

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ:  
ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK BİR İNCELEME**

Doktora Tezi

YUSUF DEMİR

İstanbul, 2019



T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ:  
ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK BİR İNCELEME**

Doktora Tezi

YUSUF DEMİR

Danışman: DOÇ. DR. NURAY TERZİ

İstanbul, 2019

MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

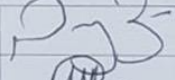
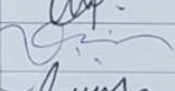
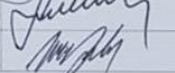
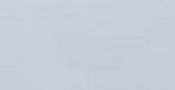

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI İKTİSAT Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi Yusuf Demir'nin ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ: ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK BİR İNCELEME adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 14.02.2019 tarih ve 2019-5/27 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~çokluğu~~ ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 22.12.2018

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Öğretim Üyesi Adı Soyadı	İmzası
1. Tez Danışmanı Doç. Dr. NURAY TERZİ	
2. Jüri Üyesi Prof. Dr. MURAT AKBALIK	
3. Jüri Üyesi Prof. Dr. MEHMET ŞİŞMAN	
4. Jüri Üyesi Prof. Dr. SELÇUK KOÇ	
5. Jüri Üyesi Doç. Dr. AYHAN ORHAN	

## GENEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı	:Yusuf Demir
Anabilim Dalı	:İktisat
Programı	:Uluslararası İktisat
Tez Danışmanı	:Doç. Dr. Nuray Terzi
Tez türü ve Tarihi	:Doktora – Şubat 2019
Anahtar Kelimeler	:Hisse Senedi Risk Primi, Uluslararası Finans, Uluslararası Ekonomi Politik, Ülke Riski.

## ÖZET

### ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ: ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK BİR İNCELEME

*Uluslararası ekonomi politik, iktidar arayışı ile zenginlik birikiminin karşılıklı etkileşimini inceler. Kaynak ihtiyacı için farklı ekonomik yapılarda oluşan tasarruflara ihtiyaç duyulur. Uluslararası finansın temel işlevi de birikmiş sermayeyi getirisinin en yüksek ve etkin biçimde kullanılabilceği yere aktarmaktır. Sermayenin ülkeler arası hareketinde çok önemli bir yer tutan hisse senedi yatırımlarında, ülkeler arasında yapılacak tercih, o ülkelerin riskini de beraberinde getirir. Ülke riski ise ekonomik, finansal ve politik risk kavramlarına ait değişkenler dikkate alınarak belirlenir. Yatırımcının tahvil ve hazine bonusu getirilerine göre daha değişken olan hisse senetlerine yatırım yaparak üstlendiği varsayılan bu risklerin karşılanması için gerekli olan ek getiri ve/veya riskin ödüllendirilmesi hisse senedi risk primini olarak tanımlanır. Hisse senedi risk priminin hem ülkedeki toplam riski göstermesi, hem de yatırım kararlarındaki öneminden hareketle yapılan bu çalışmada, bir ülkenin hisse senedi risk primine etki eden faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu sebeple, G7 ve BRICS-T ülkeleri için ekonometrik bir uygulama yapılarak ülkelerin hisse senedi risk primlerini üzerinde ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarının etkisi araştırılmıştır. Sonuç olarak, G7’de, hisse senedi risk primi üzerinde, Panel FMOLS test sonuçlarına göre, politik riskin ve Panel DOLS test sonuçlarına göre bütünlük riskin daha etkili olduğu görülmüştür. BRICS-T de ise hem Panel FMOLS test sonuçlarına göre hem de Panel DOLS test sonuçlarına göre finansal riskin daha etkili olduğu görülmüştür.*

## GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname	:Yusuf Demir
Field	:Economics
Programme	:International Economics
Supervisor	:Assoc. Prof. Nuray Terzi
Degree Awarded and Date	:PhD – February 2019
Keywords	:Equity Risk Premium, International Finance, International Political Economy, Country Risk

## ABSTRACT

### **THE EQUITY RISK PREMIUM IN INTERNATIONAL FINANCE: AN INTERNATIONAL POLITICAL ECONOMY ANALYSIS**

*International political economy investigates the mutual interaction between seeking power and the accumulation of wealth. Savings which are occur in different economic structures are needed for the resource needs. The main function of international finance is to transfer the accumulated capital to it can be used in the highest and most effective way. In stock investments which have a very important place in the inter-country movement of capital, the choice between countries brings along the risk of those countries. The country risk is determined by taking into account the variables of economic, financial and political risk. Equity risk premium is defined as additional return in order to absorption of risk due to investing in more variable stocks than bonds and treasury bills. The aim of this study which is based on the importance of equity risk premium both in the country risk and in the investment decisions is to determine the factors which affect the equity risk premium of a country. For this reason, the effect of political, economic and financial risk factors on the equity risk premium of countries was investigated by applying econometric analysis on G7 and BRICS-T countries. As a result, it is seen that for the equity risk premium, according to results of Panel FMOLS the political risk and according to results of Panel DOLS, the composite risk in G7 countries are more effective. Both according to results of Panel FMOLS and according to results of Panel DOLS the financial risk in BRICS-T countries is more effective.*

## TEŞEKKÜR

Doktora eğitimim boyunca sabır ve ilgiyle değerli bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan, gelecekteki mesleki hayatımda öğretilerinin bana yol göstereceğini düşündüğüm tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Nuray TERZİ'ye teşekkürü bir borç biliyor ve şükranlarımı sunuyorum. Değerli fikir ve görüşlerini paylaşan ve bu çalışmanın iyileştirilmesi adına öneriler sunan, jürimde yer alan Sayın Prof. Dr. İdil Özlem KOÇ'a, Prof. Dr. Mehmet ŞİŞMAN'a, Prof. Dr. Murat AKBALIK'a, Prof. Dr. Selçuk KOÇ'a ve Doç. Dr. Ayhan ORHAN'a da şükranlarımı sunuyorum. Doktora eğitimim boyunca, gülüyüz ve samimiyetini benden esirgemeyen, her sorun yaşadığımda yanına çekinmeden gidebildiğim Sayın Prof. Dr. Nurdan ASLAN'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Pennsylvania Üniversitesi İktisat bölümü öğretim üyesi Sayın Gizem SAKA'ya da uygulama kısmındaki desteklerinden ötürü ayrıca teşekkür ederim. Bu çalışmanın şekillenmesine öncülük eden bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım, kaynak ve yöntem açısından bana sürekli yardımda bulunan, bana faydalı olabilmek için elinden gelenin fazlasını yapan Sayın Dr. Öğr. Üyesi Yunus Emre BİROL'a, Doç. Dr. Hakan TÜRKEY'a, Doç. Dr. Serkan TAŞTAN'a teşekkür ederim. Bana her konuda yardımcı olmuş ve bu zorlu sürecin tüm sıkıntılarını benimle birlikte göğüs germiş sevgili eşim Sayın Kübra DEMİR'e, biricik kızım Ece Hüma DEMİR'e, anneme, babama ve kardeşlerime minnet ve şükranlarımı sunuyorum.

Son olarak, çalıştığım kurum olan Sivas Cumhuriyet Üniversitesi'ne ve Sivas Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nde görev yapan hocalarıma ve çalışma arkadaşlarıma bu çalışma boyunca bana verdikleri destek için teşekkür ederim.

# İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ.....	xii
ŞEKİL LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR.....	xvi

1.GİRİŞ.....	1
--------------	---

## 2.ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK: KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

2.1.Ekonomi Politikte Temel Perspektifler: Merkantilizm ve Fizyokrazi.....	11
2.1.1.Merkantilist Düşüncenin Esasları .....	11
2.1.2.Fizyokrat Düşüncenin Esasları .....	15
2.2.Ekonomi Politikte Mikro Temeller: Klasik ve Neo Klasik İktisat.....	17
2.2.1.Klasik Teorinin Esasları.....	18
2.2.2.Neoklasik Teorinin Esasları .....	22
2.3.Ekonomi Politikte Makro Temeller: Keynesyen İktisat.....	24
2.4.Ekonomi Politikte Makro Temellere İtiraz ve Refah Devletine Yönelik Eleştiriler.....	27
2.4.1.Parasalcı Yaklaşım: Monetarizm .....	28
2.4.2.Ekonominin Canlandırılması: Arz Yanlı İktisat .....	29
2.4.3.Ekonomide Beklentilerin Önemi: Rasyonel Beklentiler.....	29
2.4.4.Ekonomi Politik ve Konjonktür Dalgası.....	30
2.4.5.Makro Temellerin Gözden Geçirilmesi: Yeni Keynesyen İktisat.....	32
2.5.Ekonomik Gerekçilik: Sosyalizm .....	33
2.6.Ekonomi Politike Alternatif Yaklaşımlar: İnşacılık, Çift Yönlü Ekonomi Teorisi, Modern Dünya Sistemi Teorisi, Feminist Eleştiri ve Hegemonik İstikrar Teorisi.....	37
2.7.Genel Değerlendirme .....	42

## 3.ULUSLARARASI FİNANSIN EKONOMİ POLİTİĞİ

3.1.Uluslararası Finansın Gelişimi .....	48
3.1.1.Çift Metal Standardı.....	54
3.1.2.Altın Standardı .....	55
3.1.3.Parasal Bloklar-İki Savaş Arası Dönem .....	57
3.1.4.Bretton Woods Sistemi .....	58
3.1.5.1980'lerin Borç Problemi, Uluslararası Finans ve IMF'in Rolü .....	59
3.1.6.Parasal Birlik, Euro ve Brexit .....	62
3.1.7.Finansal Regülasyon ve Basel I-II-III.....	63
3.2. Uluslararası Finansta Güncel Tartışmalar .....	65
3.2.1.Döviz Kuru Sistemleri, Seçimi, ABD-Çin Kur Savaşına Giden Yol ..	66
3.2.2.Uluslararası Likidite ve Uluslararası Rezervler .....	71
3.2.3.Finansal Krizler.....	80
3.2.4.Uluslararası Finans ve Enerji .....	90
3.2.5.Uluslararası Finansta Hegemonya ve Jeopolitika.....	98



3.2.6.Uluslararası Finans ve Uluslararası Silahlanma .....	107
3.2.7.Uluslararası Finans ve Kalkınma .....	112
3.2.8.Uluslararası Finans ve Çevre .....	116
3.3. Genel Değerlendirme .....	120

#### **4.ULUSLARARASI FİNANSTA YATIRIMLAR VE RİSKLER**

4.1.Uluslararası Finansta Yatırımlar .....	129
4.1.1.Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	130
4.1.1.1.Uluslararası Üretim ve Ulus Ötesi Şirketler .....	132
4.1.1.1.1.Ulus Ötesi Şirketlerin Yatırım Yapmasını Etkileyen Faktörler .....	134
4.1.1.1.2.Ulus Ötesi Şirket Yatırımlarının Etkileri .....	136
4.1.1.2.Sabit Sermaye Yatırımları .....	138
4.1.1.3.Kahverengi Alan Yatırımları .....	138
4.1.1.4.Şirketler Arası Birleşmeler ve Satın Almalar .....	139
4.1.2.Portföy Yatırımları .....	139
4.2.Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları .....	143
4.2.1.Uluslararası Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi .....	144
4.2.2.Gelişmiş, Gelişmekte Olan ve Sınırdaki Piyasalar .....	146
4.3.Uluslararası Finansta Riskler .....	151
4.3.1.Sistemik Riskler .....	152
4.3.1.1.Piyasa Riski .....	153
4.3.1.2.Enflasyon (Satın Alma Gücü) Riski .....	154
4.3.1.3.Faiz Oranı Riski .....	154
4.3.1.4.Kur Riski .....	155
4.3.1.5.Politik Risk .....	155
4.3.1.6.Ülke Riski .....	156
4.3.1.6.1.Ülke Riskinin Belirlenmesi:Kredi Derecelendirme Şirketleri .....	157
4.3.1.6.2.Ülke Riskinin Belirlenmesi:Uluslararası Ülke Risk Rehberi .....	161
4.3.1.6.3.Ülke Riskinin Belirlenmesi:Kredi Temerrüt Takası .....	163
4.3.2.Sistemik Olmayan Riskler .....	166
4.3.2.1.Finansal Risk .....	167
4.3.2.2.Endüstri Riski .....	168
4.3.2.3.Yönetim Riski .....	168
4.4.Genel Değerlendirme .....	169

#### **5.HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ İLE G7 VE BRICS-T ÜLKELERİNİN EKONOMİ POLİTİK ANALİZLERİ**

5.1.Hisse Senedi Risk Primi Bulmacası .....	174
5.2.Hisse Senedi Risk Priminin Temel Bileşenleri .....	176
5.2.1.Riskten Kaçınma .....	176
5.2.2.Ekonomik Risk .....	177
5.2.3.Bilgi .....	178
5.2.4.Likidite .....	179

5.2.5.Katastrofik Riskler .....	180
5.2.6.Davranışsal/İrrasyonel Bileşen .....	181
5.3.Hisse Senedi Risk Priminin Tahmin Edilmesi .....	181
5.3.1.Anket Yöntemi .....	182
5.3.2.Tarihsel Primler .....	182
5.3.3.Üstü Örtülü (Implied) Primler .....	183
5.4.G7 ve BRICS-T Ülkelerinin Ekonomi Politik Analizleri .....	187
5.4.1.Ekonomik Analiz .....	187
5.4.2.Uluslararası Rezervler .....	189
5.4.3.Enerji .....	197
5.4.4.Silahlanma .....	200
5.4.5.Portföy Yatırımları .....	202
5.4.6.Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	205
5.4.7.Ülke Riskine Ait Göstergeler .....	208
5.4.7.1.Ülkelerin Risk Notları .....	208
5.4.7.2.Ekonomik Risk .....	212
5.4.7.3.Finansal Risk .....	214
5.4.7.4.Politik Risk .....	216
5.4.7.5.Bütünleşik Risk .....	218
5.4.7.6.Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması .....	220
5.5. Genel Değerlendirme .....	223

## **6.ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİNİN BELİRLENMESİ:G7 VE BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

6.1.Literatür Taraması .....	225
6.2.Modelin Tanıtılması .....	229
6.2.1.Açıklanan ve Açıklayıcı Değişkenlerin Tanıtılması .....	231
6.3.Araştırma Yönteminin Tanıtılması .....	232
6.4.Betimsel İstatistikler .....	234
6.5.Model Uygulamasına Ait Sonuçlar .....	237
6.5.1.Yatay Kesit Testi .....	237
6.5.2.Birim Kök Testi .....	239
6.5.3.Eş bütünleşme Testi .....	244
6.5.4.Eşbütünleşme Parametrelerinin Tahmini .....	249
6.5.5.Nedensellik Testi .....	254
6.6.Genel Değerlendirme .....	257

## **7.SONUÇ .....** 263

## **KAYNAKÇA.....** 273

## TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

<b>Tablo 1</b>	: Uluslararası Ekonomi Politigin Ana Teorileri.....	41
<b>Tablo 2</b>	: Uluslararası Politik Ekonominin İnceleme Alanları.....	47
<b>Tablo 3</b>	: Küreselleşmenin Boyutları ve Göstergeleri.....	49
<b>Tablo 4</b>	: IMF'nin Kronolojik Rol Değişimi .....	62
<b>Tablo 5</b>	: Uluslararası Paraların Yerine Getirmesi Gereken Fonksiyonlar .....	66
<b>Tablo 6</b>	: Toplam Rezervlerin Dağılımı.....	73
<b>Tablo 7</b>	: Dünyadaki Resmi Rezervlerin Döviz Bileşimi .....	75
<b>Tablo 8</b>	: IMF'DE Kota Sayısı ve Oy Yüzdesi .....	77
<b>Tablo 9</b>	: 1990'lı Yıllardan Sonraki Krizler.....	89
<b>Tablo 10</b>	: Enerji Kaynaklarının Sınıflandırılması.....	91
<b>Tablo 11</b>	: Dünyadaki Birincil Enerji Tüketimi ve Kaynakları .....	93
<b>Tablo 12</b>	: Fosil Kaynaklı Yakıtların Dünyadaki Durumu .....	94
<b>Tablo 13</b>	: Küresel Hegemonya .....	102
<b>Tablo 14</b>	: XXI. Yüzyıl Küreselleşmesindeki Eğilimler.....	106
<b>Tablo 15</b>	: Silahlanmaya En Çok Harcama Yapan Ülkeler .....	109
<b>Tablo 16</b>	: Dünyadaki En Büyük Silah Şirketleri .....	110
<b>Tablo 17</b>	: Dünyada En Çok Silah İhraç ve İthal Eden Ülkeler.....	111
<b>Tablo 18</b>	: Kalkınma Stratejileri .....	113
<b>Tablo 19</b>	: Kalkınmanın Değişen Anlamı .....	115
<b>Tablo 20</b>	: Dünyadaki En Büyük Ulus Ötesi Şirketler.....	133
<b>Tablo 21</b>	: Ulus Ötesi Şirket Yatırımlarının Ülkeler Üzerindeki Etkileri.....	137
<b>Tablo 22</b>	: Bölgelere Göre Piyasa Kapitalizasyonu .....	147
<b>Tablo 23</b>	: En Büyük Hisse Senedi Borsaları.....	148
<b>Tablo 24</b>	: Hisse Senedi Piyasalarının Sınıflandırılması.....	151
<b>Tablo 25</b>	: Derecelendirme Kuruluşlarının Risk Göstergeleri .....	158
<b>Tablo 26</b>	: Moody's, Fitch ve S&P'nin Uzun Vadeli Kredi Not Skalası.....	160
<b>Tablo 27</b>	: Politik, Ekonomik ve Finansal Risk Alt Bileşenleri.....	162
<b>Tablo 28</b>	: Ülkelerin CDS Verileri:G7.....	165
<b>Tablo 29</b>	: Ülkelerin CDS Verileri:BRICS-T .....	166

<b>Tablo 30</b>	: Finansal Risk Algısına Etki Eden Faktörler .....	177
<b>Tablo 31</b>	: Ülkelerin Ekonomik ve Demografik Göstergeleri:G7 .....	188
<b>Tablo 32</b>	: Ülkelerin Ekonomik ve Demografik Göstergeleri:BRICS-T .....	189
<b>Tablo 33</b>	: Silahlanma Harcamaları:G7 .....	200
<b>Tablo 34</b>	: Silahlanma Harcamaları:BRICS-T .....	201
<b>Tablo 35</b>	: Ülkelerin Risk Notları:G7 .....	208
<b>Tablo 36</b>	: Ülkelerin Risk Notları:BRICS-T .....	209
<b>Tablo 37</b>	: Literatür Taraması .....	226
<b>Tablo 38</b>	: Panel Veri Analizinin Yararları ve Sakıncaları .....	233
<b>Tablo 39</b>	: Özet İstatistikler:G7.....	235
<b>Tablo 40</b>	: Özet İstatistikler:BRICS-T .....	236
<b>Tablo 41</b>	: Modelde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları:G7 .....	238
<b>Tablo 42</b>	: Modelde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları:BRICS-T .....	239
<b>Tablo 43</b>	: Panel Birim Kök Testi Sonuçları:G7.....	242
<b>Tablo 44</b>	: Panel Birim Kök Testi Sonuçları:BRICS-T .....	243
<b>Tablo 45</b>	: Pedroni Eşbütünleşme Testleri .....	245
<b>Tablo 46</b>	: Panel Eş bütünleşme Test Sonuçları:G7.....	247
<b>Tablo 47</b>	: Panel Eş bütünleşme Test Sonuçları:BRICS-T .....	248
<b>Tablo 48</b>	: Panel Eşbütünleşme Parametreleri:G7 (FMOLS) .....	251
<b>Tablo 49</b>	: Panel Eşbütünleşme Parametreleri:G7 (DOLS) .....	251
<b>Tablo 50</b>	: Panel Eşbütünleşme Parametreleri:BRICS-T (FMOLS).....	253
<b>Tablo 51</b>	: Panel Eşbütünleşme Parametreleri:BRICS-T (DOLS).....	254
<b>Tablo 52</b>	: Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi:G7 .....	256
<b>Tablo 53</b>	: Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi:BRICS-T .....	257

## ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1	:	Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması.....	83
Şekil 2	:	Dünyadaki Birincil Enerji Tüketimi .....	92
Şekil 3	:	Enerji Arz Güvenliği Boyutu .....	96
Şekil 4	:	Dünyadaki Silahlanmanın Boyutları.....	108
Şekil 5	:	Kaynakların Sınıflandırılması.....	117
Şekil 6	:	Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları .....	131
Şekil 7	:	Portföy Girişleri ve Çıkışları.....	140
Şekil 8	:	Hisse Senedi Risk Primi:G7.....	185
Şekil 9	:	Hisse Senedi Risk Primi:BRICS-T .....	186
Şekil 10	:	Toplam Rezervlerin Değişimi:G7 .....	191
Şekil 11	:	Toplam Rezervlerin Değişimi:BRICS-T .....	192
Şekil 12	:	Altın Miktarındaki Değişim:G7 .....	193
Şekil 13	:	Altın Miktarındaki Değişim:BRICS-T.....	194
Şekil 14	:	Rezerv Yeterliliği:G7 .....	195
Şekil 15	:	Rezerv Yeterliliği:BRICS-T .....	196
Şekil 16	:	Ülkelere Göre Birincil Enerji Tüketimi:G7 .....	198
Şekil 17	:	Ülkelere Göre Birincil Enerji Tüketimi:BRICS-T.....	199
Şekil 18	:	Portföy Giriş ve Çıkışları:G7 .....	203
Şekil 19	:	Portföy Giriş ve Çıkışları:BRICS-T.....	204
Şekil 20	:	Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları:G7 .....	206
Şekil 21	:	Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları:BRICS-T .....	207
Şekil 22	:	Ekonomik Risk:G7.....	212
Şekil 23	:	Ekonomik Risk:BRICS-T .....	213
Şekil 24	:	Finansal Risk:G7.....	214
Şekil 25	:	Finansal Risk:BRICS-T .....	215
Şekil 26	:	Politik Risk:G7.....	216
Şekil 27	:	Politik Risk:BRICS-T .....	217
Şekil 28	:	Bütünleşik Risk:G7 .....	218
Şekil 29	:	Bütünleşik Risk:BRICS-T.....	219

- Şekil 30** : Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması:G-7 ..... 221
- Şekil 31** : Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması:BRICS-T .... 222



## KISALTMALAR

<b>BRICS-T</b>	Brezilya, Çin, Güney Afrika, Hindistan, Rusya, Türkiye
<b>BÜR</b>	Bütünleşik Risk
<b>CDS</b>	Kredi Temerrüt Takası
<b>DOLS</b>	Dinamik Sıradan En Küçük Kareler
<b>ER</b>	Ekonomik Risk
<b>FMOLS</b>	Tamamen Değiştirilmiş Normal En Küçük Kareler
<b>FR</b>	Finansal Risk
<b>G7</b>	ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada
<b>ICRG</b>	Uluslararası Ülke Risk Rehberi
<b>MNC</b>	Ulus Ötesi Şirket
<b>OECD</b>	İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Teşkilatı
<b>PR</b>	Politik Risk
<b>SDR</b>	Özel Çekme Hakları
<b>UEA</b>	Uluslararası Enerji Ajansı
<b>UEP</b>	Uluslararası Ekonomi Politik

# 1. GİRİŞ

Sınırlı kaynaklarla sınırlı isteklerden bazılarını karşılamak durumunda olan her toplum; hangi isteklerin bu kaynaklar ile karşılanacağı, bu karşılamamanın nasıl yapılacağı, karşılama yapıldıktan sonra üretilen malların toplumdaki kişiler arasında nasıl dağıtılacağı soruları ile karşı karşıyadır. Toplumların yaşam standartlarının iyileştirilmesi adına cevap aranan bu sorular, tarih boyunca ekonomik ve siyasi faktörlerin birbirleri üzerinde karşılıklı etkilerini oluşturmuştur. Gelişen ticaret akışı, finans ve teknoloji nedeniyle, ulusal ekonomilerin karşılıklı bağımlılıkları artmıştır. Ulusal ekonomilerin yapısı ve işleyişi ile yabancı ekonomiler arasında var olan karşılıklı ve sıkı ilişki, ekonomilerin birinde meydana gelen bir değişimin diğerlerini de etkilemesi sonucunu doğurmuştur. Yaşanan ekonomik ve mali liberalleşme, sermaye piyasalarındaki küreselleşme ile iletişim teknolojisindeki gelişmeler sayesinde gerek mali yatırımcılar, gerekse fon kullanıcıları artık yalnızca faaliyet gösterdikleri ulusal piyasaların dar sınırlarına bağlı kalmak yerine uluslararası piyasalardaki fırsatları değerlendirme olanağına sahip durumundadırlar. Ancak bu durum yeni fırsatlar yaratırken aynı zamanda yeni riskleri de beraberinde getirmiştir. İşte bu fırsatlar ve risklerle birlikte uluslararası finans, birikmiş sermayeyi marjinal getirisi en yüksek olduğu ve dolayısıyla en etkin bir biçimde istihdam edilebileceği yere aktarmak başat işlevi ile modern dünya ekonomisinin bütünleşmesinde temel bir etken haline gelmiştir.

Bir ülkenin ekonomik, mali, sosyal ve siyasal örgütlenmesi, coğrafi konumu ve stratejik önemi gibi çok sayıda değişken tarafından belirlenen uluslararası risk, sınır ötesi yatırımlar üzerinde değişkenliğe yol açar. Hisse senedi yatırımlarında risk birden fazla alandan kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki, hisse senetlerini farklı miktarlarda etkileyen ve sistematik risk olarak da adlandırılan piyasa riskidir. İkincisi ise, menkul kıymetleri ihraç eden firmaların kendilerine has niteliklerinden doğan sistematik olmayan risktir.

Uluslararası ekonomi politik disiplini, 1970'lerden sonra küreselleşmeye koşut olarak doğmuştur. Bilgisayar ve iletişim teknolojilerinin yaygınlaşması; maliyetlerin düşmesini ve ticarete sınırların daha da aşılmasını sağlamıştır. Uluslararası ekonomi politik, uluslararası ilişkilerde iktidar arayışı ile zenginlik birikiminin dinamik ve karşılıklı etkileşimini inceler. Kaynak ihtiyacı için farklı ekonomik yapılarda oluşan



tasarruflara ihtiyaç duyulur. Bu durum ülkeler arası sermaye hareketlerinin bir nedenini oluşturur. Finansal piyasaların içinde bulunduğu hızlı değişime temel nedenler olarak sayabileceğimiz küreselleşme, liberalizasyon, deregülasyon, teknoloji, konsolidasyon ile birlikte bireysel ve kurumsal yatırımcıların, sermayeyi düşük maliyetli ve daha yüksek getirinin olduğu yerlere doğru hareket ettirmek istemesi, finansal faaliyetlerin giderek artan oranda ulusal sınırlar arasında yapılmaya başlamasına neden olmuştur.

Bu çalışmanın ana amacı bir ekonomideki toplam riski gösterebilen hisse senedi risk priminin ülkeler arasındaki belirleyicilerinin keşfi ve mevcut durumunun ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarıyla ilişkisinin araştırılmasıdır. Bu kapsamda hisse senedi risk priminin uluslararası ekonomi politik dinamikleri temel alınarak G7 (ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya ve Kanada, Group of Seven) ve BRICS-T (Brezilya, Çin, Güney Afrika, Hindistan, Rusya, Türkiye) ülkelerindeki süreçleri incelenmiştir. Bu amaçla uluslararası piyasalarda hisse senedi yatırımlarının getirilerindeki değişkenliği ve yatırımların tahmin edilebilirliği açısından ülkeye has faktörlerin etkilerini hisse sendi risk primi aracılığıyla açıklamak için G7 ve BRICS-T ülkeleri üzerine panel veri analizi ile bir uygulama yapılmıştır. Panel veri analizinde, gözlem sayısındaki yükseklik; serbestlik derecesini artırarak, açıklayıcı değişkenler arasında yüksek oranda doğrusal ilişki bulunma ihtimalini azaltmaktadır. Bu yönüyle, panel veri analizi güvenilirliği daha yüksek ekonometrik tahminlerin yapılmasını mümkün kılar.

Hisse senedi risk primi değerleri, hem o ülkedeki toplam riski göstermesi açısından hem de hisse senetleri piyasasındaki genel gidişat ve yapılacak olan değerlendirmeler açısından oldukça önemlidir. Uluslararası finansın çok disiplinli yapısı, birçok aktör ve kurumu bünyesinde barındırması ve etkileşimlerinin çok yönlü olması, bu çalışma yapılırken her ülkenin kendine has dinamikleri olduğu gerçeğinin göz önüne alınmasını sağlamıştır. Dolayısıyla kurumları, aktörleri ve bunlar arasındaki ilişki ve etkileşimlerin daha etkin bir biçimde analiz edilebilmesi için, hisse senedi risk priminin gelişimi uluslararası ekonomi politik de içine alacak şekilde ülke risk faktörleriyle; yani ekonomik, finansal ve politik risk unsurları üzerinden incelenmiştir. Böylece analizde daha doğru sonuçların elde edilmesi amaçlanmıştır.

Bu amaçla izleyen bölümde, ekonomi politik kavramsal ve teorik çerçevede incelenmiştir. Ekonomi politik kavramının dönüşümü tarihsel boyutta incelenirken, Merkantilizm ve Fizyokrasi, Klasik Teori, Neoklasik Teori Keynesyen Teori, Parasalcılık, Arz Yanlı İktisat, Rasyonel Beklentiler, Reel İş Çevrimleri Teorisi, Yeni Keynesyen İktisat, Sosyalizm yaklaşımları tartışılmıştır. Alternatif yaklaşımlar olarak, İnşacılık, Çift Yönlü Ekonomi Teorisi, Modern Dünya Sistemi Teorisi, Feminist Eleştiri ve Hegemonik İstikrar Teorileri incelenmiştir. Üçüncü bölümde uluslararası finansın gelişimi ve uluslararası finasta güncel tartışmalar araştırılmıştır. Uluslararası finansın gelişimi, çift metal standardı, altın standardı, iki savaş arası dönem, Bretton Woods sistemi, 1980'lerin borç problemi, IMF'in rolü, parasal birlik, Euro ve Brexit, finansal regülasyon ve Basel I,II, III başlıklarıyla incelenmiştir. Uluslararası finasta güncel tartışmalar, döviz kuru sistemleri, döviz kuru seçimi ve ABD-Çin kur savaşlarına giden yol, uluslararası likidite ve rezervler, finansal krizler, enerji, hegemonya ve jeopolitika, uluslararası silahlanma, kalkınma ve çevre konularıyla analiz edilmiştir.

Dördüncü bölümde uluslararası finasta yatırımlar ve riskler konusu ele alınmıştır. Yatırımların içerisinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uluslararası üretim ve ulus ötesi şirketler, sabit sermaye yatırımları, kahverengi alan yatırımları, şirketler arası birleşmeler ve satın almalar konuları incelenmiştir. Uluslararası hisse senedi piyasaları, portföy yatırımları, uluslararası hisse senedi piyasalarının gelişimi, gelişmiş, gelişmekte olan ve sınırdaki piyasalar ile incelenmiştir. Uluslararası tahvil piyasaları da bu bölümde incelenmiştir. Uluslararası finasta risk konusu, sistematik riskler, sistematik olmayan riskler olarak incelenmiştir. Sistematik riskler, piyasa riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, politik risk, ülke riski konuları ile incelenmiştir. Ülke riski konusu da derecelendirme şirketleri, uluslararası risk rehberi ve CDS'ler aracılığıyla incelenmiştir. Finansal, endüstri ve yönetim riski konuları da sistematik olmayan riskleri oluşturur. Beşinci bölümde, hisse senedi risk primi, hisse senedi risk primi bulmacası, hisse senedi risk priminin temel bileşenleri olan riskten kaçınma, ekonomik risk, bilgi, likidite, katastrofik riskler, davranışsal bileşenleri ile incelenmiştir. Hisse senedi risk priminin tahmin edilmesi, anket yöntemi, tarihsel primler, ülke risk primleri ile analiz edilmiştir. Yine bu bölümde G7 ve BRICS-T ülkelerinin ekonomik

analizi, uluslararası rezervler, enerji, silahlanma, portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülke riskine ait göstergeler ile ekonomi politiği yapılmıştır.

Altıncı bölümde uluslararası finansal piyasalarda hisse senedi risk priminin belirlenmesi için G7 ve BRICS-T ülkeleri üzerine uygulama yapılmıştır. “Uluslararası yatırım ortamında ülkelerdeki hisse senedi risk primleri, ülke risk faktörleriyle; yani ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarıyla ilişkili mi? Uluslararası finansal piyasalarda hisse senedi risk primi bu unsurlar tarafından belirlenir mi? Ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarındaki değişmeler, ülke hisse senedi risk primlerini nasıl ve ne kadar etkiler?” soruları yanıtlanmaya çalışılmıştır. Bunu yaparken önce literatür taraması yapılmış, daha sonra model tanıtılmış, betimleyici istatistiklere yer verilmiş, ardından model uygulamasına ait sonuçlar yer almıştır. Sonuç bölümünde ise, çalışma adına genel değerlendirmeler yapılarak, bulgular üzerinde durulmuştur.

## 2. ULUSLARARASI EKONOMİ POLİTİK: KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

Devletin ve piyasanın paralel varlığından doğan, (devletler) + (piyasalar) = ekonomi politik kavramı, küreselleşme, hızlı değişim, sosyal, politik ve ekonomik düzenlemeler ile güç, refah, adalet olgularının karışımıdır. Dünyada devletlerin zenginliğin üretimine ve dağılımına nasıl etki ettiğine, piyasaların da gücün ve refahın devletlerarasında dağılımını nasıl etkilediğinin araştırılması için bu anlamda temel oluşturur. Bu iki yönlü etkileşim; “piyasa bağımlılığı, siyasal liderliğin varlığından veya yokluğundan nasıl etkilenir? Politik ve ekonomik değişimin etkileşimi iktisadi faaliyetin coğrafi konumuna nasıl etki eder? Dünya piyasasındaki değişimin, bu faaliyetleri yönetmek için devletler tarafından oluşturulan rejimlere ve tersine bu rejimlerin de dünya piyasasına nasıl etkileri olur?” şeklinde soruları doğurmaktadır (Strange, 1996, s.37-39). Uluslararası ekonomi politik (UEP), bütünleştirici piyasa araştırmaları ile politik analizleri tek bir araştırma alanında birleştiren, iki disiplinin evliliği olarak anlaşılmıştır. Temel olarak uluslararası seviyede ekonomi ve politikanın karmaşık karşılıklı ilişkisi ile ilgilidir (Cohen, 2008, s. 16).

Uluslararası politikanın belirlenme sürecine etkin olarak bugün birçok aktör katılsa da, halen devletler bu alanın temel yapı taşlarıdır. Bir varlık olarak devletin gelişimi de ancak tarihsel bir perspektif içinde anlaşılabilir, bir düşünce olarak devleti anlamak içinse felsefe tarihine bakmak gerekir. Çünkü devlet olgusunu şu ya da bu biçimde açıklamak, toplumdaki güç ya da iktidar ilişkileri üzerinde durmak, bunları çözümlenmek ve açıklamak anlamına gelmektedir. Devleti tanımlamanın, anlamanın tarihi Antikçağlara dek uzatılabilir. İnsan doğası ve doğa hukuku yasalarına dayanan bu devlet anlayışına göre, sadece bir devlet yapılanması içinde insanlar mükemmeliyete ulaşabilir ve gerçek tatmini bulabilirdi. Antik Çağ’a hâkim olan doğa hukuku düşüncesi ile dinsel, etik ve sosyal gelenekler söz konusu devlet düşüncesini yakından etkilemiştir. Devletin çıkarları ve devamlılığı devleti oluşturan aile ve bireylerin çıkarlarından önce gelmektedir (Tosun, 2007, s.1-6 ve Şaylan, 2003, s.27).

14. yüzyıldan itibaren Avrupa’da başlayan Rönesans ve Reform hareketleriyle birlikte toplumdan ayrı bir varlık olarak birey kavrayışının yerleşmesi, feodalizmden

kapitalizme geçiş sürecinde modern devlet dūşüncesinin ortaya çıkışına ilişkin önemli dönüm noktasıdır. Avrupa’da ortaçağlar boyunca devlet olgusunun açıklanma girişimleri dinsel bir içerik taşıırken; yeniçağa girerken toplumsal değişim sonucu devleti açıklama ve çözümlenme laikleşmeye başlamıştır. Doğal hukuk, doğal haklar, toplumsal mukavele dūşüncesi yeni devlet kuramının ana kavramlarını oluşturmuştur. Bir başka ifade ile feodal olarak tanımlanabilen bir toplumsal düzen başka bir düzene dönüşürken buna paralel olarak yeni bir toplum ve devlet kuramı paradigması ortaya çıkmıştır. Feodalizmin kişisel bağımlılık ilişkileri yerine belirli bir ülke üzerinde egemenlik yetkisine sahip, ulusal nitelikte devletlerin ortaya çıkması modern ulus-devlete gidişin ilk işaretleri olarak değerlendirilir. Her devlet en azından üç önemli tamamlayıcı unsura sahip olmalıdır; demografik unsur olarak nitelendirebileceğimiz insan unsuru, sınırları belirlenmiş bir toprak parçası ve bu topraklarda yaşayan insanlar üzerinde otoriteye sahip belli bir yönetim yani hükümet unsurudur (Tosun, 2007, s.7, 13 ve Şaylan, 2003, s.289-290).

19. yüzyılın ortalarına gelindiğinde Marksist devlet kuramı kendini gösterir. Marksist devlet kuramına göre, bir devlet kurumunun toplumsal konumu ve işlevlerini açıklamak gerekiyorsa o devletin içinde olduğu topluma bakmak ve o toplumla ilgili bilgilerin zaman boyutunu da kapsayacak biçimde kullanmak esastır. 20. yüzyılın başından itibaren başta Amerika olmak üzere Batı dünyasında da büyük oranda etkin olan “çoğulcu-işlevsel yaklaşım” Marksist devlet kuramına karşı bir devlet kuramı oluşturmuştur. Ana kaynak olarak Max Weber’e dayandırılabilen bu yaklaşıma göre, bir toplumda iş bölümü tarafından belirlenen toplumsal sınıflar vardır ama bunların yanında etnik, dinsel, yöresel, kültürel, mesleki, siyasal vb. parametrelere bağlı toplumsal kolektiviteler de vardır. Bunlar birbirleriyle toplumsal kaynakların (maddi kaynaklar, prestij, statü vb.) bölüşümündeki paylarını maksimize etme yarışında olduklarından, devlet de kimin, neyi, ne kadar ve nasıl alacağını belirlemektedir. Her kolektivite bölüşümde daha fazla yer alabilme amacıyla devlet kurumunun kullanımına hakim olmaya ya da kullanımını etkilemeyi amaçlamaktadır (Şaylan, 2003, s.290-292).

Devlet kurumunun tarih sahnesine çıktığı andan itibaren, değişmeyen yaptırım gücünü sağlayan polis-ordu, maliye ve adalet gibi klasik işlevlerine ek olarak tarihsel koşulların belirlediği görevleri de, kapitalist dönüşüm ile beraber sermaye birikimi ve

birikim düzeninin meşrutiyetinin sağlanması gibi, vardır. 20. yüzyılın son yarısında oluşan refah devleti, modern devletin basamağını oluşturur. 1970’li yılların yarısından sonra kapitalizmin evrensel bunalımı bir yeniden yapılanmaya yol açmıştır. Devletin toplumsal rolü ve işlevleri açısından bu yeni çözümlemenin temel kavramı minimal devlettir. İşlevi sadece yasa ve düzen ile sınırlanan, ekonomik ve toplumsal yaşamı tamamen pazarın işlevine bırakan minimal devlet çözümlemesi; siyaset ile ekonomi arasında kesin bir çizgi ortaya koymaktadır (Şaylan, 2003, s.293-296). Devletin piyasa güçlerini etkileyebilmesi ekonomi politiğin ortaya çıkışında temel bir etkidir. Piyasanın da kendisi siyasal sonuçları etkileyen önemli bir güç kaynağıdır. Devlet için karasal sınırlar ulusal özerkliğin ve siyasi birliğin temeli adına gereklidir. Piyasa için fiyat mekanizmalarının işleyişine yönelik siyasi engellerin ve diğer tüm etmenlerin tasfiyesi zorunludur. İnsan ilişkilerini temelde farklı şekilde düzenleyen bu iki kavramın çatışması, modern tarihin istikametini de derinden şekillendirmiştir ve ekonomi politik çalışmalarında önemli bir meseleyi oluşturmuştur (Gilpin, 2015, s.24).

İtalyanca “piazza” kelimesi ile dilimizde kullanılmaya başlanılan piyasa (market) genel anlamıyla, mal ve hizmet satıcılarının yaptığı arz ile bunları satın almak isteyenlerin taleplerinin karşılaşması ve buna bağlı olarak fiyat oluşumunu ifade eder (Seyidoğlu, 2002, s.503). Piyasanın modern dünyayı şekillendirmedeki önceliğinin bir nedeni, toplumu piyasanın düzgün işlemesi için yeniden organize olmaya zorlamasıdır. Gruplar ve devletler de piyasanın işleyişini baskı altında tutmak isterler, çünkü piyasa toplum üzerinde hatırı sayılır bir kuvvet uygulama potansiyeline sahiptir; piyasayı kontrol etme çabaları uluslararası ilişkilerin ekonomi politiğinin önemini artırır (Gilpin, 2015, s.34).

Piyasa ekonomisinin yapısı dinamiktir, çünkü malların ve hizmetlerin değişiminde nispi fiyatların kritik rolü vardır; bireylerin ve kurumların davranışlarının belirleyici olarak rekabet merkezi bir rol oynar; ekonomik aktörlerin devamlılığının belirlenmesinde etkinlik önemlidir. Ekonomik, sosyal ve siyasal yaşam için piyasanın derin sonuçları bu unsurlardan doğmaktadır. Piyasa, gücün ve zenginliğin toplum içindeki ve toplumlar arasındaki dağılıma önemli etki eder. Herkesin piyasa fırsatlarından kendi çıkarları doğrultusunda faydalanacağı düşünülse de, gerçekte bireylerin, grupların veya

devletlerin bu fırsatlardan faydalanma durumları ve nitelikleri farklıdır ve bu sebeple piyasa ekonomisinde zenginliğin artması ve ekonomik faaliyetlerin dağılımı bir devleti ya da diğerini öne çıkaracak şekilde dengesizliğe yol açmaktadır. Bununla beraber piyasa gruplara ve toplumlara hem faydalar sunar, hem de bir takım maliyetler getirir. Bir taraftan, ekonomik uzmanlaşma ve iş bölümü ekonomik büyümeyi beslemekte ve piyasa katılımcılarının zenginliklerini artırmaktadır. Kazanımlar dengesiz bir şekilde dağılsa da, genel olarak herkes kazanacağından, çok az toplum dünya ekonomik sistemine katılmamayı tercih eder. Diğer taraftan, piyasa ekonomisi belli gruplar ve toplumlar üzerine ekonomik, sosyal ve siyasi maliyetler getirmekte, bu sebeple nispi bağlamda bazıları diğerlerinden daha fazla kazanmaktadır. Devletler de kendilerini koruma ve kendilerine, vatandaşlarına gelen maliyeti sınırlama yolunu aramaktadırlar. Toplumlar arasındaki, faydaların ve maliyetlerin dağılımı üzerinde çekişmeler, modern dünyanın uluslararası ilişkilerinin başlıca özelliği haline gelmiştir (Gilpin, 2015, s.36-39).

