seyretmesi aynı zamanda imalat işletmelerinin yatırımlarından beklenen getirin verim oranının da çok daha yüksek olması gerekliliğini doğurmuştur. Durum böyle olunca pek çok imalat işletmesi o dönemde getirisi yüksek ve pozitif ama yeterince yüksek olmayan yatırım projelerini faaliyete geçirememiştir. Özellikle imalat sektörü yatırım projeleri çok daha fazla oranda maliyeti yüksek sabit varlıklara yatırım yapılmasını gerektirdiği için, Türk imalat sektörü için maliyet konusu 2000'ler öncesinde yatırım finansman kaynaklarını etkileyen en önemli ve ciddi faktör haline gelmiştir (Burcu ve Öndeş, 2016).

Günümüzde ise faizlerin ve enflasyonun çok daha durağan olması nedeniyle yatırım maliyetleri eskisi kadar Türk imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler açısından ciddi bir öneme sahip değildir. 2001 krizi sonrasında Türk finansal ve ekonomik yapısının daha dengeli bir hale gelmesi, beklentilerin de olumlu gelişmesine neden olmuş ve faizlerin düşmesiyle birlikte hem bankalar hem de yatırımcılar reel ekonomiye destek sağlayarak ekonomiyi canlandırmaya çalışmışlardır. Kısacası yatırım finansman kaynaklarının maliyetinin azalmasıyla birlikte imalat sektörü işletmeleri de dış borçlanma kaynaklarını daha artan oranda kullanmayı tercih etmektedir. İmalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin %60'dan fazlası kısa dönem borçlanmayı tercih etmektedir. Bu da göstermektedir ki uzun dönemde yüksek miktarlarda tek seferde borçlanmak yerine, Türk imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler kısa vadelerde ancak birden çok defa borçlanmayı tercih etmektedir. Böylece ekonomideki belirsizliklerle daha iyi başa çıkılabilmekte ve de geri ödeme konusunda oluşabilecek riskler elimine edilmeye çalışılmaktadır

(Abdioğlu ve Deniz, 2015).

Özetlemek gerekirse, yukarıda değinilen yatırım finansmanını etkileyen faktörler, Türkiye'nin makroekonomik yapısı ve ilgili sektörlerin yapısına bağlı olarak zaman içinde değişiklik göstermektedirler. Maliyetlerin çok yüksek olduğu 2000 öncesi dönemi kapsayan yıllarda, yatırım finansman kaynaklarının maliyetleri, geri ödeme planlaması ve esnekliği çok daha büyük önem kazanmıştır.

Zamanla izlenen iktisadi politikalar, finansal ve sektörel düzenlemelerle birlikte Türkiye imalat sektörü ve ekonomisi çok daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerle birlikte imalat sektöründe etkin bir finansman yapısına sahip olmayan imalat firmaları sektörleri terk etmiş ve sonuçta geriye kalan firmalar, finansman yönetimini çok daha etkin idare edebilen firma konumuna gelmişlerdir. Bunun yanı sıra ülke ekonomisindeki istikrarın özellikle 2004 sonrası daha da yükselme göstermesi ile birlikte, işletmeler maliyet ve geri ödeme planının esnekliğinden daha çok, finansal yapılarının daha az riskli hale gelmiş olması durumuna odaklanmışlardır (KOSGEB, 2005).

Türkiye imalat sektörü işletmelerinin çalışma sermayesi finansman bileşkesinin açıkça sunulması sektördeki işletmeler ve yatırımcılar açısından oldukça yol gösterici olmaktadır. İşletme sermayesi ihtiyacını etkileyen ve buna bağlı olarak yönetimini belirleyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlardan bazıları firmanın içinde bulunduğu sektör, firmanın büyüklüğü, kapasitesi, üretim süresi, tedarik ve satış şartları, satıcı kredileri vb. gibi işletmeye özgü faktörler iken, teknolojik gelişmeler, teşvik, vergi uygulamaları, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, fiyat seviyesindeki değişiklikler gibi faktörler de çevresel faktörler olarak sıralanabilir. Dönen varlıkların yanında, cari borçların (kısa vadeli borç) yönetimini de kapsayan işletme sermayesi yönetiminde finansman stratejilerin de dikkate alınması gerekir (Burcu ve Öndeş, 2016).

İşletme sermayesi finansmanında kısa vadeli borç kullanım düzeyi arttıkça finansman maliyeti düşerken, risk ve karlılık artmakta; kısa vadeli borç kullanım düzeyi azaldıkça finansman maliyetleri artarken, risk ve karlılık azalmaktadır. Nakit

dönüş süresinin uzun olması ihtiyatlı işletme sermayesi politikasına karşılık gelirken, daha kısa nakit dönüş süresinin hazırlıksız işletme sermayesi politikasına karşılık geldiği ifade edilebilir. İşletmelerin en önemli amacı kar elde etmektedir. İşletmelerin net karlarının pozitif olması durumu işletmeye değer katarak, öz kaynaklarını artırırken, azalması veya negatif olması durumu hem öz kaynaklarını azaltabilmekte hem de yetersiz olması sebebiyle işletmeler diğer finansman kaynaklarına ihtiyaç duyabilmektedirler. İşte bu sebeplerle karın finansman kaynakları üzerine olan etkisi ve bu etkinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Kar elde eden işletmelerde, bu karın bir kısmı büyüme ve değer kazanmaya ayrılırken karın bir miktarı da kar payı olarak ortaklara bölüştürülmektedir (KOSGEB, 2005).

### **2.2.3. Firma Büyüme**

KOBİ'ler olarak adlandırılan küçük ve orta boy işletmeler günümüzde tüm ekonomilerde istihdam ve üretim açısından çok önemli bir yere sahiptir. 1980'lerden sonra hızla gelişen bilişim ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi ve yaygınlaşmasında da KOBİ'lerin önemli bir katkısının olduğu, bugün uluslararası düzeyde tanınan büyük bilişim şirketlerinin 1980'li yılların başında birer KOBİ olduğu bir gerçektir. İstihdam, üretim ve yeni teknolojilerin geliştirilmesinde önemli katkılarının olmasına karşın, KOBİ'lerin başta finans kaynaklarına erişim olmak üzere pek çok sorunlarının olduğu bilinmektedir. Bu nedenle KOBİ'ler tüm ülkelerde iktisat politikalarında özel bir yere sahiptir. Benzer şekilde KOBİ'lere yönelik destek politikaları uluslararası düzenlemelerde büyük ölçüde serbest bırakılmaktadır (DPT, 2004).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında, KOBİ'lerin hem ekonomi içindeki ağırlığı, hem de karşılaştıkları engeller ve sorunlar daha fazladır (Ekinci, 2003).

Türkiye 1980'lerden bugüne etkileyici bir büyüme performansı göstermiştir ancak hala orta teknoloji bir sanayi ülkesi konumundadır. Türkiye'nin orta gelirden üst-orta gelir düzeyine çıkması düşük teknolojiye orta teknolojiye geçmesi sayesinde

gerçekleşmiştir. Benzer bir şekilde yüksek gelirli bir ekonomi yaratabilmemiz de ancak imalat sanayimizi yüksek teknolojiye kavuşturmamızla mümkün olacaktır. Türkiye'nin 2000- 2010 döneminde sağladığı ekonomik büyüme yüksek gelirli ülkelerinkinden çok daha yüksek düzeyde olmakla birlikte, üst-orta gelir grubunun performansının oldukça altında kalmaktadır. Büyümeye imalatın katkısı açısından bakıldığında da ortaya kaygı verici bir tablo çıkmaktadır. Türkiye'nin son 10 yılda yakalamış olduğu büyüme oranı, içinde OECD üyelerinin bulunduğu yüksek gelirli ülkelerinkinden yaklaşık 2 kat daha fazladır. Türkiye son 10 yılda toplam olarak %46 büyürken, yüksek gelirli ülkeler %17 büyümüştür. Ancak Türkiye'nin içinde bulunduğu üst-orta gelir grubu ülkeleri aynı dönemde Türkiye'nin yaklaşık iki katı kadar, toplamda %80 büyümüştür. İmalat sanayinin büyümeye katkısı açısından bakıldığında, bu katkı Türkiye'de orta-üst gelir grubundaki ülkelere kıyasla daha kısıtlı olmuştur (Danışoğlu, 2004).

Türkiye'de büyük işletmelerin istihdam içindeki payı yaklaşık %20 düzeyindedir. Kendi başına çalışanlar ve kayıt dışı istihdam da göz önüne alındığında KOBİ'lerin Türkiye'deki toplam istihdamın yaklaşık %90'ını oluşturduğu anlaşılmaktadır (DPT, 2006).

KOBİ'lerin ekonomik gelişme açısından rolünün anlaşılabilmesi için üç süreçte bakılması gerekmektedir: firmaların açılma, kapanma ve büyüme süreçleri. Firmaların açılması, ekonomideki dinamizm ve girişimciliğin bir göstergesi olarak ele alınabilir. Fakat çok sayıda firmanın açılması tek başına yeterli değildir, açılan firmaların ayakta kalabilmesi ve yaşaması da oldukça önemlidir. Açılan firmaların büyük çoğunluğunun kısa sürede kapanması, yeni ve küçük firmaların ekonomiye önemli bir katkıda bulunamamasına sebep olmaktadır. Bu durum ayrıca yeni ve küçük firmaların ayakta kalmasını engelleyen etkilerin de güçlü olduğunu göstermektedir. Yeni açılan firmaların hızlı bir şekilde büyüebilmesi, bu firmaların özellikle istihdam yaratması açısından çok önemlidir (Ekinci, 2003).

KOBİ'ler kuruldukları yıl önemli ölçüde yeni istihdam yaratmakta, fakat bu işyerlerinin önemli bir kısmı kısa bir süre içerisinde kapandığı için, yaratılan bu yeni istihdamın büyük bir kısmı süreklilik arz etmemektedir. Yeni kurulan işyerleri

arasında ayakta kalmayı başarabilenler, büyüyerek yeni istihdam yaratılmasına katkıda bulunmaktadır. 1990'lı yıllara bakılacak olursa Türkiye ekonomisinde makroekonomik belirsizliklerin arttığı, büyüme hızının çok ciddi dalgalanmalar gösterdiği ve 1994, 2000 ve 2001 üç ekonomik krizin yaşandığı bir dönemdir. Bu nedenlerle özellikle imalat sanayinin büyüme ve istihdam performansının başarılı olamadığı söylenebilir. Bu olumsuz makroekonomik koşullar değerlendirildiğinde, çoğunlukla KOBİ olan, hızlı büyüyen yeni işyerlerinin gösterdikleri büyüme performansı, daha da önemli olmaktadır (TÜRKONFED, 2008).

İmalat sanayinde 1981-1991 döneminde yaklaşık 6.000 yeni işyeri kurulmuştur. Yeni işyerlerinde kuruluş yılında çalışan kişi sayısı 330.000'dir. Bu işyerlerinin ancak yarısı 10 yıl ayakta kalabilmiş, yarısı 10 yıllık dönemde kapanmıştır. İşyerlerinin yarısının kapanmasına karşın ayakta kalan işyerlerinde 10 yıl sonra çalışan sayısı yaklaşık 300.000 kişidir. Yani büyüyen işyerleri, kapanan işyerlerindeki istihdam kaybını büyük oranda telafi etmişlerdir. 1980-2001 döneminde imalat sanayinde yılda çalışan ortalamasının yaklaşık 1 milyon kişi ve yıllık istihdam artış oranının %1 olduğu göz önüne alındığında, hızla büyüyen 295 işyerinin toplam istihdam artışının yarısını gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. İmalat sanayinde hızlı büyüyen işyerlerinde yıllık ortalama istihdam artışı %14 düzeyindedir (KOSGEB, 2005).

Türkiye'de yeni açılan işyerlerinde çalışan sayısı, mevcut işyerleri ortalamasının sadece %40'ı düzeyindedir. Bir başka deyişle, yeni işyerleri ile mevcut işyerleri arasında çok önemli bir ölçek farklılığı bulunmaktadır. Bu durum, yeni işyerlerinin istedikleri büyüklükte faaliyete başlayamadığını göstermektedir. Türkiye'de çok sayıda işyeri kurulabilmekte, fakat bu işyerleri mevcutlara göre çok küçük olarak faaliyetlerine başlamaktadır. Küçük firmaların ayakta kalma şansları da düşük olduğu için, çok sayıda firma da piyasadan çıkmaktadır. Türkiye'de yeni firmaların ancak yaklaşık %65'i iki yaşına kadar ve yaklaşık %45'i dört yaşına kadar yaşayabilmektedir. Bir başka deyişle, Türkiye imalat sanayinde kurulan yeni işyerlerinin yarıdan fazlası dört yıl içerisinde kapanmaktadır. Bu durum, Türkiye'de her yıl çok sayıda küçük firmalar kurulduğunu, bu firmaların risk almamak için veya yeterli finansal kaynak sağlayamadıkları için büyük ölçekte faaliyete başlayamadığını, göstermektedir (Burcu ve Öndeş, 2016). Bu firmaların küçük

ölçeklerinden dolayı çok önemli bir kısmının kısa bir süre sonra piyasadan çıkmak zorunda kalmasına sebep olmaktadır. KOBİ'lerin istihdam ve büyümeye katkılarının anlaşılabilmesi için, uzun dönemdeki konumlarına da bakılması gerekmektedir.

### **2.3. Türkiye’de Firmaların Yaşadığı Kurumsal Dönüşüm**

1960’ lardan günümüze kadar sağlamış olduğu ekonomik büyümenin asıl sebebinin hızlı bir kentleşme sürecinin olması, fakat bu sürecin son dönemlerde yavaşlamış olması ekonomide niteliksel bir dönüşümü zorunlu hale getirmiştir. Türkiye’de kentleşme oranı 1960’lı yıllardaki %30’lu halinden günümüzde %70’ e ulaşmıştır. Kentleşme süreci, işgücünün tarım gibi verimsiz alanlardan, hizmet ve sanayi gibi göreceli olarak daha verimli alanlara geçişini sağladığı için büyüme sürecine doğrudan bir etki yapmaktadır (Altuğ, 1994).

1970’lerden sonra küçük ve orta boy işletmeler olarak adlandırılan KOBİ’ler iktisat literatüründe giderek artan bir önem kazanmışlardır. KOBİ’lere gösterilen ilginin artmasındaki en önemli nedenlerden biri, bu dönemde KOBİ’lerin ülke ekonomisi içerisinde istihdam, üretim ve yeni teknolojilerin geliştirilmesinde giderek artan düzeyde rol oynaması olmuştur (DPT, 2004).

Türkiye 1980’li yıllardan bu yana oldukça etkileyici bir büyüme performansı göstermiştir, ancak hala orta teknolojili bir sanayi ülkesidir. Türkiye’nin orta gelirden üst-orta gelir düzeyine çıkış sebebi düşük düzeydeki teknolojiye orta düzeydeki teknolojiye geçmesidir. Bu sebeple yüksek gelirli bir ekonomi düzeyine çıkabilmemiz ancak imalat sanayi sektörümüzü yüksek teknolojili bir yapıya dönüştürmemizle mümkün olacaktır. KOBİ’ler 1980’li yıllardan itibaren dikkatleri üzerlerine çekmeyi başarmış olan ekonomik birimlerdir. Sanayi Toplumu olarak ifade edilen toplumsal yapının ardından küreselleşme süreci ile birlikte yeni bir toplumsal yapıya geçiş başlamıştır. Bilgi Toplumu olarak ifade edilen bu yeni toplumsal yapı içerisinde öncelikle gelişmiş ülkelerde, ardından da gelişmekte olan ülkelerde KOBİ’ler daha önemli ekonomik birimler haline gelmişlerdir. Küreselleşme süreci ile birlikte, sanayi toplumunun temel yapısı olan karma



ekonomik yapı yerine piyasa ekonomisi hakim olmuş, Fordist ve Taylorist üretim yerine esnek üretim, kütleli üretim yerine ise çeşit ekonomisi hakim olmuştur (TÜRKONFED, 2008).

Türkiye’de 1990- 2005 yılları arasındaki dönemde tarım sektöründe çalışanlarının oranının azalması ve işgücünün daha verimli alanlara yönelmesi ile olumlu bir gelişme yaşanmıştır. Ancak önümüzdeki dönemde yurtiçinde ki iç göç dalgalanmalarının yavaşlayacak olması, bundan sonra büyümenin kaynağının sanayi, tarım ve hizmetler arasındaki geçişlerin değil, bu sektörlerin kendi içerisinde yaşayacakları dönüşümler olacağına işaret etmektedir. Bu bakımdan Türkiye’de imalat sanayinde dönüşümü sağlayabilmek geçmişe göre çok daha önemli bir ön şart haline gelmiştir (KOSGEB, 2005).

Geçen süreçte kentleşme sürecinin yavaşlaması ile yerini ‘kentsel dönüşüm’ sürecine bırakması imalat sanayinde dönüşüm bakımından birçok risk ve fırsatı beraberinde getirmektedir. Türkiye’de sektörel verimlilik ile istihdam paylarındaki değişim arasındaki korelasyon incelendiğinde imalat sanayi sektörünün inşaat sektöründen daha yüksek bir verimlilik düzeyine sahip olduğu görülmüştür. Ülkemizdeki yaşam kalitesinin artması açısından son derece gerekli olan kentsel dönüşüm süreci, gerekli ve yerinde politikalarla desteklendiğinde, imalat sanayini hem kapsayıcı hem de niteliksel olarak dönüştürücü bir görev üstlenebilir (KOSGEB, 2005).

Ayrıca Türkiye imalat sanayi sektöründe yatırım finansmanına dair yürütülen çalışmalar, hedef borçlanma oranının belirlenmesinde büyük ölçekli işletmeler ile KOBİ’ler arasında büyük farklar olduğunu vurgulamaktadır. Buna göre büyük ölçekli Türk imalatçı işletmelerin hemen hemen tamamı hedef borçlanma oranına sahip olup, bu oranı satışların ve mevcut aktiflerin belli bir oranı üzerinden belirlerken, KOBİ’ler arasında hedef borçlanma oranı belirlemiş işletmelerin oranı %50’nin altındadır (TÜRKONFED, 2008).

Gelişmekte olan tüm ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de KOBİ’ler istihdam ve üretim açısından çok büyük bir ağırlığa sahiptir. Sosyal Güvenlik Kurumu verilerine göre 2002 yılında Türkiye’de sigortalı çalışanların % 30’u 1-9 kişi çalıştıran “mikro” işyerlerinde ve yaklaşık yarısı da 10-249 kişi çalıştıran KOBİ’lerde istihdam

edilmiştir (TÜRKONFED, 2008).

Küreselleşen ve giderek zorlaşan rekabet ortamına uyum sağlamak için şirketlerin kurumsal dönüşüm sürecini tamamlamış olması artık bir ihtiyaç değil bir zorunluluktur. Fakat değişimi uygulamak ve sürdürülebilir düzeyde tutmak küçük, büyük fark etmeksizin tüm işletmelerin en büyük problemlerinden biridir. İşletmelerin ölçeği ya da sektörü ne olursa olsun rekabet ortamı ile ancak daha yalın ve verimli süreçler ile yarışabilirsiniz. Türkiye ekonomisinin lokomotif gücü olan KOBİ'ler için bu daha da kaçınılmaz bir durum olmuştur (Ekinci, 2003).