Devletin ekonomiye müdahalesi her zaman tartışma konusu olmuştur. Bu açıdan, “Devletin ekonomideki rolü nedir?”, “Devlet ekonomide nasıl bir rol oynamalıdır?”, “Devlet bu rolü daha iyi şekilde nasıl oynar?” gibi soruların cevaplanması önem arz eder. Kapsamı geniş olan bu sorulara cevap bulmada ekonomi tek başına yeterli olmayacağından ekonomi ve politika birlikte cevap bulmaya çalışır. Bu şekilde ekonomi ile politika arasında bir ortak alan oluşur. Oluşan bu ortak alanın büyük yapısı; kurumsal ve yasal yapısını düzenleyen gelişmiş ekonomilerde küçüktür ancak henüz sanayileşme aşamasını tamamlayamamış gelişmekte olan ülkelerde bu alan çok fazladır. Dolayısıyla bu ülkelerde politika-ekonomi ilişkisi çok daha yaygın ve önemlidir (Savaş, 2008, s.1-2).

Günümüzde devletin ekonomik hayata müdahalesinin artmasıyla yeniden önem kazanan ekonomi politik veya politik ekonomi (political economy); anlam olarak, bir ülke halkının veya devletin yönetimi olarak ifade edilebilir. Asırlar boyunca üretim, ticaret ve finansman gibi kavramlar devletin mali, parasal ve ticari politikalarından bağımsız olarak düşünülmemiştir. Bu birliktelik göz önünde bulundurulduğunda politik ekonomiyi, devletin ekonomik rolünü belirleme, açıklama ve düzenleme amacı güden ve bu amaç bağlamında ekonomi ve siyaset bilimlerinin kurallarını bir araya getiren kavram olarak tanımlayabiliriz (Seyidoğlu, 2002, s.509).

Bir toplumun ekonomik ve siyasi yapısındaki birliktelik, modern hayatta devletin ve piyasanın yapısındaki paralellik ve karşılıklı etkileşim, ekonomi politiğini oluşturmaktadır. Devlet ve piyasa; ekonomi politiğin varlığı olmazsa olmaz kavramlarıdır. Ekonomi politik, devletin üretiminin ve zenginliğinin dağılımını nasıl etkilediğine; siyasal çıkarları, ekonomik faaliyetlerin konumunu ve bu faaliyetlerden doğan giderleri ve yararları etkileme biçimine odaklanmaktadır. Devletin piyasa güçlerini etkileyebileceği, piyasanın da siyasal sonuçları etkileyen önemli bir güç kaynağı oluşu, her ne kadar siyaset ve ekonomiyi modern dünyayı etkileme bakımından ayrı kavramlar gibi algılanmasına neden olsa da siyaset ve ekonomi alanları birbirleriyle ilişkileri olmaksızın faaliyet gösteremez (Gilpin, 2015, s.21-23).

Ekonomi ve politika arasındaki ayrımlar giderek kaybolmaya yüz tutmuştur; ancak, bu iki disiplin ayrı olarak kabul edilmelidir ki böylece ekonomi politik iki ayrı alan, birim ve/veya disiplin arasındaki ilişki ve etkileşimin analizi olarak çalışabilsin. Dolayısıyla, ekonomi politik sosyal bilimlerin son zamanlarda yükselen anlayışına da paralel olarak disiplinler arası akademik çalışmaların ve çabaların daha açıklayıcı olduğu varsayımına dayanır. Buna ek olarak ekonomi ile politika arasındaki ilişkileri toplumsal gelişmelerden soyutlamak mümkün değildir. Devletler arasındaki ekonomik ilişkiler, ekonomik değişikliklerin uluslararası politika üzerindeki etkileri, sonuçları ve uluslararası ekonomi politik ile devletlerin iç yapıları arasındaki etkileşim konularını kapsar. Benzer şekilde, uluslararası siyasal sistemin yapısı ve işleyişi de tarihsel süreç içerisinde ekonomik gelişmeleri ve ilişkileri doğrudan etkilemiştir ve etkilemeye devam etmektedir (Ataman, 2007, s.4-5).

Uluslararası ekonomi politik alanı bize, tek bir devletin sınırlarının ötesinde, ekonomi ve siyaset arasındaki ilişkiler hakkında nasıl düşüneceğimizi öğretir. Gerçek hayatta var olan ekonomi ve politika arasındaki ilişkiden bahsederken üretim dünyasına ait kavramlardan konuşmuş oluruz. Pratik anlamda, ekonomi politik, her zaman uluslararası ilişkilerin bir parçası olmuştur. Ancak, ayrı bir akademik alan olarak gelişimi çok yenidir. 1970'lerin başında, ekonomi ve politika bilimi uluslararası ilişkilere kendilerine has bakış açılarıyla tamamen farklı disiplinler olarak görülmektedir. Bugüne baktığımızda ise bu iki kavram, uluslararası ekonomi politik kavramı altında dünya



ekonomisi çalışmaları için disiplinler arası yeni bakış açıları kurmayı başarmıştır (Cohen, 2008, s.1-2).

Ekonomi politik kavramı, 18. yüzyılda, insanların taleplerinin karşılanmasında, üretim şeklinde, malların dağılımında ortaya çıkan büyük değişimlerin anlaşılmasında yardımcı olarak ortaya çıksa da (Caporaso and Levine, 1996, s.1), uluslararası ekonomi politik konuları, 1960 ve 1970’li yıllardan itibaren çalışılmaya başlanmıştır. Orijinlerini uluslararası ilişkilerin akademik sahasından alan uluslararası ekonomi politik, soğuk savaş dönemi boyunca özellikle batı blokunda gelişmiştir.

Uluslararası ilişkiler ise, 1970’lerin başına kadar güç (askeri güç) ve güvenlik (toprak bütünlüğü) kavramlarıyla yakından ilgili olan realizmin etkisi altında olmuştur. Realist görüşte, politika-ekonomi ve ulusal-uluslararası ayırımları yapıp, oluşturulan ekonomik düzende, ekonomik faaliyetin toplum refahını maksimize etmesi adına, politik kararlardan bağımsız olması savunulmaktadır. Uluslararası politika açısından realist görüş, İkinci Dünya Savaşı sonrası kurulan ve batılı ülkeler ile bağımlı üçüncü dünya üzerinde etkili olan uluslararası ekonomik düzenin, liberal unsurlarının da desteklenmesine yardımcı olmuştur. 1944 Bretton Woods müzakerelerini takip eden zaman içerisinde böyle bir sistemin sürdürülmesi, uluslararası ekonomi politiğin gelişimi bakımından da sonuçlar doğurmuştur (Şen, 1998, s.394-395).

Uluslararası ilişkiler disiplini 20. yüzyılın ilk yarısında bağımsız bir disiplin olarak ortaya çıkmıştır. Uluslararası ilişkilerde başlangıçta, barışın korunması ve savaşın engellenmesi, diplomasi kurallarının tarihsel gelişimi ve siyasi tarih konuları ön plandadır. Sonraki yıllarda ise daha çok, İkinci Dünya Savaşı öncesi ve sonrası dönemde ise siyasi düşünce teorileri, devletlerin yapısı ve dış politika analizleri üzerine yapılan çalışmalar öne çıkmıştır. 1960’lı yıllardan itibaren kalkınma konuları, refahın artırılması, beslenme sorunu, diğer sosyo-ekonomik ve sosyo-politik sorunların kaynağında politika ile iktisadın birlikte ele alınması ihtiyacı olmuştur. 1970’li yıllarla birlikte ise, uluslararası ekonomi politik, uluslararası örgütler, milliyetçilik ve etnisite gibi konularda uluslararası politika çalışmalarının ayrılmaz bir parçası ve bağımsız bir çalışma alanı olmuştur (Ataman, 2007, s.5-6).

## **2.1. Ekonomi Politikte Temel Perspektifler: Merkantilizm ve Fizyokrazi**

“Piyasanın ekonomik büyümede, zenginliğin gruplara ve topluma dağıtılması yönündeki rolü nedir? Piyasanın iç ve uluslararası toplumun organizasyonunda rolü ne olmalıdır? Piyasa sistemin savaş ve barış konularında etkisi nedir?” gibi sorular ve benzerleri uluslararası ekonomi politik tartışmalarının temelini oluşturmaktadır (Gilpin, 2015, s.41).

Uluslararası ekonomi politik konusunda oldukça farklı felsefi geleneklerden kaynaklanan farklı teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler devlet, toplum ve piyasa ilişkileri konusunda farklı kriterler üzerinde durmuşlardır. Kendi aralarında rekabet eden bu teoriler, genellikle çatışan fikirler geliştirmelerine rağmen bazı durumlarda benzer argümanlar ileri sürmüş ve savunmuşlardır (Ataman, 2007, s.450-451).

### **2.1.1. Merkantilist Düşüncenin Esasları**

Merkantilizm kelimesi ilk defa Mirabeau tarafından 1763'te kullanılmıştır. Feodal ekonomik ve sosyal düzenin sonu ile başlayan, klasik ekonomi dönemine kadar uzanan 16. 17. ve 18. yüzyıllardaki hâkim ekonomik doktrin ve politika uygulamalarını kapsayan bir kavramdır. Bir başka deyişle, ekonomik ve sosyal konularda anlayışın (canonist) etkisinin bitiminden klasik ekonomi politiğin başlangıcına kadar süren bir ara dönemdir (Ertuğrul, 2014, s.79). Ortaçağın sonlarına gelindiğinde, Batı Avrupa uygarlıklarının ekonomik temellerini değiştirecek bir takım değişiklikler gündeme gelmiştir. Denizaşırı ülkelerdeki keşiflerle ticaret hacmi artmış, bunun sonucunda Avrupa'ya ticari işlemlerle gelen altınlar, fiyatları artırarak ticari kapitalizmi büyütmüş, ticaret adamlarına yeni ve karlı iş alanları açmıştır. Bunun dışında tarımda üretim tekniği geçim kaynağı olan ekonomi düzeninden piyasaya yönelmiş ve ikinci bir imkân daha çıkmıştır, tarımsal üretim piyasa kanunları sonucunda ticari kapitale bağlı olmuştur. Ticarete artan kar olanakları bireyciliği geliştirmiştir bu da dinde Reformasyon hareketi, Rönesans ve hümanizma yol açmıştır (Kazgan, 2012, s.43-44).

Merkantilistler, dünya ekonomisinin durgun ve dünya üzerindeki zenginliğin sabit olduğuna, dolayısıyla bir ülkenin ancak başka bir ülkelerin fakirleşmesi pahasına büyüyebileceğine inanmışlardır. Bu nedenle, içeride gücünü devletten alan tekeller

oluştururken, dışarıda sömürgeciliği desteklemişlerdir. Bu amaçla, daha zayıf ülkelerin altın ve diğer kıymetli mallarına el koymak amacıyla bu bölgelere ajanlar ve askerler göndermişlerdir (Skousen, 2014, s.17). Merkantilist düşüncenin esaslarını, *altın ve gümüş sevgisi, milliyetçilik ve sömürgecilikten* oluştuğu söylenebilir.

Merkantilizmin temel ilkelerinin başında paraya dayalı ticaret felsefesi gelmektedir. Bir ülkenin ne kadar çok değerli madeni varsa o oranda zengin ve güçlü olduğu kabul edilmiştir. Bu çağda ülkelerin para birimini altın ve gümüş madenleri oluşturmaktaydı. Banka sistemi daha gelişmemiş olduğundan, ülke içinde değerli maden arzını artırabilmek ve bir ülkenin zenginleşmesi ve güçlenmesi dış ticaret fazlası verilmesine bağlanmıştır. Ülkelerin zenginliklerinin ölçüsü, sahip oldukları değerli maden stoku miktarına bağlıdır. Daha fazla altın ve gümüş stokuna sahip ülke daha zengindir ve dolayısıyla daha güçlüdür. İşte bu zenginliğin artırılabilmesi, dış ticaret fazlası verilmesine bağlıdır. Çünkü ihracat karşılığı ülkeye değerli madenler girmekte, ülkenin kıymetli maden varlığı artmakta ve dolayısıyla ülke zenginleşmektedir; ithalatta ise bunun tersi olmaktadır. Bu nokta da ihracat teşvik edilmeli, ithalat kısıtlanmalı, korumacı bir dış ticaret politikası izlenmelidir. Merkantilistlere göre bir ülkenin kazanması diğer bir ülkenin kaybetmesidir. Bu da, ülkelerin çıkarlarının çatışmasına neden olur. Yeryüzündeki zenginlik sabit olduğundan, bir ülkenin zenginleşebilmesi ancak başka bir ülkenin fakirleşmesi pahasına olabilir. (Ataman, 2007, s.20-21, Kazgan, 2012, s.44-45). Merkantilistler “Krizohedonizm” (değerli madenlere bilhassa altına karşı oldukça fazla bir ilgiyi ve bağlılığı ifade eder) ilkesine bağlı olmuşlardır. Servet kavramı, merkantilistlerin ekonomik düşüncelerinde odak noktayı oluşturmaktadır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.29). Merkantilizm uygulamaları ülkelere göre değişiklik gösterir:

*Külçeci Merkantilizm (İspanya)*, Merkantilizmin genel olarak külçecilik denen erken aşaması, Avrupa'nın ciddi altın ve gümüş külçe sıkıntısı çektiği ve bu nedenle de hızla artan ticaret hacminde gereken yeterli para bulunamadığı dönem sırasında başlamıştır. Külçeci politikalar, altın ve gümüş akışını bir ülkeye çekmeye ve ihracatını yasaklayarak metalleri o ülkede tutmaya yönelik olarak planlanmıştır. Amerika'dan en fazla altının aktığı ülke olan İspanya, külçeci sınırlamaları en uzun süre uygulayan, altın ve gümüş ihracatını ölüm ile cezalandıran ülkedir (Hunt, 2005, s.47). İspanyol

merkantilizmi, genel olarak değişik yollarla ülkeye altın getirmek, getirilen altını korumak ve altının ülkeden çıkışını engellemek gibi politikaları içerir. Ülkeye nakledilen kıymetli madenlerin korunması, çıkışının önlenmesi amaçlanır. Altının ülkeden çıkışını yasaklamak, ihracat bedellerinin ülkeye getirilmesini zorunlu kılmak, yabancı paraların ülkeye girmesini sağlamak için bu paralara fazladan değer biçmek, bir anlamda ülke parasının değerini düşürmek, özellikle İspanyol mallarını ithal eden ülkelerden mal satın almak, ihraç edilen malların ücretini kısmen altın olarak ülkeye getirmek gibi çeşitli tedbirleri almıştır. Bu tedbirlere rağmen İspanyol merkantilizmi uygulamada başarılı olamamıştır. Altın ve gümüşün fazlalığı İspanya’da fiyatların da yükselişine sebep olmuştur. Altın çıkışı yaşanmaya başlamış, ülke içindeki malların fiyatları çok yükselmiş, ithalat artmış, bu da yurt içinde var olan sanayileri geriletmiş ve altın ihraç etmeye başlamasıyla da ticaret bilançosu bozularak ülkede yoksulluk artmıştır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.31-32).

*Ticari Merkantilizm (İngiltere)*, İngiltere’de Merkantilist doktrin birçok teorisyen ve uygulamacının görüşleriyle desteklendiği için başarılı olmuştur. Bu sistemin başarıları, İngiltere’de Sanayi Devrimi’nin diğer ülkelere göre önce başlamasına ortam hazırlamıştır. Ticaret ağırlıklı İngiliz merkantilizminin üzerinde yoğunlaştığı başlıca dört amacı bulunmaktadır: a) Sömürgeciliği yaygınlaştırmak ve bu amaç için denizciliği geliştirmek, b) İthalattan fazla ihracat yaparak ülkeyi zenginleştirmek, c) İhracatı hedefleyen bir milli sanayi kurmak, d) Ham madde ithalatını sınırlamak ve mamul madde ihracatını artırmak olarak sayılabilir (Özgüven, 1984, s.53 aktaran Ersoy, 2008, s.183). İngiltere’nin sınırlarını oluşturan denizler kendisine doğal bir barınak oluşturduğundan, avantajlı bir konumu bulunmaktadır. Bazı iktisatçılar, İngiliz Merkantilizmini İngiliz tarihinin en önemli isimlerinden biri olan *Oliver Cromwel*’un (1642-1651 İngiliz İç Savaşı’nda *Kral I. Charles*’a karşı ayaklanan parlamento yanlılarının önderlerinden biridir ve Kralın idam edilmesiyle beraber ülkenin yönetim şekli krallıktan Cumhuriyet’e geçmiş ancak 1650’den ölümüne kadar “Devlet Koruyucu Lord” unvanı alarak ülkeyi tek başına yönetmiştir) kişiliğinde bütünleştirmişlerdir. *Cromwel*, denizcilik konusunda, İspanya ve Hollanda’nın ticaret ve siyasetteki üstünlüklerini sonlandırma amacıyla, gereken tedbirleri almış ve özellikle İngiltere’nin sahip olduğu güçlü deniz ticaret filosu bu sayede oryaya çıkmıştır. Deniz Ticaret Kanunları (Act of Navigation) adlı kitabı

çıkarmış; İngiltere'den Avrupa'nın dışında bulunan kıtalara yapılan taşımaların tekeli İngiliz ticaret filosuna vermiştir; ayrıca aşırı korumacı ve milliyetçi önlemlere başvurmuştur. 19. yüzyılın ortalarına kadar uygulama alanı bulan bu önlemlerle İngiltere'nin özellikle denizcilik konularında önemli bir gelişme sağlamıştır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.33-34).

*Kameralizm\** (Almanya), Almanya'da ve Avusturya'da yaklaşık üç yüzyıl hâkim olan merkantilist düşünce "kameralizm" (kameralist yani hazineci) adıyla anılır. Devlet kasasına, yapabilecekleri kadar çok gelir sağlama amacıyla olmuşlardır. Kameralizm başlangıçta politik, ekonomik, hukuki ve teknik düşüncelerden oluşurken, 18. yüzyılda, Fransa ve İngiltere'de politik ekonominin gelişmesiyle tümüyle ekonomi politikası ile ilgili bağımsız bir konu haline dönüşmüştür. Alman merkantilistleri, yani kameralistler, devletin ekonomiye olan fazla müdahalesinin, gümrük tarifeleri ve vergilerin yoğun biçimde kullanılmasını, altın ve gümüşün yurt içinde biriktirilmek amacıyla ulusal zenginliğin artırılmasını istemişlerdir. Devletin çıkarları ile devlet ferdinin çıkarlarının birbirine uygun olmayacağını öne sürmüş ve bu ikisinin devamlı bir çatışma içinde olacağını benimsemişlerdir (Savaş, 2007, s.162-164). Coğrafi konumu itibariyle İngiltere'den çok Fransa'ya olan benzerliğinden Almanlar da yerel sanayinin gelişmesiyle ilgili önlemler almışlardır. Dâhili üretim ve tüketim düzenlenmiş, uluslararası ticaret öne çıkmıştır. Çiftçilerin korunması, nüfusun içeriden ve dışarıdan artması için çalışmalar yapmışlardır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.34-35).

*Sanayi Merkantilizmi (Fransa)*, devletin öncülüğünde sanayileşmeye ağırlık vermesinden dolayı bu isimlendirmeyi almıştır. Ülkenin refahının artırılması, çoğalan nüfusun beslenmesi ve kıymetli madenlerin ülkeye akışının hızlandırılması için sanayileşmenin gerektiğini savunmuşlardır. Düşünce ve uygulamalarıyla önemli katkılarda bulunmuş olan *J. B. Colbert* ile özdeşleştirilen Fransız Merkantilizmine "Kolbertizm" de denir (Ersoy, 2008, s.169). Fransa, Merkantilist doktrini bütün felsefe

---

\* Orta Çağ'da kraliyet hazinesi "kamer" denen yerde korunup, bu kelime Latince "camera" veya "chamber" kökünden türetilmiştir. Bu kelime daha sonra, kraliyet mal varlığı, hazinesi ve geliri ile eş anlamlı olarak kullanıldığı gibi sistematik devlet yapısını da ifade etmek için kullanılmıştır. Böylece Kameralizm kavramı kraliyet kabinesinin iktisadi, idari ve mali kararlarını belirleyen doktrini ifade etmek için kullanılmıştır (J. F. Bell, 1967, s.87, aktaran Ersoy, 2008, s.229).

ve politikaları ile en iyi uygulayan ülke olmuştur. Ülke içinde altın ve gümüş gibi değerli madenlerin kaynağının bulunmayışından dolayı, bunları Avrupa'nın diğer ülkelerinden getirmek için farklı merkantilist bir politika izlemek mecburiyetinde olmuşlardır: Sanayi üretimi ve sanayi mallarının ticareti. Merkantilist politika çerçevesinde Fransa'da alınan önlemleri şöyle sayabiliriz: Devlet işletmeleri kurmak, mali ayrıcalıklarla yeni işletmelerin kurulmasına yardım etmek, işletmelere faaliyetlerine devam edebilmeleri için prim vermek, üretimi kanunlarla düzenlemek, deniz nakliyatını düzenlemek, fiyat ve ücret hadlerini belirlemek, hammaddelerin ithalinde gümrük muafiyeti, rakip yabancı ülke tamamlanmış malların ithalinde gümrük vergileriyle sınırlamaktır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.32-33).

### **2.1.2. Fizyokrat Düşüncenin Esasları**

Sanayi ve ticarete önem veren Merkantilizm, 18. yüzyıl Fransa tarımını oldukça zayıflatmıştır. Endüstriyi geliştirmek için fonlar tarımdan çekilip sanayiye aktarılmış ve tüm vergiler tarımın üstüne bindirilmiştir. Tarım fiyatlarının düşüklüğü, ekilmeyen toprakların artmasına, emekçilerin şehirlere göçmesine yol açmıştır. 1756'da başlayan 7 yıl savaşları da bu olumsuzluklara katkı yapmış Fransız ticaret filosu gücünü yitirmiştir. Bu gelişmeler Merkantilizme tepki olarak Fizyokrat düşüncenin doğmasına neden olmuştur (Adaçay ve İslatince, 2009, s.41). Öncülüğünü *François Quesnay*'ın yaptığı bu görüşe göre zenginliğin asıl kaynağı altın ve gümüş değil; topraktır ve yeryüzünde kendiliğinden işleyen bir doğal düzen vardır. Para, kıymetli madenler vb. pek çok şey olmadan yaşanabilir, ama topraktan ve sudan elde edilen nimetler olmadan yaşanamaz. Devletin temel işlevi doğal düzeni korumaktır. Mülkiyet hakkı da doğal bir hak olduğundan devletin en büyük görevlerinden biri mülkiyet haklarını korumak, onun dışında insanların hayatlarına fazlaca müdahil olmamaktır. İşte bu tür düşünceler daha sonraları klasik liberal öğretinin meşhur ilklerinden biri haline gelecek olan *laissez faire, laissez passer* (bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler) görüşüne temel teşkil etmiştir (Ataman, 2007, s.23-24).

Fizyokratlara göre, tarım servetin tek kaynağı olarak görüldüğünden, aynı zamanda ekonomide vergilendirilmesi gereken tek sektör durumundadır. Buna tek vergi görüşü denilmektedir. Fizyokratlar toplumu üç grupta ele almıştır; verimli sınıf olan

tarımla uğraşanlar, mülk sahipleri, tacir, esnaf ve serbest meslek sahipleri kapsayan verimsiz sınıf ve ücretliler yani işçiler. Bu ayırmadaki ilk iki sınıf bağımsız olduğu gibi ekonomide aktif rolü bulunmaktadır. Çünkü bunların ekonomik faaliyetlerini sürdürecektir sermayeleri bulunmaktadır. Bu gruptan işçi sınıfı, bağımlı ve pasif olduğu gibi onların sınıf tasniflerinde ikinci derece role sahiptir. (Seyidoğlu, 2002, s.207). Kelime olarak doğanın egemenliği veya doğal düzen anlamına gelen, 18. yüzyılın son yarısında Fransa’da ortaya çıkan bu ekonomik düşüncenin çok kısa süre (1750’den *Adam Smith*’in *Milletlerin Zenginliği* eserini yayınladığı yıla kadar yaklaşık 20 yıl) etkili bir iktisat teorisi sistemi kurduğu söylenebilir; ancak Fizyokratlar *A. Smith*’in düşünce sistemini büyük oranda etkilemiştir (Kazgan, 2012, s.64).

*Doğal kanunlar ve doğal düzen*, klasik iktisadi düşüncenin gelişmesine ortam hazırlayan Fizyokratlara göre dünyada her şeyin ideal bir düzeni vardır. Bu “doğal düzen” (ordre naturel) kusursuz olup, yasaları Tanrı’nın isteklerini yansıtır. Toplumda bir de “pozitif düzen” (ordre positif) vardır. Bu düzenin yasalarını insanlar yapmıştır ve mevcut hükümetin eksikliklerini yansıtır. Fizyokratların asıl amacı doğal düzenin temel ilkelerini açıklamak ve pozitif düzen yasalarının doğal düzen ilkelerine uygunluğunu sağlamaktır (Savaş, 2007, s.227). Devlet, yani kral toplumsal ve ekonomik alanlara müdahale etmemeli; düzenin işleyişi için düzenlemeler yapmalıdır. Doğal düzen felsefesinin hâkimiyeti *F. Ouesnay*’ın “Ekonomik Tablo” su ile başlar: Maddi dünyanın kanunları insanogluna mümkün olabildiğince yararlı işlemektedir. İnsanlar da manevi bakımdan bu kurallara uyduklarında, herkes en yüksek oranda tatmin sağlayacak ve böylelikle toplumun düzeni doğacaktır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.44).

*Üretim teorisi ve Net Hâsıla*, Merkantilistlerde zenginlik ile hazine eş anlamlıdır ve bir ülkeyi sadece ticaretin zenginleştireceğine inanılırken, Fizyokratlar ’da zenginliğin; çiftçilik, balıkçılık ve madencilik gibi uğraş alanlarında ve doğanın katkısıyla üretilen mallardan oluşacağına inanılmaktadır. Tarıma verdikleri önem nedeniyle fizyokrat düşünceye “Tarımsal Sistem” (Agricultural System) adı da verilmiştir. Bir ekonominin, mülk (toprak) sahipleri, çiftçi sınıfı ve üretken olmayanlar sınıfı (toprak sahipleri ile çiftçi, madenci ve balıkçıların dışında kalanlar) şeklinde üç sınıftan oluştuğunu belirtmişlerdir (Savaş, 2007, s.230). Bu üç sınıf arasında “net (safı) hâsıla” (tarımın

tüketilenden daha fazlasını üretime kanalize etmesiyle elde edilen fazlalık) “ekonomik tablo<sup>\*</sup>” ile bölüşülür. Tarım dışındaki sanayi, ticaret faaliyetleri kısır sayılır. Bu faaliyetler zaman, mekân ve şekil faydaları yaratabilir ama onların net hâsıla yaratmaları mümkün değildir. Çünkü fizyokratlar üretimi, madde yaratan, üretimde kullanılan girdilerden fazla hasılat elde edilen maldaki büyüme olarak ele almışlardır. Üretim-nüfus artışı ilişkisi bakımından da Merkantilistlerden ayrılırlar. Şöyle ki, merkantilistlerde, nüfus artışı iktisadi gelişmeye ve üretim artışına neden olurken, Fizyokratlara göre önce ekonomik gelişme ve üretim artışı olur, ardından nüfus artar (Adaçay ve İslatince, 2009, s.44-46).

*Tek Vergi*, Fizyokratların tarım kesimi ile ilgili görüşleri, fizyokratları maliye politikasının temelini tek vergi sistemi saymalarına yöneltmiştir. Artı değer olarak sayılan kesim tarım olarak görüldüğünden vergi bu kesimden alınmalıdır. Bu görüşe göre tarımın dışında kalan kesimden alınan vergiler fiyatlara yansıtacak ve vergi yönteminin maliyetini de artıracaktır. Tek olarak tarımsal faaliyetlerden alınacak vergi kolay olmasının yanı sıra düşük maliyette kalacaktır (Ersoy, 2008, s.264). Bununla beraber, iyi işleyen bir ekonomide tarıma öncelik verilmesi gerektiğinden, çiftçiler üzerindeki vergi yükünün kaldırılması gerekir. Net hasıla, topraktan elde edildiğinden, vergi de topraktan alınmalı; toprak sahipleri elde ettikleri rant üzerinden vergi ödemelidir. Vergi çiftçiden alınırsa çiftçinin yarattığı net hâsıla dolayısıyla toplumun zenginliği azalacaktır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.47-48).

## 2.2. Ekonomi Politikte Mikro Temeller: Klasik ve Neo Klasik İktisat

Ekonomi politiğin liberal bakış açısı, ekonomi disiplinin de geliştiği Büyük Britanya, ABD ve Batı Avrupa’da gelişmiştir. Adam Smith’ten günümüz takipçilerine kadar tüm liberal düşünürler, insan, toplum ve ekonomik faaliyetlerin doğası hakkında bir dizi tutarlı varsayım ve inanç paylaşmışlardır (Gilpin, 2015, s.43). Nasıl ki ticari kapitalizm Merkantilizmi, tarımın kapitalistleşmesi Fizyokrazi’yi doğurduysa,

---

\* Ekonomik Tablo temel olarak bir ekonomi modelidir. Üretim sürecini, para ve mal sirkülasyonunu ve gelir paylaşımını gösterir. Üretimin yıllık devirlerle gerçekleştiğini ve bir yılda üretilen her şeyin o yıl tüketildiğini ya da gelecek yılın üretimine gerekli girdiler haline geldiğini varsayar. Temel olarak tarıma odaklanır. Her bir sektördeki üretimin diğerinin gerekli girdisi olmasıyla, iki üretim sektörünün birbirine bağımlı olduğunu gösterir. Ayrıca girdi ve üretim tahsisinin sürekli bir para sirkülasyonu gerektirdiğini ifade eder (Hunt, 2005, s.66-68).



İngiltere’de ortaya çıkan Sanayi Devrimi, Klasik iktisat okulunun ortaya çıkmasına esas olmuştur. Ne var ki, Fizyokrasi her konuda Merkantilizme karşı olduğu halde, İngiliz İktisat Okul ile Fizyokrasi arasında, kurmuş oldukları teorinin arkasında yer alan felsefi görüş bakımından oldukça büyük benzerlik vardır. Laisser-faire ideolojisi yani serbest dış ticaret ilkesi, her ikisinde de egemendir (Kazgan, 2012, s.70).

### 2.2.1. Klasik Teorinin Esasları

Klasik liberal iktisat teorisi 18. yüzyılın sonlarıyla 19. yüzyılın sonları arasındaki yaklaşık yüz yıllık dönemde etkili olmuş bir okuldur. 1776 yılı iktisadi tarih açısından olduğu kadar siyasi tarih açısından da dönüm noktası sayılabilecek bir yıldır. O yıl bir yandan Merkantilist felsefeye meydan okuyan ve ulusların zenginliğinin kaynaklarının kıymetli madenlerde değil, iş bölümü, uzmanlaşma, girişim özgürlüğü ve serbest mübadele gibi başka faktörlerde aranması gerektiğini ileri süren A. Smith’in *Milletlerin Zenginliği (The Wealth of Nations)*\*, adlı eseri ekonominin ayrı bir bilim dalı olarak ortaya çıkışının, serbest piyasanın düzenleyici gücü ve yeteneğinin keşfinin başlangıcı olarak kabul edilir. Bu eser, iktisadi düşüncede devrim yaratırken, bir yandan da sonraki çağlara, özgürlük ve bağımsızlık fikirleri aşılacak olan Amerikan devriminin gerçekleşmesini sağlamış ve Amerika iki yüzyıldan fazla bir süre sömürgesi olduğu İngiltere’ye karşı bağımsızlığını kazanmıştır. Aynı yıllarda İngiltere’de başlayan sanayi devrimi önce Avrupa, daha sonra da bütün dünyaya dalga dalga yayılacak, çok geçmeden hürriyet-eşitlik-kardeşlik sloganıyla (1789) Büyük Fransız İhtilali patlak verecek, popüler deyişle o günden sonra dünya eski dünya olmayacaktır (Ataman, 2007, s.25).

---

\* İlk baskısı 1776’da yapılan bu eserin 1. kitabında esas olarak değer ve bölüşüm konuları işlenmiştir. İş bölümü ve uzmanlaşmayı Smith, büyümenin, zenginleşmenin motoru olarak görmektedir. Paranın orijini ve kullanılması, değişim değeri kullanım değeri, reel ve nominal fiyatlar, ücretlerin belirlenmesi, değer ölçülmesi gibi konular incelenmiştir. 2. kitabında sermaye konusu işlenmiştir. Sermaye birikimi, Smith’e göre ekonomik büyümenin esas kaynağıdır. Tasarruf ve yatırım konuları, para stoku ve gümüş stoku ilişkileri, üretken olan-olmayan emek ayrımı (mal üreten üretken, hizmet üreten üretken değil), para ve faiz gibi konular işlenmiştir. 3. kitabında ulusların gelişmesi ve zenginliği ile ilgili tarihsel bir değerlendirme yapmıştır. 4. kitabında merkantilist sistemin eleştirisini yapmıştır. 5. ve son kitabında ise vergi ve kamu borçlarına değinmiştir. Kamu gelir ve harcamaları tarihsel boyutu ile incelenmiştir (Ertuğrul, 2014, s.168-171).

*Smith* büyük eserinde serbest piyasa kapitalizmi ile zenginlik ve refahın nasıl oluşturulacağına ilişkin bir tartışmayla başlar ve bu kendi kendini oluşturan sistemin veya klasik modelin, üç temel ilkesinin altını çizmektedir. Bunlar, *Özgürlük*, (ürünleri, emek ve sermayeyi üretme ve mübadele etme hakkı), *kişisel çıkar ya da görünmez el*, (kişinin kendi işini takip edip başkalarının kişisel çıkarına başvurma hakkı) ve *rekabet*, (mal ve hizmetlerin üretim ve mübadelesinde rekabet etme hakkı) tir. İşte bu üç unsur işçiler, toprak sahipleri ve sermayedarlar arasında bir “doğal ahenge” yol açmaktadır. Milyonlarca bireyin gönüllü kişisel çıkarı, devletin merkezi yönlendirmesine ihtiyaç olmaksızın istikrarlı ve rahat bir toplum yaratabilmesidir (Skousen, 2014, s.22). Bunlarla beraber, *Smith* sanayi sermayesiyle gerçekleşen karlar ve ücretlerle, rantlar ile tüccar sermayesinin karlarını kesin olarak ayıran ilk önemli ekonomisttir. Ayrıca, üç temel işlevsel gelir kategorisinin, karlar, rantlar ve ücretler, günümüzün kapitalist sistemindeki üç önemli toplumsal sınıfa; kapitalistler, toprak sahipleri ve bir ücret karşılığında emeğini satmadığı sürece yaşayamayan özgür işçilere denk düştüğünü gören ilk kişidir (Hunt, 2005, s.73-74). *Smith*'in etkisinin belki de en açık delili ünlü kitabının yayınlanışını izleyen üç çeyrek asrın kuramsal literatüründe yer almasıdır. Sonraki klasik yazarlar, *Smith*'in eserlerinde eleştirilecek çok şey bulmuş olsalar da ona bir kuramcının görebileceği en büyük saygıyı göstermişlerdir. Bununla beraber, Milletlerin Zenginliğinin içeriğinin oldukça az bir kısmı özgündür. Eserde bulunan argümanların çoğu tartışılmakta olan şeyler olsa da, bunlar bir araya getirilip sistemli bir şekilde iletilmiştir (Barber, 2007, s.65-66).

Ekonomi doktrinler tarihi ve ahlak felsefesi\* konularında *Smith* çok önemli bir yere sahiptir. Milletlerin Zenginliğinin yayın tarihi bireysel girişime dayanan piyasa

---

\* *Smith*'in ahlak ilmi (ethics), insanın başkalarının duygularını paylaşmasına imkân veren bir arkadaşlık duygusu ile donatıldığını düşünür. Başkalarına sempati ile baktığımızda onların duygularının da onaylanmış oluruz. Çevremizdeki insanlar da böyle bir onay elde etmeyi çok arzu ettiklerinden, buna layık olmaya çalışacaklar ve bu nedenle toplumca benimsenen bazı kriterlere uygun bir davranış içinde olurlar. Hareketlerimizin ahlaki değerlerini belirleyecek olan yargıç, bizim vicdanımızın sesiyle konuşacaktır. Bu nedenle *Smith*'in ahlak ilmi de liberal iktisat ilmi de kendi kendini yönetim (self command) veya kendi kendine güven (self reliance) ilkesine dayanır. Bununla beraber bu ahlak ilminin temeli olarak ahlak duygusunun, iyilikseverliğin veya faydanın gösterilmesine karşı çıkar. Ona göre ahlak duygusu gereksizdir. Çünkü sempatiyi ve başkalarının onayı olmaksızın elde edilmesi imkânsız herhangi bir şeyi göstermez. Fayda da iyiliğin ölçüsü değil, sonradan ve dolaylı bir biçimde elde edilebilecek bir onaydır (Savaş, 2007, s.270-271).

ekonomisinin ve klasik dönemin başlangıcı sayılmıştır. Yani piyasanın düzenleyici rolü ve gücü 1776'da bu kitapta keşfedilmiştir. Bu ekonomi doktrinler tarihi bakımından büyük bir dönüm noktasıdır. Smith insanın doğuştan var olan çıkar sağlama güdüsüne (self interest) dayanarak liberal ekonomik düzeni kurmakta ve savunmaktadır. Bu nedenle o bir sistem kurucusudur (Ertuğrul, 2014, s.193).

Adam Smith'in yanında önemli temsilcilerini *David Ricardo*, *Roben Malthus*, *John S. Mill*, *Jean-Baptiste Say* ve *Frederic Bastiat* gibi düşünürlerin oluşturduğu Klasik liberal iktisat okulunun öne çıkan başlıca görüşleri şöyle özetlenebilir (Ataman, 2007, s.26-32, Balaam ve Dilman, 2015, s.60-62, Kazgan, 2012, s.71-113):

*Ekonominin Genel Dengesi ve Tam İstihdam*, Tabiatın yer alan dengeleri gözlemleyerek topluma uyarlamaları, çok sayıda bireyin faaliyetinin fiyat mekanizması sayesinde toplumda uyum içinde olduğunu söyleyebilmelerini mümkün kılmıştır. Şöyle ki, ekonominin doğal eğilimi dengeye doğrudur; fiyat mekanizması arz ve talebin eşitlenmesini sağlar. Dışarıdan bir müdahale olmadıkça fiyat mekanizması aracılığıyla arz ve talep birbirini dengeleyecek, herhangi bir sektörde aşırı arz veya aşırı talep sorunu olmayacaktır.

Piyasaya müdahale olmadıkça faktör piyasasında da tam istihdamda denge sağlanır. İşgücü piyasasında bir arz fazlası olursa işgücü ücretleri düşer. Ücretler düşünce, bir yandan emek arz edenlerin sayısı azalır, bir yandan da talep edilen emek miktarı artar. Böylece emeğin fiyatı olan ücretlerde meydana gelecek değişme sayesinde emek arzı ve emek talebi birbirine eşitlenecektir. Benzer bir durum ücretlerin yükselmesinde görülürse de sonuç yine aynı olur, denge. Dolayısıyla işsizlik sorunu piyasaya dışarıdan yapılan müdahalelerin bir sonucudur.

*Serbest Piyasa Ekonomisi ve Görünmez El*, Devlet, savunma, asayiş ve adalet hizmetleri gibi piyasanın yapamayacağı işler ve altyapı yatırımlarıyla uğraşır. Devlet müdahalesine karşı olan klasik liberal iktisatçılara göre devletin piyasaya yaptığı her müdahalenin bir bedeli vardır. Mal piyasasında yapılacak müdahale haksız kazançlar, rantlar veya kıtlıklar yaratır. Örneğin taban fiyat arz fazlası yaratıp üreticilere ya tüketicilerin ya da vergi mükelleflerinin sırtından rant sağlarken, tavan fiyat da kıtlık,

kuyruk ve karaborsa kazançları yaratacaktır. Kira kontrollerinin sonucu konut üretiminin yavaşlaması, aşırı veya eksik konut yetersizliği yaratabilir. Benzer şekilde işgücü piyasasına müdahale ile asgari ücret belirlenmesinin kaçınılmaz sonucu, emek arzının emek talebini aşması, yani işsizliktir. Bırakınız yapsınlar (laissez faire) klasikler için devletin bireylerin tercihlerine ve girişimcilerin faaliyetlerine müdahale etmemesi politikalarının temsili ifadesidir. Say kanunu olarak bilinen “her arz kendi talebini yaratır” ifadesi de bir şeye talep varsa, insanlar bunun için bir bedel ödemeye razıysa birileri ne yapıp edip o şeyi üretmeye, arz etmeye başlarlar demek değil, üretimin tüketimden önce geldiğini, insanların ihtiyaçlarını karşılayabilmek için önce başkalarının ihtiyaçlarını karşılayacak bir şeyler üretmek durumunda olduklarını vurgular. Görünmez el (invisible hand) doktrine göre de bireysel menfaat ile toplumsal menfaat arasında uzlaşma vardır. Bir kişinin öncelikle kendisini düşünerek giriştiği iktisadi faaliyetlerin sonucu başkalarının ihtiyacını giderecek ürünlerin ortaya çıkması topluma da adeta görünmez bir el aracılığı ile etki eder.

*Zenginliğin Asıl Kaynağı, Paranın Yansızlığı ve Emek-Değer Teorisi,* Zenginliğin asıl kaynağı Merkantilistlerin iddia ettiklerinin aksine altın-gümüş gibi değerli maden stoku değil, işbölümü ve uzmanlaşmayla gelen üretim artışı, devlet müdahalesinin minimal düzeyde olduğu özgür bir ortamda kendi menfaatini gözeten bireylerin rekabete dayalı faaliyetleri ve üretilen şeylerin serbestçe mübadele edilmesidir. Para esasen alışveriş işlemlerine aracılık eden, mübadeleyi kolaylaştıran bir vasıttır. Gelir, istihdam, ticaret, yatırım gibi reel değişkenler para miktarıyla oynayarak değiştirilemeyeceği görüşü paranın yansızlığı ilkesi olarak bilinir. Emek-değer teorisi olarak bilinen teoride değer kaynağı, değeri kendisiyle ölçebileceğimiz emektir. Bir malın değeri yapımında kullanılan emek miktarıyla ölçülür; daha çok emek kullanılan mal daha değerlidir. Malların bir yaşam için önem taşımasından kaynaklanan *kullanım değeri* bir de alışverişte satma veya satın alma değeri olan *mübadele değeri* vardır. Kullanım değeri yüksek malların mübadele değerinin de yüksek olması beklenir.