Türkiye'de yayınlanan raporlar incelendiğinde önümüzdeki 5 yıl içerisinde kurumsal dönüşüme başlayacak firmaların oranının oldukça fazla olduğu görülmüştür. Bu dönüşüm organizasyonel süreçleri daha verimli hale getirirken kişiye bağımlı süreçlerden ve kişiye bağımlı durumda olan verilerden kurumsal düzeye geçişi de beraberinde getirecektir. Türkiye dünyadaki diğer ülkelere göre kurumsal dönüşüm çalışmalarının biraz gerisinden geliyor olsa dahi ekonomide özellikle ikinci veya üçüncü neslin faaliyete geçmesi ile teknolojik dönüşüm çalışmalarının başladığını söylemek mümkündür (Ekinci, 2003).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FINANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELERİN İMALAT SANAYİ FİRMALARI ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK İNCELEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

#### 3.1. Literatür Taraması

Literatürde finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin makro ve mikro etkilerini inceleyen çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar genellikle finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin ekonomik büyüme üzerinde ki etkilerini incelemekte olup makro boyutta değerlendirmişlerdir. Literatüre bakıldığında mikro boyutta ki sektörel değerlendirmeler ise sınırlı sayıda olmakta olup bu çalışmalar finansal piyasalardaki gelişmelerden sadece finansal krizlerin etkisini incelemektedir. Türkiye’de finansal piyasalarda yaşanan hem makro hem de mikro gelişmelerin Borsa İstanbul’a kote edilmiş olan imalat sanayi firmaları üzerine etkilerinin inceleneceği bu bölüm için yapılan literatür çalışması aşağıda verilmiştir.

Jayaratne ve Strahan (1996) yapmış oldukları çalışmalarında finansal piyasalardaki gelişmelerin makro ekonomik bir değişken olan ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1972- 1992 yılları arasını kapsayan dönem için ABD’ye bağlı 50 eyalete ait veriler değerlendirmeye alınmıştır. Çalışmada yöntem olarak panel veri analizi kullanılmış ve sonuç olarak, bankalar tarafından verilen borçların daha kaliteli olması durumunun ekonomik büyümenin daha hızlı artış göstermesi ile ilişkili olduğu kanısına varmışlardır.

Neusser ve Kugler'in (1998) çalışmalarında aralarında Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Almanya ve Fransa'nın da yer aldığı 13 OECD ülkesi için 1970-1991 dönemini incelemişlerdir. Bu çalışmada ekonomik performansın ölçüsü olarak imalat sektörünün hasılasını ve bu sektördeki üretkenlik artışını kullanıp finansal sektörle olan ilişkilerine VAR yaklaşımıyla bakılmıştır. Çalışmanın bir farklılığı da finans sektörünün toplam hasılasını (bankacılık, sigortacılık ve benzer diğer finansal aracılık şirketlerinin) finansal değişken olarak seçmiş olmalarıdır. Ülkelerin yarısı için imalat sektörü hasılası ile finansal sektör hasılası arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin varlığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu ilişki imalat sektöründe ki üretkenlik artışı için daha sıklıkla görülmüştür.

Neusser ve Kugler (1998) çalışmalarında finansal piyasalardaki gelişmelerin, büyüme üzerine imalat sanayi firmaları üzerine etkisini incelemişlerdir. OECD üyesi olan ülkelerin imalat sanayi firmalarına ait veriler zaman serisi analizi yöntemi kullanılarak değerlendirilen çalışmada, finansal gelişmeler büyümeyi öngörmüştür. Finansal piyasalardaki gelişmelerin, imalat sanayi firmaları toplam faktör verimliliği ile ve imalat sanayi sektörü GSYİH'sı ile eş bütünsel olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Xu (2000) finansal piyasalardaki gelişmelerin yatırım ve çıktı üzerindeki etkisini incelemiştir. Xu çalışmasında VAR analizini kullanarak, 41 ülkeye ait 1960- 1993 yılları arasındaki dönemi kapsayan verileri değerlendirmiştir. Sonuç olarak, talep takipli model olarak adlandırılan finansal gelişmenin ekonomik büyümeden etkilendiği ve bu etkinin küçük olduğu varsayımı reddedilmiştir.

Levine, Loayza ve Beck (2000) yapmış oldukları çalışmalarında finansal gelişmeler ve uzun dönemli büyüme olgusu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yöntem olarak yatay kesit çalışması ve dinamik panel veri tekniklerini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme olgusu arasında pozitif yönlü bir ilişkinin bulunduğunu ifade etmişlerdir.

Thangavelu ve James (2004) tarafından yapılan bir başka çalışma, Avustralya'daki banka temelli ve piyasa temelli finansal piyasayı, VAR modeli ve Granger nedensellik testini kullanarak 1960–1999 yılları arasını kapsayan dönem için analiz

etmiştir. Bulunan sonuçlar, finansal aracılarn (banka temelli sistem) ve finansal piyasanın (piyasa temelli sistem) ekonomik büyüme üzerinde oldukça farklı etkilerde bulunduğunu ortaya koymuştur. Çalışmada özellikle finansal aracılarn gelişmesinden, ekonomik büyümeye doğru nedensel ilişkinin varlığına dair kanıtlar söz konusudur. Yani finansal piyasalardaki gelişme, ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Fakat ekonomik büyümeden, finansal piyasalara doğru nedensellik için hiçbir kanıtın varlığı söz konusu değildir.

Ghirmay (2004) yapmış olduğu çalışmasında finansal gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini 13 Afrika ülkesi için incelemiştir. VAR modeli kullanılarak gerçekleştirilen çalışmanın eş bütünleşme analizi sonucunda, 13 ülke içerisinde 12'si finansal gelişmeler ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Bu ilişkinin yönü incelendiğinde, 8 ülke için finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğu görülürken, 6 ülke için ise iki yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmüştür.

Rioja ve Valev (2004), çalışmalarında finansal piyasalardaki gelişmeler ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemişlerdir. Seçilen 74 ülke için farklı finansal gelişmişlik düzeyleri belirlenmiş olup, veriler bir dinamik panel veri modeli olan genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) kullanılarak değerlendirilmiştir. Çalışmada finansal gelişmişlik düzeyi düşük, orta, ileri olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak; düşük düzey grubu olarak adlandırılan finansal olarak gelişmemiş bölgede bulunan ülkelerde, finansal piyasalardaki gelişmeler, büyüme düzeyi üzerinde belirsiz etkiler yaratmıştır. Orta düzey grubu olarak adlandırılan finansal olarak orta gelişmiş bölgede bulunan ülkelerde ise, finansal piyasalardaki gelişmelerin büyüme düzeyi üzerindeki etkisi büyük ve pozitif yönlü olmuştur. İleri düzey olarak adlandırılan finansal olarak en çok gelişmiş bölgelerde ise, finansal piyasalarda görülen gelişmelerin büyüme düzeyi üzerine etkisi küçük ve pozitif yönlü olmuştur.

Rousseau ve Vuthipadadorn (2005) Asya ülkeleri Japonya, Kore, Hindistan, Endonezya, Pakistan, Malezya, Tayland, Filipinler, Singapur ve Srilanka için 1950-2000 dönemini kapsayan bir çalışma yapmışlardır. Finansal değişkenlerin hem milli hasıla hem de sermaye birikimi ile olan ilişkisi Vektör Otoregresyon (VAR) ve

Vektör Hata Düzeltme (VECM) modelleri ile incelenmiştir. Çoğu ülke için finansal büyüme ile sermaye birikimi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuşken milli hasıla ile olan ilişkiler zayıf bulunmuştur. Çalışmanın sonucunda finansın gelişmekte olan ülke ekonomilerini sermaye birikimi yoluyla etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Küçükaksoy ve Aslan (2006) çalışmalarında finansal piyasalardaki gelişmeler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Türkiye ekonomisi üzerinde gerçekleştirilen çalışma 1970- 2004 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Yöntem olarak granger nedensellik analizi kullanılmış ve finansal gelişmeler ile büyüme arasındaki ilişkinin finansal gelişmelerden ekonomik büyümeye doğru olduğu görülmüştür. Ulaşılan bu sonuç arz öncüllü hipotezi destekler niteliktedir.

Halıcıoğlu'nun (2007) çalışması 1968-2005 dönemi verileri incelenerek yapılmıştır. Çalışmada geniş anlamda paranın nominal milli gelire oranı ve banka yükümlülüklerinin nominal milli gelire oranı olarak iki finansal değişken kullanılmıştır. Büyüme ve finans konusunda Türkiye için yapılan eş bütünleşme analizlerinde ARDL yöntemi kullanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda finansal değişkenlerle milli hasıla arasında tek bir eş bütünleşme ilişkisinin olduğu ve finansal gelişmenin büyüme üzerinde bu ilişkiyle etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yücel (2009) sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi temel bileşenler analizi yolu ile incelemiştir. Bu çalışmada 1997M1 -2007M8 dönemine ait aylık veriler kullanılarak sermaye piyasasının kalkınmışlık düzeyinin dört farklı boyutu temel bileşenler analizi ile bir araya getirilmiştir. Bu şekilde bütünleşik sermaye piyasası kalkınma gölge değişkeni oluşturulmuştur. Analiz sonucunda sermaye piyasası gelişiminin, ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Esso (2009) Batı Afrika Devletleri Ekonomik Birliği (ECOWAS)'ne üye ülkeler için 1960-2005 yıllarını kapsayan bir çalışma yapmıştır. Finans ile milli hasıla arasında Nijer ve Togo'nun aralarında bulunduğu dört ülke için pozitif uzun dönemli bir ilişki bulunurken, iki ülke için bu ilişki negatif bulunmuştur. Diğer ülkeler için böyle bir uzun dönem ilişki elde edilmemiştir.

### 3.2. Veri Seti

Yapılan bu çalışmada, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin firma ve sektör düzeyindeki etkileri nelerdir sorusuna cevap bulmak adına finansal piyasalardaki gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerindeki etkisi, Türkiye için 1995-2014 yılları arasını kapsayan döneme ait veriler dikkate alınarak sistem GMM dinamik panel veri yöntemi ile incelenmiştir. Ele alınan imalat sanayi firmaları Borsa İstanbul' da işlem gören imalat sanayi firmalarıdır. Bu firmaların isimleri Ek 1'de ayrıntılı olarak listelenmiştir. Yapılan çalışmada sadece Türkiye'ye ait veriler incelenmiş olup Borsa İstanbul'da işlem gören firmalardan düzenli veri setine sahip 130 firmanın verileri kullanılmıştır.

Bu çalışmada kullanılan sermaye harcamalarının doğal logaritması, (toplam borç + piyasa değeri) / toplam aktif, nakit akışları / toplam aktif, özel sektöre açılan krediler / GDP, büyüklük - toplam aktiflerin doğal logaritması gibi mikro değişkenler olan imalat sanayi firmalarının verileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve FINNET veri tabanından derlenerek elde edilmiştir. Finansal gelişmeleri temsil eden; hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH'ya oranı (piyasa kapitalizasyonu), borsa toplam ticaret değerinin GSYH'ya oranı, özel sektöre açılan yurtiçi krediler, finansal sektör tarafından sağlanan yurtiçi krediler (% GDP), kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla oranı (yıllık %) ve para arzı gibi makro değişkenler ise Dünya Bankası'nın All Indicators bölümünden alınmıştır. Sadece mevduat bankaları tarafından sağlanan özel kredilerin GSYİH'ya oranı IMF'nin veri tabanından alınmıştır. Bu verileri temsil eden kısaltmalar da Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo 6:** Analizde Kullanılan Değişkenler

Kullanılan Değişken Adı	Kısaltması
Sermaye Harcamalarının Doğal Logaritması	Incapex
Özel Sektöre Açılan Yurtiçi Krediler (% GSYH)	crpr
Sermayenin Piyasa Değeri / Sermayenin Yenileme Maliyeti: Tobin Q	q2
Nakit Akışları / Toplam Aktif	cftota
Para Arzı	M2
Büyüklik - Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	talog
Finansal Sektör Tarafından Sağlanan Yurtiçi Krediler (%GSYH)	crprofin
Borsa Toplam Ticaret Değerinin GSYH'ya Oranı	smcap
Piyasa Kapitalizasyonu	smtrade
Toplam Borç / Toplam Aktif	lev1
Bir Dönem Gecikmeli lev1	l.lev1
Faiz ve Vergiden Önceki Kar/ Toplam Aktif	ra2
Büyüklikteki Değişim	dtalog
Bağımlı Değişken dtalog'un Gecikmeli Değeri	ldtalog
Önceki Dönem Kar	lra2
Toplam Satışların Doğal Logaritması	ltslog
Enflasyon	inf

### 3.3. Yöntem

Finansal piyasalardaki gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerine etkisinin incelendiği bu çalışmada, dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılarak analiz yapılmıştır. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak ifade edildiği modeller dinamik modeller olarak adlandırılmaktadır. Dinamik modeller genel olarak şu şekilde gösterilmektedir.

$$Y_{it} = Y_{i,t-1} + \beta_1 x_{it} + n_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad i=,\dots,N \quad t=1,\dots,T$$



Bu denklemde  $x_{it}$ , Kx1 boyutundaki bağımsız değişkenin vektörünü;  $\beta_1$ , Kx1 boyutundaki katsayılar matrisini;  $Y_{i,t-1}$ , bağımlı değişken  $Y_{it}$ 'nin gecikmeli değerini;  $n_i$ , gözlenemeyen bireysel etkileri;  $\lambda_t$ , gözlenemeyen zamana dair etkileri,  $\epsilon_{it}$  ise yatay kesitler arası ve zaman göre değişiklik gösterdiği gözlenemeyen değişkenlerin etkisini (hata terimimi) ifade etmektedir. Denklemde  $n_i$  ve  $\lambda_t$  değerlerinin sabit olduğu varsayılmıştır. Genellikle kullanılan dinamik modellerde bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ile hata terimi arasında bir ilişkinin bulunması, EKK metodunda sonuçların sapmalı ve tutarsız olmasına sebep olmaktadır (Baltagi, 2005). Dolayısıyla yöntemden kaynaklanan söz konusu bu sıkıntıları gidermek için dinamik panel veri analizlerinde GMM yöntemi kullanımı öne çıkmıştır. GMM yöntemi diğer tahmincilerin gerektirdiği güçlü varsayımların aksine basit varsayımlara dayandığından dinamik modellerin analizlerinde yaygın bir şekilde uygulanmıştır.

GMM yönteminde kullanılan temel tahmin edici modellerden biri olan Arellano ve Bond (1991) tahmincisi, fark GMM tahmincisi olarak da ifade edilen sıklıkla kullanılan bir yaklaşımdır. Bu modelde bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri araç değişken olarak ele alınmakta ve bileşenlerin spesifik etkilerini minimize etmek için değişkenlerin birinci farkları kullanılmaktadır (Arellano ve Bond, 1991). Bir başka dinamik model tahmincisi, GMM için kullanılan temel tahmin edici modellerinden Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM tahmincisidir. Bu model, fark ve düzey olmak üzere iki sistemli bir denklemin birleştirilmesinden türetilmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda fark GMM tahmincisinden elde edilen sonuçların zayıf tahminlerle birlikte sapmalı sonuçlar olduğu gözlemlenmiştir. Sistem GMM tahmincisinin ise daha güçlü sonuçlar ortaya koyduğu tespit edilmiştir (Arellano ve Bover, 1995).

Çalışmada kullanılan yöntemin dinamik panel veri yöntemi olmasının nedenlerini sıralayacak olursak açıklayıcı değişkenlerin egzojen değişkenler olduğu varsayımı gerçeği yansıtmayabilir ve teorik olarak incelendiğinde mali bir takım değişkenler ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olabilir (Narvaez, 2004). İklim, nüfus gibi sabit demografik etkilerin ülke üzerine etkileri açıklayıcı değişkenler ile bağlantılı olabilir. Analiz için kullanılan veri setinin zaman boyutunun kısa, firma verileri boyutunun ise daha uzun olması durumu şeklinde sıralanabilir (Akbulut ve

Güran, 2015).

Dolayısıyla, ifade edilen tüm bu iktisadi ve ekonometrik gerekçelere dayanarak çalışmada kullanılan yöntem, dinamik panel veri yöntemi olan GMM yöntemi ve GMM tahmin edici modeller arasında daha güçlü sonuçlar ortaya koyduğu tespit edilen sistem GMM yöntemi olarak belirlenmiştir.

Çalışmada finansal piyasalardaki gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerine etkisini incelemek üzere sermaye yapısı, yatırım ve büyüme olmak üzere üç ekonometrik model oluşturulmuştur. Yapılacak olan analiz için sistem GMM yöntemine bağlı olarak oluşturulan ekonometrik modeller aşağıdaki gibidir:

$$\text{lev1}_{it} = \alpha + \beta_1 l.\text{lev1}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ra2}_{it} + \beta_3 \text{talog}_{it} + \beta_4 \text{crpr}_{it} + \epsilon_{it}$$

$i=, \dots, N \quad t=1, \dots, T$

(1)

$$\text{Incapex}_{it} = \alpha + \beta_1 q2_{it} + \beta_2 \text{cftota}_{it} + \beta_3 \text{crpr}_{it} + \beta_4 M2_{it} + \beta_5 \text{talog}_{it} + \epsilon_{it}$$

$i=, \dots, N \quad t=1, \dots, T$

(2)

$$\text{dtalog}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ldtalog}_{i,t-1} + \beta_2 \text{lra2}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ltslog}_{i,t-1} + \beta_4 \text{crpr}_{it} + \beta_5 M2_{it} + \beta_6 \text{inf}_{it} + \epsilon_{it}$$

$i=, \dots, N \quad t=1, \dots, T$

(3)

Sermaye yapısını temsil eden birinci modelde,  $\text{lev1}_{it}$  Toplam Borç/ Toplam Aktif değeri bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.  $l.\text{lev1}_{i,t-1}$  bağımlı değişkenin gecikmeli değeri,  $\text{ra2}$  şeklinde adlandırılan Faiz ve Vergiden Önceki Kar/Toplam Aktif oranı,  $\text{talog}$  büyüklük (toplam aktiflerin doğal logaritması) ve  $\text{crpr}$  Özel Sektöre Açılan Krediler / GDP oranı modelde bağımsız değişkenler olarak yer almaktadırlar. İkinci olarak kurulan yatırım modelinde,  $\text{Incapex}_{it}$  i ülkesinin t dönemine ait sermaye harcamalarının doğal logaritması bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.  $q2$  olarak adlandırdığımız değer Tobin Q: Sermayenin Piyasa Değeri / Sermayenin Yenileme Maliyeti,  $\text{cftota}$  Nakit Akışlar / Toplam Aktif oranı,  $\text{crpr}$ , M2 para arzı ve  $\text{talog}$  büyüklük (toplam aktiflerin doğal logaritması) modelde bağımsız

değişkenler olarak yer almaktadırlar. Son olarak kurulan büyüme modelinde ise,  $dtalog$  büyüklükteki değişim değeri bağımlı değişkendir.  $ldtalog_{i,t-1}$  bağımlı değişkenin gecikmeli değeri,  $lra2_{i,t-1}$  önceki dönem karı,  $ltslog_{i,t-1}$  toplam satışların önceki dönem doğal logaritması,  $crpr$ ,  $M2$ ,  $inf$  enflasyon modelde bağımsız değişkenler olarak yer almaktadırlar.  $\epsilon_{it}$  ise yatay kesitler arası ve zaman göre değişiklik gösteren gözlenemeyen değişkenlerin etkisini (hata terimini) ifade etmektedir.