Smith'in genel çerçevesini belirlediği klasik ekonomik analize eleştiriler 1850'li yıllarda giderek artmıştır. İngiltere'de emek yığınlarının giderek artan sorunları sosyalist akımları ve işçi örgütlerini güçlendirmiş; klasik iktisat teorilerinin yeniden ele alınıp

incelenmesini ve laissez-faire felsefesini benimseyen ekonomi politikten farklı yaklaşımları gündeme getirmiştir. Klasik değerlendirme teorisinde arz taraflı analiz talep taraflı bir şekilde dönüşmüştür (Ertuğrul, 2014, s.429).

### 2.2.2. Neoklasik Teorinin Esasları

Neo klasik iktisatçılar, klasik iktisadi düşüncenin savunduğu esaslara temel olarak bağlı olmakla beraber, klasik değer teorisi ve toplumsal ahenk yaklaşımı konularına yeni düşünceler ortaya koymuşlar ve klasik düşünceyi mikro tahliller yaparak ele almaya çalışmışlardır (Ersoy, 2008, s.459). Smith'in Milletlerin Zenginliğini yayınlamasından yüz yıl geçtikten sonra İngiltere'de Smith'in kurduğu politik ekonomi ile ilgili birbirine zıt iki görüş vardır. İlkinde, Smith'in koyduğu kuralların, 1770'li yıllarda olduğu gibi 1870'li yıllarda da geçerli olduğu, laissez-faire liberalizmini savunulmaktadır. Diğerinde ise, Smith'in politik ekonomisinin ömrünü tamamladığı ve güncel sorunlara ilgisiz duruma düştüğü iddia edilmektedir (Savaş, 2007, s.511).

1840 ortalarından 1873'e kadar geçen dönem, Avrupa'nın çoğu bölümünde sanayileşme öncülüğünde hızlı bir büyüme yaşanmıştır. Nakliye ve iletişimde büyük değişiklikler ortaya çıkmıştır. Kapitalizmin bu yeni türünde insanlar arasındaki toplumsal ilişkiler dev şirketleşme içerisinde, hiyerarşik, bürokratik bir biçim almıştır. Aile şirketlerinin yerini çok ortaklı şirketler almaya başlamıştır. Sermaye oluşumuna küçük tasarruf sahipleri hisse senetlerine sahip olmakla katılmaya başlamışlardır. Böylelikle de çok ortaklı sermaye şirketleri kurulmaya başlamıştır. Şirket içerisindeki bütün bireysel faaliyetler ve üretime dayalı süreçler, mantıklı ve hesaplı bir tarzda bütünleştirilmiştir. Bu noktada iktisatçıların Smith'in birçok küçük girişimden oluşan bir ekonominin analizine dayanan görünmez el kapitalist ekonomi kavramı hiçbir bireysel girişimin bütün piyasa üzerinde önemli bir etki olmadığı böyle bir ekonomide işe yaramamaktadır. Belirleyici olan, bir firmanın faaliyetlerini tüketici zevklerine daha fazla hitap edebilmek için diğer firmalarla girdiği rekabettir. 1870'lerin başında şirket kapitalizminin iktisadi yoğunlaşmasına yönelik dürtünün hız kazandığı zaman üç iktisadi metin yayımlanmıştır. *William Stanley Jevons*'ın Politik Ekonomi Teorisi (The Theory of Political Economy) ve *Carl Menger*'in İktisadın Prensipleri (Principles of Economics) ile *Leon Walras*'ın

Soyut İktisadın Unsurları (Elements of Pure Economics), değerin faydayı nasıl belirlediğini göstermektedir (Hunt, 2005, s.316-319).

Kapitalizmin Neoklasik ideolojik savunusunun üç temel ilkesi vardır: Serbest piyasaların kendiliğinden bir üretim tam istihdam düzeyini ayarlayacağı inancı; hem ideal bir bölüşüm modeli hem de gelir bölüşümünün gerçekten nasıl ortaya çıktığına ilişkin bir kuram olarak, bölüşümün marjinal verimliliği kuramı ve rekabetçi bir kapitalist ekonominin fiyatların makul ve kaynakların etkili bir biçimde tahsis edildiği bir Pareto Optimumuna kendiliğinden ulaşacağına ilişkin görünmez el tezidir (Hunt, 2005, s.524).

Neoklasik okul, dar anlamda, yaklaşık yarım asırlık bir dönemde, klasik değer teorisinde köklü değişme yapan geçimlilik veya tabii ücret anlayışından marjinal verime bağlı ücret anlayışına geçen; fakat bunun dışında kalan klasik görüşleri sürdüren iktisatçıların okulu olmuştur. Ayrıldıkları en önemli nokta değer teorisi ve matematiksel çözümleme araçlarının iktisadi analize girmiş olmasıdır. 1870'lerden I. Dünya Savaşı'nın başlamasına kadar etkili olan, klasik iktisat teorilerini mikro tahliller yaparak yeniden ele alıp, inceleyen, yorumlayan, onaran bir ekoldür. Klasik iktisatçıların belirledikleri çerçevede kalsalar da bazı konularda farklı yaklaşım ileri sürmüşlerdir. Bunları şu şekilde ifade edebiliriz (Ataman, 2007, s.32, Kazgan, 2012, s.71-114, Ersoy, 2008, s.459):

Değerin kaynağının ve ölçüsünün emek olduğunu ileri süren klasiklerin aksine, değer kişilere göre değişmeyen objektif ölçülebilen bir şey değil kişiye, ihtiyacın şiddetine, içinde bulunulan şartlara göre değişebilen sübjektif bir şeydir. Elmas-su paradoksunu\* çözmesi ve değer meselesini daha ikna edici biçimde açıklaması nedeniyle sübjektif değer kavramı, emek değer kuramının yerini almıştır. Malların insanlara sağladıkları faydanın derecesi üzerinde durmuşlardır. Aynı mal, üretiminde ne kadar emek kullanılırsa kullanılsın, farklı kişilerin gözünde farklı değere sahip olabilir. İktisadi denge için de klasikler gibi piyasada kendiliğinden dengenin temel olduğunu düşünürler. Ekonomik faaliyet akılcı davranan kişilerin tercihlerine göre belirlenir; piyasa da herkesin

---

\* Kullanım değeri (toplam faydası) yüksek olan su gibi bir malın değişim değerinin çok az olmasına karşılık, kullanım değeri çok az olan elmas gibi malın değişim değerinin çok yüksek olması elmas-su paradoksu veya değer paradoksu (paradox of value/diamond-water paradox) diye nitelendirilir (Ünsal, 2014, s.173).

menfaatini ahenkleştirip maksimize ederek dengeyi sağlar. Kişi, bireysel menfaatini en üst düzeyde tuttuğu ölçüde sosyal refah düzeyinin de artmasına katkıda bulunur. Klasikler gibi fiyat mekanizmasının hem mal hem de faktör piyasalarında arz ile talebi birbirine eşitleyerek temizleyecek ve piyasalar böylece dengeye gelecektir. Kendiliğinden dengeye gelen hükümet müdahaleleri olursa arz ve talep arasında eşitsizlikler yani dengesizlikler ortaya çıkar. Klasik iktisatçıların makro tahlilleri yerine mikro tahliller yapıp matematiksel analiz tekniklerinden yararlanmışlardır. Klasiklerin üretim sorunundan bağımsız olarak düşündükleri bölüşüm sorunu ile tüketici ve üretici dengesi marjinal maliyet, marjinal fayda ve marjinal hasılat\* gibi kavramlarla izah edilmeye başlamıştır. Üretim süreci, ne nasıl, ne kadar üretilecek meselesi, bölüşüm süreci, kimin için üretilecek, marjinalist devrimin katkılarıyla tutarlı bir izaha kavuşmuştur. Neoklasiklerin iktisadi düşünceye bir diğer katkıları da matematiksel tekniklerin iktisadi analize yoğun biçimde dâhil edilmesi ve iktisadın genel geçer doğruları ve bilimsel yasaları olan evrensel bir bilim haline getirilmesi yönündeki çabalarıdır. Neoklasik iktisatçılar iktisadi sosyal bilimler içinde doğal bilimlere en yakın duranı haline getirmişlerdir.

### **2.3. Ekonomi Politikte Makro Temeller: Keynesyen İktisat**

Keynes, mikro temelli geleneksel iktisadi eleştirip bazı ekonomik sorunların mikro analizi çerçevesinde ele alınamayacağını, bu sorunları kavrayabilmek için makro analiz gerektiğini ifade etmiştir. Keynes'in yaklaşımında, bireysel ve toplumsal çıkarlar arasında çatışmalar öngörülmeyle beraber, mikro alanlara müdahale gerekmemekte, bunların, makroekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte aşılabileceği düşünülmektedir (Paya, 2013, s.143-144).

Devlet memuru, yazar, çiftçi, öğretim üyesi ve İngiliz Merkez Bankası başkanı gibi değişik görevlerde bulunmuş olan Keynes (1883-1946) liberalizmin gelişiminde

---

\* Marjinal maliyet, firmanın üretimini bir birim artırması durumunda üretilen yeni birimin maliyetidir. Üretilen her yeni birimin toplam maliyette doğurduğu artış da denebilir. Marjinal fayda, bir maldan tüketilen miktar bir birim artırıldığında bu ek birimin tüketiminden elde edilen faydayı ifade eder. Bir maldan tüketilen miktarlar çoğaldıkça, faydanın giderek azalmasına da azalan marjinal fayda ilkesi denir. Marjinal hasılat, firmanın bir birim daha fazla mal satışından sağlayıcı gelir yani marjinal birimin satışının toplam gelirden doğuracağı artıştır (Ünsal, 2014, s.161-162).

önemli rol oynamıştır. Fikirleri 1930'lardaki Büyük Bunalım yıllarından itibaren II. Dünya Savaşı boyunca ve sonrasında 1970'li yıllara kadar oldukça popüler olmuştur. (Balaam ve Dilman, 2015, s.69). İki unsur, Keynesyen devrimin iktisat biliminde hızla kabul görmesini sağlamıştır. İlki, Büyük Bunalımın derinliğinde ve uzunluğunda, piyasa kapitalizminin doğası gereği istikrarsız olduğunu ve piyasanın süresiz olarak eksik istihdam dengesinde kararlı bir şekilde işlemeye devam edeceği görüşünün haklı çıkmasıdır. İkincisi, Keynes'in politika önerilerinin güçlü uygulamalı kanıtlarını destekler mahiyette gelişmelere sahne olan İkinci Dünya Savaşı, Genel Teori\*'nin basımından hemen sonraya denk gelmesidir. Devlet harcamaları ve bütçe açıklarına dayalı finansman, İkinci Dünya Savaşı sırasında büyük derecede artmış, işsizlik ortadan kalkmış ve ekonomik hâsıla çok büyük bir artış göstermiştir (Skousen, 2014, s.399).

Genel teori ile birlikte makroekonomik sorunlar, ekonomistlerin temel konusu olmuştur. *Smith* ekonomik büyüme, Ricardo sınıfsal gelir bölüşümünün büyüme etkisi, serbest dış ticaret rejimi, nüfus sorunu gibi makro düzeydeki konularla ilgilenirken 1870'lerdeki marjinalist devrimle, fayda, fayda maksimizasyonu, etkin kaynak dağılımı, tüketici dengesi, firma dengesi gibi mikro ekonomik konular ağırlık kazanmıştır. Her iki dönemde de piyasa mekanizmasının düzenleyici rolü vardır. Keynes hem dikkatleri, makroekonomik sorunlara, hem de piyasanın otomatik düzenleyici rolünün sorgulanmasına çekmiştir. Toplam talebi ekonominin merkezine yerleştirip, devletin toplam talep eksikliğini giderme yönündeki uygulamaları ile devletin faaliyet alanlarının genişleyeceğini düşünmektedir. Bu da işsizlik ve adaletsiz gelir ve servet bölüşümü gibi Keynes'e göre klasik ekonominin çözemediği önemli iki sorunu piyasa sistemi içerisinde devletin aktif rolü ile çözüme kavuşturabilir (Ertuğrul, 2014, s.731-732).

Keynesyen iktisadi yaklaşım, iki temel konu üzerinde durmaktadır. Bunlardan ilki, Klasik Düşüncenin “doğal kanun” mekanizmasına yüklediği iktisadi faaliyetleri

---

\* Genel Teori olarak kısaltılan “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” (The General Theory of Employment, Interest and Money) bir tek merkezi mesele üzerinde yoğunlaşmıştır: Sanayi ekonomilerinde istihdam ve milli hâsıla düzeylerinin tespiti ve iktisadi dalgalanmaların nedenleri. Bu kitapta, iktisadi analiz kısa dönemli olmaya başlamış ve mikro iktisadi sorunlar arka plana itilmiştir. Kapitalizmin zamanında reformlar yapılarak muhafaza edilebileceğini, kontrolsüz kapitalizmin, tam istihdam ve iktisadi istikrarın sürdürülmesini engelleyeceğini belirtilmiştir. Geleneksel laissez-faire'in sanayileşmiş toplumların giderek karmaşıklaşan sorunlarını çözmede yetersiz olduğu belirtilmiştir (Barber, 2007, s.269-270).



dengeleme görevinin gerçeği yansıtmadığını ortaya koymaktır. İkincisi ise, devletin iktisadi istikrarsızlığı giderme gücüne ve görevine sahip olduğuna açıklık kazandırmasıdır. Klasik iktisatçılara göre, rekabetin var olduğu ortamlarda üretim faktörlerindeki arz ve talep kendiliğinden otomatik olarak dengelenir. Emek ve diğer üretim faktörleri serbest piyasa mekanizması aracılığıyla tam istihdam durumunda kendiliğinden dengeye gelir. Bu denge haliyle kaynakların etkinliği en üst düzeyde olur ve kaynakların en verimli kullanımı sağlanır. Faktör sahipleri gelirlerini maksimize ve zararlarını minimize etmiş olurlar. Devletin veya özel tekellerin müdahalesi sağlanan bu otomatik dengeyi bozar. Keynes'e göre ise, ekonomide otomatik dengeyi sağlayan böyle bir mekanizma yoktur. Tüketim, tasarruf ve yatırım oranındaki dengesizlikleri gidermek amacıyla devletin ekonomiye yönlendirici politikalar uygulaması gerekir. Tam istihdamda denge otomatik olarak oluşamaz. Eksik istihdam düzeyinde de bir denge söz konusu olabilir. Bu durumda kaynakların bir kısmı atıl kalıp, etkin kullanımları azalır ve bölüşümünde adaletsizlik artar. Devlet böyle bir durumda, toplam harcama ve yatırım politikaları ile mali araçları kullanarak bozulan dengeleri tesis etmelidir (Ersoy, 2008, s.561,563).

Keynesyen iktisatçıların paylaştıkları bir diğer görüş, fiyat ve ücret katılığıdır. Mal piyasasında fiyatlar, faktör piyasasında da ücretler aşağı doğru gitme konusunda isteksizdir; kolay kolay düşmezler. Fiyatlar esnek olmadığı için de arz veya talep fazlalıkları kendiliğinden ortadan kalkmaz, yani piyasalar temizlenmez. Bir diğer görüşleri de temel sorun olarak talep yetersizliğini görmeleridir. Buna göre iktisadi sıkıntıların ana kaynağı talep yetersizliğidir; yani talebin mevcut arzı emebilecek düzeyde olmayışıdır. Bu sorunu aşmak için para ve maliye politikalarıyla (örneğin para basarak veya açık finansman yoluyla kamu harcamalarını artırarak) devlet piyasaya müdahale etmeli, talebi artırıcı önlemler almalıdır. Keynesyenlere göre işsizlik ve enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki vardır, biri artarken diğeri azalır. Dolayısıyla bunlardan ikisiyle birden mücadele edilemez; birini çözmek isteyen diğerrinin varlığına katlanmak durumundadır (Ataman, 2007, s.40).

Keynes, özellikle temel varsayımlar bakımından Klasikler ve kendisinden önceki iktisatçılardan ayrıldığı noktalar pek fazla değildir. O da tam rekabet koşullarının

varlığını, kapitalist sistemi, insanların davranış kalıplarındaki menfaat ilişkisini hep veri olarak almıştır. Ekonominin uzun dönemde tam istihdama ulaşabileceğini, ancak bunun kısa dönemde mümkün olmayacağını öngörmüştür. Ekonomi, konjonktür dalgalanma gösterse bile bir dengenin olabileceğini ama bunun klasiklerin savunduğu gibi tam istihdam dengesi değil, noksan istihdam dengesi olabileceğini savunmuştur. Noksan istihdam olduğunda toplam harcamaların (tüketim harcamaları, yatırım harcamaları ve kamu harcamaları) kamu harcamaları ve yatırımları çarpan mekanizmasıyla yeni gelirler yaratarak talep yetersizliğini giderilebilecektir. Fiziksel sermaye stoku nitelik ve nicelik bakımından değişmiyor varsayılmıştır. Yeni yatırımlarda yalnızca harcama etkisi göz önünde bulundurulmuş, sermaye stokunun büyümesini ve üretim tekniğinin değişmesini kapsayan gelişme süreci ihmal edilmiştir. Klasiklerin arz-talep-fiyat üçlüsüne karşılık, Keynes tasarruf-yatırım-gelir üçlüsünü ileri sürer. Kişilerin tüketim ve tasarruf eğilimleri gelirlerine bağlıdır. Bırakınız yapsınlar kuralının tutarsız olduğunu, tüketim tasarruf ve yatırım oranları arasındaki dengesizlikleri gidermek amacıyla devletin ekonomiyi yönlendirici politikalar uygulaması gerektiğini söylemiştir (Adaçay ve İslatince, 2009, s.208-211).

#### **2.4. Ekonomi Politikte Makro Temellere İtiraz ve Refah Devletine Yönelik Eleştiriler**

Keynes'in kamunun ekonomiye müdahalesini çözüm olarak gören görüşü 1960'ların sonu 1970'lerin başlarında yükselen "stagflasyon" (durgunluk+enflasyon)\* sorunu karşısında tıkanmıştır. Bu dönem *Parasalılık, Arz Yanlı İktisat, Rasyonel Beklentiler, Reel İş Çevrimleri Teorisi* gibi bazı iktisat okullarının yükselişine tanıklık etmiştir.

---

\* Stagflasyon ekonomide ciddi bir ikilemi ifade eder. Şöyle ki, enflasyonu önlemek için daraltıcı para ve maliye politikalarının uygulanması işsizliği daha da şiddetlendirirken, işsizliği gidermek için genişletici politikalar izlenmesi, enflasyonun hızını artırır. Geleneksel analizlerde enflasyonla işsizlik arasındaki ilişkiler Philips Eğrisi adı verilen bir araç yardımıyla açıklanmıştır. Bu analize göre ikisi arasında ters bir ilişki vardır; yani enflasyon hızının yükselmesi işsizlik oranının düşmesine, işsizliğin artması da enflasyonun yavaşlamasına yol açar. Oysa 1970'li yıllar bu ilişkinin bozulduğunu, her iki problemin de bir arada yaşandığını göstermiştir. Bu bozulmayı açıklamak için de çeşitli görüşler geliştirilmiştir (Ünsal, 2017, s.379).

### 2.4.1. Parasalcı Yaklaşım: Monetarizm

Parasalcılık en yalın haliyle gayri safi milli hâsıla ve diğer iktisadi değişkenler üzerinde para arzının etkisini vurgulayan, temel felsefesi itibariyle Klasik liberal ilkelere bağlı iktisadi düşünce ekolü olarak tanımlanabilir. Keynesyen iktisadı, dayandığı varsayımlar ve önerdiği politika reçeteleri bağlamında sert eleştirilere tabi tutan, öncüsü Milton Friedman'ın adıyla da anılan bu yaklaşımın belli başlı özellikleri şöyle belirtilebilir (Ataman, 2007, s.41-43 ve Seyidoğlu, 2002, s.436): (a) Uzun dönemde reel milli gelir veya milli hâsıla düzeyi tüm piyasalardaki arz ve talep güçlerinin işleyişi sonucunda belirlenirken, tam istihdam gelir düzeyi de ülkenin sahip olduğu kaynak stoku ve üretim teknolojisi tarafından belirlenir. (b) Minimal devlet anlayışını benimseyerek krizlerin baş sorumlusu olarak işine geldiği gibi piyasaya müdahale eden ve piyasa mekanizmasının serbestçe işleyişine engel olan devleti görürler. (c) Ekonomiyi etkilemede maliye politikası değil, para politikası daha önemlidir. Enflasyonun da temel nedeni para arzındaki artışlardır enflasyonla etkin mücadele için para arzındaki artış, en fazla mal ve hizmet miktarındaki artış kadar olmalıdır. (d) Geleceğe yönelik beklentiler, deneyimlerden, yapılan hatalardan ders çıkarılarak *uyarlamayla* oluşturulmalıdır. (e) Parasal değişkenler ile oynayarak uzun vadede reel değişkenler değiştirilemez, ekonomi uzun vadede doğal işsizlik ve doğal büyüme oranına geri döner.

Parasalcılık, sınırları açıkça belli, kesin bir doktrin değildir. Başlangıçta para arz ve talebi, paranın dolaşım hızı ve enflasyon konularında Friedman'ın liderliğindeki bir grubun yürüttüğü teorik ve deneysel çalışmalara dayalı düşünce çizgisini ifade eden monetarizm sözcüğü, zamanla anlam genişliğine uğramış, 1968 yılından sonra enflasyon işsizlik ilişkisini de kapsayacak şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Ertuğrul, 2014, s.776).

Paracı iktisat okulunun takipçileri, genel olarak halkı ve bütün politik sistemin seçilmişlerinin; hükümet müdahalelerinden nispi olarak arınmış bir rekabetçi piyasa sisteminin, maksimum ekonomik özgürlük sağlayacağı ve bu özgürlüğün de maksimum bireysel ve toplumsal refaha yol açacağı hususunda ikna etmeye yardımcı olmuşlardır. İş dünyası da paracı görüşlerden yararlanmıştı. Çünkü paracı görüşler daha az kırtasiyecilik ve bürokrasi anlamına gelir (Bocutoğlu, 2016, s.294).

### **2.4.2. Ekonominin Canlandırılması: Arz Yanlı İktisat**

Keynesyen iktisadın talep yetersizliği sorunu ve iktisadi dengesizliklerin baş nedeni olarak toplam talepteki dalgalanmaları görmesine bir tepki olarak sorunun arzdaki dalgalanmalarla ilgili olduğunu vurgulamışlardır. Ekonomik dengesizliklerin asıl nedeni olarak üretim yetersizliğini görürler. Vergi oranlarının düşürülmesi ile üretimi artırmak ve ekonomiyi canlandırmak şeklinde politika önerileri vardır. Laffer Eğrisi (Laffer Curve) de vergi oranları ile devletin toplayacağı toplam vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Buna göre belirli bir noktadan sonra vergi oranlarındaki artış devletin vergi gelirlerinin azalması ile sonuçlanacaktır. Vergi oranlarında yapılacak herhangi bir artış ne kadar yüksek olursa bireylerin vergi ödemekten imtina etme eğilimleri o derece yüksek olur. Vergi artışının daha az çalışmak, daha az yatırımda, tasarrufta bulunmak ya da vergi kaçakçılığı gibi sonuçları vardır (Ataman, 2007, s.43-44 ve Seyidoğlu, 2002, s.381).

Toplam arzın artırılması ve işsizlik oranının düşürülmesi için önerilen arz yanlı politikaları şöyle sıralayabiliriz: Gelir vergisi oranlarının azaltılması, işsizlik sigortası ve sosyal güvenlik ödemelerinde kısıntıya gidilmesi, işçi sendikalarının gücünü kırarak, parasal ücretlerin düşürülmesi ve firmalar açısından çalışma şartlarının uygun hale getirilmesi, işsiz kalan işgücünü tekrar eğiterek yeni meslekler kazandırılması ve bu yolla işgücünün mesleki mobilitesinin artırılması, işgücü piyasası içinde etkin bir enformasyon ağı oluşturarak, iş arayanlarla işçi arayanları birbirinden haberdar edecek bir mekanizmanın kurulması ve bu yolla işgücünün coğrafi mobilitesinin artırılmasıdır (Bocutoğlu, 2016, s.315).

### **2.4.3. Ekonomide Beklentilerin Önemi: Rasyonel Beklentiler**

1990'larda *Robert Lucas*, *Robert Barro* ve *Thomas Sargent*'in öncülüğünü yaptığı bu okula göre, insanlar modern teknolojinin imkânlarından da yararlanarak her an piyasayı takip ettikleri ve elde edilebilir bilginin tümünü kullanarak karar verdikleri için sistematik olarak yanılgıları veya yanıltılmaları söz konusu değildir ve bu yüzden istikrar programları hem uzun dönemde hem de kısa dönemde etkili değildir. Mal, faktör piyasalarında fiyatlar esnektir, temizlenen piyasalar vardır. Esnek fiyat ve ücretler ve

rasyonel beklentiler nedeniyle beklenen hükümet politikaları reel üretim ve istihdamı etkileyemez. Ekonomide ancak önceden ilan edilmemiş, beklenti oluşturma fırsatı verilmeyen ani, şok politikaların bir etkisi olabilir (Ataman, 2007, s.45-47 ve Seyidoğlu, 2002, s.521). Rasyonel beklentiler yaklaşımı, değişkenlerin ileride alması beklenen değerleri konusundaki beklentilerin o değişkenlerin alacağı biçimi belirleyeceği düşüncesine dayanır. Bir başka ifadeyle beklentiler, gerçekleşmeyi belirler. Bir ekonomide karar alıcıların beklentileri bir yönde oluşuyorsa, bu karar alıcıların hareketleri de o yönde oluşacağından sonuçta, gerçekleşme de aynı yönde olacaktır (Eğilmez, 2009, s.206-207).

Mikro iktisat alanında ortaya konulan, John Muth tarafından geliştirilen rasyonel beklentiler yaklaşımı günümüz dünyasında dinamik, akılcı ve bilgiye kolay ve rahatlıkla erişebilen bireyine dayanmaktadır. Bu bireyler hata yapabilir ancak sistematik yani sürekli olarak hata yapmaz ve sürekli aldatılamaz. Karar birimleri bir değişkenin ileriki dönemde alacağı değerle ilgili bir tahminde bulunurken bu değişkenin değerini etkileyeceğini tahmin ettikleri faktörlerin tamamı ile ilgili eldeki bütün bilgiyi en kapsamlı şekilde kullanırlar. Bu yorum bu hipotezin *katı* yorumunu oluşturur. *Zayıf* yorumunda bilgi elde etmenin belirli bir maliyeti bulunduğu için karar birimlerinin, söz konusu değişkenle ilgili bütün enformasyona değil, ancak kısmi bir enformasyona sahip olabileceği varsayılmaktadır (Bocutoğlu, 2016, s.309-310). Nobel Ekonomi Ödülü sahibi *Kenneth J. Arrow* Rasyonel Beklentiler Teorisi'ni, şu açılardan eleştirmiştir: Bu teoride ekonomik birimler ekonominin gelecek dengesini analiz etme yeteneğine sahip olan, süper istatistikçiler olarak kabul edilir. Ekonomide menkul kıymetler piyasası etkin olarak işlev yaparken, mal ve emek piyasaları bu düzeyde işlevsel olmayabilir. Aksine bunun tam tersi de olabilir. *Arrow*'a göre fiyat beklentilerine ilişkin tahminler çoğunlukla sermaye birikimi konusundaki kararlar için doğrudur. Sermayenin akışına ilişkin kararlarda ise fiyat beklentileri önemli hatalar içerebilir (Adaçay ve İslatince, 2009, s.239-240).

#### **2.4.4. Ekonomi Politik ve Konjonktür Dalgası**

İktisatçıların üretim, fiyatlar, ücretler, yatırımlar ve tasarruflar gibi belirli makro değişkenlerin zaman içinde izlediği seyrin döngüsel karakterli hareketlerine verdikleri

isme konjonktür dalgası (reel iş çevrimleri) denir. Konjonktür dalgasını açıklamada *içsel* ve *dışsal* faktörlere ağırlık vermelerine bakarak iki tür teoriden söz etmek mümkündür. Dışsal teoriler, iş çevrimlerinin kaynağını ekonomi dışı bazı faktörlerde (savaşlar, devrimler, seçimler, altın rezervlerinin keşfi, nüfus artışları, göçler, bilimsel hamleler ve teknolojik yenilikler, hava durumu) aramaktadırlar. İçsel teoriler ise iktisadi dalgalanmaların nedenlerini iktisadi faktörlere bağlamaktadır. Buna göre her iktisadi genişleme ardından bir durgunluk ve daralma; her daralma da ardından da bir canlanma ve genişleme doğurur (Toprak, 1996, s.133).

Ekonomi politikası uygulamasının temel amaçlarından biri, konjonktür dalgalarının yarattığı inişli çıkışlı ya da bir başka ifade ile istikrarsız gelişimi dengeli, istikrarlı bir çıkış trendine oturtmaya çalışmaktır (Eğilmez, 2009, s.222).

Konjonktürel dalgaların sebeplerini açıklamada, parasal faktörlerden reel faktörlere geçişte iki gelişmenin temel faktör olduğunu söyleyebiliriz: Petrol krizi ve bilimsel araştırmalar. 1970'lerde gündeme gelen petrol krizinin oluşturduğu arz şoku, makroekonomik istikrarsızlıkların izahında arz yanlı faktörlerin önemini ortaya çıkarmıştır. Hızlı enflasyonla beraber yükselen işsizliği açıklamakta zorlanan talep yanlı Ortodoks Keynesçi modellerin başarısız olması; makro iktisatçıların arz yanlı mikro temellere dayalı makro teorilerin kurulması konusunda araştırmalar yapmaya zorlamıştır. Bilimsel araştırmalar ise, zaman içinde toplam üretimin izlediği yolu açıklamada, reel şokların parasal şoklardan daha önemli olduğunu göstermiştir. Yapılan çalışmalara göre, üretim zaman içerisinde rastgele değişmekte ve parasal şoklara göre reel şoklar tarafından daha fazla etkilenmektedir.

İktisadi dalgalanmalar; teknolojik şoklar, fiziki çevre şartlarındaki değişimler, hammaddelerin reel fiyatlarındaki değişimler, vergi oranlarındaki değişimler ve bireylerin tercihlerindeki değişimler gibi reel faktörlere karşı, ekonomik karar birimlerinin verdiği mikro ekonomik tepkilerden doğar. Bu tepkiler, ekonomik karar birimlerinin, optimizasyon davranışlarından kaynaklanır. Çünkü karar birimleri her değişme karşısında, çıkarlarını en iyileştirme amacıyla sürekli yeni kararlar alma durumundadırlar. Karar birimlerinin bu tutumu da konjonktür dalgalarına yol açar, üretim ve istihdam seviyesini etkiler (Bocutoğlu, 2016, s.321-23).

#### 2.4.5. Makro Temellerin Gözden Geçirilmesi: Yeni Keynesyen İktisat

Yeni Keynesyen iktisatçılar Keynes'in 1930'lu yıllarda ortaya attığı görüşleri 1960 sonrası dönemde yaşanan gelişmeleri dikkate alarak gözden geçirmeye ve Keynesyen iktisadi analizi daha sağlam temellere oturtmaya çalışırlar. Bu bağlamda fiyat ve ücret katılıklarına vurgu yaparlar; piyasaların neden düzgün işlemediğini açıklamaya çalışırlar. Uzun dönemde ekonominin tam istihdama ulaşacağını kabul ederler. Rasyonel beklentiler görüşünü benimserler. Uzun dönemde ekonomi tam istihdamda dengeye gelecek olsa bile; kısa dönemde asimetrik bilgi, yapışkan fiyatlar, yapışkan ücretler gibi nedenlerle piyasalar temizlenmez. Bu nedenle de hükümet tarafından talebi uyarıcı ve işsizliği azaltıcı aktif müdahale politikaları yararlı ve gereklidir. Ekonomide kısa dönemde oluşacak genişletici para ve maliye politikaları istihdam ve reel hasılayı olumlu etkiler (Ataman, 2007, s.49-51).

Yeni Keynesçi iktisadın iktisadi düşünceye katkıları menü maliyetleri, NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ve hysteresis etkisi, etkin ücret hipotezi şeklinde ayırım yapılarak incelenebilir. Fiyat ayarlamasının maliyetsiz bir süreç olduğu tam rekabet piyasalarında parasal fiyatlar esnektir. Ancak buna karşı, eksik rekabet piyasalarında çalışan firmaların, sattıkları malların fiyatlarında değişikliğe gitmek istediklerinde; yeni fiyat listelerinin oluşturulması, katalogların ve etiketlerin basılması, tedarikçi ve müşterileriyle yeni sözleşmelerin yapılması sürecinin ortaya çıkardığı bir maliyet vardır. Böyle bir durum firmaların menü maliyetleri dediğimiz şeyi oluşturur. Bu maliyetler de firmaların fiyatları değiştirmekten caydırmakta ve mal piyasasında parasal fiyat katılıklarına yol açmaktadır. NAIRU, eksik rekabet piyasaları için tanımlanmıştır, enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı anlamına gelir. Gelişmiş ekonomiler için yüzde üç, gelişmekte olan ekonomiler için yüzde altı oranı düzeyindeki bir işsizlik oranı, enflasyona yol açmadan ekonomiyi dengelemektedir. Cari işsizlik oranının, bir çekim merkezi gibi hareket ederek, NAIRU'yu peşine takarak yükseltmesine, bulunduğu yerde sabitlemesine, aşağı düşmesini önlemesine de hysteresis etkisi denir. Etkin ücret hipotezinin özünü de, işgücü verimliliğinin reel ücrete bağlı olması olgusu oluşturur. Reel ücret artarsa, işçiler kaytarmayacakları, firmanın işçi değiştirme ve eğitim maliyetleri

düşeceği ve işçilerin moralleri yükseleceği için işgücü verimliliği artar (Bocutoğlu, 2016, s.328-333).

## 2.5. Ekonomik Gerekircilik: Sosyalizm

Sosyalizm temel hatlarıyla, üretim araçlarında özel mülkiyeti geri planda tutarak bunun yerine toplumsal mülkiyeti getirmeyi ve insanın insanı sömürmesini önlemeyi hedeflemektedir. Buna göre üretim kâr elde etmek için değil, toplumsal ihtiyaçları gidermek için programlı bir şekilde yapılmalıdır. Bu düşünce akımının temel ilkesini kişinin özgürleşmesi oluşturur. Sosyalist ekonomi düzeni, kapitalist piyasa ekonomisi düzeni yerine kamu mülkiyetine dayanan, üretim ve bölüşümün merkezi planlara göre yürütüldüğü bir düzendir. Başka bir tanıma göre ise sosyalizm, eşitsizlik ve çaresizliği tamamen ortadan kaldırmayı ve günümüzde ayrıcalık ve rastlantının egemen olduğu anlayıştan farklı olarak aklın ve adaletin yerleştirilmesini savunan bir doktrindir (Adaçay ve İslatince, 2009, s.76-77).

Literatüre ve uygulamalarına bakılırsa sosyalizmin değişik uygulamalarına rastlamak mümkündür. Bunlarda iki ortak özellik dikkat çekmektedir. Birincisi, üretim araçları ve bölüşümün sosyal denetime konu olmasının gerekliliği, ikincisi de bu denetimi yapacak kapitalist sistemden farklı sosyal ve politik bir örgütlenme önerisidir. Sanayi devrimi ile ortaya çıkan sosyal yapı içerisinde, toplumsal çıkarla bireysel çıkar çatışması özellikle İngiltere’de işçi hareketleriyle somutlaşmış ve yaygınlaşmıştır. Bu toplu hareketlerin arkasındaki sosyal düşünce akımının esas kaynağı 1775-1825 yılları arasında gözlenen klasik ekonomi çevresindeki uygulamaların olumsuz sonuçlarıdır. Bu nedenle çağdaş anlamda sosyalizm sözcüğünün 1820’lerden başlayarak kullanılmaya başlandığını söyleyebiliriz (Ertuğrul, 2014, s.338-339). Sosyalizm kavramı altında farklı ayırım ve anlayışlar bulunmaktadır (Adaçay ve İslatince, 2009, s.80-117, Bocutoğlu, 2016, s.119-121, Ertuğrul, 2014, s.338-387):

*Ütopya Sosyalizm*, ütopya kelimesi *Thomas More*’nin (1478-1535) “Utopia” adlı kitabından kaynaklanmakta ve toplumun sosyal problemlerine hayal âleminden bakmak anlamına gelmektedir. Çünkü Marksçılara göre sosyalistler hayallerinin dışına çıkıp sosyal gerçekleri görmek, tespit etmek, politika ortaya koymak ve mevcut yerleşmiş



sosyal iktidar ile ilişki kurmak imkânlarını araştırmamışlardır. Bu grubun ortak anlayışına göre, piyasa mekanizması sonuçta toplum için adil ve rasyonel olmayan sonuçlar üreterek sosyal barışı olumsuz yönde etkilemektedir. Sosyal düzenlemelerle rekabete dayalı piyasa mekanizmasının olumsuz sonuçlarının düzeltilmesi gerekmektedir. Bunun için sınıflar arası çatışmadan çok işbirliği ve ortak akıl gereklidir. Kapitalist ve emekçilerin ortaklaşa girişimi ile sorun çözülebilir.

*Devlet Sosyalizmi*, kar amacını değil, toplumun bütününe ilgilendiren sosyal amaçları gerçekleştirmek üzere, devletin ekonominin bütün sektörlerinin veya belirlediği bazı sektörlerin mülkiyetini ve işletmesini üstlenmesini önermektedir. Bu şekilde devlet sahipliği ve girişimciliği kapitalist sistem içerisinde de mümkündür. Çalışan kitleler oyları ile devlet organizmasını kendi çıkarları doğrultusuna çekebilirler. Bu, emekçilerin bilinçlenmesi ve örgütlenmesi ile başarılabilir. Devlet bu şekilde girişimci ve işletmeci olabilir.

*Hristiyan Sosyalizmi*, İngiltere ve Almanya'da 1848'den sonra ortaya çıkan bu akımda emekçilerin moral ve ahlaki değerlerle ve din duyguları ile güçlendirilmesi esastır. İşçilerin ekonomik sıkıntılarının giderilmesi ve ümitlerinin yeşertilmesi için Hristiyanlığın prensiplerini önerir. Bu anlamda temel kaynak İncil ve onun hükümleridir. Devlet, işveren ve işçinin karşılıklı anlayış ve sevgi içerisinde olmalarını sağlayacak önlemleri almalıdır. Zenginlerin sahip oldukları mülkler, herkesin çıkarına kullanılmalıdır, şiddet ve sınıf mücadelesi dışlanmalıdır.

*Anarşizm*, devletin gereksizliğini savunur. Toplumun düzeninin kendi kendini yöneten guruplar tarafından gönüllü ve toplu çabalarla ortaya çıkmalıdır. İnsan doğası iyiyi doğruyu bulmakta devlet kurumları tarafından bozulmadığı müddetçe iyidir. Özel mülkiyet kaldırılmalı, yerine kolektif mülkiyet olmalıdır. Üretici ve tüketicilerin oluşturduğu birlik ve kooperatifler ekonomik hayatı yöneteceklerdir. Anarşist toplumun özellikleri karşılıklı anlayış, işbirliği ve tam özgürlüktür.

*Marxist Sosyalizm*, Karl Marx (1818-1883), Hegel'in diyalektiğini materyalizm ile birleştirerek kendi tarih teorisini geliştirmiştir. Marx'ın düşünce sistematiğini

etkileyen en önemli felsefeci George Hegel (1770-1831)'dir\*. Hegel'in sürecinde değişen görüşlerdir, Marx'ın tarihsel sürecinde ise değişen yapıdır. Buna göre, sürekli bir değişim içerisinde olan maddi üretim güçlerinin dinamik yapısı (teknoloji, sabit ve değişken sermaye, işgücü becerisi), üretim ilişkilerinin (kurallar, insanlar arasındaki sosyal ilişkiler, mülkiyet) statik yapısı ile çelişir. Üretim ilişkileri üst yapı (sanat, felsefe, din, edebiyat, müzik) tarafından desteklenir ve üst yapının bütün unsurları mevcut düzeni yani statükoyu oluşturur. Tarih de, statik üretim ilişkilerinden (tez), dinamik maddi üretim güçleri (antitez) ile çatıştığı bir diyalektik materyalist süreç içerisinde ilerler. Bu sürecin sonunda da proletarya isyan ederek otoriteyi kendi eline alır, yeni düzeni kurar.

Marxist iktisadi görüşün beş temel yaklaşım ve sonuçları şöyle sıralanabilir: Emek-değer teorisine göre bir malın diğer mallar cinsinden değeri o malın üretilmesinde kullanılan emek- zaman tarafından belirlenir. Toplam satış hasılatı ile sosyal maliyet arasındaki farka emek tarafından yaratılan artı değer denir. Kapitalist üretim süreci yedek işsizler yaratır ve bu işsizlerin miktarı konjoktüre göre değişir. Uzun dönemde kar oranlarında mal ve emek piyasalarındaki rekabetten dolayı azalma olur. Kapitalizm doğası gereği krizlere gebe; kar konusundaki doyumsuzluk, yatırım harcamalarındaki artış ve bunun sonucunda yatırım harcamalarında volatilité ortaya çıkar. Kapitalist piyasa ekonomisi tekelleşme ve sermayenin merkezîleşmesiyle sonuçlanır. Marx kapitalizmin kendi sonunu hazırlayacağı görüşündedir. Bunun nedeni ise işçi sınıfının sefaletinin sürekli artacağı ve bunun da işçi sınıfının kapitalizme isyanıyla sonuçlanacağı öngörüsüdür.

*Komünizm*, Marx'a göre komünizm, sosyalizmin son aşamasıdır. Kapitalist sistemde bölüşümü belirleyen şey yetenek, sosyalizmde emek, komünizmde ise bireyin ihtiyacıdır şeklinde bir formülasyon kapitalizmden sosyalizme, sosyalizmden de komünizme dönüşümü ifade etmek bakımından önemli bir kriterdir. Burada üretim bolluğu vardır, çatışma yoktur devlette de çatışma olmadığı için devlet klasik

---

\* Hegel, tarihin tekrarlardan oluşmayan ve ileriye doğru hareket eden bir süreç olduğunu ve bu sürecin de tez, antitez ve sentezden oluşan üçlü bir yapının ilişkisinden oluştuğunu savunur. Hegel'e göre herhangi bir zaman diliminde her toplumda her zaman hâkim bir görüş (tez) mevcuttur ve bu görüş onun karşısında kısa zamanda çatışan başka bir görüş (antitez) bulur. Tez ve antitezin çatışması ise daha iyi bir görüş olan sentez'in ortaya çıkmasına sebep olur. Hegel bu süreci diyalektik olarak adlandırır (Bocutoğlu, 2016, s.122).

fonksiyonlarının dışında herkesin ihtiyacının karşılayacak ölçüde bol üretim ve büyük projelerin gerçekleştirilmesi konularına yoğunlaşacaktır.

*Revizyonizm*, sınıf mücadelesini uygun görmez, devletin varlıklı sınıfların bir aleti olduğu görüşünü desteklemez. Bütün ümitlerini eğitim, seçimle iş başına gelme, hükümetleri oy ile kontrol etmeye bağlar. Hükümet tekelleri düzenleyecek, fabrikalardaki çalışma şartlarını kontrol edecek, bazı kamu hizmetlerini üstlenecek, yavaş yavaş devletin sermaye üzerindeki kontrolünü genişletecektir.