### 3.4. Ampirik Bulguların Özetlenmesi ve Sonuç

Finansal piyasalardaki gelişmelerin Borsa İstanbul'a kote edilmiş olan imalat sanayi firmaları üzerine etkisinin incelendiği bu çalışmada dinamik panel veri yöntemlerinden biri olan sistem GMM tahmincisi kullanılmıştır. Yapılan analizin tahmin sonuçlarına değinmeden önce, kurulan üç modelde kullanılan değişkenlere ait ortalama, gözlem sayısı, standart sapma, varyans, medyan, max. ve min. değerler gibi tanımlayıcı istatistiklere ilişkin bilgiler aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 7:** Model 1 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Sermaye Yapısı	lev1	ra2	talog	crpr
<b>Gözlem Sayısı</b>	2742	2636	2746	4100
<b>Ortalama</b>	.1689886	.0837299	11.88775	24.38493
<b>Std. Sapma</b>	.3237824	.2129479	1.825055	18.53795
<b>Medyan</b>	.2252629	.104038	11.92453	31.78839
<b>Varyans</b>	.104835	.0453468	3.330826	343.6554
<b>Max.</b>	.8929908	.5452396	16.39021	74.60305
<b>Min.</b>	0	-.2334011	7.895436	14.52129

Tablo 7’de sermaye yapısını gösteren modele ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

**Tablo 8:** Model 2 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yatırım	lncapex	q2	cftota	crpr	M2	talog
<b>Gözlem Sayısı</b>	2417	2555	2003	4100	3075	2746
<b>Ortalama</b>	8.659734	.9465854	.0438204	24.38493	45.54951	11.88775
<b>Std. Sapma</b>	2.434471	1.517665	.2253394	18.53795	9.009458	1.825055
<b>Medyan</b>	8.627415	1.351964	.0478032	31.78839	47.1282	11.92453
<b>Varyans</b>	5.926651	2.303307	.0507778	343.6554	81.17034	3.330826
<b>Max.</b>	13.71201	8.416819	-.338158	74.60305	60.63988	16.39021
<b>Min.</b>	2.197225	.2441366	.4495726	14.52129	34.50452	7.895436

Tablo 8’de yatırım modeline ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

**Tablo 9:** Model 3 Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Büyüme	dtalog	ldtalog	lra2	crpr	ltslog	M2	inf
<b>Gözlem Sayısı</b>	2746	2746	2636	4100	2738	3075	3075
<b>Ortalama</b>	11.88775	11.88775	.0837299	24.38493	11.72005	45.54951	9.597242
<b>Std. Sapma</b>	1.825055	1.825055	.2129479	18.53795	1.944825	9.009458	17.19345
<b>Medyan</b>	11.92453	11.92453	.104038	31.78839	11.71864	47.1282	18.37499
<b>Varyans</b>	3.330826	3.330826	.0453468	343.6554	3.782346	81.17034	295.6149
<b>Max.</b>	16.39021	16.39021	.5452396	74.60305	16.51476	60.63988	54.91538
<b>Min.</b>	7.895436	7.895436	-.2334011	14.52129	6.842683	34.50452	6.250977

Tablo' 9 da büyüme modeline ilişkin tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

**Tablo 10:** Sistem GMM Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Incapex	Yatırım Modeli		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	z İstatistikleri	P >  z
q2 (Tobin Q)	.1281772	2.37**	0.018
cftota	1.115879	2.23**	0.026
crpr	.0195326	3.31**	0.001
M2	-.0695612	-5.35***	0.000
talog	1.393605	14.09***	0.000
Arellano-Bond Test AR (1)		-4.19	0.000
Arellano-Bond Test AR (2)		-3.09	0.002
Grup Sayısı			130
Gözlem Sayısı			1161
Wald İstatistiği			255.75
Wald X <sup>2</sup> olasılık değeri			0.000
Hansen Testi p değeri			0.465
Bağımlı Değişken: lev1	Sermaye Yapısı Modeli		
llev1	1.047837	20.41***	0.000
ra2	-.5902288	-7.83	0.000
talog	-.0309052	-5.65	0.000
crpr	.0013074	2.28**	0.023
Arellano-Bond Test AR (1)		-6.40	0.000
Arellano-Bond Test AR (2)		-0.96	0.339
Grup Sayısı			131
Gözlem Sayısı			1794
Wald İstatistiği			9689.65
Wald X <sup>2</sup> olasılık değeri			0.000
Hansen Testi p değeri			0.278
Bağımlı Değişken: dtalog	Büyüme Modeli		
ldtalog	-.0766164	-2.03**	0.042
lra2	.0708417	5.02***	0.000
ltslog	.0632986	1.99**	0.047
crpr	.0020011	2.38**	0.017
M2	-.0065988	-3.75	0.000
inf	.0057669	8.35	0.000
Arellano-Bond Test AR (1)		-6.28	0.000
Arellano-Bond Test AR (2)		1.13	0.259
Grup Sayısı			130
Gözlem Sayısı			1601
Wald İstatistiği			392.07
Wald X <sup>2</sup> olasılık değeri			0.000
Hansen Testi p değeri			0.193

**Not:** \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5, %10 düzeyinde istatistiki anlamlılığı ifade eder.

Sistem GMM dinamik panel veri yöntemi ile tahmin edilen modellerin sonuçları Tablo 10'da verilmiştir. Sistem GMM tahmincilerinin tutarlılığını değerlendirmek üzere her bir model için Wald Testi, Hansen Testi ve Arellano-Bond Testi AR (1), Arellano-Bond Testi AR (2) incelenecektir.

Finansal piyasalardaki gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerine etkisini sermaye yapısı ile açıklamak üzere kurulan model de (Denklem-1) Wald olasılık değerine göre bir bütün olarak anlamlı bulunmuştur. Sistem GMM yönteminde kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğini test etmek amacıyla Hansen Testi incelenmiş ve araç değişkenlerin %0.05 anlamlı düzeyde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelde otokorelasyon olup olmadığını gösteren Arellano-Bond Testi AR (1) sürecinde %0.05 düzeyinde anlamlı, AR(2) sürecinde de anlamlı bulunmuştur, yani modelde otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edilmiştir.

Tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenleri temsil eden  $l_{lev1}$ ,  $ra2$ ,  $talog$ ,  $crpr$ , değerleri istatistiki açıdan anlamlı bulunmuş olup, bağımsız değişkenlerden  $l_{lev1}$  ve  $crpr$  değişkenlerinin Toplam Borç/Toplam Aktif'i temsil eden bağımlı değişken ile aralarındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif yönlü olduğu görülmüştür. Bağımsız değişkenlerden  $ra2$  ve  $talog$  değişkenlerinin ise bağımlı değişken ile aralarında negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Yani elde edilen bu sonuç firmaların Faiz ve Vergiden Önceki Kar/ Toplam Aktif oranında meydana gelen bir artışın  $lev1$  bağımlı değişkenini temsil eden Toplam Borç/ Toplam Aktif oranı üzerinde aynı yönlü bir artışa sebep olmayacağını ifade etmektedir. Aynı şekilde büyüklük değerini temsil eden  $talog$  değişkeninde meydana gelen bir artışta bağımlı değişken üzerinde aynı yönde bir artışa sebep olmayacağı görülmüştür.

Yapılan analiz sonucunda Wald olasılık değerine göre kurulan yatırım modeli (Denklem-2) %1 düzeyinde bir bütün olarak anlamlı bulunmuştur. Sistem GMM yönteminde kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğini test etmek amacıyla Hansen Testi incelenmiş ve araç değişkenlerin %0.05 anlamlı düzeyde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelde otokorelasyon olup olmadığını gösteren Arellano-Bond Testi AR (1) sürecinde %0.05 düzeyinde anlamlı, AR(2) sürecinde de anlamlı bulunmuştur, yani modelde otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edilmiştir.

Tahmin sonuçlarına göre bağımsız değişkenleri temsil eden Tobin Q, cftota, crpr, M2, talog değerleri %0.05 düzeyde istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla Tablo 10'a göre bağımsız değişkenlerden q2, cftota, crpr, talog değerlerinin bağımlı değişken sermaye harcamaları ile aralarındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif yönlü olduğu görülmüştür. Yani bu değişkenlerde meydana gelen bir artış sermaye harcamaları düzeyinde de aynı yönde bir artışa sebep olacaktır. Bağımsız değişkenlerden M2 değerinin ise sermaye harcamaları ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Bunun anlamı M2 para arzında meydana gelen bir artışın sermaye harcamaları düzeyinde de aynı yönde bir artışa sebep olmayacağıdır.

Çalışmada yapılan analiz çerçevesinde son olarak büyüme modeli incelenmiştir. Kurulan büyüme modeli (Denklem- 3) Wald olasılık değerine göre bir bütün olarak anlamlı bulunmuştur. Sistem GMM yönteminde kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğini test etmek amacıyla Hansen Testi incelenmiş ve araç değişkenlerin %0.05 anlamlı düzeyde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelde otokorelasyon olup olmadığını gösteren Arellano-Bond Testi AR (1) sürecinde %0.05 düzeyinde anlamlı, AR(2) sürecinde de anlamlı bulunmuştur, yani modelde otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edilmiştir. Analiz sonucunda bağımsız değişkenleri temsil eden ldtalog, lra2, ltslog, crpr, M2, inf değerleri %0.05 düzeyde istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Tablo 10' a göre bağımsız değişkenlerden lra2, ltslog, crpr, inf değişkenleri bağımlı değişkeni temsil eden firma büyüklüğündeki değişim ile aralarındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif yönlü olduğu görülmüştür. ldtalog ve M2 bağımsız değişken değerlerinin ise bağımlı değişken ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Dolayısıyla elde edilen sonuçlara göre M2 para arzında ve ldtalog büyüklükteki değişimin gecikmeli değerinde meydana gelen bir artışın büyüklük düzeyi üzerinde aynı yönde bir artışa sebep olmayacağı ifade edilebilir. Bulunan sonuçlar Türkiye'nin teorik kısımda incelenen finansal piyasalardaki gelişmelerle değerlendirildiğinde konjonktür döneme uygunluk sağlamaktadır.