*Sendikalizm*, bu sistem parlamentolara ve askerlere karşıdır. Sosyalist hareketlerin parlamentoda temsili, zorunlu olarak sosyalizmde hiç yeri olmayan fırsatçılığı öne çıkarır. İşçi sınıfı için gerekli olan büyük sendikal organizasyonlardır. Kısaca sosyalistler devrimci sendikal örgütlenme ve genel grevle devletin ele geçirilmesi tezini savunmuşlardır. Özellikle sanayi devrimi ile birlikte ortaya çıkan farklı sosyalizm anlayışlarının önemli ortak özellikleri de vardır. Hepsi Smith'in ortaya attığı çıkarlar arasında ayniyeti kabul etmemektedirler. Toplumdaki farklı sınıfların çıkarlarının birbirleri ile çoğu zaman çatışma halinde olduğunu savunurlar. Devletin kurumsal olarak gerekli olduğuna inanırlar ve işçi sınıfının çıkarına çalışmasını önerirler. Laissez-faire doktrinine karşı çıkarlar. Kapitalist sistemin doğasında kriz olgusunun bulunduğunu savunurlar. Say kanunu kabul edilmez. Özel mülkiyet yerine kamu mülkiyetini savunurlar (Brue-Grant, 2007, s.153, aktaran Ertuğrul, 2014, s.342).

Sosyalizm savunucuları kendi aralarında, analizlerinde ve önerilerinde büyük uyumsuzluk içerisinde olsalar da temel ilke diyebileceğimiz unsurlar da vardır: *Çıkar uyumuna, laissez-faire kavramına, say yasasına, homo economicus'a itiraz* olarak bu unsurları sayabiliriz. Kapitalizmde her arzın kendi talebini otomatik olarak yaratamayacağını, bu nedenle kapitalist sistemin dönemsel iktisadi krizlere, genel durgunluğa ve işsizliğe açık olduğuna inanılır. Sosyalistler insanın mükemmelleştirilebileceğini ve uygun koşullar oluşturulduğunda, diğer bireylerle paylaşımda bulunma gibi yüksek insani değerlerin ortaya çıkabileceğine inanırlar. Bu kimselere göre kitlelerin ekonomik durumunu iyileştirmek için, işletmeler kamu mülkiyetine geçirilmelidir (Bocutoğlu, 2016, s.121-122).

## **2.6.Ekonomi Politige Alternatif Yaklaşımlar: İnşacılık, Çift Yönlü Ekonomi Teorisi, Modern Dünya Sistemi Teorisi, Feminist Eleştiri ve Hegemonik İstikrar Teorisi**

*İnşacılık (Constructivism)*, 1980’li yılların ikinci yarısında temelleri atılan bu görüş temelde gerçekliğin ve bilginin inşa edildiğini ifade eder. İnsan bilincinin, düşüncelerin, inanışların, kuralların, normların, kültürün ve kimliğin uluslararası düzeyde etkisini inceleyen inşacılık, bu unsurların uluslararası ilişkilerde önemini göstermiştir (Küçük, 2014, s.325-327).

İnşacılık dünya siyasetinde aktörlerin etkileşimine odaklanan bir yaklaşımdır. İnşacılara göre, devlet etkileşimi kimliklerin, çıkarların ve değerlerin zaman içerisinde devlet eylemini şekillendirdiği ve aynı zamanda kimliklerin, çıkarların ve değerlerin de devlet eyleminde şekillendirildikleri bir öğrenme sürecini yansıtır. Uluslararası kurumlar da hem düzenleyici hem de oluşturunucudur. Düzenleyici normlar belirli davranışları zorunlu kılarak ya da yasaklayarak davranış kalıplarının temel kurallarını oluştururlar. Oluşturucu normlar ise bir davranış belirler ve o davranışa anlamlar yüklerler. Bu normların yanı sıra devletlerin fiziksel güvenlik, istikrar, diğerlerince tanınma ve ekonomik kalkınma gibi başlıca devlet amaçlarını oluşturan birleşik kimliği vardır. Yine de devletlerin amaçlarını nasıl yerine getirdikleri sosyal kimliklerine bağlıdır. Bu kimlikler temelinde devlet ulusal çıkarlarını inşa eder (Griffiths, Roach ve Steven, 2011, s.123-124). Siyaseti asıl etkileyen tarafsız gerçeklerden ziyade, sübjektif yaklaşımlardır. İnsanlar sözde gerçeklerden anlam çıkarırlar ama bu gerçekler aslında sadece eski fikirlerin terk edilip, ihtilaf ve ikna yoluyla yeni fikirlerin kabul edilmesine dayalı zihinsel kurgulardır. Bir fikir ortaya çıktıktan sonra, düzmece veya abartılı bile olsa, çok az kişinin karşı çıktığı bir gerçeklik havası taşır. Gerçekler değişkendir, zaman içinde değişen yorumlara açıktır. Düşünce tarzımız toplumun inançlarına uygun olarak şekillenir (Roskin ve Berry, 2014, s.57).

*Çift Yönlü Ekonomi Teorisi*, ikili ekonomi teorisi, düalizm, ulusal ya da uluslararası tüm ekonomilerin nispeten bağımsız iki sektör açısından incelenmesi gerektiğini ileri sürmektedir: Yüksek düzeyde üretim verimliliği ve ekonomik liberalleşme ile tanımlanan modern, ilerici bir sektör ve geri kalmış üretim tarzı ve yerel

otoriteyle nitelendirilen geleneksel sektör. Teori, ekonomik gelişimin ekonomik, sosyal, siyasal yapıların modernizasyonu yoluyla geleneksel sektörün modern sektöre dönüşümü ve birleşimi tezine dayanmaktadır. Piyasaların ve kurumların küresel entegrasyonu ekonomik güçlerin daha iyi oranda ekonomik verimliliklere ve küresel karşılıklı bağımlılığa doğru mutlak hareketinin bir sonucudur. Bu görüşe göre, piyasa ekonomisinin yükselişi piyasa güçlerinin serbest kalmasının doğal bir sonucudur. Bireyler doğal eğilimleri olan mübadele çerçevesinde ekonomik faaliyetlerini dış engeller kalktıkça ve fırsatlar geliştikçe genişletirler (Gilpin, 2015, s.88-89).

*Modern Dünya Sistemi Teorisi*, bu teoride, modern ekonomik ve siyasal ilişkilerin modern öncesi dönemin ilişkilerinden temelde farklı olduğuna inanılmaktadır. Dünya yapısal bir bütündür ve analizin uygun birimi ve düzeyidir. Modern dünya yapının çeşitli parçalarının işlevsel anlamda ve zorunlu bir biçimde birbirleriyle ilişki içinde olduğu, birtakım iktisadi yasalara uygun olarak işleyen bir sistem olarak anlaşılmalıdır. İkili ekonomi teorisinin merkez-çevre ayrımı ve özellikle çevrenin geniş kısımlarının ekonomik izolasyonuna yönelik eğilimine olan vurgusunun aksine modern dünya sistemi, çekirdeğin ve çevrenin çok yakın şekilde bağlantılı olduğunu düşünür. Modern ve geleneksel sektörler işlevsel olarak birbirleriyle ilişkilidir; geleneksel sektörlerin işlevselliği, modern sektörlerle olan bağlantılarında saklıdır (Gilpin, 2015, s.90-94).

*Feminist Eleştiri*, uluslararası ilişkilere yönelik feminist yaklaşımlar, kadınların araştırma ve konulara yönelik bakış açılarını irdelerken analizin ana kategorisi olarak öncelikle cinsiyeti ele almaktadır. Cinsiyet, sosyal ve kültürel olarak yaratılmış ve kadın yahut erkek olmanın ne anlama geldiği ile ilgili karakteristik özelliklere denir. Maskülenlik, çoğu zaman güç ve etkin aktivite, insani kaygılara çoğu zaman uzak, kendi kendisine güç veren bir bağımsızlık ve sosyal rollerde liderlik yüklenimi ile bağdaştırılır. Bunun tam tersi olarak feminen özellikler, çoğu zaman daha az iddialı ve daha az saldırgan davranışlar, istekli bir şekilde diğer insanlara yönelik anaç ilişkiler kurmaya yönelik tek taraflı, ya da karşılıklı, bağımlılık konuların duygusal yanlarına duyarlılık ve kişiye özgü sahalara yönelik bir odağı ihtiva eder (Viotti ve Kauppi, 2016, s.362).

Maskülen düşünme biçimleri, erkeğe de kadına da belirli roller biçmekte ve bu roller de doğal gerek olduğu düşüncesiyle her iki cins tarafından da içselleştirilmektedir.

Böylelikle kadın yalnızca pasif olarak erkek tarafından yönlendirilmemekte, aynı zamanda aktif olarak yönlendirilmeye rıza da göstermektedir. Yani kadın, erkeğin üstünlük rolüne, hayatı onun tecrübeleri üzerinden öğrenmeye ve ev dışı hayatın erkek tarafından yönlendirilmesine rıza gösterir. Bu, bireylerin toplumda var olmanın kurallarını nasıl öğrendikleriyle ilgili olan bir durumdur ve Femizim'in genel anlamdaki uğraşısı da bu toplumlaşma biçimidir. Feminizm'in uluslararası ilişkiler teorisine etkisi, yalnızca diplomatik alanda kadının oynadığı rollerin artırılmasına yönelik tartışmalar aracılığıyla değil; aynı zamanda kadının egemenlik, güvenlik ve savaş gibi konulardaki gözden kaçan, geri planda kalan ve tartışılmayan aktif rollerini disipline taşıyan ampirik çalışmalar aracılığıyla olmuştur. Bunun yanı sıra, toplumsal cinsiyet çatışmaları tartışmalarından, çatışmaların toplumsal olarak cinsiyetleştirilmiş temellerini araştırmaya yöneldiğini ve böylelikle güvenlik ve çatışma alanlarındaki tartışmaların da seyrinin değiştiğinin söylemek mümkündür (Eken, 2014, s.451,460).

*Hegemonik\* İstikrar Teorisi*, hegemonik denge, bir tek ülkenin, askeri, ekonomik, düşünsel ve kültürel açıdan diğer coğrafyalar üzerinde üstünlük kurma durumu olarak tanımlanabilir (Çeçen, 2003, s.20). *Charles P. Kindleberger, Robert O. Keohane ve Robert Gilpin* gibi Amerikalı akademisyenler aracılığıyla geliştirilen bir uluslararası ekonomi politik teorisi olan hegemonik istikrar teorisine göre ise (hegemonic stability theory\*\*), uluslararası ekonomik sistemin istikrarı, özellikle serbest piyasa ekonomisinin ancak hegemon bir gücün varlığı, inisiyatifi, liderliği ve hâkimiyeti (dünya ticaretindeki en büyük pay sahibi olması ve dünya ticaretinin belli bir para birimi ile yapılması gibi hegoman devletin sahip olduğu hegomanyo araçları vasıtasıyla) altında gerçekleşebileceğini öne sürmektedir (Ataman, 2007, s.120).

---

\* Yunancada “yönetmek” kelimesinden gelen hegemonya, başka topraklar üzerinde güç ve etki sahibi olmak anlamına gelir. Güçlü ülkeler zayıf ülkelerin iç ve dış politikalarını kontrol altında tutabildiklerinde onlar üzerinde hegemonya oluştururlar (Roskin ve Berry, 2014, s.119).

\*\* Hegemonik İstikrar Teorisinde hegemon devletin uluslararası alanda yaptığı düzenlemeler ve üstlendiği sorumlulukların algılanış şekli, iktisat teorisindeki kamu malları kavramına yakındır. Kamu malları, karlı olmadıkları için piyasa tarafından sağlanmayan ancak devlet tarafından sağlanması gereken, bölünmesi ve fiyatlandırılması güç olan mallardır. Hegemon konumundaki devletin uluslararası ekonomi için yaptığı düzenlemeler de, başkaları tarafından yapılmayacak, ancak üst otorite konumundaki birisi tarafından mutlaka yapılması gereken hizmetler olarak sunulmaktadır (Şöhret, 2011a, s.15).

En basit haliyle hegemonik istikrar teorisi, dünya piyasa ekonomisinin tam gelişimi için bir hegemonun ya da hâkim bir liberal gücün varlığının gerekli bir koşul olduğunu tartışmaktadır. 17. ve 18. yüzyıldakine benzer çoğulcu ve hegemonun olmadığı bir sitemde, dünya piyasasının büyümesini açıkça kolaylaştırırsa da hegemonun yokluğunda merkantilist rekabet ve ulusal politikalar hâkim olmaya başlayacaktır. Hegemon devlet, istismarı ve hazıra konulduğu önlemeli, liberal ekonominin kurallarını uygulamalı ve sistemin devam edebilmesi için diğer güçleri maliyetlerin paylaşımı konusunda teşvik etmelidir. 19. yüzyılın altın standardı ve savaş sonrası dönemin Bretton Woods sistemi bir hegemon tarafından liberal piyasa düzeni yasalarının inşa edildiği ekonomik rejimin ve ekonomik milliyetçiliğe yönelik eğilimlerin bastırıldığı dikkat çekici örneklerdir. Eğer diğer devletler hegemonun faaliyetlerinin sadece ona hizmet etmeye başladığına ve kendi siyasal ve ekonomik çıkarlarıyla çatıştığını düşünmeye başlarsa, hegemonik sistem önemli ölçüde zayıflayacaktır. Yine egemen gücün vatandaşları diğer devletlerin ihanet ettiğine inanırlarsa ya da liderliğin maliyeti algılanan yararları aşarsa sistem kötüleşecektir. Sonuç olarak bu teori uluslararası piyasa ekonomisinin işleyişinde ve mevcudiyetinde, devletin ve siyasal faktörlerin rolüne önemle vurgu yapar. Buna karşılık sonuçlarının belirlenmesinde toplumsal güçlerin ve yeniliklerin, piyasanın, motive edici ideolojilerin ve yerel faktörlerin önemini yeterince vurgulamamıştır (Gilpin, 2015, s.97-119).

Artan oranda birbiriyle karşı karşıya gelen farklı çıkarlar, dünya görüşleri ve değerler sistemlerinden dolayı uluslararası ekonomi politik birçok yaklaşım içermekte ve bu yaklaşımlar arasında anlaşmazlıklara şahitlik etmektedir (Balaam ve Dilman, 2015, s.153). Ancak ekonomi politikte ana teoriler olarak Merkantilizm, Liberalizm ve Marksizm sayılmaktadır. Bilim insanları, ekonomi ve politika arasındaki ilişkiyi açıklamak için birçok teori üretmiş olsalar da Merkantilizm, Liberalizm, Marksizm en önemlileri olarak göze çarparken, bu teoriler politik ve akademik dünyada derin etkiler bırakmışlardır. Bu teorilerde var olan analizlerdeki temel birimler, ulusal ekonomideki amaçlar, ekonomik etkileşimin temeli ve ekonomik etkileşimin doğası, politika-ekonomi ilişkisi, yurt içerisinde ve yurt dışında ekonomi politikasına yön veren politika rehberleri olmak üzere temel özellikler olarak ifade edebileceğimiz unsurlar aşağıdaki Tablo 1’de gösterilmiştir.

**Tablo 1**  
**Uluslararası Ekonomi Politğin Ana Teorileri**

	<b>Analizin Temel Birimi</b>	<b>Ulusal Ekonominin Amacı</b>	<b>Ekonomik Etkileşimin Temeli</b>	<b>Ekonomik Etkileşimin Doğası</b>	<b>Politika-Ekonomi İlişkisi</b>	<b>Politika Rehberi</b>
Merkantilizm	Devlet	Ulusal ekonomik kalkınma ile devletin gücünü artırmak	Devlet kontrollü piyasa	Çatışma, rekabet, görelî kazanç	Birleşik (ekonomi devlet gücünü değiştirir, ekonomi politikaya bağımlıdır)	<i>Yurtiçinde;</i> Sanayiye yönelik sektörel müdahale, <i>Yurtdışında;</i> stratejik ticaret ve sınırlı koruma
Liberalizm	Birey, firma	Bireylerin refahını artırmak	Arz talep çerçevesinde serbest piyasa	Bireyler, firmalar, devletlerarasında uyum, mutlak kazanç	Ayrı (ekonomi politikadan ayrı tutulmalı)	<i>Yurtiçinde;</i> Serbest ticaret ve minimum devlet müdahalesi, <i>Yurtdışında;</i> Serbest ticaret ve sermaye akımları
Marksizm	İşçi Sınıfı (Kapitalizmin içinde sınıfların hâkimiyeti)	Sınıf çıkarlarını desteklemek	Hem ulusal hem de uluslararası düzeyde sınıf çıkarları tarafından sevk ve idare edilen piyasalar	Sınıflar ve devletlerarası çatışma (sistem hâkim grupların çıkarlarına hizmet eder)	Politika ekonomiyeye bağımlıdır	<i>Yurtiçinde;</i> Korumacılık ve ithal ikamesi, <i>Yurtdışında;</i> <i>Kapalı</i> ekonomiler ve uluslararası ekonomi politikasının reformu

**Kaynak:** <https://www.rose-hulman.edu/~casey1/PGE%20Structuralism.pdf> (Erişim Tarihi: 12.12.2017).

Merkantilizmde devlet, Liberalizmde birey ve firma, işçi sınıfı ise Sosyalizm’de analizin temel unsurudur. Ulusal ekonomik kalkınma ile devletin gücünü artırmak Merkantilizmde temel amaç olarak belirtilirken, bireyin refahını artırmak Liberalizm’de, sınıf çıkarlarını desteklemek de Marksizm’de en öncelikli konulardır. Devlet kontrollü piyasa Merkantilizmde, serbest piyasa Liberalizmde, sınıf çıkarları tarafından idare edilen piyasalar Sosyalizm’de ekonomik etkileşimin temelini oluşturur. Ekonomik etkileşimin doğası, Merkantilizmde çatışma, rekabet, Liberalizmde bireyler, firmalar, devletlerarasındaki uyum, Sosyalizm’de sınıflar ve devletlerarası çatışmadır. Politika



rehberi olarak Merkantilizm’de yurtiçinde; sanayiye yönelik sektörel müdahale yer alırken, yurtdışında; stratejik ticaret ve sınırlı koruma vardır. Liberalizm’de yurtiçinde serbest ticaret ve minimum devlet müdahalesi yurtdışında; serbest ticaret ve sermaye akımları politika rehberi olarak yer almaktadır. Marksizm’de yurtiçinde korumacılık ve ithal ikamesi yurtdışında; kapalı ekonomiler ve uluslararası ekonomi politikasının reformu yer almaktadır.

## 2.7. Genel Değerlendirme

Erken modern zamanda devlet adamlarının uygulamasıyla gelişen ekonomik milliyetçilik ya da merkantilizm siyasetin ekonomi üzerindeki üstünlüğünü, temel olarak devlet kurma ideolojisi ve piyasanın devletin çıkarlarına tabi olmasını, siyasi faktörlerin ekonomik ilişkileri belirlediğini veya en azından belirlemesi gerektiğini savunur. Merkantilizme göre devlet ekonominin en önemli aktörüdür ve ekonomik ilişkilerin ne ölçüde siyasi otorite tarafından belirlendiği önemlidir. Bu açıdan piyasalar ”doğal” değildir ve büyük ölçüde devlet otoritesinin kullanımı yoluyla şekillenen toplumsal anlamda var olurlar. Devlet sistemi anarşik olduğu için, devletler sıfır toplamlı bir oyunda birbiriyle güç ve refah mücadelesi yürütürken küresel ekonomi de çatışmayla tanımlanma eğilimindedir. Klasik merkantilist strateji, ihracat için mal üretip ithalatı kısıtlama yoluyla avantajlı bir ticaret dengesi yaratarak devletin refah, güç ve prestijini artırmaktır. Bunu başarmadaki temel araç korumacılıktır. Savunmacı merkantilizm, “bebek” endüstrileri ve zayıf ekonomileri daha güçlü ekonomilerin “haksız” rekabetinden korumak için tasarlanmışken, saldırgan merkantilizm, ulusal ekonomiyi, yayılcılık ve savaşa temel oluşturması için güçlendirmeyi amaçlar. Bu yüzden küresel ekonomi, en güçlü devletlerin çıkarları tarafından bazen neo sömürgecilik bazen de pazarlarını açmaları için zayıf devletleri zorlayan serbest ticaret düzenlemeleri yoluyla şekillendirilmiştir. Bazı realistlere göre istikrarlı bir dünya ekonomisi, hegemonik istikrar teorisinin önerdiği gibi tek bir başat gücün varlığını gerektirir.

Fizyokratlar ekonominin doğal yasalara uygun olarak işlediğini savunmuşlar, o nedenle ekonomiye aktif müdahaleyi savunan merkantilist yaklaşımı ağır biçimde eleştirmişlerdir. Fizyokratlara göre en iyi ekonomi politikası, devletin özel kesime hiçbir biçimde karışmadığı, onu serbest bıraktığı politikadır. Devlet dış ticaret dâhil hiçbir

konuya karışmamalı ve hiçbir konuda rol almamalıdır. Fizyokratların önem verdiği konu tarım kesimi olmuştur ve bir toplumun zenginliği elindeki malları başka toplumlarla değiştirmekten değil, tarım kesiminin üretiminden kaynaklanmaktadır. Fizyokratlar, ortaya koydukları birçok görüşle kendilerinden hemen sonra ortaya çıkan iktisatçıları derinden etkilemişlerdir.

Klasik teori, siyasetin ve ekonominin farklı alanlarda var olduğunu var sayıp, piyasanın verimlilik, büyüme ve tüketici seçiminde çıkar açısından siyasi müdahalelerden uzak olması gerektiğini savunur ve bu anlamda merkantilizme bir tepkidir. Klasik teori, rasyonel olarak kendi çıkarlarını veya en fazla fayda elde etmeyi düşünen varlıklar olarak bireylerin temel ekonomik aktörler olduğu inancına dayanır. Bu doğrultuda üretimin örgütlenmesi ve dolayısıyla refah üretme konusunda en önemli araçlar şirketlerdir. Rakip güçler arasında denge veya uyum olduğu konusundaki derin liberal inanışla paralel olarak ekonomik liberalizme dair temel düşüncesi, müdahale edilmeyen piyasa ekonomisinin uzun vadede denge piyahasının “görünmez eli” olan fiyat mekanizmasının, “arz” ve “talebi” uyumlu hale getirmesi eğiliminde olduğudur. Klasik liberal ekonomi-politik açısından bunun anlamı, devletin ekonomiyi kendi haline bıraktığı ve piyasanın kendi kendini yönettiği laissez-faire politikalarıdır. Bu nedenle daha fazla verimliliğin ekonomik büyüme ve herkes için fayda sağlaması nedeniyle piyasa üzerinden ekonomik mübadele, artı toplamlı bir oyundur. Dolayısıyla ticaretin ve diğer ekonomik ilişkilerin karşılıklı fayda ve genel refah getirme vaadi nedeniyle küresel ekonomi işbirliğiyle tanımlanır. Bunun bir başka anlamı da piyasanın, ulusal sınırlar gibi “irrasyonel” engeller üzerindeki zaferi olarak görülen ekonomik küreselleşmeye olumlu yaklaşımıdır.

Neoklasik teori, klasik iktisadi düşüncenin esaslarına temelde bağlıdır ve klasik değer teorisi ve toplumsal ahenk yaklaşımı konularında yeni görüşler ileri sürerek klasik düşünceyi mikro tahlillerle savunmaya çalışmışlardır. Neoklasik teoride üç temel ilke vardır: İlki, serbest piyasaların kendiliğinden bir üretim ve tam istihdam düzeyini ayarlayacağı inancı; ikincisi, hem ideal bir bölüşüm modeli hem de gelir bölüşümünün nasıl ortaya çıktığına ilişkin, bölüşümün marjinal verimliliği kuramı ve sonuncusu rekabetçi bir kapitalist ekonomide fiyatların makul ve kaynakların etkili bir biçimde

tahsis edildiği bir Pareto optimumuna kendiliğinden ulaşacağına ilişkin görünmez el tezidir.

Keynesyen iktisatçılar, klasik iktisatçıların savunduğu görüşün tersine, tam istihdam dengesinin özel bir durum olduğunu ve klasik iktisatçıların ileri sürdüğü gibi ücret ve fiyatın kolayca uyumlanabilen bir yapıda olmadığını tüm bu nedenlerle dengesizlik durumunun kalıcı olabileceğini ve devlet müdahalesinin gerekli olduğunu iddia ederler. Keynesyenlere göre, enflasyonla mücadelede en etkili sistem, vergilerin artırılması ve kamu giderlerinin azaltılması yöntemi uygulanarak, ulaşılacak bütçe fazlası yönünde bir maliye politikası izlenmesidir. Keynesyen ekonomi, ekonomideki dengesizliklerin arz yönünden daha çok talep yönünde ortaya çıkacağını ve bu nedenle talep yönetimi ağırlıklı bir maliye politikası izlemek gerektiğini ne sürer. Böylelikle ekonomide enflasyonun artmasına neden olan aşırı talep giderilmiş ve fiyat artışları kontrol altına alınmış olacaktır.

Monetaristler, daha çok klasik ekonominin görüşlerinden hareketle denk bütçe ve onun kadar önemlisi sabit bir parasal büyüme oranını kural haline getirmeyi önerirler. Para arzındaki artışlar, fiyatlar genel düzeyini etkiliyorsa; para arzı artışı durdurulur ve bu artışa neden olan bütçe açıkları denk bütçe uygulamasıyla giderilirse, fiyatlar genel düzeyinin yükselmemesi sağlanmış olur. Enflasyonun temel nedenini para artışının yarattığı talep artışına bağlayan parasalcı iktisatçılar, bu sorunla mücadelede temel ağırlığı talebi denetlemeye yönelik para politikasına verirler.

Arz yanlı iktisadın ekonomi politik tavrı tümüyle arz yönlüdür ve ekonomik dengesizlik durumu ne olursa olsun (enflasyon, durgunluk, stagflasyon) ekonominin canlandırılması gerektiğini savunur. Örneğin, vergi indirimleri yapılmak suretiyle üretim artırılırsa, hem durgunluk giderilmiş olur, hem de talep fazlası emilerek fiyatların düşmesi sağlanır.

Rasyonel beklentiler yaklaşımı, değişkenlerin ileride alması beklenen değerleri konusundaki beklentilerin o değişkenlerin alacağı biçimi belirleyeceği düşüncesine dayanır. Ekonomide beklentiler son derece önemlidir buna bağlı olarak beklentiler ne

yöndeysel genellikle gerçekteşme de o yönde ortaya çıkar. O halde beklentilerin hiçbir sürprize yer vermeyecek şekilde politikalarla yönlendirilmesi gerekir.

Ekonomi politikası uygulamasının temel amaçlarından biri, konjonktür dalgalarının yarattığı istikrarsız gelişimi dengeli, istikrarlı bir çıkış trendine oturtmaya çalışmaktır. İktisadi dalgalanmalar; teknolojik şoklar, fiziki çevre şartlarındaki değişmeler, hammaddelerin reel fiyatlarındaki, vergi oranlarındaki ve bireylerin tercihlerindeki değişmeler gibi reel faktörlere karşı, ekonomik karar birimlerinin verdiği mikro ekonomik tepkilerden doğar. Karar birimlerinin tutumu da konjonktür dalgalarına yol açar, üretim ve istihdam seviyesini etkiler.

Yeni Keynesyen iktisat, vergi ve kamu giderlerinde değişiklikler yapılarak ekonomiye devlet müdahalesinin zorunlu olduğu fikrini savunur. Monetaristlerin bir parasal büyüme oranı belirlenip ona sadık kalınması şeklindeki pasif parasal müdahale politikasını eleştiren yeni Keynesyenler, devletin para politikasını ekonomiye aktif müdahalenin bir aracı olarak kullanması gerektiğini düşünmektedirler.

On dokuzuncu yüzyılın ortalarında liberalizme ve klasik ekonomiye tepki olarak ortaya çıkan Marksizm, ekonominin politikayı yönlendirdiğini iddia eder. Siyasi çatışmaların zenginliğin dağıtımını konusunda sınıflar arası mücadeleden doğduğunu söylemektedir. Bu nedenle, siyasi çatışma piyasanın ve sınıf toplumunun ortadan kalkmasıyla kesilecektir. Kapitalizmi bir sınıf sömürsü sistemi olarak betimleyen ve sosyal sınıfları temel ekonomik aktörler olarak alan Marksizm, ekonomiye dair eleştirel yaklaşımlara hâkim olmuştur. Sınıf bağılılıkları ulusal sadakatlardan daha güçlü olarak görüldüğü için, Marksist görüşe göre ekonomi politik her zaman uluslararası boyuta sahiptir. Modern ekonomik koşullar altında kapitalist sınıf veya burjuvazinin çıkarları, genellikle ulusal hükümetlerden daha güçlü oldukları düşünülen ulus ötesi şirketlerin çıkarlarıyla giderek artan bir biçimde tanımlanmaya başlamış ve ekonomi siyasete üstün gelmiştir. Bu nedenle doğası gereği kapitalizm, ulusal sınırlar ne olursa olsun kesintisiz bir genişleme arzusu, yani küreselleştirici eğilimler taşır. Bununla birlikte küresel ekonomi kapitalist sistemin ezici doğasından kaynaklanan çatışmayla tanımlanır. Bazı Marksistlere göre bu durum, emperyalizmle, hammadde ve ucuz işgücü elde etme arzusuyla açığa çıkar. Fakat Wallerstein'in izinden giden bazı neo-Marksistler, küresel

kapitalizmi, merkez ve çevre olarak bilinen bölgeler ve ulus ötesi şirketler ile gelişmekte olan dünya arası sömürücü ilişki tarafından yapılandırılan bir dünya sistemi olarak yorumlar. Diğerleri ise ekonomik ve siyasi gücün ne ölçüde uyum içerisinde işlediğine dikkat çeken hegemonyanın rolünü vurgulayan yaklaşımı benimsemiştir.

1980’li yılların ikinci yarısında temelleri atılan *İnşacılık* temelde gerçekliğin ve bilginin inşa edildiğini ifade eder. İnsan bilincinin, düşüncelerin, inanışların, kuralların, normların, kültürün ve kimliğin uluslararası düzeyde etkisini inceleyen İnşacılık, bu unsurların uluslararası ilişkilerde önemini göstermiştir. *Çift Yönlü (İkili) Ekonomi Teorisi*, ulusal ya da uluslararası tüm ekonomilerin nispeten bağımsız iki sektör açısından incelenmesi gerektiğini ileri sürmektedir: Yüksek düzeyde üretim verimliliği ve ekonomik liberalleşme ile tanımlanan modern, ilerici bir sektör ve geri kalmış üretim tarzı ve yerel otoriteyle nitelendirilen geleneksel sektör. *Modern Dünya Sistemi Teorisi*, modern ekonomik ve siyasal ilişkilerin çeşitli parçalarının işlevsel anlamda ve zorunlu bir biçimde birbirleriyle ilişki içinde olduğu, birtakım iktisadi yasalara uygun olarak işleyen bir sistem olarak anlaşılması gerektiğini ifade eder. *Feminist Eleştiri*, uluslararası ilişkiler teorisine, yalnızca diplomatik alanda kadının oynadığı rollerin artırılmasına yönelik tartışmalar aracılığıyla değil; aynı zamanda kadının egemenlik, güvenlik ve savaş gibi konulardaki gözden kaçan, geri planda kalan ve tartışılmayan aktif rollerini disipline taşıyan ampirik çalışmalar aracılığıyla etki etmiştir. *Hegemonik İstikrar Teorisi*, uluslararası ekonomik sistemin istikrarı, özellikle serbest piyasa ekonomisinin ancak hegemon bir gücün varlığı, inisiyatifi, liderliği ve hâkimiyeti (dünya ticaretindeki en büyük pay sahibi olması ve dünya ticaretinin belli bir para birimi ile yapılması gibi hegoman devletin sahip olduğu hegemonya araçları vasıtasıyla) altında gerçekleşebileceğini öne sürmektedir. En basit haliyle bu teori, dünya piyasa ekonomisinin tam gelişimi için bir hegemonun ya da hâkim bir liberal gücün varlığının gerekli bir koşul olduğunu tartışmaktadır.

### 3. ULUSLARARASI FİNANSIN EKONOMİ POLİTİĞİ

Uluslararası ekonomi politik (UEP), değişik coğrafi bölgelerdeki devletler, piyasalar ve toplum aktörleri ile kurumları arasındaki konuları ele alan, bireyler, devlet, devlet içindeki gruplar, uluslararası örgütler, ulus-ötesi şirketler de dâhil olmak üzere değişik aktörler tarafından güç kullanılmasını anlatan “siyasi boyutunun” yanında, kıt kaynakların bireyler, gruplar ve ulus-devletlerarasında nasıl dağıldığını ifade eden bir “ekonomik boyuta” da sahiptir (Balaam ve Dilman, 2015, s.32-33). Tablo 2’de uluslararası politik ekonominin inceleme alanları gösterilmiştir. Ekonomi ve politikaya ilişkin her konu ve özne UEP’nin inceleme alanına girmektedir. Ulusal ve uluslararası ekonomi ve politika alanlarının karşılıklı etkileşimiyle oluşmuş bir disiplin olarak savaşlardan krizlere, ulusal politikalardan uluslararası ticaret anlaşmalarına kadar her gelişme, UEP’nin inceleme konusu olabilir (Al, 2015, s.154).

**Tablo 2**  
**Uluslararası Politik Ekonominin İnceleme Alanları**

Finans ve Para Yapısı	Finansal yatırımlar
	Bankalar
	Spekülatif sermaye hareketleri
	Sıcak para
	Doğrudan yabancı yatırımlar
Üretim ve Ticaret Yapısı	Uluslararası Ticaret
	Üretim süreçleri
	Refah ve güç dağılımı
	Ekonomik çıkar grupları
	Ulus ötesi şirketler
Güvenlik Yapısı	Güvenliği sağlayan devlet, sivil toplum örgütleri
	Savaş ve barış
	Terör saldırıları
	İnsani krizler
	Hegemonya
Bilgi ve Teknoloji Yapısı	Ulaşım ve iletişim sistemleri
	İnovasyon
	Sanayi
	Bilimsel buluşlar
	Kitle imha silahları

**Kaynak:** Balaam, David N. ve Dillman, Bradford, Uluslararası Ekonomi Politike Giriş, Ankara: 2015, s.40.

UEP’nin kurucuları arasında görülen *Susan Strange*, UEP’nin inceleme alanlarına ilişkin; güvenlik yapısı, üretim ve ticaret yapısı, finans ve para yapısı, bilgi ve

teknoloji yapısı olarak dört unsur sunmaktadır. Buralarda, tercihlerde ve davranışlarda bulunan bireyler, devlet içindeki faktörler, devletlerarasındaki karşılıklı ilişkiler ve küreselleşme karşılıklı etkileşimle sorunları, çözümleri ve gelişmeleri meydana getirir (Balaam ve Dilman, 2015, s.39-40).

### **3.1. Uluslararası Finansın Gelişimi**

Ticaret çoğu zaman bölgesel boyutta gerçekleşirken, finans piyasaları, tam anlamıyla küresel ekonomide varlığını sürdürmektedir. Bununla birlikte, sadece dünya çapında gerçekleşen bağlantılarla ilişkilendirildiğinde ya da öncelikle ekonomik bağlamda ele alındığında küreselleşme fikri yanlış anlaşılabilir. Küreselleşme, ülkelerin ekonomik açıdan karşılıklı bağımlılıkları ile ilgilidir ve içinde yaşadığımız dönemde zamanın ve mekânın dönüşümüyle alakalı bir kavramdır (Giddens, 2000, s.42). Bir yandan piyasalardaki işlem hacmi hızla gelişirken, diğer yandan sınır-ötesi işlemlerin payları hızlı biçimde artış göstermiştir. Böylece şirketler ve hükümet kuruluşları, fon bulmak için giderek artan ölçülerde, iç mali piyasalara bağlı kalmak zorunluluğundan kurtulmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s.290).

Finansın belirli bir coğrafya ile (ulusal sınırlarla) sınırlı olmayıp uluslararasılaşması, piyasaya yeni katılımcılar, ürünler ve hizmetlerin girmesine zemin hazırlamakta, böylece, sistemde yer alan katılımcılar için yeni fırsatlar doğarken, etkinlikten uzak çalışan piyasa katılımcıları ile sıkı kontroller ve aşırı düzenlemeler yapan politika yapımcıları için tehditler gündeme gelmektedir. Çünkü sermaye için en uygun ortama sahip olan merkezlerle hareket etmek, artık çok hızlı ve düşük maliyetlidir (Alp, 2000, s.78-79). Küreselleşme, kökeninden de anlaşılabilir gibi genellikle ekonomi ve dünyayı içine alan ekonomiyle ilgili bağlantılar şeklinde anlaşılmaktadır (Giddens, 2000, s.41). Küreselleşmenin ekonomik içerikli tanımlamalarının genelinde ise farklı unsurlar olan üretim, finans, ticaret ve işgücünün küresel entegrasyonunun parçaları olarak ulusaldan küresel ölçeğe doğru genişleyen ve hızla uluslararasılaşan bütüncül bir sürecin içinde yer aldıkları düşünülmektedir (Günsoy, 2006, s.55). Tablo 3'te küreselleşmenin daha iyi anlaşılabilmesi için ekonomik, politik, sosyo-kültürel teknolojik boyutları ve çeşitli göstergeleri yer almaktadır.

**Tablo 3**  
**Küreselleşmenin Boyutları ve Göstergeleri**

Boyut	Alt Boyut	Gösterge
Ekonomik Küreselleşme	Ticaretin Küreselleşmesi	Reel dış ticaretin büyüme oranı
		Ticari hizmetler ihracatının sanayi malları ihracatına oranı ile İmalat sanayi ürünlerinin toplam ihracattaki payı
		Dış ticaret hacminin (ithalat + ihracat) GSYİH'ya oranı
		İthalat veya ihracatın GSYİH'ya oranı ile İthalat vergilerinin toplam ithalat hacmine veya GSYİH'ya oranı
		Kıtalar arası dış ticaretin büyüme oranı, Ortalama tarife oranı ve değişimi ile gizli ithalat engelleri
		Mal ve hizmet fiyatlarında yakınlaşma
	Finansal Küreselleşme	Uluslararası sermaye akımları üzerine konulan/kaldırılan resmi kısıtlamalar hakkında IMF'ye sunulan ulusal raporların değerlendirilmesi
		(Gayrisafi özel sermaye girişleri + Gayrisafi özel sermaye çıkışları)*100/GSYİH
		Yabancı varlık ve yabancı borçlanmanın ihracat ve ithalatın toplamına oranı
		Yabancıların satın aldığı hisse senetleri, doğrudan yabancı yatırımların aktifleri ve yabancı toplam borç miktarının ihracat ve ithalatın genel toplamına oranı
		Finansal varlıkların toplam değerinin GSYİH'ya oranı
		Cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı
		Faiz oranlarında yakınlaşma, Dünyadaki toplam döviz alışverişlerinin hacmi
		Doğrudan yabancı yatırımlar stokunun GSYİH'ya oranı
	Toplam portföy yatırımlarının GSYİH'ya oranı	
	Üretim Küreselleşmesi	Bir çokuluslu şirketin yabancı aktiflerinin toplam aktiflerine oranı, yabancı satışlarının toplam satışlarına oranı, yabancı istihdamının toplam istihdama oranı
		İşgücünün Küreselleşmesi
	Politik Küreselleşme	Hükümetler arası, hükümetler dışı ve tüm uluslararası organizasyonların sayısının tarihsel gelişimi
		Birleşmiş millet güvenlik konseyinin görevlendirmelerine katılım
Yabancı elçiliklerin sayısı, Hükümet transferleri, İmzalanan uluslararası anlaşma sayısı		
Sosyo-Kültürel Küreselleşme	Uluslararası seyahat ve turizm, Uluslararası telefon trafiği	
	Göçmenlerden ana ülkeye gönderilen kamusal olmayan döviz transferi	
	ABD'yi telefon ile aramanın ortalama maliyeti	
	Nüfusun yüzdesi olarak yabancıların sayısı	
	Radyo, Gazete, İnternet kullanıcıları, Telefon Hattı sayısı	
Mc Donald's restoranlarının sayısı		
Teknolojik Küreselleşme	Teknolojik yayılım oranı (Yabancı firmalarının almış olduğu patentlerin yerli firmaların almış olduğu patentlere oranı)	
	İleri teknoloji ürünlerinin uluslararası ticareti, Lisans anlaşmalarının sayısı	
	Doğrudan yabancı yatırımlarının giriş ve çıkış miktarları	
	Bilimsel ve teknolojik anlaşmaların şekli ve sayısı	
	Dış ülkelere finanse edilen AR-GE'nin derecesi	
Çok uluslu şirketlerin firma içi ticaret miktarları		

**Kaynak:** Bülent Günsoy, "Küreselleşme Bütüncül Bir Süreç Midir?", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl 21, Sayı 246, 2006, s.56-57.



“Başlangıçta sadece Etiyopya’da yetişen kahve çekirdeği nasıl olup da Java ve Kolombiya üzerinden yolculuk ederek fincanlarımızı doldurmaktadır? Arabistan’dan doğan İslam dünyada bir milyardan fazla insanın din değiştirmesini nasıl sağlamıştır? Amerika Birleşik Devletleri’nin para birimi adını nasıl oldu da Almanya’nın gümüş madenciliği yapılan bir kasabadan almıştır? Çinlilerin kâğıt yapma teknolojisi batıya nasıl ulaşmıştır?” bu sorular değişik olmakla beraber sonu da gelmemektedir ve her şeyi kucaklayan küresel bağlantılılık olayının özüne inmektedir (Chanda, 2009, s.3).

Devletler, iş çevreleri ve diğer gruplar küreselleşmenin gelişimine katkıda bulunmuşlardır. Şirketler giderek artan bir şekilde doğrudan dış yatırımla iletişime geçmişlerdir. 1997 yılında uluslar-üstü birleşmeler küçük şirketlerin satışlarından elde edilen gelir, mal ve hizmetlerin toplam dünya ihracatına göre % 20'sinden daha fazla gerçekleşmiştir. Özetle, küreselleşme; siyasi ve iktisadi etkilerin birleşiminden oluşan bir dizi karmaşık süreçlerden oluşur. Bu durum, bir yandan yeni uluslar-üstü sistemler ve güçler üretirken diğer taraftan özellikle de gelişmekte olan ülkelerde giderek değişime maruz kalmaktadır. Küreselleşme, uygulamaya sokulan çağdaş politikaların temellerinden daha başka bir şeydir. Bir bütün olarak ele alındığında, küreselleşme içinde yaşadığımız toplumun kurumlarını dönüştürmektedir. Küreselleşme kesinlikle sosyal demokrat tartışmalarda geniş bir şekilde yer alan “yeni bireyselleşimin” yükselişiyle doğrudan ilişkilidir (Giddens, 2000, s.44-45).

Ulusların varlığının ve siyasi bağımsızlığının en önemli araçlarından biri olan üretim ve tüketim ilişkilerinin, ticaretin ve genel olarak ekonominin; yönetsel kurumların, örgütlerin, karar alma ölçeğinin ve genel olarak politikanın ulus ötesi sınırlara taşınması ile bu iki olgunun küresel ölçekte yerini sağlamlaştırma çabaları birçok kesimin ilgisini çekmektedir. Küreselleşme olarak nitelendirilen bu olgu bazı görüşlerce doğal ve kaçınılmaz bir sonuç olarak nitelendirilirken; bazıları da, uluslararası siyasi aktörler başta olmak üzere politika yapıcılarının, ulus ötesi şirketlerin, kapitalist sınıfın katkısının olduğu tarihsel bir süreç olarak nitelendirilmişlerdir. Ortaya çıkışı, etkileri ve sonuçları bakımından küreselleşme üç dönemde ele alınabilir. İlki, 16. yüzyıldan başlayarak özellikle Sanayi Devrimi sonrası sanayi kapitalizminin ortaya çıkmasıyla I. Dünya Savaşı’na kadar etkisini gösteren dönemdir. İkincisi 1980’lere kadar devam eden dönem

ve üçüncüsü de Berlin Duvarı'nın yıkılmasıyla ve dolayısıyla Doğu Blok'unun çöküşüne kadar zemin hazırladığı 1989 yılı başlangıcından bu yana etkisini gösteren dönemdir. Küreselleşme, özellikle, kapitalist üretim biçimi ve sanayi kapitalizmi ile beraber etki alanını ve hızını artırdığı son iki yüzyılda; mekân ve zaman fark etmeksizin devletlerin, toplumların ve bireylerin davranışları ve tercihleri üzerinde belirli bir etki oluşturmuştur. Dolayısıyla, bu gibi olayları ulusların siyasi ve ekonomik karşılıklı ilişkilerini dikkate alarak kavramaya ve yorumlamaya yarayan uluslararası politik ekonomi aracılığıyla tasvir etmek, çok boyutlu değerlendirme yapılmasını sağlamaktadır. Savaşlardan krizlere, ulusal para politikalarından uluslararası ticaret anlaşmalarına, birliklerine kadar her gelişme UEP'nin inceleme konusu olan her şey aynı zamanda küreselleşmenin de bağlı olduğu dinamiklerdir (Özaslan ve Akbulut, 2017, s.73,108).

Dünya ekonomisi uluslararası finans adına üç dönemi deneyimlemiştir: 1870'ten Birinci Dünya Savaşı'nın patladığı 1914 yılına kadarki zaman, savaş sonrasında kısa bir çıkışla büyük bunalımla bağlantılı olarak kredi piyasalarının çöküşü arasındaki dönem ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra başlayan dönemdir (Gilpin, 2015, s.373-374). Bugün pek az kriz tamamen ulusaldır ve uluslararası krizlerden de bir veya daha fazla ülke belli sebeplerle ancak devre dışı kalmış olabilir. Ulusal ekonomiler arasında, hızlı yükseliş, sıkıntı ve panik çeşitli kanallar aracılığıyla aktarılır. Bir malın, özellikle de buğday ve pamuk gibi çok fazla ticareti yapılanlar, fiyatındaki düşüş, piyasaların kırılganlığına ve spekülâtörlerin faaliyetlerine de bağlı olarak, arz ve talepteki değişikliklerin başlangıç yerinden uzakta iflaslara ve bankaların batışına neden olabilir. Bir ülkedeki hızlı yükseliş dışarıya verilen borçları kesebilir, bu da krediyi alan ülkedeki yatırımları sekteye uğratabilir (Kindleberger, 2008, s.169-172). Hull'un ifadesiyle, şu anda vardığımız aşama, finans ile ilgilenen herhangi biri için sürekli yeni enstrüman takviyesiyle büyüyen türevlerin nasıl çalıştığı, nasıl kullanıldığı ve nasıl fiyatlandığını anlamaktır (Hull, 2009, s.1).

Finans; kişilerin, kurumların maddi gelir elde etmeleri, yatırım yapmaları ve zaman içerisinde yatırımları değerlendirmeleri olarak tanımlanır ve üç alana ayrılır; finansal yönetim, sermaye piyasaları, yatırımlar (Brigham ve Houston, 2014, s.5-6):

*Finansal Yönetim*, kurumsal finans olarak da adlandırılır, ne tür ve hangi fiyatta mülk edinileceğini, bunları almak için gereken sermayenin nasıl biriktirileceği, bunların değerinin en yüksek seviyeye getirmek için firmanın nasıl yönetileceği ile ilgili kararlara odaklanır.

*Sermaye Piyasaları*, faiz oranlarının, hisse senedi ve tahvil fiyatlarının belirlendiği piyasalarla ilgilidir. Burada, şirketlere sermaye karşılayan finansal kurumlar da incelenir. Bankalar, yatırım bankaları, borsacılar, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve benzerleri; parası olan ve yatırım yapmak isteyen birikimcilerle farklı amaçlar için sermaye ihtiyacı olan şirketler, bireyler ve diğer oluşumları bir araya getirir.

*Yatırımlar*, hisse ve tahvillerle ilgili kararlara ilişkilidir ve bazı faaliyetleri içerir. *Güvenlik analizi*, kişilere ait menkul kıymetler için uygun değerleri bulmakla ilgilidir. *Portföy teorisi*, hisselerin ve tahvillerin portföylerin en iyi nasıl yapılandırılacağı yani riskin en aza nasıl indirileceği ile ilgilidir. *Piyasa analizi*, hisse ve tahvil piyasalarının herhangi bir zamanda çok yüksek veya çok düşük ya da doğru olup olmadığını konuyla ilgilidir. Hisse fiyatlarının bir spekülasyonda mantıklı bir şekilde yükseltilip yükseltilmediği ya da mantıksız bir kötümserlikle çok düşürülüp düşürülmediğinin belirlendiği davranışsal finans piyasa analizinin bir parçasıdır.

Finansal sistem, bir ekonomide fon arz ve talep edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, araçlar ve yasal düzenlemelerden oluşan yapıdır. Bu sistemde piyasada finansal araçlar vasıtasıyla fonlar el değiştirirken aracı kurumlar da pazarlama işlevini yerine getirmektedir. Finansal sistemin temel işlevi; fon arz edenlerden fon talep edenlere bir fon akışı sağlamak, menkul kıymetlere likidite kazandırmak ve menkul kıymet fiyatlarını oluşturmaktır (Aslan ve Terzi, 2013, s.3).

Fon akımları hisse senedi, tahvil, bono, poliçe, çek vs. gibi kıymetli evrakın el değiştirmesi ile gerçekleşirken, iki tarafı da aynı ülkede yerleşik kişi veya kuruluşlardan oluşan işlemler, yurt içi niteliktedir. Taraflardan birisi yabancı ülkede oturuyor veya normal olarak yürütülen işin merkezi başka bir ülkede bulunuyorsa bir uluslararası işlem söz konusudur (Seyidoğlu, 2003, s.285, 289). Piyasanın olmadığı bir yerde fiyattan bahsetmek mümkün değildir. Örneğin ülkemizde Borsa İstanbul dışında faaliyet gösteren

şirketlerin hissedarlarının hisse senetlerini satacakları bir piyasa olmadığından, ellerinde hisse senetlerinin fiyatları belirli olmadığı gibi, bu senetleri paraya çevirmeleri oldukça zordur. Finansal piyasalar menkul kıymetlerin zahmetsizce alınıp satılabilmesini sağlarlar (Karan, 2013, s.7).

19. yüzyıldan itibaren döviz kurlarını ilgilendiren üç tane yapı ve kurallar seti ortaya çıkmıştır; ilki, Birinci Dünya Savaşı bitene kadar varlığını devam ettiren altın standardı, ikincisi, ABD ve müttefikleri tarafından ikinci dünya savaşı bitmeden önce ortaya çıkarılmış ve IMF tarafından yönetilmiş olan Bretton Woods sabit döviz kuru sistemi ve sonuncusu şu anki sistem olan esnek ya da dalgalı döviz kuru rejimidir (Balaam ve Dilman, 2015, s.225).

Paranın evrensel değeri altın gibi meta para açısından geçerlidir. Dolar ve avronun günümüzdeki kaos değer süreci bunu haklı çıkarmaktadır. İlk olarak, kapitalizmde bir paranın esas gücü asıl olarak üretimden gelir. Üretim ülke içinde veya dışında olsun fark etmez; önemli olan dünya çapında üretim yapacak ve kar getirecek örgütlenmeye sahip olmaktır. Bankalar, borsalar ve finansın diğer araçları bu üretimin para biçimindeki taşıyıcı olurlar. Değerin uluslararası transferi açısından; döviz kuru değersizleşmesi/değerlenmesi, sabit sermaye/değişen sermaye, kullanım/mübadele değeri, uluslararası ticaret, karşılaştırmalı üstünlükler, rekabet ve işgücü piyasaları ile artı değer, kar kavramları giderek daha fazla önem kazanmaktadır (Şişman, 2011, s.18-19).

Geçmişteki ödeme ilişkilerine bakıldığında, uluslararası finansın gelişimini 19. yüzyılın ortalarına kadar geri götürmek mümkündür. 1887'den önce birçok ülkede "bimetalizm" in geçerli olduğu, yani altın ve gümüş standardının aynı anda kullanıldığı görülmektedir. Örneğin Büyük Britanya bu ödemeler sistemini 1816'ya kadar sürdürmüştür. Ancak düzenli olarak kullanılan ilk sistemin altın standardına dayalı ödemeler sistemi olduğu görülebilir. Yaklaşık 44 sene uygulanma olanağı bulan altın standardına dayalı sistemin Birinci Dünya Savaşı yıllarında yıkılması ve ikinci dünya savaşı sonrasına kadar yeni bir sistemin kurulamaması; bu iki dönem arasında yeni arayışları gündeme getirmiştir. ABD'nin Bretton Woods kasabasında yapılan uluslararası toplantıda ödemeler sistemine yönelik bu arayışlar son bulmuş, ABD dolarının altına bağlandığı ve diğer ülke paralarının ise ABD dolarına bağlandığı yeni ödemeler

sisteminde uzlaşmıştır. 1973 yılına gelindiğinde ise bu sistem de sona ermiştir. Bu sistemin sona ermesinde, o dönemin Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkelerinin topluluk içinde döviz kuru istikrarına ilişkin arayışları önemli bir etken olmuştur. Avrupa ülkelerinin 1957’de Roma Anlaşmasıyla başlayan birlik sürecine 1999 yılı başında tek Avrupa parası olan Euro’ya geçişle önemli bir halka eklenmiştir. Günümüzdeki durum itibariyle ödemeler sistemlerine bakıldığında dünyadaki tüm ülkeler tarafından paylaşılan ve anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı uluslararası bir para sistemi bulunmamaktadır. Uluslararası sistemde ülkeler arasında sabit kur ve değişken kur sistemleri başta olmak üzere bu iki sistem arasında yer alan karma sistemler kullanılmaktadır (Doğukanlı, 2015, s.21-22).

### **3.1.1.Çift Metal Standardı**

Herhangi bir objenin para işlevi görebilmesi için, evrensel olarak kabul edilebilir olması, mal ve hizmetler karşılığında yapılacak ödemelerde herkes tarafından kabul edilmesi gerekir. Herkes için değerli bir obje, para olarak işlev görebilir. Bu manada, altın, gümüş gibi değerli madenlerin seçilmiş olması anlaşılabilir. Değerli madenlerden veya diğer değerli metallerden oluşan paraya mal para denir ve antik çağlardan birkaç yüzyıl öncesine kadar tüm ilkel toplumlarda mal para değişim aracı olarak işlev görmüştür (Mishkin, 2011, s.53). Ülkeler belli bir dönem kendi paralarını hem altın, hem de gümüş cinsinden tanımlamışlardır. Diğer paraların karşılığı talep halinde altın veya gümüş cinsinden ödenmiştir. On dokuzuncu yılların başlarında ilk olarak İngiltere ve Fransa’da uygulanan ve oradan diğer ülkelere yayılan bu sistemde altın ve gümüş yasal ve sınırsız ödeme gücü olan paralar olarak dolaşıma sokulmuştur (Delice, 2016, s.14).

Çift metal standardı devletin hem gümüşü hem de altını resmi parası olarak kabul ettiği bir sistemdir. Ülkenin para birimi fiyatı, altın ve gümüş şeklinde tanımlanmakta ve devlet tanımladığı paritenin korunması için paranın altın veya gümüş ile serbest değişimini sağlayacağını taahhüt etmektedir. Bu durumun temel avantajlarından biri yüksek fiyat istikrarı sağlayarak uluslararası ticareti teşvik etmesidir (Pınar ve Erdal, 2011, s.457). Diğer özellikleri ise, resmi para olarak altın ve gümüş eşit statüde mübadele araçlarıdır, her iki madenden de hem gümüş hem altın olsun sikke kestirilmesi serbestisi bulunmaktadır. Darphaneye gümüş veya altın külçe götürülerek sikke

bastırılabilir ve altın ve gümüş arasındaki mübadele oranını devlet belirlemektedir. Zaman içerisinde altın ve gümüş üretimi arasında oluşan dengesizlik nedeniyle iki maden arasındaki parite bozulmuştur. Gümüş üretimindeki artış, gümüşün fiziksel değerinin parasal değerinin altına düşürmüştür. Zamanla değeri düşük paranın (gümüş para) mübadele hacmi değeri daha yüksek paraya (altın para) nispetle genişlemiştir. Bu durum ilk olarak Fransız Maliyeci *Thomas Gresham* (1519-1579) tarafından “kötü para iyi parayı piyasadan kovar” ifadesiyle dile getirildiği için *Gresham Kanunu* olarak tanımlanmıştır. Çift maden sisteminde yeni gümüş madenlerinin keşfiyle birlikte gümüş para miktarının artması söz konusu olmuştur. Ancak piyasadaki gümüş para miktarının artması, gümüş paranın değerini düşürerek altının tedavülde çekilmesine neden olmuş, paranın işlevi bozulmuştur. Bu durum *topal (aksak)* çift maden sistemini ortaya çıkarmıştır. Çift maden sisteminde oluşan istikrarsızlıklar ve dünyada altın üretim sürecinin giderek hız kazanması çift metal sisteminin terk edilmesine neden olmuştur. 1867 yılında Uluslararası Para Konferansı’nın altın para sistemine geçişi onaylamasının ardından, 1873 yılında ABD, Fransa ve Almanya gibi ülkelerin altın para sistemine geçtiği görülmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015, s.12 ve Öztürk, 2017, s.51-54)\*.

### 3.1.2. Altın Standardı

Gümüş veya altın gibi bir madenden üretilen paraların ölçek para işlevini gördüğü uygulamalara “Tek Metal Standardı, Monometalizm” denir. Bu sistemin altın ve gümüş tek maden sistemi olmak üzere iki şekli vardır. Her iki uygulamada da sınırsız ödeme gücüne sahip olan para yalnız bir cins madenden (altın veya gümüşten) imal edilmiştir. Gümüş sistemi diğerine göre nispetle daha eskidir. Birçok ülke bu sistemi uygulamıştır. Altın standardında ölçüt metal yalnızca altın olmakla birlikte, uygulamada dolaşımdaki gümüş sikkeler önemli miktarlara ulaşmıştır. Gümüş standardında ise tedavüldeki altın miktarı çok düşük düzeylerde kalmıştır (Delice, 2016, s.10).

---

\* Fransa, İtalya, İsviçre, Belçika, Yunanistan, İspanya, Romanya ve Avusturya 1865 yılında Avrupa’da ilk birlik olan Latin Para Birliği’ni kurmuşlardır. O tarihte dünya ticaret ve finans merkezi olan İngiltere tarafından desteklenen ve İngiliz egemenliğini simgeleyen altın standardına karşın altın-gümüş çifte metal sistemi, bu egemen güç karşısında iş birliği ve yardımlaşma aramak amacıyla kurulmuştur (Doğukanlı, 2015, s.22).

Gümüş para sisteminde sikke ayarı ve ağırlığı, devlet tarafından saptanmış; paranın değeri ile maden karşılığı arasındaki fark, devlete tahsis edilmiştir. Altın üretiminin yeterli boyutlara ulaşmasıyla, bu madenin para olarak kullanımı yaygınlaşmıştır. 16. yüzyılda gümüş üretimindeki aşırı artışlar, gümüşün değerini önemli miktarda azaltmıştır. Bu madenin değerinde azalma ve istikrarsızlıklar, iç ve dış ticarete altın ve banknotun daha fazla tercih edilmesine yol açmıştır (Orhan ve Erdoğan, 2015, s.9).

Altın standardında, ülkenin para biriminin değeri altın cinsinden tanımlanmakta ve bu pariteyi korumak için altınla para birimi arasında konvertibilite sağlanmaktadır. Altın standardı evrensel bir sistem olarak kabul edilir. Her ülke para biriminin değerini altın cinsinden tanımlandığından, bütün ülkelerin para birimleri tanımladıkları altın miktarına göre otomatik olarak birbirine bağlanmış olmaktadır (Pınar ve Erdal, 2011, s.458).

Altın standardı iki farklı şekilde oluşabilir: İlki, altının metal para olarak kullanıldığı ve belli biçimde basılmış olan altın paraların dolaşımında olduğu sistemdir. Bu sisteme “mal-para”dan oluşan altın standardı adı verilmektedir. Diğer altın standardı ise altının para olarak ya hiç dolaşımında olmadığı veya dolaşımında ise merkez bankasının çıkardığı “banknot” ve ticari bankaların çıkardığı “itibari para”nın da dolaşımında olduğu para sistemidir. Bu sistemde dolaşımında olan kâğıt ve itibari paraların belli koşullara göre dönüştürülme zorunluluğu vardır. Yani, dolaşımdaki mevcut banknot ve itibari paranın, merkez bankasında veya ticari bankalarda “teminat” olarak altın karşılığı bulunacak ve belli koşullarda sahipleri tarafından istenildiği takdirde altına dönüştürülecektir. Tarihsel süreç içerisinde önce mal-paradan oluşan altın standardı ortaya çıkmış, daha sonra da altın para yanında konvertibl paraların da dolaşımında olduğu ikinci tip altın standardına geçilmiştir (Savaş, 2010, s.9).

Altın standardı altında ülkeler, kurallara bağlı kaldıkları ve paralarını altınla destekleyip altına çevrilebilir şeklinde tuttukları sürece döviz kurları sabit kalmıştır. Fakat altın standardına olan bağlılık, bir ülkenin kendi para politikası üzerinde hiçbir kontrolü olmayacağı anlamına gelir. Çünkü altın standardında ülkenin para arzı, ülkeler arasındaki altın keşiflerinden çok fazla etkilenir. Dahası, tüm dünya için para politikası altın üretimi

ve altın keşiflerinden çok fazla etkilenir. Altın üretimin düşük olduğu 1870 ve 1880'li yıllarda, para arzı dünya çapında yavaş büyümüş, dünya ekonomisinin büyümesini yakından izleyemediğinden deflasyon olmuştur. 1890'larda Alaska ve Güney Afrika'da altın rezervlerinin bulunması altın üretimini genişleterek para arzlarının hızlı bir şekilde artmasına ve Birinci Dünya Savaşı'na kadar fiyat düzeylerinin yükselmesine neden olmuştur (Mishkin, 2011, s.466).

### **3.1.3. Parasal Bloklar-İki Savaş Arası Dönem**

Birinci Dünya Savaşı'nın başlaması, ülkelerin altın rezervlerini korumak için parasal kontroller uygulamasına ve kâğıt paraları altına çevirmeye başlamasına neden olmuştur. 1918 yılında savaşın bitiminden hemen sonra altın standardına dönülmemiş bunun yerine 1926 yılına kadar devam eden esnek kur sistemi başlamıştır. Bu süreçte pekçok ülke hiper enflasyon sorunu yaşamıştır. 1926 yılında altın standardı; enflasyonla ve diğer ekonomik sorunlarla mücadelenin bir aracı olarak tekrar adapte edilmiştir. Ancak altın standardı sisteminin işlemesi için altın rezervlerinde açık olan ülkelerin parasal büyümelerini yavaşlatmaları, altın rezervleri fazla olan ülkelerin ise para politikalarını serbestleştirmeleri gerekmiştir. Ancak bu politikaların getireceği yükler göz önüne alındığında ülkeler bu konuda isteksiz davranmışlardır. Birçok ülke, kendi ülkesinin çıkarlarını düşünerek döviz kurlarını yönlendirmeye başlamıştır. Dünya ticaretindeki daralış ve yüksek enflasyonun sonucu olan devalüasyonlar işe yaramamıştır. Ülkelerin ticaret avantajı sağlayacağı ve enflasyonist politikaları kısıtlayıcı bir döviz kuru sistemine gereksinimi olmuştur (Doğukanlı, 2015, s.22).

1930'lu yıllar sabit ve dalgalı döviz kurlarının uygulandığı yıllar olmuştur. Hemen hemen her ülke, ithal vergileri ve kota gibi önlemlerle ithalatını sınırlayıp, ihracatını artırarak, depresyon sonucunda ortaya çıkan işsizliğini azaltmaya ve döviz kurunun değerinin düşmesini önlemeye çalışmıştır. Bu yıllarda ülkeler arasında ticari ilişkilerin gelişmesini sağlayacak bir uluslararası ödeme sistemi kurulamamış, ülkeler kendi para sistemlerini düzenlemeye çalışmışlardır. Uluslararası para sistemi de üç parasal bloka ayrılmıştır: Sterlin bloku, dolar bloku ve altın blokudur (Aslan ve Terzi, 2013, s.86).



### 3.1.4. Bretton Woods Sistemi

1945 yılında iki büyük savaş sona ermiş ve barış sağlanmıştır ve buna bağlı olarak dünya para sisteminin kurulması konusunda ülkeler arasında görüş birliği sağlanmıştır. Dünya para sisteminin oluşturulması konusunda çeşitli girişimlerde bulunulmuştur. Bu girişimler içinde daha sonra yapılacak düzenlemelere model oluşturması açısından Keynes ve White planlarının önemi bulunmaktadır (Bulut ve Demirel, 2012, s.21). Gerçekte iki plan da birer hesap birimi ve çok taraflı kliring sistemine dayanan birer uluslararası kuruluş planlarıdır. Teklif edilen uluslararası para birimleri White için “Unitas”, Keynes için önce “Grammor” sonra “Bancor”dur. Unitas konvertibilitesi olan bir uluslararası para birimini iken Bancor, sadece bir yönde konvertibilitesi olan bir uluslararası para birimidir. Çünkü Unitas, paritesi altına göre belirlenmiş bir para iken, Bancor değeri altına göre tayin edilen, fakat altın konvertibilitesi olmayan kaydi bir para birimi olup üye ülkelerin Merkez Bankalarının oluşturduğu, birlikteki alacakların toplamından meydana gelmektedir. Böylece Keynes, uluslararası para birimine altın konvertibilitesi olmayan, kaydi bir para niteliği kazandırarak, madeni ankes bulundurma zorunluluğunu ortadan kaldırıp, altına olan ihtiyacı sınırlandırmıştır (Aslan ve Terzi, 2013, s.87).

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra, savaştan galip çıkan ülkeler, 1944 yılında anlaşmanın yapıldığı New Hampshire eyaletinde bir kasaba adı olan Breetton Woods ismiyle anılan sabit kur sistemine geçmişler ve bu sistem 1971’e kadar yürürlükte kalmıştır. Bu anlaşma ile Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası kurulmuştur. IMF, sabit döviz kurlarının korunması için kurallar koymakta ve ödemeler dengesinde sıkıntılar yaşayan ülkelere borç vermektedir. Dünya ticaretindeki büyümeyi artırmaya çalışmak, üye ülkelerin kurallara uygun davranıp davranmadığını kontrol etmek için uluslararası iktisadi verileri toplamak ve standardize etme işi de IMF tarafından yapılmaktadır. *Dünya Bankası*, geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik gelişimine katkıda bulunacak baraj, yol ve diğer fiziki sermaye gibi yatırımların yapılması için uzun vadeli krediler sağlar. İkinci Dünya Savaşı bittikten sonra ABD ekonomisi, dünya sanayi üretiminin yarısından fazlasına ve dünya altınlarının büyük kısmına sahip bir ekonomi halini alarak dünyanın en büyük ekonomik gücü olduğundan, Bretton Woods sabit döviz

kuru sistemi, ABD dolarının altına çevrilebilirliğine (sadece yabancı devletler ve merkez bankaları için geçerli olacak şekilde) dayanmaktadır (1 ons altın = 35\$). Kurların sabit kalması, uluslararası rezervler olarak tuttukları dolar cinsinden varlıkları alıp satan ABD merkez bankası ve diğer ülkelerdeki merkez bankalarınca döviz piyasalarında yapılan müdahalelerle sağlanmaktadır (Mishkin, 2011, s.467).

1950’li yıllarda oldukça iyi işleyen sistem, 1960’larda dolara olan güvenin azalmaya başlamasıyla (bu güven bunalımının temel sebebi, ABD’nin ödemeler bilançosu açıklarını dolar basma yoluyla kapatmaya çalışmasıdır) spekülatif saldırılara maruz kalmış ve 1973 Mart’ında çökmüştür. Bu tarihten itibaren geniş katılımlı yeni bir uluslararası parasal sistem oluşturma çabaları sonuç vermemiştir (Delice, 2016, s.20).

### **3.1.5.1980’lerin Borç Problemi, Uluslararası Finans ve IMF’in Rolü**

Bretton Woods sisteminin getirdiği sabit kur rejimi, 1971 yılında terk edilmiştir. Bu sistemin yıkılmasından sonra Japonya ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere birçok ülke, ulusal para biriminin değerinin piyasada arz ve talep dengesi ile belirlendiği serbest döviz kuruna geçmiştir. Serbest döviz kuru rejiminin temel özelliği, para politikasının döviz kuru rejiminden bağımsız bir hale gelmesidir. Döviz kurlarındaki artma veya azalma bir taraftan döviz kurunun uzun dönem denge değerine ulaşmasını hızlandırır, diğer taraftan yurtiçi nispi fiyatların ayarlanma sürecine katkıda bulunur. Optimum para sahası (optimum currency area) aynı coğrafi alanda bulunan bir grup ülkenin ulusal paralarına karşı serbest dalgalanmaya bıraktıkları ve gerekli koşullar sağlandığında tek para birimi kullanmaya başladıkları kur rejimidir. Bu kavram ilk defa *Robert Mundel* tarafından 1961 yılında yayımlanan “A Theory of Optimum Currency Areas” isimli makalede tanımlanmıştır. Optimum para sahasının oluşturulması için gerekli olan temel kriterler; ülke ekonomisinin dışa açıklık seviyesi (dış ticaret/GSYİH), ürün çeşitliliği, üye ülkelerin enflasyon oranlarının yakınlığı ve ekonomik entegrasyon olarak sayılabilir (Pınar ve Erdal, 2011, s.462-463).

1980’lerin borç problemi, 1970’li yıllardaki finans küreselleşmesinin ilk aşamalarının bir sonucudur. Piyasalardaki sınırlandırmaların kalkması ve teknolojideki değişimler ile beraber finans akışları, kapsam olarak daha küresel hale gelirken

endüstrileşmiş finans merkezleri gittikçe artan oranda yeni yatırım olanakları ve daha fazla kazanç peşinde koşar olmuştur (Balaam ve Dillman, 2015, s.252-253). Birçok toplumda sadece tüketim seviyesi artmakla kalmamış, aynı zamanda borçlanarak sanayileşmede az gelişmiş ülkelerin hızlı kalkınması ve Doğu Blok'unun dünya ekonomisiyle bütünleşmesi için yeni bir rota tayinini vaat edilmiştir. IMF ve Dünya Bankası'nın aksine ticari bankalar borçlular üzerine az sayıda şeyi şart koşmuşlardır. Az gelişmiş ülkeler, bunun ötesinde ticari bankalardan aldığı sermayeyle yabancı teknolojiyi satın alabilmeyi, ithal ikameci sanayilerini oluşturabilmeyi ve böylece uluslararası bağımlılığını azaltmayı ummuşlardır. Çok büyük miktarda paranın dönüştürülmesi, bunalımdaki dünya ekonomisinde Keynesyen bir canlanma sağlamış ve gelişmiş ülkelerde tüketici ve sermaye mallarının ihracatçılarına bir patlatma yaşatmıştır. Az gelişmiş ülkelerin ihracat ve alımları borçlarından ve faiz ödemelerinden daha hızlı büyümüştür. Dünyada iyimserlik havası hâkim olmuş ve piyasa çalışmaya devam etmiştir (Gilpin, 2015, s.385-386).

Uluslararası bankalar ekonomik kalkınma yönünde daha fazla kaynak sağlamak ve önceki kredilerin faiz ödemelerinin devamını garanti etmek için borçları gittikçe artan ülkelere daha fazla kredi vermeye devam etmişlerdir. Ancak borç katlanarak artmayı sürdürmüş, az gelişmiş ülkeler üzerinde büyük bir yük oluşturur hale gelmiştir. Bununla beraber sürece dâhil olan finans kurumlarının ödeme kabiliyetini risk altına sokmuştur. O kadar çok büyük borcu olan borçlu ülkelerle birlikte bankalar da ciddi şekilde sıkıntıya girmiştir. Borçlu ülkeler geri ödeyebileceklerinden daha fazla borca sahip olmuşlar ve kısa vadeli sorumluluklarını yerine getirebilmek için daha fazla borç almaya devam etmişlerdir. Temelde borçlu ülkeler sadece kredilerini yeniden finanse edip, kredilerin geri ödeme süresini zamana yaymışlardır. Birçok ülke gelir yaratmak için ithalatı kısıtlama ve ihracatı teşvik etme yoluna gitmiştir. Sonunda bu ülkelerde ekonomik büyüme yavaşlamış ve durum gittikçe kötüleşmiştir (Balaam ve Dillman, 2015, s.253).

Borçlu ülkelerin borç krizinden çıkış yollarını genişletmek için, "Baker Planı" ortaya konmuştur. Bu plan ile ticari bankalar tarafından 3 yıllığına sağlanan 20 milyar dolar yeni krediyle birlikte borçlu ülkelerin ekonomilerinde piyasa temelli yapısal değişimler gerçekleştirmek amaçlansa da işe yaramamıştır. Ülkelerin hepsi birlikte

ihracatlarını artırmaya girişince mal ve petrol fiyatları dibe çakılmış ve bu şekilde birçok ülkenin durumu borç almadan önceki durumlarına göre gerilemiştir. 1980'lerin uluslararası borç krizinde ABD borç sorununu aşmada az gelişmiş ülkelere yardım etmek üzere belli politikalar oluşturmada IMF'yi sıkıştırarak hegemon ülke rolünü üstlenmiştir.

IMF'in Dünya Bankası ile yakın işbirliği içerisinde oynadığı rol, borç alan ülkelerin kredi almadan önce gerçekleştirmeyi kabul ettikleri yapısal uyum politikaları şartına bağlanmıştır. IMF politikalarının mantığı, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak ve bu yolla cari hesap açığını azaltmak ve aynı zamanda sermaye kaçışını engelleyerek yeni borçlanma ihtiyaçlarını sınırlandırarak sermaye hesabının finanse edilmesine yardımcı olmaktır. Sonuç olarak ortaya çıkan gelişmeler birçok ülkede IMF'ye geri ödenmesi çok zor olan büyük miktarda dış borcun birikmesi sonucunu doğurmuştur (Balaam ve Dillman, 2015, s.254-256). IMF, parasal konularda küresel işbirliğini artırmak, ekonomik istikrarı sağlamak, uluslararası ticareti kolaylaştırmak, yüksek istihdamı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi desteklemek ve tüm dünyada yoksulluğu azaltmak için çalışan, 180'den fazla üye devletin oluşturduğu bir kuruluştur. Zamanla, IMF tarafından uygulanan politikaların uygulandığı ekonomilerde başarısız olması, bu ülkelerin yavaş yavaş IMF politikalarını ve buradan sağlanan finansmanı terk etmesine sebep olmuştur.

Kalkınma projelerine devam eden en yoksul ülkeler dışında genel olarak IMF programlarına olan talebin azalması ve ekonomilerin kendi politikalarını izlemeye başlamasıyla, IMF'in politika uygulayıcısı rolü de geri plana atılmıştır. Dolayısıyla, ilerleyen yıllarda IMF, sahip olduğu geniş veri tabanını kullanarak küresel sisteme ilişkin uluslararası bazda finansal ve ekonomik analizler yapmaya başlamıştır. Bu analizler, spesifik raporlar aracılığıyla kamuoyu ile paylaşılmış ve zaman içinde IMF'in daha çok tavsiye niteliğindeki ekonomik ve finansal görüşlerini aktardığı bir mekanizmaya dönüşmüştür (Terzi, 2017, s.221, 228).

Tablo 4'te IMF'in 1944'te uluslararası finansal sistemde, Bretton Woods sisteminin yürütülmesinden sorumlu bir yapı ile kurulmuş iken, yıllar itibariyle, günümüzde finans sistemindeki son ödeme mercii rolünü üstlenmeye giden yolda değişen rolü özetlenmeye çalışılmıştır.

**Tablo 4**  
**IMF'nin Kronolojik Rol Değişimi**

1944 Bretton Woods'un kuruluşu	Bretton Woods sisteminin yürütülmesinden sorumlu
1970 sonrası	Bretton Woods'un yıkılışıyla uluslararası parasal ve mali alanda düzen sağlamak, uluslararası para sisteminin işleyişi, geçici dış ödeme sorunlarının çözümü
1980 sonrası	Dış ödeme sorunu yaşayan ülkeler için yeni bir borç programı uygulamaya koyar
1990 sonrası	Asya kriziyle zayıflayan finans sektörü ile birlikte yeniden yapılanarak uluslararası borç yüklerinin yönetilmesi
2001 sonrası	Yaşanan krizle uluslararası finansal sistemin istikrarı için yetki merkezi olup, enflasyonist ekonomik büyüme için destek sağlamak
2008 sonrası	Son ödeme mercii rolünü üstlenmiş, ekonomik ve finansal etkinliği artırmak için yeniden yapılanmış, esnek kredi uygulamasını başlatmıştır.

**Kaynak:** İlhan Eroğlu, Hilal Şeker ve Baki Demirel, “IMF’nin Değişim Süreci: 2008 Finans Krizi Sonrası Dönüşüm ve Yeniden Yapılanma”, **Balkan Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 6, Sayı 12, 2017, s.59-60.

### **3.1.6. Parasal Birlik, Euro ve Brexit**

Bretton Woods sistemi içinde istedikleri istikrarı sağlayamayan Avrupa ülkeleri, kendi aralarında yeni bir sistemin oluşturulması işine girişmişlerdir. 1979 yılında kurulan Avrupa Para Sistemi (European Monetary System) Avrupa topluluğu içinde, para politikalarının uyumlaştırılması, döviz kuru istikrarının sağlanması ve Avrupa’da parasal istikrar alanını oluşturmayı amaçlamıştır. Bretton Woods ve Avrupa Para Sistemi gibi sabit döviz kuru sistemlerinin önemli bir kusuru bir ülke parasına yönelik spekülasyon atak içeren döviz krizlerinin oluşmasına yol açabilmesidir. Spekülasyon atak, zayıf paranın büyük miktarlarda satışı veya güçlü paranın büyük miktarlarda satın alınması yoluyla döviz kurlarında ciddi değişimlere neden olmaktadır (Aslan ve Terzi, 2013, s.99,101).

Parasal bir birlik fikri, ülkelerin fiyat, maliyet yapılarının bozulması ve ticaretlerinin olumsuz etkilenmesi, Avrupa ülkeleri arasında güçlü ekonomik ve parasal ilişkilerin kurulması gündeme gelince ortaya çıkmıştır. 1993 yılında yürürlüğe giren Maastricht anlaşması ile parasal birliğin aşamalı bir süreç sonunda oluşturulmasına karar verilmiştir. Birinci aşamada (1990-1993) tek pazarın oluşturulması için mal, hizmet, sermaye ve emeğin serbest dolaşımına ilişkin tüm engellerin kaldırılması planlanmıştır. İkinci aşamada (1994-1998) tek para sisteminin teknik alt yapısının kurulmasına çalışılmıştır. Bütçe politikaları disipline edilerek, para ve maliye politikalarında eşgüdüm

sağlanmaya çalışılmıştır. Üçüncü aşamada (1999-2002), Avrupa Parasal Birliği'nin para politikasını yönetmek amacıyla Avrupa Merkez Bankaları Birliği ve Avrupa Merkez Bankası kurulmuştur. Tek para olarak Euro ortaya çıkarılmış ve 2002 yılından itibaren kullanılmaya başlanmıştır (Terzi, 2017, s.104-106).

Euro'nun girişi ile birlikte Euro işlemleri İngiltere'de çok yaygın olarak gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Çünkü Euro işlemlerine en hazır olan ülke Euro alanı üyesi olmasa bile İngiltere'dir ve buradan Avrupa Birliği piyasalarına serbestçe geçiş yapılabilmektedir. Brexit ile Euro işlemlerinin geleceği de belirsiz hale gelmiştir. Britanya'nın (Birleşik Krallık, İngiltere, Galler, İskoçya, Kuzey İrlanda'dan oluşur) ilk iki harfi ile exit (çıkış) kelimesinin birleştirilmesinden oluşan Brexit, İngiltere'nin AB'den ayrılması anlamı gelir. İngiltere'nin AB'den çıkması, finansal piyasalarda niteliğin kaybolmasına ve ticaretin istikrarsızlaşmasına yol açarak küresel ekonomiyi olumsuz etkileyebilir. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması, döviz kurları, faiz oranları, kredi görünümü ve finansal istikrar üzerinde olumsuz etkilere yol açabilir. Finansal piyasalarda Brexit etkisi ile artan volatilité ve portföy çıkışları yaşanabilir. Bu çıkışın uzun vadeye yayılması durumunda cari açık artabilir ve finansmanını zorlaştırabilir. Londra'nın küresel finansal bir merkez olması dolayısıyla, Brexit İngiltere'nin sermaye piyasasını olumsuz etkileyebilir (Terzi, 2017, s.121-125).

### **3.1.7. Finansal Regülasyon ve Basel I-II-III**

Finans sektöründe meydana gelen şoklar, diğer sektörlerde meydana gelen şoklara göre ekonomi üzerinde daha fazla etkilidir. Finansal krizlerin daha çabuk yayılması, çok sayıda finans kurumunun iflası ile sonuçlanması, sistemin dışına yayılması ve bir bütün olarak finansal sistem ile makroekonomide tahribata neden olması finans sisteminin ekonomi üzerindeki etkisini artırmaktadır. Finans sisteminde ortaya çıkan bir kriz emisyonda artışa, kredi hacminde daralmaya, faizlerin artmasına, harcama ve talebin azalmasına, üretim ve istihdamda azalmaya, tasarruf ve yatırımlarda azalmaya, sermaye piyasalarında çökmeye yol açabilir (Terzi, 2017, s.234).

Regülasyon, piyasaların etkinliğini geliştirmeye yönelik düzenlemelerdir. Örneğin, fiyat kontrolleri, faiz oranının kontrolü, ücret kontrolleri, döviz kurunun

kontrolü, piyasa girişinin engelleme veya sınırlandırılması, kamusal ya da özel kuruluşlara teşvik sağlanması gösterilebilir. Bu tür bir regülasyon ile piyasada mevcut aktörler arasında yeterli düzeyde rekabet olmasına yönelik bir ortam yaratılarak piyasanın etkinliği sağlanmaya çalışılır. Böylece firmalar kendi içlerinde ve çevrelerindeki değişimleri göz önüne alarak kendi performanslarını iyileştirmeye çalışırlar (Dilek, 2016, s.102).

Regülasyon hem finansal ekonomistlerin hem de siyaset bilimcilerin ortak çalışma alanı olduğundan, finansal regülasyon uygulamalarının sadece finansal kavramlar ile anlaşılması beklenemez. Bu nedenle finansal regülasyon uygulamaları ile politik uygulamalar arasındaki ilişkilerin daha iyi anlaşılma ihtiyacı doğmuştur. Optimal regülasyon düzeyinin belirlenmesinde etkinlik ve istikrar birlikte düşünülmelidir. Finansal etkinlik kavramı Pareto-optimalite ile analiz edilirken, finansal istikrar sistemik risk kavramları ile değerlendirilir. Ayrıca, etkinlik ve istikrar kavramları, optimal regülasyon düzeyi belirlenirken reel kesim-finansal kesim etkileşimi de dikkate alınmalıdır. Bununla beraber, belirli bir dönemde optimal olan bir düzenleme bir başka dönemde optimal olmaktan uzaklaşabilir ve sistemik riski artıran sonuçlara yol açabilir. Bu nedenle optimal regülasyon tasarımının dinamik olması değişen şartlara göre uyum sağlanması gereklidir (Terzi, 2017, s.239-240).

Finansal istikrarın sağlanması hiç şüphesiz finansal sistemin sağlıklı bir şekilde yürütülmesinin olmazsa olmaz bir koşuludur. Gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinin yetkililerin katılımıyla oluşturulan Basel Bankacılık Komitesi, 1988 yılında farklı ülkelerde uygulanan sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini birbirleriyle uyumlu hale getirmek ve bu konuda uluslararası platformda geçerli olacak asgari bir sektör standardı oluşturmak amacıyla Sermaye Yeterliliği Uzlaşısını yayınlamışlardır.

Basel I olarak adlandırılan ilk sermaye yeterliliği uzlaşısı belgesinde Basel komitesi, temel konu olarak bankalarda risk yönetimine odaklanmış, dolayısıyla da bankacılık sisteminde bilinçli bir risk yönetimi kültürü oluşturmaya çalışmıştır. Daha sonraları, Basel komitesi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak 2004'te Basel II'yi

yayımlanmıştır. Basel II'deki temel amaç, etkin risk yönetimini ve piyasa disiplini geliştirmek, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini artırmak ve bu sayede sağlam ve etkin bir bankacılık sistemi oluşturarak finansal istikrara katkıda bulunmaktır. 2008'deki krizin ardından sermayenin niceliği ve kalitesinin artırılması ile ekonominin konjonktürüne göre sermaye tamponu oluşturulması şeklinde genelleştirebileceğimiz çalışmalar Basel III olarak isimlendirilmiştir. Esasında söz konusu revizyonlar etkileri itibarıyla ciddi finansal sonuçlara yol açsa da sermaye yeterliliği hesaplama felsefesinde önemli sapmalar meydana gelmemektedir. Başka bir deyişle; Basel III, Basel II gibi sermaye gereksinimi hesaplama yöntemini tümünden değiştiren bir devrim değil; Basel II'nin özellikle son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan, Basel II'yi geliştirip daha da kapsayıcı daha nitelikli hale getirmeye çalışan bir ek düzenlemeler seti niteliğindedir (Terzi, 2017, s.247-252).