## SONUÇ

Türkiye’de finansal serbestleşme hareketlerinin ve buna bağlı reform hareketlerinin başlatıldığı 1980 yılından bu yana finansal piyasalarda birçok gelişme yaşanmıştır. Yaşanan gelişmeler ekonomik yapı üzerinde hem makro hem de mikro boyutta çeşitli etkilere sebep olmuştur. Finansal serbestleşme sürecinin sonunda sadece finansal piyasaların derinlik kazanması değil aynı zamanda reel sektöre de kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması iktisadi büyümenin sağlanması beklenir. Kaldı ki, finansal serbestleşmeye dayanak oluşturan kurumsal görüşlerin temel argümanlarından biri, finansal serbestleşme süreci içerisinde gerçekleştirilen reformların finansal tasarruf düzeyini arttıracacağı ve finansal piyasalarda biriken bu fonların kredi hacmini arttırması ile birlikte yüksek bir büyüme hızına ulaşılacağıdır.

Türkiye’de 1980 yılı sonrasında gerçekleştirilen finansal reformlar sonucunda finansal piyasalarda sağlanan derinleşmeye karşın, serbestleşme dönemi, özel kesimin kredi finansman davranışlarını yönlendirmek suretiyle kuramsal düzeyde öngörülen bu beklentileri istenen seviyede sağlayamamıştır. Fonların genellikle kamu kesimi açıklarının sağlanmasında kullanılması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve reel ekonomide yol açtığı istikrarsızlık ekonomiye gereken katkının sağlanamamasına sebep olmuştur.

Özellikle 1980 yılı sonrasında yaşanan kamu mali dengesindeki bozulmayla birlikte kamu kesimi borçlanma gereğinin artması, ülkedeki toplam tasarrufların büyük bir kısmının kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılmasına sebep olmuştur. Bu dönem içerisinde bankalar ellerinde bulunan fonların önemli bir kısmını kamu kesimi



finansmanı için verilen borçlanma senetlerini almak için kullanmışlardır. Dolayısıyla buna bağılı olarak ülkedeki finans piyasaları üretken kesimleri finanse etme görevini etkin bir şekilde yerine getirememiş ve ekonomik yapı içerisinde bankacılık kesimi ile reel kesim ilişkisinin gelişme göstermesi yerine bankacılık kesimi ile kamu kesimi ilişkisi gelişme göstermiştir.

Ekonomide yaşanan bu durum firmaların faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde sürdürebilme yetilerini ve sermaye yapısı hakkındaki kararlarını da olumsuz yönde etkilemiştir. Dahası Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede son yıllarda belirli periyotlarda yaşanan ekonomik krizler ve bu krizlerin ekonomik etkisinin daha şiddetli hissedilmesi bu olumsuz etkiyi pekiştirmiştir. Sermaye yapısını oluşturan unsurların temel kriterlerinin, fayda ve zararlarının bilinmesi sermaye yapısı kararlarının daha sağlıklı bir biçimde alınmasını sağlayacaktır. Firmaların sermaye yapısı kararlarının alınmasında iç ve dış çevre kaynakları da oldukça etkili olmaktadır. Bu faktörlerden ekonomik yapı içerisinde ki belirsizlik ve güvensizlik firmanın tüm bunları göz önüne bulundurarak olumsuz beklenti içerisine girmesine sebep olmaktadır.

Literatüre bakıldığında genellikle finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin sektörel bazda ele alındığı çalışmaların sayısının sınırlı olduğu görülmektedir. Bu çalışmalar ise genellikle farklı ülkeler ve ülke gruplarına yöneliktir. Literatürde Türkiye’de finansal serbestleşme ile birlikte sonrasında yaşanan finansal gelişmelerin Borsa İstanbul’a kote edilmiş olan imalat sanayi firmaları üzerine etkisinin incelendiği bir çalışma ise bulunmamaktadır. Yapılan çalışmalar dönem dönem yaşanan krizlerin etkisi ile sınırlı kalmıştır. Dolayısıyla 1995- 2014 yılları arasındaki dönemi kapsayan verilerin kullanılarak yapıldığı bu çalışma, Türkiye’de yaşanan finansal gelişmelerin Borsa İstanbul’a kote edilmiş imalat sanayi firmaları üzerine etkisinin incelenmesi bakımından literatüre oldukça önemli bir katkı sağlamaktadır. Bu bakımdan elde edilen sonuçlarda ciddi önem arz etmektedir. Çalışmada kullanılan verilerin zaman boyutunun kısa, firma verileri boyutunun ise daha uzun olması ve tahmin edici modeller arasında daha güçlü sonuçlar ortaya koyması nedeniyle yöntem olarak sistem GMM yöntemi kullanılmıştır.

Yapılan çalışmada finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin imalat sanayi firmaları üzerine etkisini incelemek adına sermaye yapısı, yatırım ve büyüme düzeyini temsil eden üç ekonometrik model kurulmuştur. Firmaların sermaye yapısını temsil eden ilk modelde bağımsız değişkenlerden  $llev1$  ve  $crpr$  değişkenlerinin Toplam Borç/Toplam Aktif'i temsil eden bağımlı değişken ile aralarında pozitif yönlü ilişkili olduğu, firmaların yatırımlarını temsil eden yatırım modelinde yer alan bağımsız değişkenlerden  $q2$ ,  $cftota$ ,  $crpr$ ,  $talog$  değerlerinin sermaye harcamaları ile aralarında pozitif yönlü ilişki olduğu, firmaların büyüme düzeylerini temsil eden büyüme modelinde bağımsız değişkenlerden  $lra2$ ,  $ltslog$ ,  $crpr$ ,  $inf$  değişkenleri bağımlı değişkeni temsil eden firma büyüklüğündeki değişim ile aralarındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif yönlü olduğu görülmüştür. Çalışmada yapılan analize göre, birinci modelde bağımsız değişkenler  $talog$  firma büyüklüğü ve  $ra2$  karlılık düzeyinde meydana gelen bir artışın  $lev1$  bağımlı değişkenini temsil eden Toplam Borç/Toplam Aktif oranı üzerinde aynı yönlü bir artışa sebep olmayacağı, ikinci modelde bağımsız değişkenlerden  $M2$  değerinin ise sermaye harcamaları ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu, üçüncü modelde bağımsız değişkenler  $M2$  para arzında ve  $ldtalog$  büyüklükteki değişimin gecikmeli değerinde meydana gelen bir artışın büyüklük düzeyi üzerinde aynı yönde bir artışa sebep olmayacağı görülmektedir. Bu durum, sektör içerisinde faaliyette bulunan firmaların finansal piyasalarda yaşanan belirsizliklerden etkilenmesi ile ilişkilendirilebilir. Yani para arzında ne kadar artış meydana gelirse gelsin piyasanın içinde bulunduğu durumdan kaynaklanan belirsizlikler bu artışı yatırıma yöneltmemektedir. Son zamanlarda oldukça tartışılan bir durum olan Türkiye'nin tüketim ekonomisine dönüştüğü konusu bu durumla ilişkilendirilirse para arzındaki artışın yatırım yerine tüketime dönüştüğü ifade edilebilir.

Bu çalışmanın sonuçlarından yola çıkarak ileride, finansal piyasalardaki gelişmelerin reel sektör üzerindeki etkisinin, model ve denklemlere farklı değişkenler eklenerek farklı boyutlarda çalışmalar yapılarak incelenebileceği söylenebilir. Günümüzde büyük bir hızla gelişme gösteren modern tahmin yöntemleri ile finansal piyasalar ve reel sektör arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi ve benzer şekilde çalışmamızda elde ettiğimiz sonuçların yeniden sınanabilmesi için yeni araştırma alanları ortaya çıkacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abdioğlu N, Deniz D (2015) Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi şirketlerinin sermaye yapılarının firmaya özgü belirleyicileri. *Sosyoekonomi Dergisi* 23(26): 195- 213.
- Ağaoğlu EA (1994) Sistem yaklaşımı, Finansal Sistemler ve TEFE+X İkilemi, *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi* 71-7.
- Akalın G, Uçak A (2007) Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF'nin Kriz Yönetimi. *Öneri Dergisi* 28: 255- 262.
- Akbulut H, Güran MC (2015) Gelişmekte olan ülkelerde kamu transfer harcamaları ve büyüme ilişkisi: dinamik panel veri yöntemi ile uzun dönem analizi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 33(1): 1-18.
- Akyüz Y, Boratav K (2003) The making of the Turkish financial crisis. *World Development* 31(9): 1549- 1566.
- Alp A (2002) Uluslararası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye (İMKB Yayınları).
- Altıntaş H, Öz B (2007) Para krizlerinin sinyal yaklaşımı ile öngörülebilirliği: Türkiye uygulaması. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2: 19-44.
- Altuğ Osman (1994) Kriz Döneminde Şirket Yönetimi. *Ekonomik Trend Dergisi* 23.
- Aras G, Müslümov A (2003) Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye. *KYD* 6-7.
- Arellano M, Bond S (1991) Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277-297.
- Arellano M, Bover O (1995) Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68: 29-51.
- Arslan İ (2007) Basel kriterleri ve Türk bankacılık sektörüne etkileri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 18.
- Aydemir N (2002) Dünden Bugüne Bankacılık. *Yüksek Denetleme Kurulu Dergisi* 1.
- Baltagi HB (2005) *Econometric analysis of panel data* (Third Edition, England).
- Başoğlu U, Ceylan A, Parasız, İ (2001) *Finans Teori Kurum ve Araçlar* (Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa).
- BDDK (2005) 10 Soruda Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı Basel II (BDDK Araştırma

- Dairesi).
- BDDK (2006) *Finansal Sektör Değerlendirmesi*, Finansal Piyasalar Raporu (BDDK Yayınları, İstanbul)
- BDDK (2011) *Türk Bankacılık Sektörünün Rekabet Yapısının Analizi* (BDDK Yayınları, İstanbul).
- BDDK (2012) *Finansal Piyasalar Raporu* (BDDK Yayınları, İstanbul)
- Burak Darıcı (2012). finansal istikrar ve finansal istikrara yönelik kamusal sorumluluk çerçevesinde para politikası: Türkiye analizi. *Bankacılar Dergisi* 83.
- Burucu H, Öndeş T (2016) Türk imalat sanayi firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi* 1: 201-225.
- Canbaş S, Doğukanlı H (2007) *Finansal Pazarlar* (Karahan Kitabevi, Adana).
- Capasso, S (2008) Stock market development and economic growth. (Editör:George Mavratos). *Domestic Resource Mobilization and Financial Development*. NewYork: Palgrave Macmillan, 10-38.
- Capital Aylık Ekonomi Dergisi, s.148, İstanbul Nisan 1995.
- Danışoğlu AÇ (2004) Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. *Yönetim Dergisi* 15(49): 19- 29.
- Devlet Planlama Teşkilatı (2004) *KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı* (Ankara: DPT).
- Devlet Planlama Teşkilatı (2006) *KOBİ Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Dokuzuncu Kalkınma Planı: 2007- 2013* (Ankara: DPT)
- Devrim F (2001) Küreselleşen krizler ve Türkiye. *Yeni Türkiye Dergisi* 42: 939-946.
- Durmuş M (2010) Aşırı birikim- finansallaşma ilişkisinin 2008 krizi bağlamında analizi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi* 77: 1-48.
- Durusoy S (2000) Finansal liberalleşmenin sorgulanmasının nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi* 18 (1).
- Eğilmez, M (2011) *Küresel Finans Krizi* (Remzi Kitabevi, İstanbul).
- Ekinci, MB (2003) Türkiye’de KOBİ’lerin Kurumsal Gelişimi ve Finansman Sorunları İstanbul, Askon Araştırma Raporları: 5.
- Erdem V (2001) Türkiye’de Ekonomik Krizler. *Yeni Türkiye Dergisi* 41: 11- 20.
- Ergeç HE (2004) Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi ve Türkiye örneği: 1988- 2001. *Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 5(2).

- Erim N, Türk A (2005) Finansal gelişme ve iktisadi büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 10(2).
- Ertuna Ö (1986) *Finansal Kurumlar* (Teori Yayınları, İstanbul).
- Esen O (1997) Finansal piyasaların küreselleşmesi ve sermaye kontrolleri. *Ekonomik Yaklaşım* 8(27).
- Esso LJ (2009) Cointegration and causality between financial development and economic growth: evidence from ECOWAS countries. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 16: 112-122.
- Frederic SM (1992) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (New York: Harper Collins).
- Galbraith JK (1990) *Para: Nereden Gelir Nereye Gider?* (Altın Kitaplar, İstanbul).
- Galetoviç A (1996) Finance and growth: a synthesis and interpretation of the evidence. *BNL Quarterly Review*, 49 (96): 59- 82.
- Ganiev J (2014) Küreselleşme, finansal piyasalar ve kriz. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi* 1(2): 117-129.
- Ghirmay T (2004) Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis. *African Development Review*, Vol. 16, Issue 3, s. 415–432.
- Goldsmith RW (1969) *Financial Structure and Development*. London New Haven and Yale University Press.
- Goldsmith RW (1969) *Financial Structure and Development*. London New Haven and Yale University Press.
- Göçer İ (2012) 2008 Küresel ekonomik krizin nedenleri ve seçilmiş ülke ekonomilerine etkileri: ekonometrik bir analiz. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* 17: 18- 37.
- Güneş S (2013) Finansal gelişmişlik ve büyüme arasındaki nedensellik testi: Türkiye örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14 (1): 73- 85.
- Halıcıoğlu F (2007) Financial development and economic growth nexus for Turkey. *Economics and Econometrics Research Institute* 6.
- IMF (2016). <http://www.imf.org/en/Data> (20 Mayıs 2016).
- İMKB Kılavuzu (2006).
- Jith J, Philip ES (1996) Oxford Journals Social Sciences Quarterly Journal of Economics Volume 111, Issue 3 Pp. 639-670. The Finance-Growth Nexus:

## Evidence from Bank Branch Deregulation

- Kansu A (2004) Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri (Derin Yayınları, İstanbul).
- Kar M (2001) Finansal kalkınma ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi, Türkiye örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 2 (2): 150-165.
- Kar M ve Kara MA (2001) Finansal entegrasyon ve sermaye akışkanlığı: Türkiye örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi* 180(16): 62 – 71.
- Kar M, Günay E (2004) Finansal istikrarın temel koşulları, *Finans- Politik- Ekonomik Yorumlar Dergisi*
- Kar M, Ağır H (2005) Finansal derinleşme göstergeleri üzerine bir değerlendirme. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 42(496): 10-24.
- Kar M, Öztürk Ö (2010) Yeni Finansal Mimari ve Geleceği. 8. *Uluslar arası Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi*. İstanbul, Ekim, 28-31.
- Kepenek Y (2013) Türkiye Ekonomisi (Remzi Kitabevi, İstanbul).
- Kılınç M, Kılınç Z, Turhan MI (2012) Resilience of the Turkish economy during the global financial crisis of 2008. *Emerging Markets Finance and Trade* 48: 19- 34.
- Korkmaz T, Ceylan A (2015) *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi* (Ekin Yayınevi, Bursa).
- KOSGEB (2005), 2002 Yılı Genel ve Sanayi İşyerleri Sayısı: İmalat Sanayi Değerlendirmesi, Ankara, KOSGEB Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü Yay.
- Kotar E (1971) *Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi* (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara).
- Kutlu HA, Demirci NS (2011) Küresel finansal krizi (2007-?) ortaya çıkaran nedenler, krizin etkileri, krizden kısmi çıkış ve mevcut durum. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 1304(0391): 121- 136.
- Levine R (1997) Financial development and economic growth views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35(3): 600-695.
- Lynch D (1996) Measuring financial sector development. *Journal of Monetary Economics*, 22 (28): 3- 42.
- McKinnon RI (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution.
- Minsk HP (2013) *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı* (Efil Yayınları, Ankara).

- Muradoğlu Y, Onay C, Phylaktis K (2013) European integration and corporate financing. *International Review of Financial Analysis*
- Narvaez RC (2004) The composition of public expenditure and economic growth inflow and middle-income countries. *OIDA International Journal of Sustainable Development* 5(6): 39-50.
- Neusser K, Kugler M (1998) Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries. *Review of Economics and Statistics* 80: 636-646.
- Oktayer A (2009) Türkiye’de finansal serbestleşme ve derinleşme süreci üzerine nitel bir inceleme. *Akademik İncelemeler* 4(1): 73- 100.
- Ongun T (1993) Finansal globalleşme. *Ekonomik Yaklaşım* 4 (9): 35.
- Oskay S (2000) Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi* 75(10): 9–18.
- Öçal T, Faruk Ç (1999) *Finansal Sistem ve Bankalar* (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara).
- Özşahin Ş (2011) Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme etkileşiminin ARDL yöntemi ile analizi. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi* 379- 413.
- Öztürk N, Barışık S, Darıcı H (2010) Gelişmekte olan piyasalarda finansal derinleşme ve büyüme ilişkisi: panel veri analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12): 95- 119.
- Öztürk S, Gövdere B (2010) Küresel finansal kriz ve Türkiye ekonomisine etkileri. *SDÜ İİBF Dergisi* 15(1): 377-397.
- Parasız İ (1992) *Para Banka ve Finansal Kuruluşlar* (Ezgi Kitabevi, Bursa).
- Parasız İ (2000) *Modern Bankacılık Teori ve Uygulama* (Banksis Yayınları, İstanbul).
- Parasız İ (2001) *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa
- Parasız İ (2002) *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Dünyada ve Türkiye’de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları* (Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa).
- Parasız İ (2005) *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (Ezgi Kitabevi, Bursa).
- Rioja F, Valev N (2004) Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship. *Journal of Development Economics* 74(2): 429-447.

- Rodoplu, B C (1997) Dünyada faizsiz bankacılık, *Bereket Dergisi* 1(1).
- Rousseau PL, Vuthipadadorn D (2005) Finance, investment, and growth: time series evidence from 10 asian economies. *Journal of Macroeconomics*. 27: 87-106.
- Sarikamış C (1980) *Sermaye Piyasaları* (Fatih Matbaası, İstanbul).
- Seyidoğlu H (2003) Uluslararası mali krizler, az gelişmiş ülkeler, Türkiye ve dönüşüm ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi* 4(2): 147-148.
- Seymen EO, Çeken H (2004) Küreselleşme ve çok uluslu işletmelerin çalışma ilişkileri üzerindeki etkileri: makro ve mikro boyutta bir değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 9(2): 53- 77.
- Sönmez S (2003) Türkiye’de finansal serbestlik: istikrarsızlık faktörü mü? kalkınmanın itici gücü mü?. *Ekonomik Yaklaşım* 14 (49): 213.
- SPL (2014) *Finansal Piyasalar* (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşları, İstanbul).
- Stiglitz JE (1994) The role of the state in financial markets. *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics Washington: World Bank* 19-52.
- Şimşek A (2007) Küreselleşme sürecinde finansal krizler ve maliye politikaları: Latin Amerika deneyimi. *Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi* 1: 67- 93.
- Şişman M (2004) Türkiye’nin rekabet gücü imalat sanayi, ihracat ve sermaye hareketleri(arbitraj). *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi* 19(1): 91-119.
- Tamer A (2013) Teyitli Çek, *Bankacılar Dergisi* 87: 8-17.
- Tanör R (1999) *Türk Sermaye Piyasası* (Taraflar İkinci Basım, İstanbul).
- TBB (2008) *50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi ‘1958- 2007’* (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul).
- TBB (2012) *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri* (Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul).
- TCMB (2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri (Ankara).
- TCMB (2013). *Yıllık Rapor*. <http://www.tcmb.gov.tr> (22 Mart 2015).
- TCMB (2015). *Finansal İstikrar Raporu*. <http://www.tcmb.gov.tr> (20 Nisan 2016)
- Telman TÖ (1994) Merkez Bankalarının Bağımsızlığı (Güray Matbaası, İstanbul).
- Thangavelu SM, Ang J, Jiunn B (2004) Financial development and economic growth in Australia: an empirical analysis. *Empirical Economics* 29(2): 247.
- Titiz İ, Çarıkçı Hİ (1998) Krizlerin işletmeler üzerine etkileri ve küçük işletme