### **3.2. Uluslararası Finasta Güncel Tartışmalar**

Uluslararası finans ile ilgili olarak söylenebilecek ilk şey, şu andaki durumun bir sistem olarak tanımlanmaması; resmi olmayan, piyasa odaklı, ABD doları, Japon yeni ve Alman markından (daha sonra avro) oluşan paraların dalgalanmasına dayanan bir ortamdan oluştuğudur. Ulus devletleşme süreci aynı zamanda para standardı oluşturma ve ulus-devletlerarası para sistemi yaratma süreciyle denk düşmektedir. Uluslararası ticaretin hangi eşdeğer meta ya da para üzerinden yürüyeceği hep problem olmuştur. Uluslar kendilerini; toprak (vatan), bayrak (bir arada bulduklarının simgesi) ve geçerli bir para standardıyla var etmeye başladıklarında para dolaşımı kurallarını da belirleme derdine düşmüşlerdir. Para standardı oluşturmak için, bir ülke para birimi tanımlanarak değer sorununun açıklığa kavuşturulması ve ne kadar para basılacağı ve/veya ortaya çıkarılacağını belirleyen bir yöntem ortaya koymak konularını halletmeleri gerekmektedir. Günümüzde yeni kurulan ülkeler de halen bu iki sorunu aştıklarında bir para standardı oluşturabilirler (Şişman, 2011, s.18-28-29).

Ulusal bir paranın uluslararası niteliğine dönüşmesi veya dönüşebilmesi için yerine getirmesi gereken bir dizi fonksiyon bulunmaktadır. Bunlardan belki de en önemlisi mal ve hizmet değişiminde ödeme aracı olarak kullanılmasıdır. Tablo 5'te bir ulusal paranın yerine getirmesi gereken fonksiyonlar gösterilmiştir.



**Tablo 5**  
**Uluslararası Paraların Yerine Getirmesi Gereken Fonksiyonlar**

Paranın Fonksiyonu	Uluslararası Paranın Kendi Ülkesi Dışında Yerleşik Olanlar Tarafından Kullanımı	
	Özel Sektör	Kamu Sektörü
Tasarruf Aracı	Yatırım ve Finansman Parası Olması	Rezerv Para Olması
Değişim Aracı	Ödeme Aracı Olması	Mübadele Parası Olması
	Mal ve Hizmet Değişimi	
	Para Değişimi	
Değer Ölçüsü	Fiyatlandırma / Kotasyon	Kur Belirleme Standardı Olması

**Kaynak:** ECB Montly Bulletin August 1999, s.32 ve Umut Evlinoğlu, Yasemin Bozdağlıoğlu, “Küresel Kriz Sonrası Uluslararası Para Birimi Olarak Euro ve Geleceği”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı 23, 2014, s.277.

### 3.2.1. Döviz Kuru Sistemleri, Seçimi ve ABD-Çin Kur Savaşlarına Giden Yol

Çok yakın zamana kadar Anadolu köylerinde aynı olarak bilhassa gayrimenkul malların mübadelesinde kullanılan *öküz*, Orta Doğu’da yaygın olarak yetiştirildiği için, bu bölgede asırlar boyunca yaygın bir şekilde ortak ödeme aracı olarak kullanılan *hurma*, ilk devirlerde İzlanda’da *bazı balıkların* ve yine tarihte çeşitli ülkelerde, devirlerde *zeytinyağı, buğday, kumaş, çiviler, kolyeler*, malların ve hizmetlerin mübadelesini mümkün kılmıştır (Özyurt, 2003, s.12-13). Paranın tanımı da buradan çıkartılabilir; para, toplum içerisinde yaşayan bireyler tarafından genel kabul görmüş değer ölçüsü ve mübadele aracıdır; tüm ekonomik varlıkların değerini ölçmeye yarayan bir hesap birimidir ve satın alınan mal ve hizmetlerin bedelinin ödenmesi için kullanılan bir araçtır (Öztürk, 2017, s.5). Para, zorunlu mübadele trafiği denilen, para haline gelmeye kendi doğal özellikleri sayesinde en yatkın olan metayı, paraya çevirmesi içinde doğmakta ve bunun zorunlu ürünü olduğundan değerini dolaysız açıklayıcısıdır (Hilferding, 1995, s.67).

Uluslararası para ise, altın, anahtar para ve IMF kredileri biçiminde kendini göstermekle birlikte, merkezini anahtar paralar oluşturmaktadır. Pek çok ülkede anahtar para olarak kullanılan bir para biriminin ticareti kolaylaştırması, istikrarlı olması, finans kurumları tarafından kabul görmesi gibi özelliklere sahip olması gerekir. Uluslararası

paranın arz ve talebi, ödemeler dengesini ayarlama gücüne, döviz kurunun değişip değişmemesine, yurt içi fiyat ve maliyet düzeylerini değiştirme istekliğine ya da ödemeler dengesini doğrudan kontrol etme isteğine bağlı bulunmaktadır. Genel olarak bir uluslararası paranın dünya talebini ve arzını belirleyen faktörleri şöyle ifade edebiliriz (Aslan, 1990, s.5):

- Cari hesap, gelir ve ödemelerinde ülkelerin kısa süreli dalgalanmalarını göz önüne alma ihtiyacı,
- Ülkelerin ulusal paralarındaki spekülasyon girişimleri karşılama ihtiyacı,
- Ülkelerin sermaye hesabı kalemlerindeki kısa vadeli değişimleri göz önüne alma ihtiyacı,
- Anahtar paraya sahip ülkelerin ödemeler dengesi açıkları,
- Uluslararası para sisteminin kapasitesidir.

Geleneksel olarak para, güçlü ve zayıf olarak ayrılmakta, en çok tercih edilen kendi ülkesinin parasının kullanımı olmasına rağmen bu görüş, ticarete tercih edilen para ile ilgili algıyı etkilemektedir. Buna karşın, seneler boyunca kendi ülkesinde ekonomik ve politik istikrar, düşük enflasyon ve söz konusu politikanın devamlılığı yönünde güvence olup olmaması, paranın güçlü ve zayıf olarak ayrımındaki gerekçelendirme oldukça etkilidir (Grath, 2014, s.26). Uluslararası para sisteminin tanımını da onu oluşturan, *anlaşmalar, kurallar ve politika araçları ile uluslararası para ve dışsal dengeye karar veren ekonomik, kurumsal ve politik çevre* unsurlarından yola çıkılarak yapılabilir. Uluslararası likidite arzını yöneten ve dışsal dengesizliklerin azaltılmasına yönelik anlaşma ve kuralları, döviz kuru sermaye akımı rejimlerini, küresel, bölgesel ve iki yanlı düzenlemeleri, krizin önlenmesi ve çözümüne ilişkin araçları, anlaşma, kural ve politika araçlarını içerir. Ekonomik, kurumsal ve politik çevre ise, serbest ticaret çevresi, sistemin merkezinde yer alan ülke ya da ülkelerin egemen gücün düzeyi, farklı ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerin birbirine karşı bağımlılığı, sistemin yönetimine ilişkin uluslar üstü kurumların ve hükümetler arası düzenlemeleri, geniş katılımlı politik çevrenin işbirliği ve çatışmalarından oluşmaktadır. Bu unsurların her biri, tüm sistem içinde kendi rolünü oynamakta ve kendi fonksiyonlarını yerine getirmektedir. Bu unsurlar

için ortak özellik olan güvenlik koşulu evrensel olarak sağlanamazsa bu unsurlar sistemin işleyişini gerçekleştirmeye yetmeyecektir (Aslan ve Terzi, 2013, s.73).

Ülkeler arasındaki döviz kurları ve ödeme ilişkilerini düzenleyen kural, anlaşma ve kurumların oluşturduğu bir bütün olarak tanımlanan uluslararası para sisteminin (Pınar ve Erdal, 2011, s.457), ekonomik olduğu kadar politik bir olay olarak da görülmesi gereklidir. Bu nedenle, ülkeler homojen olarak nitelendirilmemeli, farklı büyüklük ve etkilere sahip oldukları göz önünde bulundurulmalıdır (Aslan, 1990, s.23). Bu sistem, içinde döviz kurlarının tanımlandığı; global döviz, parayı, sermayeyi, gayri menkulleri ve toplumu birbirine bağlayan ve kurumlar arasındaki gayri menkul piyasaları ve kurumları devletler arası sözleşmeler tarafından düzenlenen ve her ülkenin farklı politik ve ekonomik amaçları tarafından yön verilen enstrümanların bulunduğu bir yapıdır (Brigham and Houston, 2014, s.584).

1973'te başlıca sanayileşmiş ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakmalarından sonra döviz kurlarındaki değişimleri açıklamak, iktisatçıların önemli uğraşı konularından birisi durumuna gelmiştir. Bu ilgi, yalnızca kur değişmelerini açıklamaya yönelik olmayıp aynı zamanda döviz kurlarıyla fiyatlar genel düzeyi, faiz oranları ve diğer makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin aydınlatılmasını da açıklamaktadır (Seyidoğlu, 2003, s.136). Döviz kuru, ihracat ve ithalat ile uluslararası sermaye hareketlerinin önemli belirleyicilerinden biridir. Ayrıca tüketim ve yatırım kararlarını etkilemektedir. 1990'lı yıllardan itibaren çoğu ülkenin sermaye hareketlerini serbest bırakmasıyla, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi dış ticaretin hacmiyle karşılaştırılmaz ölçülere ulaşmıştır. Bu olgu ile birlikte döviz kuru bir mali varlığın fiyatı olarak algılanmaya başlanmıştır (Özatay, 2013, s.43).

Yabancı ülke paralarına ve/veya para yerine geçen her türlü ödeme aracına döviz (foreign exchange-forex) denir. Döviz kuru yabancı para biriminin değiştirildiği ulusal para miktarı biçiminde tanımlanırsa, *dolaysız*, bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para miktarı biçiminde tanımlanmışsa *dolaylı* kotasyon ismini alır. Döviz kuru kısa vadede, faizler (tüm dünya, özellikle ABD FED faizleri), döviz girişi, çıkışı, uzun vadede; enflasyon, verimlilik, dış açıklar, yabancı malların yerli mallara göre daha çok

talep edilmesi, iç açıklar (kamu finansman açığı, mali kural), tarife ve kotalar, sıcak para ve faiz politikalarından etkilenir (Şişman, 2011, s.18-19).

Döviz kuru sistemlerinin bir ucunda sabit, diğer ucunda esnek kur sistemi yer alır. Bu iki zıt kur sistemi arasında ülkelerin değişen ihtiyacına göre şekillenen ara kur sistemleri oluşmuştur. Sabit kurlar arasında, dolarizasyon, para kurulu ve parasal birlikler yer alır. Ara kur sistemleri içerisinde ise, hedef bölgeler, kaygan aralık, ayarlanabilir sabit kur, sürünen parite, sürünen bant vardır. Esnek kurlar ise, yönetimli dalgalanma ve serbest dalgalanmadır. Her bir kur sisteminin kendine has özellikleri, avantajı-dezavantajının olması ülke ekonomisinin istikrarı üzerinde belirleyici rol oynar. Bu nedenle doğru döviz kuru sisteminin seçimi ülkelerin ekonomik performansı açısından önemli olmaktadır. Literatürde döviz kurunun seçiminde uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu, makroekonomik performans ve finansal sektörün gelişimine ilişkin görüşler etkili olduğu ifade edilse de, bu seçim sürekli tartışma konusu olmuştur. Bu tartışmalar iki konudan kaynaklanmaktadır: Sürdürülemeyen döviz rejimlerinin krizlere neden olması, Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasının Krizi, Meksika ve Asya Krizi gibi ve dolarizasyon ve parasal birlik gibi rejimlerin bazı ülkeler için en iyi düzenleme olduğu fikrinin yaygınlaşmasıdır. Sabit kur ya da esnek kur arasındaki seçim, şokların reel ya da nominal olup olmamasına ve sermaye hareketliliğine bağlıdır. Sermaye hareketlerinin olduğu açık bir ekonomide, esnek döviz kurları ticaret hadlerindeki değişim ya da ihracat talebindeki bir değişim gibi reel şoklar karşısında bir koruma sağlar. Buna karşılık sabit kur sistemi, para talebindeki değişim gibi nominal şoklar karşısında arzulanan bir politikadır (Terzi, 2017, s.89-97).

Kur ayarlamaları geçmişten buyana ekonomilerin içinde buldukları sıkıntı ve krizlerden çıkmanın en kolay yolu olarak görülmektedir. Bir para biriminin, başka bir para birimine göre değer kaybetmesi, ilk başta değerini kaybeden para biriminin ülkesini, ihracatta avantajlı bir konuma geçmesini sağlarken, satın alma gücünün düşmesi nedeniyle o ülke halkının fakirleşmesine neden olmaktadır. 1970 ve 1980'li yıllarda oyunun kuralı farklı işlemektedir. Dünya finans ve sermaye düzeninin hâkimi ABD, kendi para birimini uluslararası piyasalarda rekabetçi bir konuma getirebilmek için kur ayarlamalarıyla durumu idare etmektedir. Fakat 1990'lı yıllardan itibaren Çin'in dünya

ekonomik düzeninde tekrar yerini almasıyla birlikte oyunun kuralları tamamen değişmiştir. Çin'in ekonomik yükselişiyle birlikte kur ayarlamaları, ülkeler arasındaki ekonomik mücadelenin en önemli silahı haline gelmiştir ve bu kurlar üzerinden yürütülen hesaplaşma kur savaşları olarak tanımlanmaya başlanmıştır. En basit şekliyle kur savaşları, bir ekonomiyi meydana getiren unsurların bir araya gelerek toplumda yarattığı artı değeri yükseltmesidir. Bir ekonomiyi oluşturan tüketim, yatırım, devlet harcamaları ve ihracat-ithalat farkı ekonomilerde toplam talebi oluşturmaktadır. Dolayısıyla ekonomilerin dengesini oluşturan bu temel kavramlar ekonomideki toplam nihai mal ve hizmet üretimini göstermektedir. Şu anda ABD, Çin ve Avrupa ekonomileri arasında cereyan eden kur savaşlarında bu ekonomilerin yapılarını ve içinde buldukları döngüleri ortaya çıkarmak adına tüketim, devlet harcamaları ve yatırım gibi olguları analiz etmek gerekmektedir. Ülkeler kısa vadede yatırım, tüketim, devlet harcamaları gibi kalemlerde oynamanın zor olması nedeniyle, ekonomilerin durgunluktan çıkması için net ihracatın artırılması yani kurlar yoluyla ekonomiyi canlandırma çabası içine girmektedirler. Bunun için de devalüasyonlara başvurular. ABD, artan borçları ve ikiz açıkları (mali açık ve cari açık) ile başa çıkmakta zorlanırken, ticaret ortağı AB vasıtasıyla, kendisine rakip olmaya başlayan Çin ile ekonomik savaş vermektedir (Kalyoncuoğlu, 2018, s.121-129).

Çin, 2000'li yıllarda dış ticaret fazlaları yoluyla biriktirdiği ve günümüz itibarıyla 3 trilyon dolara ulaşan döviz varlığıyla kur savaşlarının en güçlü oyuncusu konumundadır. Uyguladığı kur sistemi yoluyla da bu rezervleri günbegün artırmaktadır. Çin, uyguladığı kur sistemi gereği ihracattan kazandığı dövizleri kendi merkez bankasında yuana çevirmekte, bunun karşılığında denk gelen kendi parasını basabilmektedir. Uyguladığı sabit kur sistemi gereği ihracat yoluyla kazanılan tüm dövizleri almak zorunda olan Çin Merkez Bankası, bu şekilde yuanın ABD dolarına karşı değerlendirilmesini önleyerek Çin'in sattığı ürünlerin yurt dışında rekabetçi kalmasını sağlamaktadır. Bu anlamda, yüzyıllar önce Çin imparatorlarının yaptığı işi Çin Merkez Bankası yapmaktadır. Çin'in döviz rezervlerini değerlendirebileceği kendi piyasası ve finansal enstrümanları sınırlıdır. Tıpkı petrol ihraç eden ülkelerin kazandıkları ABD dolarlarını ABD'de değerlendirdikleri gibi Çin de biriktirdiği dolarları ABD tahvil ve sermaye piyasalarında değerlendirmektedir. Çin'in elinde tuttuğu ABD tahvillerini

satarak altın veya başka bir para birimine çevirmesi pek olası değildir. Zira bu durumda, ABD para birimi doların çökmesine yol açarak yuanın değerlenmesiyle Çin'in bu ülkeye yaptığı ihracatın düşmesine yol açabilir. Çin elindeki dolar ile Güney Afrika'yı geride bırakarak en çok altın üreten ülke konumuna yükselmiştir. Bunu yapmasındaki amaç ise olası dolar sisteminin çökmesiyle ortaya çıkabilecek altın standardı dönemine hazırlanmasıdır. Kur savaşlarında bir diğer tartışılan konu ABD'nin Çin ekonomisine darbe vurmak adına karşı bir hamlede bulunarak Çin'in elindeki tahvillerin değerini düşüreceğine dair senaryolardır. Buna göre ABD'de para birimi doların değerini keskin bir biçimde düşürecek ve 10 dolarlık banknotların değeri 1 dolar olarak belirlenecek ve bu sayede borcun 1.2 trilyon dolardan 120 milyar dolara getirilmesi ile Çin'in hem yurt dışı rezervlerini eritecek hem de bu yolla Çin'e büyük bir ekonomik darbe vurmuş olacaktır. Kapitalizmin mevcut yapısı çok kutuplu dünyayı işlevsiz hale getirmektedir. Dünya ekonomisinin lideri konumunda bulunan ABD'nin sistemi taşımada zorlanmasıyla tüm sistemin çökme riski artmaktadır. Artan borçlar tüm sistem üzerindeki baskıyı derinleştirirken, gelecek adına belirsizlikleri de artırmaktadır. Kur savaşları gelişmiş ülkelerin para birimlerinin üstünlük mücadelesi olarak görülse de az gelişmiş ülkeler açısından daha başka ve derin anlamlar ifade etmektedir. Gelişmiş ülke fonları, az gelişmiş ülke borsalarını ve finansal piyasalarını, kaynaklarının serbest ticaret kuralları çerçevesinde dünyaya ihraç edilmesi amacıyla manipüle etmektedirler (Kalyoncuoğlu, 2018, s.146-152).

### **3.2.2. Uluslararası Likidite ve Uluslararası Rezervler**

Ülkelerin sahip oldukları resmi dış rezervlerin toplamı uluslararası likidite (international liquidity) olarak adlandırılır. Diğer bir ifadeyle, uluslararası likidite, dünya rezerv arzıdır (Seyidoğlu, 2003, s.51). Yabancı paralara kolaylıkla çevrilebilen ve ülkelerin sahip olduğu altından oluşan uluslararası kıymetler olarak tanımlanan rezervler, finansal sistemde istikrarın sağlanmasına katkı sağlarlar. Merkez bankalarının oldukça yakından takip ettikleri bir bilanço kalemidir (Yaman, 2003, s.5). Bununla beraber, uluslararası rezervler ülkelerin krizlerle karşılaşma olasılığını azalttıkları gibi karşılaştıkları durumlarda da ortaya çıkacak maliyetleri düşürmektedir. Bu nedenle rezerv

yeterliliği, ÷lkelerin en önemli ekonomik ve finansal kırılganlık göstergelerinden birini oluşturmaktadır (Cinel, 2015, s.132).

Uluslararası rezervler, ÷lkelerin para otoriteleri tarafından kontrol edilir ve her an kullanıma hazır, birbirlerine çevrilebilme özelliği bulunan ve uluslararası ödeme aracı olarak kabul gören varlıklardır. Uluslararası rezervler; *konvertibl döviz varlıkları* (avro, ABD doları, İngiliz sterlini vb.), *uluslararası standartta altın, özel çekme hakları* ile *IMF rezerv pozisyonundan* oluşmaktadır.

÷lkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin kompozisyonu, ÷lkeden ÷lkeye farklılıklar gösterdiği gibi ÷lke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle yıllar içinde de değişebilmektedir. Günümüzde ÷lkelerin uluslararası rezerv kompozisyonu içinde en büyük payı her an kullanıma hazır tutulabilmesi ve getiri sağlaması nedeniyle döviz oluşturmaktadır. Bu nedenle uluslararası rezervler denildiğinde akla ilk gelen şey döviz rezervleridir. Döviz rezervi olarak en çok tutulan para birimleri; ABD doları (USD), avro (EUR), İngiliz sterlini (GBP), Japon yeni (JPY) ve İsviçre frangı (CHF)'dir. Bu para birimleri arasında ise ABD doları rezerv para olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2011, s.1).

Yabancı ÷lke paralarına genel olarak döviz adı verilir. Farklı ulusal paraların kullanılması; ulusal işlemleri uluslararası işlemlerden ayıran temel özelliklerden birisidir. Bir uluslararası işlem iki farklı işlem içerir; ilki, yabancı paranın satın alınması, diğeri de bu yabancı paranın uluslararası işlemler için kullanılmasıdır. Döviz piyasasında işlem gören yabancı paralar nakit biçiminde veya nakde dönüştürülebilen varlıklar biçiminde olabilmektedir. Nakit biçiminde olan paralara **efektif** adı verilir. Buna karşılık yabancı para cinsinden düzenlenmiş banka havaleleri, ödeme emirleri, poliçeler ve seyahat çekleri şeklinde nakde dönüştürülebilen araçlar döviz olarak ifade edilmektedir (Aslan ve Terzi, 2013, s.157). *Döviz*, kullanıma hazır olup para otoriteleri tarafından kontrol edilen, ödemelerdeki dengesizliklerin doğrudan finansmanında veya dengesizliklerin yol açacağı olumsuz durumların dolaylı olarak düzenlenmesi ve denetlenmesinde, döviz kurunu etkilemek suretiyle piyasalara müdahale amacıyla kullanılan dış varlıklardır (IMF, 1993, s.424).

Tablo 6 toplam rezervlerin dünyada, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki dağılımını göstermektedir. Dünyada 2000 yılında tutulan rezervler içinde döviz rezervleri toplam rezervlerin yaklaşık yüzde 65’ini oluştururken rezerv olarak tutulan altının toplam rezervler içerisindeki payı yaklaşık yüzde 26 olmuştur.

**Tablo 6**  
**Toplam Rezervlerin Dağılımı (Milyar SDR\*)**

	2000	%	2010	%	2012	2013	2014	2015	2016	%
<b>Dünya</b>										
Döviz Rezervleri	491	64,7	6012	85,2	7,125.8	7,586.9	7,996.9	7,878.6	7,967.9	87,2
IMF Rezerv Poz.	47,4	6,2	48,8	0,69	103,2	97,5	81,7	63,5	79,1	0,87
SDR	18,5	2,3	199,4	2,83	204,2	204,2	204,2	204,2	204,2	2,2
Altın	200,6	26,3	798,7	11,3	1,102.8	801	857,2	805,2	912,4	10,0
Toplam	758	100	7059	100	8,523.6	8,676.6	9,126.0	8,935.9	9,133.6	100
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>										
Döviz Rezervleri	602,6	72,9	2008	71,4	2,422.0	2,493.8	2,673.1	2,871.3	3,077.8	79,9
IMF Rezerv Poz.	39,7	4,86	34,5	1,23	77,6	73,2	60,6	46,1	52,6	1,4
SDR	14,4	1,76	129,5	4,61	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	3,3
Altın	167,8	20,5	638,8	22,7	764,8	552,9	588,4	540,6	602,3	15,6
Toplam	824,5	100	2811	100	3,390.8	3,246.3	3,448.2	3,584.6	3,852.1	100
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>										
Döviz Rezervleri	888,3	95,2	4004	94,3	4,703.8	5,093.0	5,323.8	5,007.3	4,890.1	94,2
IMF Rezerv Poz.	7,7	0,84	14,3	0,34	25,6	24,3	21,1	17,3	26,5	0,5
SDR	4,1	0,44	70	1,65	75,5	75,5	75,5	75,5	75,5	1,5
Altın	32,8	3,53	159,9	3,76	221,9	168,6	186,4	192,8	217,2	4,2
Toplam	932,9	100	4228	100	5,016.7	5,350.8	5,595.3	5,279.4	5,188.6	100

**Kaynak:** IMF Annual Report 2010, 2011; IMF Annual Report 2017, Appendix I, s.4, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/index.htm> (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

\* *Özel Çekme Hakları-SDR*, 2. Dünya Savaşı sonrası dönemde, Bretton Woods Sistemindeki mevcut rezervlerin artan uluslararası ticaret ve finans hacmini karşılamada yetersiz kalması, IMF’in söz konusu rezervlere ilave olarak Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights; SDR)’ni, bir uluslararası rezerv olarak meydana getirmesine sebep olmuştur. Oluşturulmasındaki ana amaç uluslararası likidite darlığını çözümlenektir. Reel bir karşılığı yoktur, üye ülkelerin kabul etmesiyle geçerlilik kazanan bir uluslararası likidite aracıdır (Pınar ve Erdal, 2011, s.541).



2000 yılından sonra rezerv olarak tutulan ilk kıymet hep döviz olmuştur. Gelişmiş ekonomilerde ise 1990 da dâhil, rezerv olarak tercih edilen ürün hep döviz olmuştur. 2014, 2015 ve 2016 yıllarında döviz olarak tutulan rezerv miktarı ikinci en çok tercih edilen rezerv türü olan altının dört katıdır. Gelişmekte olan ülkelerde rezerv olarak tutunulan ilk ürün incelen dönemde açık farkla hep döviz olmuştur.

Uluslararası rezerv konumunu güçlendiren en önemli varlık dövizdir. Döviz likit olması açısından da aynı zamanda uluslararası likiditenin kaynağını oluşturmaktadır. Uluslararası likidite tüm dünyada ticaret, sermaye nedeniyle dolaşan paranın temelini oluşturan havuza benzetilebilir. Bu manada uluslararası para dolaşımını yönlendiren unsurları; Dünya Bankası, IMF gibi kuruluşlar ve hükümetler tarafından verilen *borçlar*, yabancıların yurt içindeki ulusal bankalardan borçlanmaları ya da yurt içi bankaların dış bankalardan konsorsiyum veya sendikasyon kredileriyle borçlanmaları demek olan *Ulusal Banka Ödünçleri*, şirketlerin ve devletlerin, diğer şirket ve devletlerden menkul kıymet kaynaklı borçlanmaları yani yabancı piyasalarda *bono* veya *tahvil satın almaları* ya da yabancı piyasalara *bono akışı*, uluslararası hisse senedi akışı, ihracat kredileri, şirketler tarafından açılan birden fazla para cinsinden *banka hesapları*, tezgah üstü türev piyasaları şeklinde sıralayabiliriz (Şişman, 2011, s.18-22-23).

Para, rezerv para olarak tercih ediliyorsa ancak o zaman uluslararası para birimi olabilir. Özellikle, ülke merkez bankalarında o para cinsinden tutulan rezervler, dünya ekonomisinde o paranın yerini ve önemini belirlemektedir. Bu açıdan dünya ekonomisine bakıldığında, geçmişten beri doların hâkimiyeti asıldır. İkinci Dünya Savaşı'ndan ve Bretton Woods Sistemi'nin uygulandığı yıllardan günümüze kadar dünyadaki merkez bankaları döviz rezervlerinin çok büyük bir bölümünü dolar cinsinden tutmaktadırlar (Evlimoğlu ve Bozdağlıoğlu, 2014, s.280).

Tablo 7 döviz olarak tutulan rezervlerin para birimlerini ortaya koymaktadır. Başka bir ifadeyle, Tablo 7 döviz rezervi olarak hangi para biriminin tercih edildiğini göstermektedir. Bir önceki tabloda hem dünyada hem de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde en çok rezerv olarak tutulan rezerv ürününün döviz olduğunu görmüştük. Bu döviz rezervi içerisinde ise en çok tercih edilen para ABD doları olmuştur. İncelenen dönemde dövizlerin her yıl yaklaşık yüzde 65'i dolar olarak tutulmuştur. Buradan şöyle

bir sonuç çıkartılabilir; dolar uluslararası piyasada en çok tercih edilen para birimi olmuştur. İkinci sırada olan avronun payı da toplam dövizler içinde yüzde 25 civarındadır. Yani rezerv olarak tutulan her dört dövizden biri avrodur.

**Tablo 7**  
**Dünyadaki Resmi Rezervlerin Döviz Bileşimi (%)**

Para cinsi	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dünya</b>												
ABD Doları	65,5	66,5	65	63,9	63,8	62,1	62,1	62,6	61,5	61,2	63,3	64,2
Euro	24,7	23,9	25	26,1	26,2	27,7	25,7	24,4	24	24,2	21,9	19,7
Japon Yeni	4,3	4	3,5	3,2	3,5	2,9	3,7	3,6	4,1	3,8	3,9	4
İng. Sterlini	3,5	3,7	4,5	4,8	4,2	4,2	3,9	3,8	4	4	3,8	4,9
İsviçre Frangı	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Diğerleri	1,9	1,7	1,8	1,8	2,2	3	4,4	5,5	3,3	2,9	3,1	3,1
<b>Gelişmiş Ülkelerde</b>												
ABD Doları	67,1	69,1	67,9	65,7	66,9	64,9	64,8	66,3	62,2	61,6	63,6	64,4
Euro	23	21,4	22,4	24,5	23,6	25,7	24,2	22,6	24,5	24,9	22,7	21,7
Japon Yeni	5	4,7	4,2	4	4,3	3,9	4,5	4,4	5	4,6	4,5	4,8
İng. Sterlini	2,6	2,7	3,2	3,5	2,7	2,8	2,5	2,5	3	3	2,9	3,1
İsviçre Frangı	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4
Diğerleri	2,1	1,8	1,9	2,1	2,4	2,6	3,9	4,1	2,9	2,4	2,7	2,6
<b>Gelişmekte Olan Ülkelerde</b>												
ABD Doları	61,9	61,9	60,7	61,8	60,3	58,8	59,1	58,3	60,6	60,8	63	64,2
Euro	28,3	28,3	28,8	28	29,1	29,9	27,4	26,5	23,5	23,4	20,8	19
Japon Yeni	2,8	2,6	2,3	2,3	2,6	1,7	2,8	2,7	3	2,9	3,1	3,4
İng. Sterlini	5,4	5,6	6,4	6,3	5,9	5,9	5,5	5,3	5,2	5,2	4,9	5
İsviçre Frangı	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Diğerleri	1,4	1,6	1,7	1,6	1,9	3,6	5,1	7,1	3,7	3,3	3,8	4

**Kaynak:** IMF Annual Report 2017, Appendix I, s.4  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/index.htm> (Erişim Tarihi: 07.05.2018).

*Altın*, kıymetli madenler, tarih boyunca insanlığın para olarak ilk kullandığı ve daha sonra ekonomik yapının gelişmesi ile birlikte ulusal para birimlerine karşı rezerv olarak tutulma gibi özel nitelikler taşıyan emtialardır. Kıymetli madenlerin içinde en bilineni olan altın, dünya ekonomisi içinde iktisadi tarih boyunca çok farklı fonksiyonlar icra etmiş ve özel niteliklere sahip olmuş bir kıymetli madendir. Diğer kıymetli madenler, gümüş ve platinden farklı olarak altın, her şeyden önce parasal değere sahip olan bir kıymetli madendir. Ayrıca altın, bugün bile dünyada birçok ülkenin merkez bankaları tarafından, makroekonomik politika amaçları doğrultusunda rezerv olarak tutulmakta ve

merkez bankası bilançolarında izlenmektedir. Kıymetli madenler arasında, sadece altının sahip olduğu bir özellik, üretimden gelen altın arzının yüzyıllar boyunca global anlamda birikime yönelmiş olduğudur. Birikime yönelen fiziki altın, iddihar edilen altın olarak da adlandırılmaktadır. Bugün altının yıllık üretim rakamı, toplam birikimli arzının, 52'si kadarına ulaşmaktadır. Bu nedenle altının yıllık fiziki üretiminin cari yılın altın fiyatları üzerinde etkili olması söz konusu değildir. Dolayısıyla altın fiyatını, gelecek dönemlerin arz ve talep beklentilerinden gelen sinyallerin daha çok etkilediği ifade edilmektedir (Çıtak, 2016a, s.154).

Altının üç önemli talep kaynağı bulunmaktadır; bunlar, mücevher formundaki talep, merkez bankalarının rezerv talebi ve endüstriyel taleptir. Mücevher formundaki talep, fiziki altın fiyatlarına son derece duyarlı bir taleptir. Altın fiyatı yükseldiğinde mücevher talebi azalır; fiyatlar düştüğünde ise artar. Merkez bankalarının rezerv talebi ise altın fiyatlarından bağımsız olarak, tamamen rezerv tutma politikasının sonucu oluşur. Endüstriyel talep ise altın fiyatındaki dalgalanmalardan doğrudan çok etkilenmez ve daha istikrarlı bir seyir izler. Ancak altın fiyatlarında çok hızlı yükselişin yaşandığı dönemlerde endüstriyel talep olumsuz etkilenebilir. Altın arzı da temelde iki bileşenden oluşmaktadır. Herhangi bir zaman noktasında altının arzı, ilgili dönemde üretilen fiziki altın miktarı ile ağırlıklı olarak merkez bankaları tarafından piyasaya ödünç olarak sürülen altın miktarının toplamıdır (Çıtak, 2016a, s.156-157).

Rezervlerin önemli bir bölümünü altının oluşturması, geçmiş alışkanlıklarının bir sonucu olabilir bunun yanı sıra altının dövize göre daha fazla prim yapacağı veya daha az değer kaybına uğrayacağı biçimindeki beklentilerin sonucu olması da muhtemeldir. Resmi altın rezervlerini kullanmak isteyen ülke, önce bu rezervleri serbest piyasada döviz karşılığı satmalıdır; yani merkez bankası ödemelerini fiili altınla yapamaz (Seyidoğlu, 2003, s.52).

*IMF Rezerv Pozisyonu*, üye ülkelerin kotası gereği kredi anlaşması kapsamında IMF'ye aktardığı rezervleri ifade eder. Her üye ülke belirlenmiş SDR cinsinden kota bulundurmaya zorundadır. Ülke kotası ülkenin oy gücünün, finansal kaynak kullanımını ve IMF'yi ne kadar finanse etmesi gerektiğini gösterir. Kota hesaplanırken; GSYH, dış ticaret gelir-gider rakamları ile uluslararası rezervler dikkate alınmaktadır. Bu nedenle,

kota miktarı, ülkenin diğer üye ülkelere göre göreceli olarak ekonomik durumunun bir göstergesidir. Kotalar, üye ülkeler açısından; üyelik ödemelerinin kotaları oranında belirlendiğinden, IMF'deki oy güçlerinin kotaları oranında olduğundan ve kota miktarı üye ülkelerin IMF'den alabilecekleri mali imkânların belirlenmesinden ötürü IMF kotaları üye ülkeler açısından önem arz eder (Pınar ve Erdal, 2011, s.544-545).

IMF'in bugün itibariyle 189 üyesi vardır. Bir ülkenin IMF'ye vereceği kotanın belirlenmesinde, GSYH'si, cari işlemler bilançosu ve resmi rezervleri belirleyici olur. Yani kotanın yüksek olması ülkenin durumu hakkında olumlu bir izlenim yaratır. 2018 itibariyle toplam kota miktarı 475,472.9 milyon SDR'dir. Tablo 8'de G-7 ülkeleri ve BRICS-T ülkelerinde kota sayısı ve oy yüzdeleri gösterilmiştir. G7 ülkeleri IMF'deki oyların yaklaşık yüzde 42'sine sahipken, BRICS-T ülkeleri ise yüzde 14'üne sahiptirler. G7 ülkeleri içerisinde en fazla oy hakkına sahip ülke yüzde 16 ile ABD, en düşük ülke ise yüzde 2 ile Kanada'dır. BRICS-T'de ise ilk sırada yüzde 6 ile Çin, son sırada ise yüzde 0,64 ile Güney Afrika yer almaktadır.

**Tablo 8**  
**IMF'DE Kota Sayısı ve Oy Yüzdesi (Milyon SDR)**

Ülkeler	Kota Miktarı	Kota (%)	Oy (%)
<b>G7</b>			
<b>ABD</b>	82,994.2	17.46	16.52
<b>Almanya</b>	26,634.4	5,6	5,32
<b>Fransa</b>	20,155.1	4,24	4,03
<b>İngiltere</b>	20,155.1	4,24	4,03
<b>İtalya</b>	5,070.0	3,17	3,02
<b>Japonya</b>	30,820.5	6.48	6.15
<b>Kanada</b>	11,023.9	2.32	2.22
<b>Toplam</b>	197,252,4	43,2	41,7
<b>BRICS-T</b>			
<b>Brezilya</b>	11,042.0	2.32	2.22
<b>Çin</b>	30,482.9	6.41	6.09
<b>Güney Afrika</b>	3,051.2	0.64	0.64
<b>Hindistan</b>	13,114.4	2.76	2.64
<b>Rusya</b>	12,903.7	2.71	2.59
<b>Türkiye</b>	4,658.6	0.98	0.95
<b>Toplam</b>	74,520,36	13,4	13,7

**Kaynak:** IMF, 2018, <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#total> (Erişim Tarihi: 05.05.2018).

SDR'ler uluslararası likidite içinde önemli bir rol oynamamıştır. Ülkelerin dalgalı kura geçmeye başlamaları (1973'te Bretton Woods çökünce) ve sermaye piyasalarının gelişmesi sonucunda ülkelerin daha kolay borçlanabilmeleri SDR'ye olan ihtiyacı azaltmıştır. Bununla beraber SDR'ler krizden sonra yeniden gündeme gelmiş ve kullanılmıştır. Günümüzde rezerv varlığı olarak değil de; daha çok IMF ve diğer bazı uluslararası kuruluşların hesap birimi olarak kullanılmaktadır. IMF'ye üye olan ülkeler, serbestçe kullanılabilen para birimlerine ilişkin ellerinde buldukları SDR'ler ile talepte bulunurlar. Şöyle ki üyeler arasında isteğe bağlı takas işlemi yapılabilir veya IMF dış dengesi güçlü ülkelerden dış dengesi zayıf ülkelere SDR satın almalarını isteyebilir (Seyidoğlu, 2003, s.49).

**Uluslararası Rezerv Yeterliliği** konusu ise, zaman içerisinde değişen ekonomik koşullara göre ülkeler rezerv talep etmektedirler. Geçmişte merkez bankaları; ulusal paranın sabit bir değişim değeri üzerinden konvertibilitesini sağlamak amacıyla ve ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek amacıyla döviz rezervi tutmuştur. Günümüzde ise ülkelerin şu nedenlerle rezerv tutabilmektedirler; uygulanmakta olan para ve kur politikalarını desteklemek, kriz zamanlarında yaşanan şokların ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirmek, dış borç ödemelerini gerçekleştirmek ve ülkenin diğer döviz ihtiyaçlarının karşılanmasına yardımcı olmak, olağan dışı durumlara karşı korunmak, ülkeye duyulan güveni artırmak, ödemeler dengesi kaynaklı ihtiyaçlar için gerekli döviz likiditesini bulundurmak (TCMB, 2011, s.1-3).

Rezerv yeterliliğinin tespiti için; rezervlerin ithalata oranı, rezervlerin kısa vadeli borçlara oranı ve rezervlerin para arzına oranı olmak üzere üç önemli oran kullanılmaktadır. Döviz rezervlerinin yeterliliğinin belirlenmesinde dikkate alınması gereken geleneksel ve en belirgin olan faktör döviz rezervlerinin yapılan ithalata oranıdır. Bu herhangi bir ülkenin mevcut ithalat seviyesini destekleyebileceği ay sayısını temsil etmekte olup böyle bir durumda bütün diğer para girişleri ve para çıkışlarının durduğu varsayılmaktadır.

Kural olarak, ülkeler gelecekteki üç veya dört aylık ithalatlarını karşılayacak şekilde ellerinde döviz rezervleri bulundurmaktadırlar. Fakat 1990'lı yılların sonunda gelişen Asya kriziyle birlikte bu ölçüt artık uzmanlar tarafından sorgulanmaktadır. Kısa

vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı, ülkenin vadesi bir yıl içinde dolacak olan tüm borçlarını karşılama gücünü göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün, daha düşük faiz maliyeti nedeniyle özellikle ABD doları, Japon yeni, İsviçre frangı gibi paralar cinsinden kısa vadeli borçlanmaya yöneldikleri bilinmektedir. Ancak uluslararası likiditenin daraldığı ve risk algılamalarının değiştiği dönemlerde özellikle gelişmekte olan ülkeler, sermaye piyasalarından uygun vade ve maliyette kaynak bulmakta ve borçlarını döndürmekte zorlanabilmektedirler. Kısa vadeli borçlarının tutarı yüksek olan ülkeler bu nedenle küresel dalgalanma dönemlerinde ciddi boyutlarda makroekonomik maliyetlerle karşılaşmaktadırlar. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı, ülkenin uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma imkânını kullanamaması durumunda kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bir bölümünün geri ödemesini rezervlerle gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir. Bu oranın “1”in üzerinde olması tercih edilmektedir.

Finansal kriz ortamlarında ülkedeki yerleşiklerin de yatırım tercihleri yabancı para cinsinden varlıklara yönelebilmektedir. Bu nedenle uluslararası rezerv seviyesinin, M2 tanımlı para arzının belli bir oranındaki yabancı para dönüşümünü karşılayabilecek düzeyde olması beklenmektedir. Rezervlerin para arzına oranı, bir finansal kriz durumunda yerleşiklerin ülkeden çıkarabilecekleri sermaye düzeyine ilişkin bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Bu göstergenin hangi oran üzerinden hesaplanması gerektiğine ilişkin bir fikir birliği bulunmamasına karşın, genel kabul gören rasyo bu alanda ülke rezervlerinin M2'nin % 10-20'si arasında bulunmasıdır. Yani en yüksek % 20 seviyesinde olması kabul görmektedir. Rezervlerin para arzına oranı, bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin ne kadarının uluslararası rezervler tarafından desteklendiğini göstermektedir (Cinel, 2015, s.133-135).

Para kurulu gibi katı döviz kuru rejimleri önemli uluslararası rezerv desteğine ihtiyaç duyarlar. Dalgalı kur rejiminde uluslararası rezerv biriktirmeye gerek yoktur denemez. Birçok yükselen ekonomide para politikaları enflasyon hedeflemesini ve uluslararası rezervlerinin belli bir seviyede olmasını amaçlamaktadır. Büyük rezervlerin kurlardaki dalgalanmaya can yeleği olduğu söylenebilir. Dalgalı kur rejimleri şu nedenlerden dolayı rezervlere ihtiyaç duyarlar; ilki, uluslararası rezervlerin açık piyasa

işlemleri ile ilişkili olarak basılan kamu tahvilleri için bir teminat sağlıyor olması, ikincisi, ülke dalgalı kur izlese bile parasını kontrol etmeyle ilgili olasılıkların devam etmesidir. En sonuncusu da yükselen ekonomilerdeki para otoritesi döviz kurlarına karşı çok duyarlıdır çünkü birçok ekonomi yüksek geçiş etkisi katsayısına sahiptir; bu durum olası bir devalüasyonun enflasyona yol açacağı anlamına gelir. Bunlarla beraber, ülkelerin yurt içi odaklı para politikası ve dalgalı kurlar yüksek rezerv taşımak için iyi nedenlerdir ve bu ülkeler sabit döviz kuruna sahip uluslar kadar rezerv tutmaktadırlar (Mishkin, 2014, s.515).

### **3.2.3.Finansal Krizler**

İnsanların durgunluklar konusunda mantıklı konuşmalar yaparken sorun yaşamaları, biraz da çöküş sırasında neler olduğunu resmetmenin, onu insani bir ölçüğe indirgemenin zor olmasından kaynaklanmaktadır. Kapitalist istikrarın en büyük düşmanları daima savaş ve bunalım olmuştur. Fakat yirminci yüzyılın ortalarında neredeyse kapitalizmin sonunu getirecek savaşlar büyük güçler arasındaki dev çatışmalara dönüşmüştür. Büyük bunalım hem kapitalizmi hem de demokrasiyi yıkmaya çok yaklaşmış ve şu veya bu ölçüde doğrudan savaşa yol açmıştır. Ancak, bunalımı sanayileşmiş dünyada süreklileştirilmiş bir büyümenin sağlanması izlenmiş, durgunluklar kısa ve ılımlı, toparlanmalar güçlü ve kalıcı olmuştur. 1960'ların sonuna gelindiğinde, durgunluk yaşanmadan geçtiyse de, 1970'ler ekonomik çöküş ve enflasyonun bileşimi olan stagflasyonun yılları olmuştur. 1973 ve 1976'daki iki enerji krizini, 1930'lardan sonra görülen en büyük durgunluk izlemiştir. Bununla birlikte 1990'lara gelindiğinde ekonomi ara sıra gerilese de bırakın dünya ölçeğinde bunalımları, durgunlukların yaşandığı günler bile geride kalmıştır (Krugman, 2010, s.6-7).

2008 yılında yaşadığımız, büyük ölçüde büyük uluslararası finansal merkezlerdeki spekülasyon ve borçlanmanın neden olduğu global finansal krizi, iki tane politika zorluğu ortaya çıkarmıştır. Birincisi, uluslararası sermaye akışlarında ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak, ekonomik düşüşü önlemek, iyileşmeyi başlatmak için acil olarak politika yanıtı oluşturmaktır. Şimdiye kadar büyük sanayi ülkeleri ve gelişmekte olan ülkeler bunun için, kredi koşullarını kolaylaştırmak, krizden kaynaklı deflasyonist ve istikrarsızlaştırıcı etkileri azaltıp özel harcamaları artırmak, bütçe

operasyonları, parasal şartlar ile faiz oranlarında hızlı ve kesin düşmeler gibi bir dizi önlem almıştır. İkincisi, bu kriz bir kez daha uluslararası finansal sistemin daha istikrarlı hale gelebilmesi için temel bir reforma (krizi önleyici, krize müdahale eden ve iyileştirmeye odaklı) ihtiyacı olduğunu göstermiştir (Akyüz, 2009, s.3-4).

Etimolojik kökeni Yunanca ‘krisis’ olan kriz kelimesi, özellikle tıp biliminde çok yaygın olarak kullanılmaktadır ve genellikle aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi ya da bir hastalığın çok ileri bir safhaya ulaşması anlamına gelmektedir. Sosyal bilimler alanında ise kriz, çoğu kez birden bire meydana gelen, kötüye gidiş yönündeki gelişme, büyük sıkıntı, buhran ve bunalım gibi kelimelerle eş anlamda kullanılmaktadır. Ekonomik krizler, herhangi bir mal, üretim faktörü ve döviz piyasasındaki fiyat ve miktarlarda kabul edilebilir bir değişimin, sınırın ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları olarak tanımlanabilir (Bulut ve Demirel, 2012, s.260).

Piyasaların çoğunlukla arz ile talebi eşitleyeceğine inananlar için durgunluk aslında çok olağan dışı bir durumdur. Çünkü ekonomik bir çöküş esnasında, özellikle de şiddetli bir çöküşte, arz her yerde görüldüğü halde hiçbir yerde talep olmadığı görülür. İşçiler çalışmak istemesine rağmen yeterince iş yoktur, mükemmel çalışan fabrikalar olmasına rağmen yeterli sipariş yoktur (Krugman, 2010, s.7). Tipik bir dış finansal krizde, gelişmekte olan bir ekonomi, kendisinin uluslararası finansal piyasalara erişiminin kesintiye uğramış olduğunu görür ve sermaye girişlerinde ani bir duruşla yüzleşir. Rezervleri kısa dönemli borç ödemeleri ve cari işlemler açığı ile tükenir; döviz ve varlık piyasaları baskı, stres altına girer. Tüm bunlar eğer bir sermaye geri dönüşü olarak yabancı yatırımcıların mevduat, tahvil ve hisse senedi piyasalarından çıkışının ve ülke sakinlerinin sermaye kaçışlarının bir sonucu olarak aniden kesilirse daha da kötüleşir (Akyüz, 2015, s.71).

Krizler genelde reel sektör ve finansal sektör krizleri olarak ikiye ayrılırlar. Bunlar, mal ve işgücü piyasalarındaki miktarda yani üretimde ve/veya istihdamda ciddi daralmalar biçiminde ortaya çıkan *reel krizler* ile döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri ödenmeyen batık kredilelerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak kabul edilen *finansal krizler*dir. Bir finansal krizin iki temel

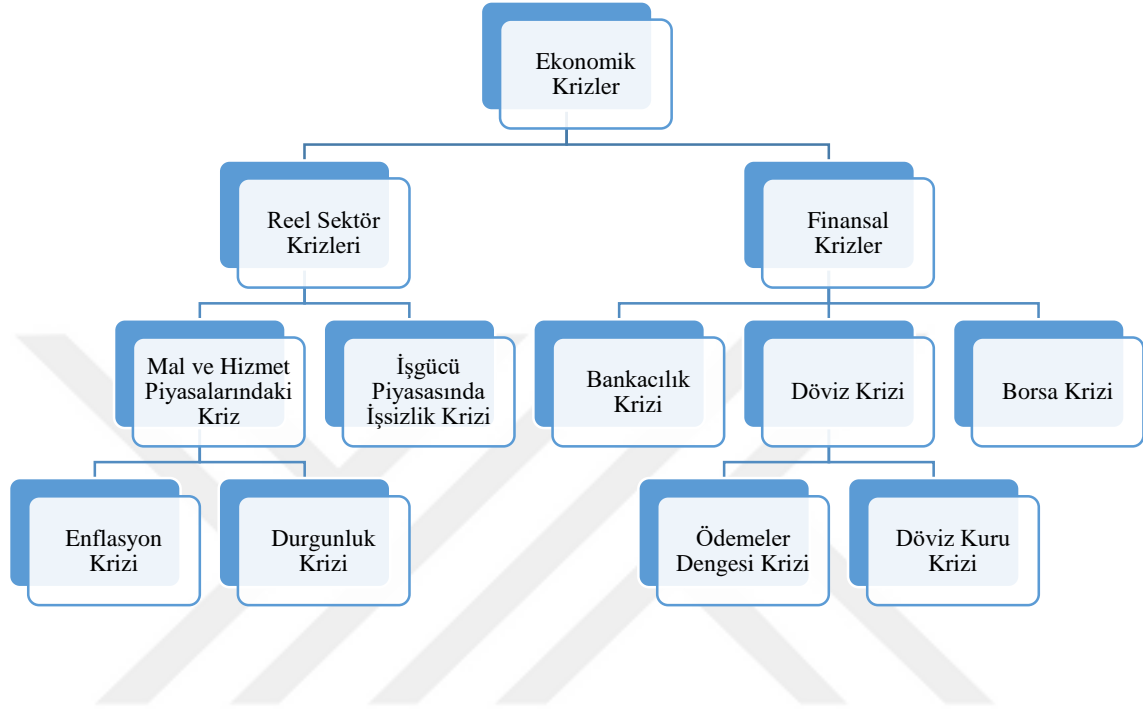


öğesinden söz edilebilir: Döviz kurunun özünde var olan volatilité ve finansal piyasaların farklı yapısı. Bu yüzden, finansal piyasalar, işlem maliyetlerinin ya daha düşük ya da ayarlanma hızının daha yüksek olması ile piyasadaki beklentilerin fiyatları etkilemesi, bilgi asimetrisi, ahlaki tehlikenin (moral hazard) yükselmesi ile diğer piyasalardan ayrılırlar (Bulut ve Demirel, 2012, s.260, Kibritçiođlu, 2001, s.175).

Mal ve hizmet piyasalarındaki kriz de kendi arasında ikiye ayrılmakta; enflasyon ve durgunluk krizi olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon krizi, genel fiyat düzeyindeki artışların belli bir sınırın üzerine çıktığında ortaya çıkmaktadır. Durgunluk krizi de mal ve hizmet piyasalarındaki hareketliliğin azalması sonucunda meydana gelir. Bankacılık krizi, borsa krizi ve döviz (para) krizi finansal krizlerin alt kollarıdır. Bankacılık krizi, genel olarak banka yükümlülüklerini yerine getirmeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda ortaya çıkabilir. Borsa krizi, spekülâtif ataklar ya da borsa da işlem gören şirketlerin bankalardan aldıkları kredileri geri ödeyememeleri durumunda, bu şirketlere ait hisse senetlerinin fiyatların düşmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Döviz krizi, genellikle sabit döviz kuru ya da para kurulunun uygulandığı ülkelerde görülür ve bu kavram döviz kurunda ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki keskin bir değişmeyi anlatır. Döviz krizinin belirleyicileri; zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları, finansal alt yapının yetersizliği, ahlaki risk ve asimetric enformasyon olgusu, piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve önsezileri, siyasal suikast veya terörist saldırıları gibi bazı beklenmedik olaylar ve tesadüfler olarak sayılabilir. Son olarak, ödemeler dengesi krizi, sabit kur uygulayan ülkelerde paranın aşırı değerlenmesi sonucunda meydana gelirken, döviz kuru krizi, esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde döviz kuru değişimlerinden kaynaklanır (Kibritçioğlu, 2001, s.176, Aslan ve Terzi, 2013, s.386-388, Yay, 2001, s.1236).

Parasal krizler; banka, döviz-para (currency) ve borsa gibi farklı biçimlerin bir tanesi veya hepsinde birden ortaya çıkan bunalım olgularını anlatmak için kullanılmaktadır. Bir ülkede çıkan bir para krizi, ticari ve parasal küreselleşmeyle çabucak başka ülke veya ülkelere yayılmaktadır (Şişman, 2006, s.15).

Şekil 1’de ekonomik krizlerin sınıflandırılması gösterilmiştir. Temelde krizler reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak ikiye ayrılmaktadır.



**Şekil 1:** Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

**Kaynak:** Nurdan Aslan ve Nuray Terzi, Küresel Finans, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2013. s.387.

**Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller,** küreselleşme, etkisini 1970’lerden itibaren göstermeye başlamış 1980’lerle birlikte dünya da uygulanan “dışa açık büyüme” modelleri ile birlikte daha da hızlanmış, devamında ise Doğu Bloğunun yıkılması ile birlikte 1990’lı yıllarda yükselmiş ve halen söz konusu etkisini korumaktadır. Küreselleşme ile dünya konjonktüründe meydana gelen olumlu veya olumsuz gelişmeler anında, başta gelişen ekonomiler olmak üzere genele yayılmaktadır. Ekonomik krizler de globalleşmenin getirdiği ülkeler arası bağıllık ve bağlantılar nedeniyle sadece krizin çıktığı ülkede değil birçok ülkede hissedilir. Ekonomik krizler, ekonomideki karar birimleri olan hane halkı yani bireyler, firmalar ve devletin davranış ve faaliyetlerinde iç ve dış konjonktür nedeni ile meydana gelen ani ve beklenmeyen değişimler olarak ifade edilebilir. Ekonomik krizler, beklenmedik bir biçimde veya yetersiz ya da yanlış yönetsel tercihlerle belirli bir dönemde ortaya çıkan makroekonomik buhranlar olarak da açıklanabilir (Apak ve Aytaç, 2009, s.1-3).

1990'larda yaşanan krizlerle beraber krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısı da artmıştır. Krizlerin ortaya çıkması, yeni olguların gündeme gelmesi ile yeni tip modellerle en son kriz açıklanmaya çalışılmakta, ancak en son üretilen model bile bir sonraki krizi açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. I. ve II. nesil modeller olarak adlandırılan iki model çerçevesi dışında, özellikle Asya krizini açıklamaya ve bankacılık/para krizlerinin ilişkilerini kurmaya çalışan üçüncü nesil modeller ile yayılma etkisini ve dışsal etkenlerin önemini vurgulayan modeller de bulunmaktadır. Bu modeller, birbirinden ayrı değil, birbirini tamamlayan modellerdir (Yay, 2001, s.1238).

- *Birinci Nesil Modeller*, birinci nesil ya da geleneksel para krizi teorilerinin ilk teorik çerçevesi (spekülatif atak modelleri) *Krugman* (1979) ve *Flood ve Garber* (1984) tarafından oluşturulmuştur. 1973-1982 Meksika ve 1978-1981 Arjantin'deki para krizlerini açıklamak için ortaya atılan bu modeller, spekülatif ataklara atıfta bulunur ve para krizlerinin nedenlerini, makro ekonomik politikalar ile sabit kur sistemi arasındaki uyumsuzluk olarak açıklar. Bir para krizi, döviz kurunda keskin bir çöküş olması, hükümetin devalüasyon ilan etmesi ve birden döviz kuru rejimini değiştirmesi, sermaye akışlarını sınırlaması ile birkaç saat için para piyasalarını kapatması durumuna verilen genel isimdir. Krugman'ın mali açıkların artışına bağlı ortaya çıktığını ileri sürdüğü birinci nesil kriz modelinin gelişimi yabancı yatırımcıların korkusunu haklı çıkaracak biçimde devalüasyonla sonuçlanır. Mali açıkların parasallaşması ve döviz kuru istikrarsızlığı finansal krize yol açar. Yüksek bütçe açıklarının finansmanı için emisyonun kullanılması, yurtiçi paranın değerlenmesine ve yurt içi fiyatların hızla artmasına yol açar. Artan fiyatlar döviz kurunun aşırı değerlenmesine neden olur ve cari açıkları artırır. Menkul kıymet fiyatlarındaki artışın yol açtığı döviz rezervlerindeki hızlı azalma nedeniyle yatırımcılar spekülatif saldırıya geçmekte ve sonuçta sabit döviz kuru rejimi çökmektedir (Bulut ve Demirel, 2012, s.264, Şimşek, 2008, s.190-191).

Birinci nesil modellerinin eksikliği aşırı mekanik ve tek boyutlu olmasından, hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını monetirize ettiği ve Merkez Bankası'nın ekonomideki gelişmelere bakmadan rezerv satarak döviz kurunu baskı altında tuttuğu varsayımlarından kaynaklanmaktadır. Şüphesiz ki, bütçe açıklarının sürekli olduğu zamanlarda bile açıkları monetirize etmenin ötesinde başka politika

seçenekleri de vardır. Bununla beraber hükümetlerin çok çeşitli amaçları olduğunda hemen hemen tüm politika seçenekleri arasında trade-off oluşmaktadır. Bu modellerde iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin iktisadi faaliyetlerini hiçbir şeklide mali dengesizlikler veya kendi politikaları üzerinde etkisinin olmayacağı vurgulanmaktadır (Yay, 2001, s.1238).

- *İkinci Nesil Modeller*, 1992-1993 Avrupa Par Sistemi (ERM) ve 1994-95 Latin Amerika krizleri öncesi yaşanan krizler, birinci nesil kriz modelleriyle açıklanmıştır. Ancak 1990'larla beraber yaşanan krizleri açıklamada birinci nesil krizleri yetersiz kalınca, yeni para krizleri teorileri ortaya atılmış ve bunlar ikinci nesil modeller olarak sınıflandırılmışlardır. İkinci nesil modellere göre kriz, tutarlı, kendi kendini besleyen beklentiler, sürü davranışı ve bulaşma nedeniyle ortaya çıkar. Yani, temel ekonomik göstergelerde ciddi bozulmalar olmasa da ikinci nesil modellere göre, gerçekte olmayan fakat beklenen politika değişimlerine katılım sonucu oluşan spekülatif hareketler krize yol açmaktadır. İkinci nesil modellerde, birinci nesil kriz modellerinden farklı olarak yurtiçi para ve maliye politikaları tutarlı olsa ve devletin elinde sabit döviz kuru rejimini sürdürmek için yeterli döviz rezervi bulunsa bile bir ülkenin parasına yönelik kendiliğinden oluşan spekülatif saldırılar krize neden olabilir ve sonucunda döviz kuru değişebilir (Bulut ve Demirel, 2012, s.267, 270, şimşek, 2008, s.196).

İkinci nesil modeller bazı ortak özeliklere sahip olmalarına rağmen, çok hayati noktalarda birbirinden ayrılırlar. Bazı modellerde ekonomik temeller bir krizin ne zaman olabileceğini belirlemede anahtar bir rol oynar. Bazı ikinci nesil modeller bir krizin nerede olabileceği veya nerede olamayacağı konusunda kritik değişkenler için orta seviye bir aralık belirlemektedir. Sonuç olarak, bir kriz olasılığı ekonomik temellerin pozisyonu tarafından belirlenir ve göreceli olarak iyi ekonomik temellere sahip bir ülke asla bir para krizi yaşamaz. Bu modellerin bazıları, ayrıca beklenmedik şokların, ya da makroekonomik çevrede ani değişikliklerin, otoritelerin döviz kuru sistemini sona erdirmelerine neden olabileceğini belirtir. I. ve II. nesil kriz modellerinin 1990'larda ortaya çıkan krizleri açıklama gücü yüksektir. Örneğin, 1998 Rusya krizi, zayıf hükümetin para basarak açıklarını kapatmak mecburiyetinde kalacağı beklentisinden kaynaklanmıştır. 1992 Sterlin krizi ise İngiltere hkmetinin toplumsal baskı nedeniyle

döviz kuru istikrarına karşı istihdamı tercih edeceği beklentisine neden olmuştur. Asya krizi ülkelerinde ise bu modeller geçerli değildir (Aslan ve Terzi, 2013, s.391-392, Yay, 2001, s.1217).

- *Üçüncü Nesil Modeller* (Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli), bu modeller, 1997 Asya krizinden sonra geliştirilmiştir. Asya'da ortaya çıkan krizleri, standart ekonomik göstergeler (enflasyon, parasal büyüme oranı, geçmişteki bütçe açıkları gibi) temelinde mevcut kriz teorileri ile açıklamak ve tahmin etmek mümkün olmamıştır. Birinci ve ikinci nesil modellerin bileşimi ile oluşturulan üçüncü nesil modellere göre, hükümet ile büyük işletmeler arasındaki uygun olmayan ilişkiler (knory capitalism) krizlerde önemli rol oynar. Üçüncü nesil para krizi teorileri ile birlikte, bankacılık ve para krizlerinin oluşturduğu kırılğan bir finansal yapının krizlerin oluşmasındaki rolü ön plana çıkarılmaktadır. Bu modeller üç farklı yaklaşım ile ele alınabilirler. Birinci grup yaklaşımın içeriği, yurt dışı aşırı borçlanma sendromu, ahlaki tehlike, uluslararası kuruluşlar, yetersiz denetim ve hükümetin tam garantisi olduğu yönünde çevreden yayılan asimetrik bilgilerin oluşturduğu bankacılık sektörü ile ilgilidir. İkinci gruptakiler ise, firmaların bilançoları ile ilgilidir. Yüksek oranda dış borç yükümlülüğüne giren şirketlerin borcu, sermaye girişi olduğu sürece yerli para cinsinden yüksek olmayacak ve bu yüzden yatırım düzeyi de yüksek olacaktır. Üçüncü gruptakilerin içeriğini ise, yayılma etkisi oluşturmaktadır. Krizlerin bulaşıcılığı, ülkelerin birbirlerine borç verdikleri için bir yerde oluşacak olumsuzluğun diğerini de etkileyeceğini ifade eden *finansal bağımlılık*, iki ülkenin ya karşılıklı ticaret ya da üçüncü pazarda birbirine rakip olması durumunu ifade eden *reel bağımlılık*, piyasaların küreselleşmesinin yatırımcıların birinci elden haber alma güdülerini azaltıp ve onları ortak bir yatırım stratejisi uygulamaları için teşvik etmesini ifade eden *yatırımcıların inançlarındaki egzojen değişimdir* (Bulut ve Demirel, 2012, s.271, Erdoğan, 2006, s.42).

*Dışsal faktörlere vurgu yapan modeller*, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde dışsal faktörlerin belirleyiciliği hareket noktası olmaktadır. Bu çerçevede, sanayileşmiş ülkelerdeki önemli ekonomik gelişmeler (dış ticaret hadlerinde, döviz kurlarında ve faiz oranlarındaki büyük ölçekli değişimler), yatırımların

küreselleşmesi ve sermaye piyasalarının artan entegrasyonu gibi faktörlerin, gelişmekte olan ülkelerde krizleri harekete geçirdiği kabul edilir (Yay, 2001, s.1241).

Yükselen ekonomiler, gelişmiş ekonomilere bağımlıdır ve bu bağımlılık teknoloji dışında iki temel alanda gözlenmektedir; pazar ve finansman. Tarihsel olarak, dış pazarlara bağımlılık, gelişmekte olan ekonomilerin tek önemli ihracat kaynağını oluşturan emtia (*commodities*) üretiminde gündeme gelmiştir. Ancak, bu ülkelerin sanayileşmede önemli atılımlar yapmaları, giderek ihracata dayanan büyümeyi vurgulamaları ve özellikle başta Çin olmak üzere Doğu Asya ekonomilerinin nihai tüketim mallarında uluslararası üretim ağlarına entegre olmaları ve emek-yoğun imalat üzerinde yoğunlaşmaları sonucunda, bu sektörlerde de dış piyasa bağımlılığı önemli ölçüde artmıştır. Kuşkusuz, yükselen ekonomilerdeki büyümenin dış piyasalara bağımlılığı artarken, bu ülkeler birbirleri için hem emtiada hem de sınai ürünlerde önemli pazarlar oluşturmaya başlamışlardır. Finansal bağımlılık ise kendisini kültürel, yapısal ve ekonomik politikalar gibi nedenlerle ortaya çıkan kronik tasarruf ve dolayısıyla cari işlemler açığı biçiminde göstermektedir. Her ne kadar Doğu Asya'nın ve enerji ihraç eden ülkelerin dış fazlalarının bir kısmı, özellikle emtia üreten ülkelere yatırım olarak gitmekte ise de, açık-veren ülkelerin dış finansman gereksiniminin karşılanması, büyük ölçüde gelişmiş ekonomilerden gelen fonlara bağlı olmaya devam etmektedir. Geçmiş krizlerden çıkarılan dersler sonucunda alınan bazı önlemlerin ve uygulanan politikaların, yükselen ekonomilerin en azından bir bölümünün 2000'li yıllarda büyüme hızlarını artırmalarında önemli bir rol oynadığı yadsınamaz (Akyüz, 2011, s.20-22).

Her krizin kendine özgü bireysel özellikleri vardır; şokun yapısı, spekülasyon konusu, kredilerdeki genişlemenin biçimi, dolandırıcılık girişimlerdeki hüner, ani değişimi başlatan olayın niteliği gibi. Krizlerin çoğu bir kredi balonunun patlak vermesinin ardından gelmiştir (Kindleberger, 2008, s.53). 1929 Dünya Burhan'ının etkileri geçmesinden sonra 1960'ların sonlarına kadar dünya ekonomisinde büyük çapta bir ekonomik ve finansal krize rastlanmamaktadır. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ile başlayan ve iki petrol kriziyle hız kazanan 1970 sonrası dönem, yeniden şiddetli krizlerle tanımlanmaya başlanmıştır. Bu dönemde özellikle finansal sermayede meydana gelen, uluslararası düzeyde artan hareketlilik, hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde

artan sıklıkta finansal krizleri de beraberinde getirmiştir. 1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerin dış borç yükümlülüklerini yerine getirememeleri sonucu yaşanan borç krizi, gelişmiş ve gelişmekte olan dünyada etkileri uzun süre devam eden ciddi ekonomik problemler yaşanmasına ve bir bütün olarak dünya ekonomisinin daralmasına yol açmıştır.

1990'lı yıllar, birçok gelişmekte olan ülkenin önemli ölçüde dışa açıldığı, ekonomik ve finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığının arttığı ve daha çok bölgesel nitelik kazandığı bir dönemi temsil etmektedir. Bu dönemde yaşanan finansal krizlerin en önemlilerini belirtecek olursak; ilki Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizmasında (ERM), 1992-93'te yaşanan krizlerdir. Latin Amerika'da 1994-95 döneminde Meksika'daki krizin ardından ortaya çıkan Tekila Krizi, 1994-95'te Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizleridir.

1997-98'de Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya'da başlayıp, etkileri önce diğer Asya ülkelerine görülen daha sonra OECD ülkeleri dâhil olmak üzere bölge dışındaki birçok ülkeye yayılan finansal kriz de yaşanan önemli krizlerdendir. Asya krizine paralel olarak 1998'de Rusya ve Brezilya'da yaşanan krizler, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizleri, Arjantin'de 2001 yılında başlayıp, derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe yol açan ve etkileri devam eden finansal krizler de önemli krizler olarak ifade edilebilir (Delice, 2003, s.66-67).

1990'lı ve 2000'li yıllarda yaşanan finansal krizlerin bazılarına ait kırılganlık özellikleri ve bu krizlere neden olan şeyler yani bir bakıma kriz tetikleyicisi olan unsurlar aşağıdaki Tablo 9'da görülebilir. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (1992- 93) krizini yaratan etkenler ise şöyle sıralanabilir: Avrupa faiz oranlarının, ABD faiz oranlarına göre yüksek olması ve yabancı sermayeyi Avrupa'ya çekmesi, Avrupa paralarının aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması, para ve maliye politikalarındaki başarısızlık ile finansal liberalizasyon, çelişkili politikalar ve spekülasyon ataklar. 1994-95 Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizi ise, enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesi, kurların yavaş artması, yurt içinde yerel faizlerin yüksek olması fiyatlara arasındaki dengeleri bozmuştur (Aslan ve Terzi, 2013, s.396, 405).

**Tablo 9**  
**1990'lı Yıllardan Sonraki Krizler**

Krizler	Kırılganlık	Kriz Tetikleyicisi	Krizler	Kırılganlık	Kriz Tetikleyicisi
<b>Meksika (1994)</b>	Devletin kısa dönemli ve kura endeksli dış yükümlülükleri	ABD'nin para politikasını sıkılaştırması, politik şoklar (Chiapas: Başkan adayının suikaste uğraması).	<b>Rusya (1998)</b>	Devletin kısa dönemli dış finansman ihtiyacı.	Bütçe açığı hedeflerinin uygulanmasındaki başarısızlık; ticaret hadlerindeki kötüleşme
<b>Arjantin (1995)</b>	Bankacılık sisteminin kısa dönemli dış yükümlülükleri	Meksika Tekila Krizi	<b>Brezilya (1999)</b>	Devletin kısa dönem dış borçları	Bütçe kısıntılarının uygulanabileceği konusundaki endişeler ve cari işlemler açığı; Rusya Krizinin etkisi
<b>Tayland (1997)</b>	Finansal ve finansal olmayan özel sektör dışsal yükümlülükleri; finans şirketlerinin emlak sektörüne olan bağımlılıkları	Ticaret hadlerindeki bozulma; varlık fiyatların düşmesi.	<b>Türkiye (2000)</b>	Devlet kısa dönemli borçları, bankacılık sektöründeki kur ve vade uyumsuzlukları	Cari işlemler açığının artması; reel kur değerlenmesi; ticaret hadleri şokları; hükümetin finans sektöründeki reformları gerçekleştireceğine dair politik niyet konusundaki endişeler.
<b>Kore (1997)</b>	Finans sektörü dışsal yükümlülükleri (önemli ölçüde vade uyumsuzluğu ile birlikte) ve şirketlerin yüksek borç/öz sermaye oranlar	Ticaret hadlerindeki bozulma; kârlılığın düşmesi; Tayland krizinin etkisi.	<b>Arjantin (2002)</b>	Kamu ve özel sektörün dış ve kura endeksli yükümlülükleri.	Bütçe açığı hedeflerinin gerçekleştirilmesindeki sürekli başarısızlıklar; para kurulu düzenlemeleri ile maliye politikaları arasındaki uyumsuzluk; Rusya'nın iflası
<b>Endonezya (1997)</b>	Şirketlerin dışsal yükümlülükleri; bankacılık sisteminin emlak yatırımlarındaki varlıklarının yoğunluğu	Tayland Krizinin etkisi; bankacılık krizi	<b>Uruguay (2002)</b>	Bankacılık sektörü kısa dönem dış borçları	Arjantin'de mevduatların dondurulmasının Uruguay'dan önemli ölçüde para çıkışına yol açması

**Kaynak:** Ghosh, Atish (2006), "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention", IMF Seminar, July, Washington D.C., s.4.



1970'lerin başından sonraki yıllar emtia, kur, gayrimenkul ve hisse senetleri fiyatlarında eşi görülmedik bir oynaklığın yaşandığı dönem olmuş, finansal kriz dalgası meydana gelmiş ve üç, dört hatta daha fazla ülkede çok sayıda büyük banka aynı anda çökmüştür. Her dalganın ardından resesyona gelmiştir. 2008'de başlayan ekonomik yavaşlama 1930'ların Büyük Burhan'ından bu yana yaşanan en ciddi ve en küresel olanıdır (Kindleberger, 2008, s.1).

Pek çok ülkeyi etkilemesi bakımından da küresel kriz olarak tanımlanan 2008 krizinde, 2001-2004 yılları arasında ABD'nin kredi kullanımını artırması, ABD halkını gelir düzeyinin üzerinde konut alımına yöneltmiştir. Bankalar, ABD vatandaşlarına yeterli inceleme yapmadan konut kredileri sağlamış, bu durum kredi hacminin artmasına ve emlak fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Yükselen emlak fiyatlarının zincirleme etkisi, yeni kredilere yol açmıştır. Bankaların bir süre sonra kredi alacaklarını tahsil edememesiyle kredilere dayalı menkul kıymet piyasalarında sorunlar çıkmaya başlamıştır. Finansal kurumların portföylerinde bulunan menkul kıymetler irdelenmeye başlanmış ve sorunlu olan menkul kıymetleri portföylerinde bulunduran finansal şirketlerinin değeri hızla düşmüştür. Kredi alacaklarını tahsil edemeyen finans kurumları borçlarını ödeyemez hale gelmiştir (Terzi, 2009, s.154).

Kriz ABD'de birçok eyaleti etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarruf seviyesinin sınırlı oluşu, bu ülkelerin büyümeleri için kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri (sıcak para) çok önemlidir. Bu sermayenin çok kısa sürede ülkeyi terk etme eğiliminde olması, o ülkelerin makroekonomik dengeleri açısından oldukça olumsuz etkiler yaratmaktadır. Benzer şekilde gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarında düşüş yaşanması ve dolayısıyla da talebin azalması beraberinde gelişmekte olan ülkelerin yapmış oldukları ihracat düzeyinin azalmasına neden olmuştur (Eğilmez,2013, s. 53-56).

### **3.2.4. Uluslararası Finans ve Enerji**

Günümüzde dünya politikasının temel eksenini; enerji kaynaklarına sahip olma isteği, bu kaynakları kontrole etme ve beraberinde ortaya çıkan jeoekonomik mücadeledir. Güç, bir devlete bir şey yaptırmayı ya da bir davranıştan vazgeçirmeyi sağlayan araçtır. Ulusal gücün unsurlarının başında askeri güç gelmekle beraber; siyasi

alt yapı, ekonomik durum, coğrafik konum ve büyüklük, nüfus ve teknolojik düzey aynı derecede önemli unsurlardır (Arı, 2010, s.207, 209). Enerji kelimesi, eski Yunan dilinde iş sözcüğünden türemiş olup, iş yapabilme yeteneği veya güç yaratma anlamına gelmektedir. İş yaratma yeteneği ise, madde ve cisimlerde değişme yapma imkânı sağlar. İnsanoğlu, enerjinin bir biçimden başka bir biçime dönüşümünü öğrendiğinde yaşamını daha kolaylaştırıp, daha rahat yaşamaya başlamıştır (Aydın, 2014, s.21).

Yaşanan bilimsel ve teknolojik gelişmeler sonucunda, üretim sürecindeki hızlı makineleşme, yoğun teknoloji kullanımı ve yükselen hayat standardı beraberinde artan enerji ihtiyacını getirmiştir. Enerji kaynaklarının sınırlı oluşu ve giderek artan enerji ihtiyacı karşısında devletlerin adeta dostluklarını ve düşmanlıklarını tayin eden son derece stratejik bir madde haline gelen enerjiyi, dış politikadan, ekonomi politikasından, sanayi politikasından ve savunma politikasından bağımsız düşünmek mümkün değildir (İlbaş, 2014, s.11). Tablo 10 enerji kaynaklarının nasıl sınıflandırıldığını göstermektedir.

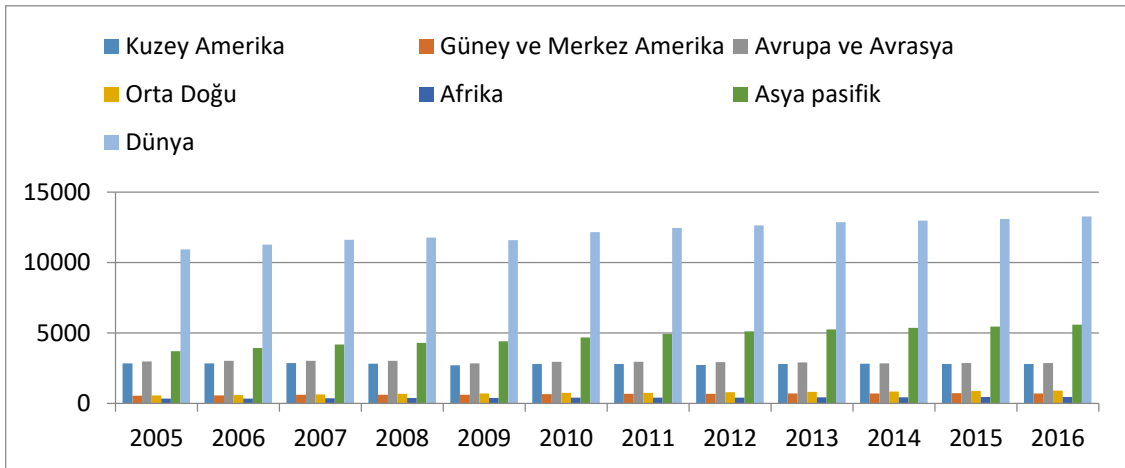
**Tablo 10**  
**Enerji Kaynaklarının Sınıflandırılması**

Enerji Kaynakları				
Kullanışlarına Göre			Dönüştürülebilirliklerine Göre	
Yenilenemez (Tükenir)		Yenilenebilir (Tükenmez)	Birincil (Primer)	İkincil (Sekonder)
<b>Fosil Kaynaklı</b>	<b>Çekirdek Kaynaklı</b>	Hidrolik, Güneş, Biyokütle, Rüzgâr, Jeotermal, Dalga, Gel-Git, Hidrojen	Kömür, Petrol, Doğalgaz, Nükleer, Biyokütle, Hidrolik, Güneş, Rüzgâr, Dalga, Gel-Git	Elektrik, Benzin, Mazot, Motorin, İkincil Kömür, Kok, Petrokok, Hava Gazı, Sıvılaştırılmış petrol gazı (LPG)
Kömür, Petrol, Doğal gaz	Uranyum, Toryum			

**Kaynak:** Erdem Koç ve Mahmut C. Şenel, “Dünya’da ve Türkiye’de Enerji Durumu- Genel Değerlendirme”, **Mühendis ve Makine**, Cilt 54, sayı 639, 2013, s.33.

**Kaynaklarına göre enerjiler**, katı sıvı, gaz yakıtlar ile hidrolik, nükleer, güneş biokütle (biyomas), rüzgâr, jeotermal vb. enerjiler olarak ayrılabilir. **Fiziksel ve ekonomik yönleriyle enerjiler**, mekanik (potansiyel ve kinetik), termik, kimyasal, fiziksel, elektromanyetik, elektrik vb. olarak gruplandırılabilir. **Herhangi bir değişime ya da dönüşüme uğrayıp uğramadığına göre enerji**, *birincil (primer) enerjiler*, doğal enerjiler olarak da adlandırılan bu enerjiler, doğadaki enerjilerini herhangi bir değişim ya da dönüşüm göstermemiş biçimindedir (güneş, rüzgâr, hidrolik, petrol, kömür, jeotermal, nükleer enerjiler). *İkincil (sekonder) enerjiler*, türetilen enerjiler olarak da adlandırılırlar

ve birincil ya da diğer ikincil enerjilerin dönüştürülmesi sonucu elde edilmektedirler (elektrik, termik ısı, mekanik, kimyasal, elektromanyetik, ışık). **Enerji hammaddelerinin özgül içeriklerine göre enerji**, *yoğun enerjiler* (petrol, petrol ürünleri, kömür, hidrolik enerji, atom enerjisini veren uranyum ve toryum), *yoğun olmayan enerjiler* (güneş ve rüzgâr enerjileri)'dir. **Enerji maddesinin depolanma özelliğine göre**, *tam olarak depo edilebilenler* (kömür, petrol ve ürünleri, bitümlü şistler, atom enerjisini veren uranyum ve toryum), *kısmen depo edilebilenler ve edilemeyenler* (doğal gaz, su, güneş)'dir. **Enerji maddesinin veya enerjinin ticari, ekonomik olup olmadığına göre** ise günümüzdeki tüm enerji kaynaklarının artık ticari boyutu vardır diyebiliriz. **Enerji maddesinin kullanım esnasında çevreye etkisi yönünden**; *Temiz enerjiler* (Güneş, rüzgâr, biyomas – biyokütke enerjisi hidrolik enerjiler), *temiz olmayıp doğayı kirletenler* (petrol, kömür bitümlü şistler)'dir. **Enerji maddesinin alternatif olup olmadığına göre**, *alternatif enerji*, doğal çevreden sürekli veya tekrarlamalı olarak akan enerjiden elde edilen enerjidir. En yaygın olanı, 24 saat tekrarlamalı güneş enerjisidir. *Yenilemeyen enerji*, insan müdahalesi olmadıkça salınmayan, bağlı bulunan statik enerji depolarından elde edilen enerjidir. Nükleer ve fosil yakıtlar bunun örnekleridir. Bu enerji, pratikte izole edilmiş bir potansiyele sahiptir ve enerji akımını başlatmak için bir dış etki gerektirmektedir (Acaroğlu, 2007, s.1-2). Aşağıdaki şekilde dünya 2000-2016 döneminde tüketilen enerji miktarı bölgeler bazında gösterilmiştir.



Şekil 2: Dünyadaki Birincil Enerji Tüketimi (2005-2016, MTOE=ton eşdeğer petrol)

**Kaynak:** BP Statistical Review of World Energy 2017, <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html> (Erişim Tarihi: 15.05.2018).

Dünyada kullanılmakta olan enerjinin çoğu birincil enerji kaynaklarından elde edilmektedir. Tablo 11’de dünyada tüketilen enerjinin kaynakları gösterilmiştir. Buna göre 2015 yılında dünyada enerjinin yüzde 33’ü petrolden, yüzde 28’i kömürden ve yüzde 24’ü de doğalgazdan sağlanmıştır. Bölge bazında 2015 ve 2016’da Amerika kıtasında ve Afrika’da en çok kullanılan enerji kaynağı petrol, Avrupa, Avrasya ve Orta Doğu’da doğal gaz, Asya Pasifik’te ise kömür olmuştur.

**Tablo 11**  
**Dünyadaki Birincil Enerji Tüketimi ve Kaynakları (2015-2016, MTOE)**

	Dünya	%	Kuzey Ame.	%	Güney ve Mer. Ame.	%	Avrupa ve Avrasya	%	Orta Doğu	%	Afrika	%	Asya Pasifik	%
<b>2015</b>														
Petrol	4341	33,1	1040	37,2	334,4	47,1	865,9	30,4	412,8	47,2	182,1	42	1506	28
Doğal Gaz	3146,7	24	881,2	31,6	158,3	22,3	909,2	31,9	444,3	50,8	122,2	28,2	631,6	12
Kömür	3784,7	28,9	424,2	15,2	35,9	5,1	471,3	16,6	10,2	1,2	95,3	22	2748	50
Nükleer Enerji	582,7	4,4	215,3	7,7	5	0,7	263,9	9,3	0,8	0,1	2,8	0,6	95	1,7
Hidroelektrik	883,2	6,7	148,2	5,3	152,9	21,5	194,7	6,8	5,9	0,7	26,9	6,2	354,7	6,5
Yenilenebilir Enerji	366,7	2,8	83,6	3	24	3,4	141,6	5	0,5	0,1	4,2	1	112,7	2,1
Toplam	13105	100	2792,4	100	710,4	100	2846,6	100	874,6	100	433,5	100	5447	100
<b>2016</b>														
Petrol	4418,2	33,3	1046,9	37,5	326,2	46,2	884,6	30,9	417,8	46,7	185,4	42,1	1557	28
Doğal Gaz	3204,1	24,1	886,8	31,8	154,7	21,9	926,9	32,3	461,1	51,5	124,3	28,2	650,3	12
Kömür	3732	28,1	386,9	13,9	34,7	4,9	451,6	15,8	9,3	1	95,9	21,8	2754	49
Nükleer Enerji	592,1	4,5	217,4	7,8	5,5	0,8	258,2	9	1,4	0,2	3,6	0,8	105,9	1,9
Hidroelektrik	910,3	6,9	153,9	5,5	156	22,1	201,8	7	4,7	0,5	25,8	5,9	368,1	6,6
Yenilenebilir Enerji	419,6	3,2	97,1	3,5	28,2	4	144	5	0,7	0,1	5	1,1	144,5	2,6
Toplam	13276,3	100	2788,9	100	705,3	100	2867,1	100	895,1	100	440,1	100	5580	100

**Kaynak:** BP Statistical Review of World Energy 2017, <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html> (Erişim Tarihi: 15.05.2018).

Tablo 12, dünyadaki fosil kaynaklı yakıtların mevcut durumunu göstermektedir. Petrol açısından değerlendirdiğimizde Dünya’da en çok petrol Orta Doğu’da, en az ise Asya Pasifik bölgesinde yer alırken, mevcut kaynaklar ile 50 yıl yetecek petrolün kaldığı tablodan görülmektedir. Doğalgaz ve kömür içinde benzer yorumlar yapılabilir.