- yöneticilerinin kriz dönemine yönelik stratejik düşünce ve analizleri. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi* 1: 203- 218.
- TKB (2016) *Katılım Bankaları Sağlam Adımlarla Yola Devam Ediyor*. Dünyada ve Türkiye’de Faizsiz Bankacılık, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayını.
- Toprak M, Demir O (2001) Türk bankacılık sektörü: sorunlar, krizler ve arayışlar. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 2(2): 1- 26.
- TUİK (2016). <http://www.tuik.gov.tr/> (14 Mayıs 2016).
- Tunay B (2005) *Finansal Sistem: Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi* (Birsen Yayınevi, İstanbul).
- Tuncer, Selahattin (1985), *Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori Uygulama*, İstanbul Matbaası, İstanbul
- Tunç H (2000) Soru ve Cevaplarla ÖFK’lar. *Bereket Dergisi* 10 (3).
- Türel O (2010) Türkiye’de 1994, 2001 ve 2008 ekonomik krizlerinin karşılaştırmalı analizi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi* 75: 27-75.
- TÜRKONFED (Türk Girişim ve İş Dünyası Konfederasyonu) (2008) *Kobilerde Dönüşüm: Küçük Firmaların Büyük Başarıları* (Artpres, İstanbul).
- Uludağ İ, Arıcan E (1999) *Finansal Hizmetler Ekonomisi* (Beta Basın Yayın, İstanbul).
- Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu -IFRS(2009). *Uluslararası Finansal Raporlama Standardı*, İngiltere
- Vernimmen P, Quiry P, Dalocchio M, Le Fur Y ve Salvi A (2002) *Corporate Finance: Theory and Practice*.
- Xu Z (2000). Financial Development, Investment, and Economic Growth. *Economic Inquiry*, Vol. 38, Iss. 2, s. 331–344.
- Yalta Y (2011) *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar* (Türkiye Bilimler Akademisi, İstanbul).
- Yazıcıoğlu M, Demirel G (2010) Risk yönetiminde kriz sonrası yeni finansal mimariye yönelik bir adım: BASEL III. *Mali Çözüm Dergisi* 20: 61- 83.
- Yeldan E (2001) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi* (İletişim Yayınları, İstanbul).
- Yeldan, E (2003) Türkiye ekonomisi ve IMF politikaları. *İktisat İşletme Finans Dergisi*, 12(222): 32–37.
- Yeşil S (2010) Küreselleşme ve işletmelerin küreselleşme süreçleri: karşılaşılan

- fırsatlar ve tehditler. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 6 (1): 22- 72.
- Yılmaz D (2009) Küresel Kriz ve Merkez Bankası. *Maliye Finans Yazıları* 84: 9-16.  
*Yorumlar Dergisi*, 41 (487): 54.
- Yücel F (2009) Temel bileşenler yöntemiyle Türk sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyüme üzerine etkilerinin bir analizi. *Sosyoekonomi Dergisi* 1: 77-86.
- Yüksek AS, Rodoplu G (1980) *Sermaye Piyasası* (Formül Matbaası, İstanbul).



## EKLER

### EK 1. Ekonometrik Analize Dahil Edilmiş Olan Borsa İstanbul'da İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Listesi

EKONOMETRİK ANALİZE DAHİL EDİLMİŞ OLAN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İMALAT SANAYİ FİRMALARI LİSTESİ	
ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO
ADEL	ADEL KALEMCİLİK
AFYON	AFYON ÇİMENTO
AEFES	ANADOLU EFES
AKALT	AKAL G.MENKUL VE TEKSTİL
AKCNS	AKÇANSA
AKSA	AKSA
ALCAR	ALARKO CARRIER
ALKA	ALKİM KAĞIT
ALKİM	ALKİM KİMYA
ALTIN	ALTINYILDIZ
ANACM	ANADOLU CAM
ARCLK	ARÇELİK
ARSAN	ARSAN TEKSTİL
ASLAN	ASLAN ÇİMENTO
ASUZU	ANADOLU ISUZU
ATEKS	AKIN TEKSTİL
AYGAZ	AYGAZ
BAGFS	BAGFAS
BAKAB	BAK AMBALAJ
BANVT	BANVİT
BERDN	BERDAN TEKSTİL
BFREN BOSCH	FREN SİSTEMLERİ
BISAS	BISAS TEKSTİL
BOLUC	BOLU ÇİMENTO
BOSSA	BOSSA
BRISA	BRİSA
BRMEN	BİRLİK MENSUCAT
BRSAN	BRSAN BORUSAN MANNESMANN
BSHEV	BSH EV ALETLERİ
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO
BTCİM	BATI ÇİMENTO
BUCİM	BURSA ÇİMENTO
BURCE	BURÇELİK
BURVA	BURÇELİK VANA
CBSBO	ÇBS BOYA
127	127
CCOLA	COCA COLA İÇECEK
CELHA	ÇELİK HALAT
CEMTS	ÇEMTAS
CİMSA	ÇİMSA
CMBTN	ÇİMBETON
CMENT	CMENT ÇİMENTAS
COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK
DARDL	DARDANEL
DENCM	DENİZLİ CAM
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ

DERİM	DERİMOD
DESA	DESA DERİ
DEVA	DEVA HOLDİNG
DITAS	DİTAS DOĞAN
DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK
DMSAS	DEMİSAS DÖKÜM
DOBUR	DOĞAN BURDA
DOGUB	DOĞUSAN
DURDO	DURAN DOĞAN BASIM
DYOBY	DYO BOYA
ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ
EGGUB	EGE GÜBRE
EGPRO	EGE PROFİL
EGSER	EGE SERAMİK
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
EMKEL	EMEK ELEKTRİK
EMNIS	EMİNİS AMBALAJ
EPLAS	EGEPLAST
ERBOS	ERBOSAN
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
ERSU	ERSU GIDA
ESEMS	ESEM SPOR GIYİM
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON
FENIS	FENİS ALÜMİNYUM
FROTO	FORD OTOSAN
FRIGO	FRİGO PAK GIDA
GEDİZ	GEDİZ İPLİK
GENTS	GENTAS
GEREL	GERSAN ELEKTRİK
GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK
GOODY	GOOD-YEAR
GOLTS	GÖLTAS ÇİMENTO
128	128
GUBRF	GÜBRE FABRİK.
HEKTS	HEKTAS
HURGZ	HÜRRİYET GZT.
HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER
IDAS	İDAŞ
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
IHMAD	İHLAS MADENCİLİK
İPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
İZOCM	İZOCAM
KAPLM	KAPLAMIN
KARSN	KARSAN OTOMOTİV
KARTN KARTONSAN	KARTN KARTONSAN
KLBMÖ	KELEBEK MOBİLYA
KENT	KENT GIDA
KERVİT	KEREVİTAS GIDA
KLMSN	KLİMASAN KLİMA
KNFRT	KONFRUT GIDA
KONYA	KONYA ÇİMENTO
KORDS	KORDSA GLOBAL
KOZAA	KOZA MADENCİLİK

KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR
KRTEK	KARSU TEKSTİL
KRSTL	KRİSTAL KOLA
KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN
LUKSK	LÜKS KADİFE
MAKTK	MAKTK MAKİNA TAKIM
MEMSA, MEMS1	MENSA
MERKO	MERKO GIDA
MNDRS	MENDERES TEKSTİL
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO
MRSHL	MARSHALL
MRTGG	MERT GIDA
MUTLU	MUTLU AKÜ
NUHCM	NUH ÇİMENTO
OLMKS	OLMUKSA
OTKAR	OTOKAR
PARSN	PARSAN
PENGD	PENGUEN GIDA
PETKM	PETKİM
PETUN	PINAR ET VE UN
PINSU	PINAR SU
PNSUT	PINAR SÜT
129	129
PIMAS	PİMAS
PRKAB	PRYSMIAN KABLO
PRTAS	ÇBS PRİNTAS
PTOFS	OMV PETROL OFİSİ
SARKY	SARKUYSAN
SASA	SASA POLYESTER
SELGD	SELÇUK GIDA
SERVE	SERVE KIRTASIYE
SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ
SKPLC	SEKER PİLİÇ
SKTAS	SÖKTAŞ
SONME	SÖNMEZ FİLAMENT
SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU
SODA	SODA SANAYİ
TATKS	TAT KONSERVE
TBORG	T.TUBORG
TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN
TOASO.	TOFAS OTO. FAB.
TRCAS	TURCAS PETROL
TRKCM	TRAKYA CAM
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM
TUKAS	TUKAŞ
TUPRS	TÜPRAŞ
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
USAK	UŞAK SERAMİK
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
VESTL	VESTEL
VKING	VİKİNG KAĞIT
YATAS	YATAŞ
YUNSA	YÜNİSA

## ÖZ GEÇMİŞ

### KİŞİSEL BİLGİLER

Adı- Soyadı: Mine Işık

Uyruğu: T.C

Doğum Yeri ve Tarihi: Ankara- (01.10.1992)

Tel: 05365810847

E-posta: mine\_0608@hotmail.com

Yazışma Adresi: Birlik Mah. 435. Cad. Cumhurbaşkanlığı Genel Sekreterliği  
Personeli Çukurca Sitesi Blok:30/C No:12 Çankaya/Ankara

### EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Yüksek Lisans	Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi/İktisat Anabilim Dalı	2014-2016
Lisans	Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi/İktisat Bölümü	2010-2014
Lise	Çankaya Anadolu Lisesi	2006-2010
İlköğretim	Eşref Bitlis İlköğretim Okulu	1998-2006

### İŞ/STAJ DENEYİMLERİ

Yıl	Kurum	Görev
2013	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü	Staj
2013	Sermaye Piyasası Kurulu	Ankara: Staj