**Tablo 12**  
**Fosil Kaynaklı Yakıtların Dünyadaki Durumu**

Petrol (Bin Milyon Varil)													
	Kuzey Am.	%	Güney ve Merkez Am.	%	Avrupa ve Avrasya	%	Orta Doğu	%	Afrika	%	Asya Pasifik	%	Dünya
1996	127,3	11,1	90,7	7,9	142,8	12,4	674	59	74,9	7	39	3,4	11,5
2006	221,7	16	110,8	8	137,6	9,9	755,9	54	116,9	8	45,5	3,3	13,8
2015	227,5	13,4	329	20	154,9	9,2	803	48	128,2	8	48,8	2,9	16,9
2016	227,5	13,3	327,9	19	161,5	9,5	813,5	48	128	8	48,4	2,8	17,1
<b>R/P* (2016)</b>	<b>32,3</b>		<b>119,9</b>		<b>24,9</b>		<b>69,9</b>		<b>44,3</b>		<b>16,5</b>		<b>50,6</b>
Doğal gaz (Trilyon metreküp)													
1996	8,5	6,9	6	4,9	39,8	32,2	49,2	40	10,2	8	9,9	8	123,5
2006	8	5,1	7,2	4,6	42,8	27,1	72,6	46	14,4	9	13,2	8,4	158,2
2015	11,1	6	7,7	4,2	56,8	30,6	79,4	43	14,2	8	16,1	8,7	185,4
2016	11,1	5,9	7,6	4,1	56,7	30,4	79,4	43	14,3	8	17,5	9,4	186,6
<b>R/P (2016)</b>	<b>11,7</b>		<b>42,9</b>		<b>56,7</b>		<b>124,5</b>		<b>68,4</b>		<b>30,2</b>		<b>52,5</b>
Kömür (2016, Milyon Ton)													
Taş Kömürü	22,7	27,8	8,9	1,1	15,3	18,8	14,4	1,8	41,3	<b>50,6</b>	-	-	81,6
Linyit	32,5	10	5,1	1,6	16,9	52,3	66	0	11,7	56,1	-	-	32,3
<b>R/P (2016)</b>	<b>356</b>		<b>138</b>		<b>284</b>		<b>64</b>		<b>102</b>				<b>153</b>

**Kaynak:** BP Statistical Review of World Energy 2017, <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html> (Erişim Tarihi: 15.05.2018).

\*R/P, rezerv üretim oranı, mevcut üretim düzeyi sabit kabul edildiğinde ispatlanmış rezervlerin kaç yıl sonra tükeneceğini göstermektedir.

Sanayi devrimi insan gücü ve hayvan gücü yerine makinayı ve ona hareket veren enerjiyi ön plana çıkarmıştır. Dolayısıyla sanayi devriminden bu yana, yoğun bir şekilde ülkelerin ekonomik yarışının kaderini, diğer faktörlerden fazla, enerjinin ne kadar yoğun ve etkin kullanıldığı belirler konuma gelmiştir. Enerji tüketim kompozisyonu zaman içerisinde özellikle 20. yüzyıl zarfında çok farklı bir değişim yaşamıştır. Başlangıçta yoğun bir biçimde kömüre dayalı olarak tüketilen enerji, daha sonra giderek petrol, nükleer enerji, su enerjisi, rüzgâr enerjisi gibi farklı alanlardan da sağlanmaya başlamıştır. Bütün diğer kaynaklara rağmen 20. yüzyılda enerji tüketimine damgasını vuran petrol ve doğal gaz olmuştur. 21. yüzyılda enerji rekabeti ve enerji tüketiminin uzunca bir süre petrol ve doğal gaz üzerinde yoğunlaşacağı anlaşılmaktadır (Uluğbay, 2003, s.10-11).

**Enerji Güvenliği ve Enerji Politikası**, Uluslararası Enerji Ajansı (UEA), enerji güvenliğini, enerji kaynaklarına, kesintisiz ve ödenebilir fiyatlarla erişim olarak tanımlamaktadır (<http://www.iea.org/topics/energysecurity>, Erişim Tarihi: 15.05.2018).

1974 yılında UEA'nın kurulmasının nedeni de enerji güvenliği ile özellikle petrol arz güvenliğinin sağlanması gereksinimiyle açıklanabilir. Şöyle ki, 1948'ten 1960'ların sonlarına kadar geçen sürede, petrol fiyatları varil başına 2,5 ile 3 ABD doları arasında bir seyir izlemiştir. 1958-1970 arasında fiyatlar 3 dolar civarında kalmıştır. 1960'ta OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries-Petrol İhraç Eden Ülkeler Teşkilatı) kurulmuştur. Kurucuları; İran, Irak, Suudi Arabistan, Kuveyt ve Venezuela'dır. Kurulmasında, ABD'deki bazı uygulamaların etkisinin yanı sıra, OPEC üyesi ülkelerin elinde biriken ek üretim kapasitesinin katkısı vardır. OPEC'in fiyatları kontrol gücü ise kuruluşundan yaklaşık on yıl sonra artmaya başlamıştır. 5 Ekim 1973'te İsrail'in, Suriye ve Mısır'a saldırmasıyla, 3,5 doların altında seyreden petrol fiyatlarındaki sakin seyir bozulmuştur. ABD ve birçok batılı ülke, İsrail'in yanında yer alırken, İran ve Arap ülkeleri İsrail'i destekleyen ülkelere karşı petrol ambargosu kararı almıştır. Ambargoyla, dünya piyasalarından Mart 1974'e kadar günde 4 milyon varillik bir arz kaybı yaşanmış ve fiyatlar da 4 kat artarak 12 doların üzerine çıkmıştır. İşte UEA da bu olaydan ders alınarak tamamına yakını enerji ithalatçısı olan OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development: İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı)'ye üye ülkelerin,

başlangıçta petrol arz güvenliklerini ve giderek genelde enerji güvenliklerini sağlamak üzere kurulmuştur (Pamir, 2016, s.37-38).

Enerji güvenliği; enerjinin yeterli, ödenebilir, güvenilir, zamanında, temiz ve çeşitlendirilmiş kaynaklardan, olabildiğince yerli kaynaklardan, kesintisiz ve kaliteli olması olarak da tanımlanabilir (Pamir, 2016, s.39). Enerji arzı güvenliği kavramı enerji, ekonomi, uluslararası ilişkiler, çevre ve yeni teknolojiler gibi birçok alanı kapsar. Bu kavram ilk olarak 1913 yılında İngiliz donanma komutanı *Winston Churchill*'in donanmasını kömürden petrole geçişinde kullanmasından bu yana gelişen jeopolitik, ekonomik ve çevresel faktörler ile farklı boyutlar kazanmıştır. Enerji güvenliğinin birçok tanımı bulunmaktadır. Fakat bu tanımların büyük bir kısmı enerjinin fiziksel olarak elde edilebilirliği ve ekonomik olarak ucuz maliyetli olması noktasında birleşmektedir. Enerji güvenliğinin çok boyutlu bir yaklaşımla sağlanması gerekir; bu boyutlar aşağıdaki şekilde gösterilmiştir (Aydın, 2014, s.545-546, 572).



**Şekil 3:** Enerji Arz Güvenliği Boyutu

**Kaynak:** Levent Aydın, Enerji Ekonomisi ve Politikaları, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2014, s.546.

Enerji arz güvenliğini sağlamanın birbirine bağlı iki boyutu bulunmaktadır. Birinci boyut, jeopolitik ve birincil enerji kaynaklarına erişim, uluslararası alt yapının uygunluğu, öngörülemeyen veya beklenmedik bir kaynak tüketimi, iklim değişim politikalarının uygulamaya yönelik yaptırımları gibi dışsal boyuttur. İkincisi, ülkenin

piyasa yapısı, düzenlemeler, fiyat istikrarı, üretim kapasitesinin yeterliliği gibi içsel boyuttur (Aydın, 2014, s.572). Enerji güvenliğiyle birlikte “elektrik güvenliği” kavramı da son yıllarda karşılaşılan bir kavramdır. Elektrik sektörünün tüm bağlantılı kullanıcılara elektriği kabul edilebilir standartlarda, arzu edilen miktarda ve zamanında sağlayabilme yeteneğidir. Üç farklı ama birbiriyle etkileşim içinde olan temel unsurdan oluşur: Yakıt güvenliği, sistemin yeterliliği, sistem güvenliği. **Yakıt güvenliği**, santrallere gereken yakıtın güvenilir biçimde sağlanmasıyla talebin karşılanabilesidir. **Sistemin yeterliliği**, sistemin mevcut ve gelecekteki elektrik talebine ve gelecekteki yakıt ve talep dâhil tüm değişikliklere yanıt verebilme kapasitesidir. **Sistem güvenliği**, talepte beklenmeyen artışlara ve/veya arz kesintilerine, mevcut kaynaklarla yanıt verebilme kapasitesidir (Pamir, 2016, s.41-42).

Ekonomi, sanayi, savunma, dış politikalar ile doğrudan bağlantılı olan enerji politikaları, ülkelerin gelişmesi, kalkınması, büyümesi açısından büyük önem taşımaktadır. Enerji politikası, belirli bir varlığın, genellikle hükümetin enerji üretimi, dağıtımını ve tüketimi dâhil olmak üzere enerjinin gelişimi konularını hangi şekilde ele alacağına karar verme yöntemidir. Enerji politikasının özellikleri yasal ve yönetmelik gibi mevzuatları, uluslararası anlaşmaları, yatırım için teşvikleri, enerji tasarrufu için kuralları, vergi ve diğer kamu politikası tekniklerini içerebilir. Politika analizi; problemin tanımını ve açıklanması, değerlendirme kriterlerinin oluşturulması, alternatif politika seçeneklerinin belirlenmesi, değerlendirilmesi, alternatif politikalar arasında farkı göstermek ve uygulama politikanın izlenmesi ve değerlendirilmesi aşamalarından oluşmaktadır (Aydın, 2014, s.523, 537).

Enerji, tarım, sanayi, ulaştırma, ticaret, kamu yönetimi, vb. ekonomik sektörlerdeki her türlü ürün ve hizmetin üretimi için girdi olduğundan enerji politikası da tüm bu yaşamsal gereksinimlere yanıt verebilecek biçimde tasarlanmalı, planlanmalı ve uygulanmalıdır. Öncelikle sektörün karşılıklı etkileşim içinde olduğu diğer sektörler dikkate alınıp bütüncül bir planlama yapılmalıdır. Enerji politikası, dış politika, güvenlik, ekonomik, tarım ve sanayi politikaları, eğitim, ulaştırma, çevre vb. ile entegre biçimde planlanmalıdır. Ülke, bölge ve il ölçeğinde enerji kaynakları belirlenip, enerji yatırımlarında ithalat faturasını ve dışa bağımlılığı artıran ürünler yerine, yerli ve



yenilenebilir kaynakların azami biçimde değerlendirilmesine yönelik bir strateji izlenmelidir (Pamir, 2016, s.471-472).

### **3.2.5. Uluslararası Finansta Hegemonya ve Jeopolitika**

Uluslararası düzen, uluslararası toplumun temel hedeflerini koruyan bir davranış biçimidir. Bu hedefler kayıt altına alınmış veya değiştirilemez hedefler olmasına rağmen, temelde devletlerin bağımsızlıklarının ve toprak bütünlüklerinin korunmasında, devletlerin beraber yaşamalarının (co-existence) şartlarının oluşturulmasında, devletin başka bir büyük devlet tarafından ortadan kaldırılması tehlikesine karşı korunmasını içermektedir. Uluslararası sistemin de, birden fazla devletin kendi aralarına ilişkilerinin olması ve bütünü bir parçası kanaatini uyandıracak bir şekilde diğer devletlerin kararlarını etkileyebileceği bir ortamın oluşması ile meydana geldiğini söyleyebiliriz. Bu manada, güç dengeleri nasıl olursa olsun devletlerarasında bir ilişki biçimi, etkinlik derecesi hangi oranda olursa olsun devletlerin karşılıklı olarak etkileşimi ve her devletin bir bütünü parçasıymış gibi hareket etmesi, uluslararası sistemin temel niteliklerini ortaya çıkardığını söyleyebiliriz (Demiray ve İşcan, 2008, s.144-145).

Sistem kavramı bir bütün olarak sisteme ait parçaların birbirine bağlı oldukları anlayışından yola çıkmaktadır. Sistemin elementlerinde/parçalarında gerçekleşen değişim ve dönüşümler, sistemin diğer öğelerini de dolaylı veya dolaysız olarak etkilemekte ve bu şekilde bir sistemin tüm konumunun değişmesine neden olmaktadır. Devletler birlikte yaşarken aynı zamanda kendi ulusal çıkarlarını gözetmek ve maksimum seviyeye getirmek içinde uğraşırlar, bu çıkar kavramının alt değerleri, ekonomik ve politik çıkarların en temel faktörler olarak ortaya çıktığını söyleyebiliriz. Bu açıdan bakıldığında da devletlerin oluşturduğu uluslararası sistemi “çıkarlar arasındaki düzen” olarak tanımlamak mümkündür (Şöhret, 2011b, s.100-101).

Etimolojik anlamıyla “önderlik” ve yüklendiği anlamıyla ”tahakküm” kavramlarını ifade eden hegemonya sözcüğü normal olarak devletler arası ilişkilerle ilgili olduğundan *Gramsci*'nin kavramı devletler arası ilişkilere benzeterek mecazi anlamıyla gruplar arasındaki ilişkileri açıklamak için kullanılmış olabilir. Dünya hegemonyaları, sadece, birbirleriyle ilişki içindeki devletlerin güç arayışlarının devlet faaliyetlerinin tek

amacı olmadığı durumlarda ortaya çıkabilir. Aslında devletlerarası sistemde güç arayışı, devletlerin birer örgüt olma niteliğiyle strateji ve yapılarını karma bir biçimde tanımlayan madalyonun yalnızca bir yüzüdür. Madalyonun öteki yüzü, uyruklar karşısında gücün artırılmasıdır. Böylece bir devlet dünya egemeni haline gelebilir; çünkü yöneticinin uyruklar karşısındaki kolektif iktidarının genel bir genişlemesinin itici gücü olduğunu ifade edebilir. Ya da tam tersine, kendi görelî güç genişlemesinin sistemdeki tüm devletlerin uyruklarının genel çıkarına olduğunu inandırıcı bir biçimde öne sürebildiği için eğmen olabilir (Arrighi, 2000, s.56-57).

Uluslararası koordinasyonun hegemonik bir yapı altında düzenlenmesi genelde küreselleşme süreçlerinin ortak özelliğidir. Hegemonyaların zayıfladığı dönemlerde ise bu uluslararası koordinasyon güçleştiğinden, çoğu kez büyük çaplı siyasi, askeri ve iktisadi krizler doğmaktadır. Yeni teknolojilerle donatılmış şirketler daha geniş alanlara yayılıp, ölçek ekonomilerinden yararlanmaya çalışırken, kendilerini yabancı devletlerin ulusal sınırları içinde bulurlar. Bu ulusal sınırlamalar İkinci Dünya Savaşı'ndan itibaren bir takım transnasyonel örgüt ve uluslararası anlaşmalar aracılığıyla yumuşatılmış olsa da, devletlerin hükümlerlik hakları uluslararası iktisadi ilişkilerde bir belirsizliğe (intrinsic uncertainty) ve riske yol açmaktadır; çünkü piyasa işlemleri, sadece üretim değil, işlem (transaction) maliyetlerini de kapsar. İşlem maliyetleri özel mülkiyet ilişkilerinin tanımlanması ve piyasa aktörleri arasında oluşan mülkiyet transferlerinden kaynaklanır. Bu nedenle denilebilir ki modern küreselleşme hareketleri, piyasa rasyonelliği ile uluslararası kapitalizmin siyasi rasyonelliğinin giderek çatışmaya girdiği bir alanı oluşturur (Çeçen, 2003, s.22-23).

Devletlerarası sistemde hegemonya ender rastlanan bir olgudur. Yalnızca üç kez ortaya çıkmıştır: On yedinci yüzyılın ortalarında Hollanda'nın hegemonyası, on dokuzuncu yüzyılın ortalarında İngiliz hegemonyası ve yirminci yüzyılın ortalarında da ABD hegemonyasıdır. Yaklaşık otuz yıllık sürelerle dünya savaşları hegemonyanın onaylanmasına ve devletlerarası sistemin yeniden yapılandırılmasına neden olmuştur. 1648 Westphalia Anlaşması ile sona eren Otuz Yıl Savaşları Hollanda'nın hegemonik sisteminin gelişinin, 1815 Viyana Kongresiyle sona eren Napolyon/İhtilal Savaşları İngiliz hegemonik sisteminin ve 1945'te Birleşmiş Milletlerin oluşturulmasıyla sona eren

yirminci yüzyılın iki dünya savaşı ise ABD hegemonyasının göstergesi olmuştur. Söz konusu hegemonyalar ekonomik, politik ve ideolojik hâkimiyeti kapsamaktadır; fakat bunlar ekonomik üstünlüğün gelişmesine sıkı sıkıya bağlıdır. Bu üç aşama içerir; ilk olarak hegemonik devlet rakiplerine karşı üretim verimliliğinde öncelik kazanır. İkinci olarak bu üretim üstünlüğü ticari avantajı sağlayacak olan tüccarları yaratır. Son olarak da devletin bankerleri dünya ekonomisinde finansal üstünlük sağlamayı başarır. Bir devletin üretim faaliyetleri ile ticari ve finansal faaliyetleri tüm rakip devletlere üstünlük sağladığı zaman o devlet hegemoniktir. Bu devletler, devletlerarası sistemde bir tür buyurucu egemenlik kurarak değil, herhangi bir rakip koalisyonunun kendi politik liderliğini tehdit edecek kadar büyümesine engel olacak bir şekilde güçler arasındaki dengeyi sağlayarak hâkim olmaktadır. Dahası hegemonik devletler dünya sisteminde geniş kabul gören liberal fikirleri yayarlar. Bu nedenle hegemonik devletler dünyanın politik lideri olmaktan daha fazlasını ifade eder (Flint, ve Taylor, 2014, s.50-51).

Temel olarak ekonomik ve teknolojik gelişmelerle harekete geçen bir değişim dinamiği bulunmaktadır ve bu sonra da toplumsal yapıları, politik sistemleri, askeri gücü ve tek tek devlet ve imparatorlukların konumunu etkilemektedir. Bu küresel ekonomik değişimin hızı hep aynı olmamıştır, bunun da nedeni teknolojik yenilik ve ekonomik büyüme hızının kişi olarak buluşu, yapanın ve girişimcinin durumunu olduğu kadar, iklim, hastalık, savaşlar, coğrafya, toplumsal çerçeve gibi faktörlere bağlı olarak düzensiz olmasındandır. Dünyadaki bazı alanlar yükselirken, öbürleri, geride kalmıştır. Bu eşitsiz ekonomik büyüme hızları devletler sistemi üyelerinin nispi askeri güçleri ve stratejik konumları üzerinde uzun vadede çok önemli etkileri bulunmaktadır (Kennedy, 2010, s.518). Uluslararası ilişkilerde devletlerin güce yaklaşımları ya onu korumak, ya artırmak ya da göstermektir. Bunlar da statükoya, emperyalizme ve prestij noktalarına denk düşer. Gücün ne olduğu onun etkilerini nasıl gerçekleştirdiği ile yakından ilgilidir. Gücü onu uygulayan ve ona maruz kalan siyasal öznelerin oluşturduğu bir ilişki, davranışlarını yönlendiren bir unsur olarak görmek gerekir (Tanrıseven, 2007, s.70-71).

Küreselleşme eğilimleri tarihte hegemonyacı yapıların geniş coğrafyalar üstünde egemenlik kurduğu dönemlerde ivme kazanmıştır. Antik çağlar bir tarafa bırakılırsa, Avrupa coğrafyasında hegemonyaların yükseliş ve yıkılış tarihleri 16. yüzyıldan itibaren

giderek bir dünya sistemine dönüşen kapitalizmin everilmesiyle örtüşür. 1490'lı yıllardan 1580'lere kadar Portekiz'in, 1580-1690 döneminde Hollanda'nın; Fransız Devrimi ve Napolyon savaşlarından sonra güçsüz düşen Fransa karşısında İngiltere'nin, 1800'lerin başlarından itibaren bir dünya hegemonyası olarak yükselmesi hegemonik evrimin kaba bir özeti olarak ifade edilebilir (Çeçen, 2003, s.19). Hegemonik gücün değişmesine koşut olarak kalkınma düşüncesinin de değiştiğini görebiliriz. 19. yüzyılda İngiliz hegemonyasında olan dünya ekonomisinin kalkınma düşüncesi ilerleme ve evrimcilik iken, ABD hegemonyasında modernleşme, *Üçüncü Dünya Milliyetçiliği*'nde bağımlılığa, küreselleşen finans ve kurumsal sermayenin hegemonyasında yapısal uyuma ve Asya'nın yükseliş trendinde de insani gelişme olarak kalkınma düşüncesi de değişmiştir (Bakırtaş, 2014, s.55-56).

Uluslararası hegemonya mücadelesi daha yakın tarihten ilişkilendirerek üç aşamada ele alınabilir: 1945-1970 dönemi, 1970-1989/90 dönemi, 1990'dan sonraki dönem. **1945-1970 dönemi**, II. Dünya Savaşı'ndan galip ve güçlü çıkan ABD, bütün kapitalist dünyayı, kendi güdümüne alıp, ekonomik, siyasi ve askeri hegemonyasının devamı için kapitalist dünyayı sosyalist dünyaya karşı örgütlemiştir. Savaş sonrasında ilk yıllarında ABD'nin ekonomik yardımına duyulan ihtiyaç çok büyük olduğundan bu örgütlenme işi nispeten kolay olmuştur; ancak 50'li yıllarla beraber, savaştan yenik çıkan veya galip olmasına rağmen zayıflayan ülkeler, ekonomilerinin gelişmesine paralel olarak yeniden rekabete girişmişlerdir. II. Dünya Savaşı'nın sonucu olarak doğan talep büyüklüğü ve bu pazarı doyurmak için üretim, rekabetin nispeten belirli sınırlarda kalmasını sağlamıştır. 1970'lere gelindiğinde kapitalist dünya pazarında doyum sınırına varılmış, Fransa, Almanya ve Japonya açısından ekonominin fırtınalı büyüme dönemi geride kalmıştır. Bir taraftan Japonya, tek başına yeniden rakiplerine meydan okumaya başlarken, Avrupa'da Almanya, AB çerçevesinde aynı yolu izlemeye başlamıştır. Böylelikle ABD'nin Sovyet korkutmacası giderek etkisini yitirmiştir. **1970-1989/90 dönemi**, bu dönem kapitalist dünya iki üretim krizi yaşamıştır (1974-75 ve 1981-83). 1970'lerden itibaren kapitalist dünya ekonomisinin karşı karşıya kaldığı yapısal kriz, bilimsel-teknik devrimin kazanımlarının üretim ve dolaşım sürecinde gündeme getirdiği altüst oluşlar gibi sorunlar emperyalistler arası rekabetin giderek keskinleşmesine neden olmuştur. Bu durum, birbirine karşı rekabet eden ülkelerin, hegemonya mücadelesi

boyutlarına varana kadar gelişen bir rekabet sürecine girmelerini beraberinde getirmiştir. **1989/1990'dan sonraki dönem**, Revizyonist Blokun yıkılmasından sonra kapitalist dünya ve hegemonya mücadelesi veren emperyalist ülkeler, yeni siyasi ve ekonomik ufuklara karşı karşıya kalmışlardır. Yeni durum, bir taraftan o zamana kadar geçerli olan ittifakları önemsizleştirirken, diğer taraftan da yeni arayışlara, siyasi ve ekonomik kombinasyonlara yol açmıştır (Okçuoğlu, 2009, s.31-32). Bu uluslararası hegemonya mücadelesi Tablo 13'te gösterilmiştir.

**Tablo 13**  
**Küresel Hegemonya**

<b>Tarihsel Ortam</b>	<b>Hegemonya</b>	<b>Tanım</b>	<b>Kalkınma Düşüncesi</b>
19. yüzyıl	İngiliz İmparatorluğu	Koloniyal Antropoloji, Sosyal Darwinizm	İlerleme, Evrimcilik
1890-1930'lar	Geç kalanlar, Sömürgecilik	Klasik Politik Ekonomi	Yakalama
Savaş Sonrası Genişleme	ABD Hegemonyası	Büyüme Teorisi, Yapısal Fonksiyonizm	Modernleşme
Sömürgelerin Bağımsızlaşması	Üçüncü Dünya Milliyetçiliği	Neo-Marksizm	Bağımlılık
1980'ler >	Küreselleşen Finans ve Kurumsal Sermaye	Neoliberalizm, Monetarizm	Yapısal Uyum
1990'lar >	Asya'nın yükselişi, BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin), Büyük Gelişen Ekonomiler	Kapasiteler, Kalkınmacı Devlet	İnsani Gelişme

**Kaynak:** Pieterse, J. N. (2010). Development Theory. 2nd Edition. Londra: Sage Publication Ltd., s.10.

Uluslararası sistemde Soğuk Savaş döneminde oluşan iki bloklu yapının çözülmesiyle beraber yeni bir dünya düzeniyle ve bunun siyasi yapılanmasıyla ilgili tartışmaların ivme kazandığı görülmektedir. Bu tartışmaların odak noktasını ise dünya sistemindeki liderlik ve yönetim sorunları oluşturmaktadır. Uluslararası sistemde uzunca bir süredir ekonomik mekanizmalar çerçevesinde uluslararasılaşma ve küreselleşme iki yönde daha gelişme göstermektedir. Bunlardan birisi küresel bir siyasi düzen yaratma ve uluslararası alanla geçerli küresel normlar oluşturma yönündeki çabalarıdır. Diğerisi ise küresel kültür yaratma yönündeki girişimlerdir (Eralp, 2007, s.178). Bir ekonomik devletin ortaya çıkışı ve yükselişinin ardından aşamalı bir düşüş gerçekleşir. Hegemonik devletin liberalizminin açıklığı, rakiplerinin teknik avantajları kopyalayabilmesini ve

üretim etkinliğini taklit edebilmesini sağlar. Ardından hegemonik devletin rakipleri karşısındaki düşüşü önce üretimde başlar ve ardından ticaret ve finansta devam eder. Hegemonik devletlerin yükseliş ve düşüşleri hegemonik bir döngü oluşturmaktadır. Bu döngüler, hegemonik gücün varlığını sürdürmesini sağlayan uzun dönem piyasalarındaki yatırımlarının kontrolünü içerir (Flint, ve Taylor, 2014, s.51).

Jeopolitiğin ad babası olan *Rudolf Kjellen*, bu disiplin için coğrafi oluşum veya mekân içinde, ilmi olarak devletin incelenmesidir. Devlet varlığının tabiat kanunları ve insan davranışları açısından incelenmesi ve kıymetlendirilmesi olduğunu belirtmiştir. Jeopolitik, dünya coğrafyasını, coğrafi yapı ve evrensel değerleri ile inceleyerek, dünya, bölge ve ülke çapında güç ve politik düzeyde hareket tarzı araştırması yapar (İlhan, 2003, s.35-36). Bugün sayısız kullanıma sahip olan jeopolitik terimi aslen topraklar ve o topraklarda yaşayan insanlar üzerinde bulunabilme ve iktidar kurabilme rekabetiyle ilgili her şeyi tarif eder: Her tür siyasi güç arasındaki, sadece devletlerarasında değil, aynı zamanda siyasi hareketler ve az çok yasadışı silahlı gruplar arasındaki, mücadeleler büyük veya küçük her türlü toprak üzerinde kontrol sağlamak ve tahakküm kurmak için girilen mücadeleler kastedilir. Jeopolitik akıl yürütmeler, bir ülke içindeki veya devletlerarasındaki şu veya bu çatışmanın sebeplerini daha iyi anlamaya yaradığı gibi, bu çatışmaların az çok uzak ülkelerde ve hatta dünyanın başka yerlerinde ne gibi sonuçları olabileceğini düşünmeye yarar (Lacoste, 2008, s.8).

Jeopolitika kavramı, coğrafi alan ile devlet arasındaki karşılıklı ilişkileri, tarihte siyasi gelişmelerin yönünü alan (mekân) ve ırk vasıtasıyla açıklamaya, kanıtlamaya hizmet eden teorileri ifade eder; jeopolitikaya göre devletlerin politikası, coğrafi faktörler tarafından belirlenir. Yunanca jeo-toprak ve politika kelimelerinin birleşmesiyle üretilen jeopolitika, devletin politikası ile coğrafi çevre arasında kopmaz bağın olduğuna işaret eder (Okçuoğlu, 2009, s.51). Jeopolitik süreçler şöyle sıralanabilir: Öncelikle, uzunca bir sürede ve belirli bir mekânda şekillenen ve birtakım doğal etkenler sonucunda gelişen uygarlıklar ve uygarlık merkezleridir. Çoğu ilk başta belirli mekânlarda ortaya çıkan bu uygarlıklar ve bunların sahibi olan “uygar halklar” zamanla çevrelerinde “barbar milletlerin” yerleştikleri bölgeleri işgal ederek kendi yaşam alanlarına ilhak etmiş ve bu alanı daha da genişletmişlerdir. İkinci olarak, ekstansif ekonomik gelişme (genellikle

fazla hammadde, servet ve arazilerin ele geçirilmesi suretiyle sağlanan gelişme) dönemlerinde toprakların ele geçirilmesi jeopolitiğin belirleyicisi olmuştur. Bu yüzden büyük devletler ve uygarlığın taşıyıcıları olan ülkeler, mutlaka emperyalist bir politika takip etmek ve sürekli olarak etraflarındaki arazileri ele geçirerek genişlemek zorundadır. Üçüncü olarak, ilk uygarlıkların tamamı nehir kıyılarında teşekkül etmiştir. Bu durum insanlığın ilkel yaşam etkinliğinin doğurduğu bir gerçek ve bunun doğal sonucudur. Dolayısıyla doğal etkenlerin insanoğlunun yaşamındaki önemi büyük ölçüde dikkatleri çeken öncelikli meselelerdendir (Hasanov, 2012, s.18).

Güç, bir devlete bir şey yaptırmayı ya da bir davranıştan vazgeçirmeyi sağlayan araçtır. Ulusal güç unsurlarının başında askeri güç gelmekle beraber, siyasal alt yapı, ekonomik durum, coğrafik konum ve büyüklük, nüfus ve teknolojik düzey de aynı derecede önemli unsurlardır. Aslında uluslararası politika çözümlerinde coğrafyanın kullanılması yeni bir olgu değil; fakat son zamanlara kadar özellikle XX. yüzyılda gerek teknolojiye (askeri, silah, ulaşım ve iletişim teknolojilerinde) meydana gelen baş döndürücü gelişmelerin gerekse uluslararası politikada yaşanan değişimlerin etkisiyle bu alanda yürütülen araştırmalarda coğrafya geri planda kalmış ve yeterince vurgulanmamıştır. Ancak, özellikle Sovyetler Birliği'nin dağılmasını izleyen süreç, Avrasya adı verilen coğrafyanın Dünya tarafından fark edilmesini sağlayınca "jeopolitik" kavramı Rus ve Amerikan karar vericilerin dış politika davranışlarına yöne vermeye ve tekrar XIX. yüzyıldaki çekiciliğine kavuşmaya başlamıştır (Arı, 2010, s.207, 209).

Günümüzde dünya politikasının temel eksenini; enerji kaynakları, bu kaynakların kontrolü ve enerji arz güvenliği etrafında cereyan etmektedir. Enerji kaynaklarına sahip olma isteği ve beraberinde ortaya çıkan jeoekonomik güç merkezleri olarak kabul edilen ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında enerji kaynaklarının paylaşımı mücadelesi önem kazanmaktadır (Bakırtaş ve Karbuş, 2004, s.108,120). Jeopolitiğin ne olup olmadığının daha iyi anlaşılması, sınırları ve ilgi alanı hakkında belirli görüşlere ulaşılması için unsurlarının (alt birimlerinin) neler olduğunun da anlayış birliği gerekir. Stratejinin üç unsuru olan, mekân, kuvvet, zaman jeopolitiğin unsurlarının da başlıklarını oluşturur. *Jeopolitiğin coğrafi unsurları (değişmeyen unsurlar)*, coğrafi konum (kıtalar arası ve bölge düzeyinde), sınırlar ve coğrafi bütünlük, saha genişliği ve sahip olunan

stratejik kaynaklar, coğrafi özellik (ada devleti, kıta devleti, iç devlet...) olarak sayılabilir. *Jeopolitiğin beşeri unsurları (değişken unsurlar)*, sosyal değerler, ekonomik değerler, politik değerler, askeri değerler, kültür değerleri ve kültür çevresi olarak sıralanabilir (İlhan, 2003, s.41-42).

Jeopolitik kavramının bugün haklı gerekçelerle sıkça kullanılması, ülkelerin geleceğinden, dünyada olup bitenden veya farklı ülkelerde meydana gelebileceklerden, sonuçlarına az çok maruz kalacaklarını bildikleri için endişelenen çok sayıda erkek ve kadının bu meselelerle ilgilenmesinin bir yansımasıdır. Bugün jeopolitik dediğimiz şeye artan ilgi aslında derin tarihsel değişimlerin sonucudur. İster kabileler, ister krallıklar veya imparatorluklar arasında olsun, iktidarların topraklar üzerindeki rekabetleri şüphesiz her zaman var olmuştur; ama jeopolitik kavramı ancak XX. yüzyılın başında ortaya çıkmıştır. XIX. yüzyıldan sonra, Fransız Devrimi'nin etkisiyle başlayan ulusal ve demokratik hareketlerin Avrupa'da yayılmasıyla beraber, devletlerin başındakiler dış politikalarını uluslararası nezdinde meşrulaştırma noktasına gelip, bunu da karşı güçlerin tehditkâr projelerine karşı çıkararak yapmışlardır. Jeopolitik teriminin XX. yüzyılın başında ortaya çıkışı büyük oranda ulusal düşüncelerin gelişmesinin bir sonucudur. Bununla beraber, bu evrim sadece ilerleme getirmemiştir. Zira ulusal rekabetlerin tırmanması ve bağımsızlık özlemleri, toprağı korumak veya ele geçirmek adına sayısız savaşa yol açmıştır (Lacoste, 2008, s.17-18).

Dünyanın jeopolitik yapısının şekillenmesi tarihine baktığımızda, yeryüzünde jeopolitik yapılanmanın tarihiyle uluslararası ilişkilerin tarihinin birbirine uyduğunu görürüz. Jeopolitik yapılanma ile üç dönemden bahsedilmektedir. Birinci dönem, Avrupa'da ulus devletlerin ortaya çıkışı ve sömürgecilik hareketlerinin başlaması, yeryüzünde imparatorluk kontrol sisteminin kurulmasıdır. 1648-1945 yılları arasında kapsar. İkinci dönemi iki kutuplu dünya düzeyinin ve jeopolitik kontrolün var olduğu dönemdir; 1945-1991. Üçüncü dönem ise, güç dengesine ve karşılıklı kontrole dayalı sistemin kurulduğu yenedünya düzeni adı verilen dönemdir (Hasanov, 2012, s.282). Dünyada genel olarak ticarete, finansa, hegemonyada, kurumlarda ve eşitsizlikte gibi konularda 1980-2000 arası ile 2000'lerde birçok değişim yaşanmıştır. Bunlardan belli başlıları aşağıdaki tablo ile gösterilmeye çalışılmıştır.



**Tablo 14**  
**XXI. Yüzyıl Küreselleşmesindeki Eğilimler**

1980-2000 dönemi	2000'ler dönemi
<b>Ticaret</b>	
Kuzey-Güney ticareti hâkimdir. ABD öncülüğündeki ticari anlaşmalar hâkimdir. Eğilim bölgesel küresel ticaret anlaşmaları yönündedir.	Büyüyen Güney-Güney ticareti vardır. Dünya Ticaret Örgütü (The World Trade Organization, WTO), Amerikan Serbest Ticaret Bölgesi (Free Trade Area of the Americas, FTAA) çıkmazdadır. İki taraflı Serbest ticaret anlaşmalarına (Free Trade Agreements, FTAs) geçiş olmuştur.
<b>Finans</b>	
Finans kapital öncüdür. Kriz eğilimi vardır. IMF, Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkeleri denetlemektedir. ABD doları rezerv paradır. Doğrudan yabancı yatırımların hedefindeki ülke ABD ve Batılı finansal piyasalar hâkimdir. IMF Asya para fonunu engellemektedir. ABD yatırım bankaları hedge fonlar öncüdür.	Gelişmekte olan ülkeler dolar fazlaları tutmaktadır. IMF, ABD politikalarının ekonomik istikrarı tehdit ettiğini belirtmektedir. Çoklu para birimleri vardır. Doğrudan yabancı yatırımların hedefindeki ülke Çin'dir. Batının dışında da yeni finansal akımlar vardır. Tayland Asya Bono Fonu, Güney Bankası ve Bağımsız varlık fonları öncüdür.
<b>Kurumlar</b>	
IMF, Dünya Bankası, Dünya Ticaret Örgütü Yakınsamaktadır. Sosyal liberalizm, yoksulluğun azaltılması ve Wall Street, Hazine IMF kompleks, Washington mutabakatı gibi konular hakimdir.	IMF borç vermeyi kısmıştır (2003'te 70 milyar \$ iken, 2006 20 milyar \$). Dünya Bankası ve Wall Street krizdedir. Keynesyenci politikalar ön plandadır.
<b>Hegemonya</b>	
ABD hegemonyası çözücü ve dinamiktir. Medeniyetler çatışması vardır. ABD öncülüğündeki güvenlik anlayışı vardır.	ABD yeni savaşlarda kendi köşesine çekilmiş ve dezavantajlıdır. Müslüman tepkisi oluşmuştur. Yeni güvenlik eksenleri (Shanghai Cooperation Organization gibi) vardır.
<b>Eşitsizlik</b>	
Büyüme ve artan eşitsizlik (Doğu Asya hariç) söz konusudur. Derinleşen kırsal ve şehir yoksulluğu vardır.	Derinleşen kırsal ve şehir yoksulluğu hâkimdir. Küresel eşitsizlikte göze çarpan faktör uluslararası göçtür.

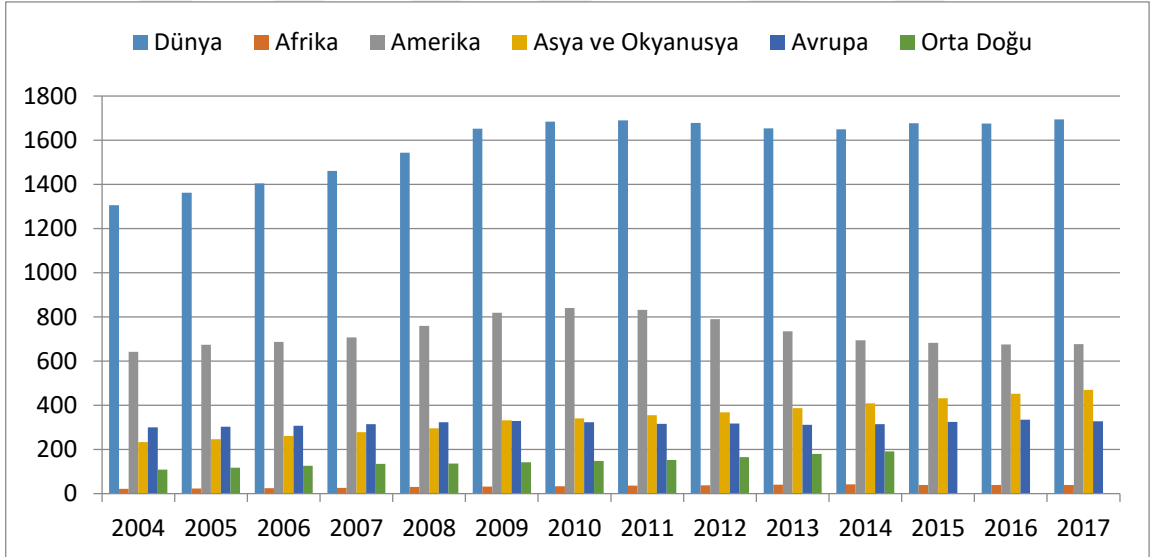
**Kaynak:** Pieterse, J. N. (2010). *Development Theory*. 2nd Edition. Londra: Sage Publication Ltd., s.205.

### 3.2.6. Uluslararası Finans ve Uluslararası Silahlanma

Uluslararası silahlanmanın da içinde yer aldığı güvenlik yapısı, belki de uluslararası ekonomi politikteki en önemli yapıdır, çünkü ticaret, finans ve teknoloji ağları, faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için istikrarlı ve güvenli bir temele ihtiyaç duyarlar. Küresel güvenlik yapısı ulus-devlet, uluslararası örgütler, hükümetler dışı örgütler, uluslararası iş dünyası gibi temel aktörleri birbirine bağlar. Soğuk Savaş döneminde (1947-1990) güvenlik meseleleri temelde ulusal savunma perspektifinden değerlendirilmiştir. Soğuk Savaş döneminde var olan iki süper güç, ABD ve Sovyetler Birliği, arasındaki karşılıklı ilişkiden dolayı oldukça istikrarlı bir dönem olarak görülmüştür. 1990 yılında Sovyetler Birliği'nin çöküşü, Soğuk Savaş güvenlik yapısının temelini çökerten dönüm noktası niteliğinde bir olay olarak ortaya çıkmıştır (Balaam ve Dillman, 2015, s.285-286). Soğuk savaşın ardından, ulusal güvenlik anlayışını etkileyen üç küresel gelişme önem taşımaktadır. Bunlar, ulusal egemenliğin azalan önemi, devlet dışı aktörlerin öneminin artışı, ulusların bölünmesi, ulusal ekonomide artan dışa bağımlılık, teknolojinin yayılması, uluslararası bağımlılığın artışı, iki kutuplu sistemden çok kutuplu sisteme geçiş, belgeselciliğin yükselişi, savunma sistemlerinin standardizasyonu, artan göç, demokrasinin ve kapitalist sistemin yayılması, anarşik çatışmaların artması, geniş ölçekli savaşların azalması, düşük yoğunlukta çatışmalarda artış, ideolojik ve bölgesel çatışmaların azalması, caydırıcılığın başarısızlığı, ulusal ve uluslararası artan gerginlikler olarak ifade edilebilir (Tanrıverdi, 2010, s.9).

Eski çağlardan beri devletlerin varlığının en önemli göstergelerinden olan savunma ve güvenlik, önemli bir kamu hizmeti olarak kabul edilmiştir. Bu hizmetin yerine getirilebilmesi ve tehdit durumlarında ülke güvenliğinin sağlanabilmesi için milletlerarası ilişkilerde en son başvuru olan askeri güç unsurlarının sürekli olarak geliştirmesi ve herhangi bir saldırı durumu için hazır durumda bulundurulması amaçlanmıştır. Çünkü devletler ancak güçlü bir ekonominin yanı sıra güçlü bir silahlı kuvvetlere sahip olurlarsa varlıklarını ve birliklerini güvence altına alabilirler. Yeterli askeri gücü gereken zaman ve yerde ortaya koyamayan bir devletin varlığı, büyük ölçüde tehlikeye girmektedir. Ülkelerin çoğunluğu, kendilerini muhtemel bir saldırıya karşı korumak veya düşmanı saldırıdan caydırmak amacıyla silahlanmaktadır. Burada asıl

önemli olan nokta, bir ülkenin kendini savunabilmesi için ne kadar savunma harcamasının yeterli olduğudur. Bu sorunun yanıtı ise ülkeden ülkeye değişmektedir. Savunma sanayisini kurmuş, silah üreten ve satan gelişmiş ülkelerde savunma harcamalarının, ekonomik faktörlere bağlı olmadığı, buna karşılık; gelişmekte olan ülkelerde ise, gelir seviyeleriyle doğru orantılı olduğu söylenebilir. Bu ülkelerin pek çoğu, savunma sanayilerini kuramamış ve bu yüzden savunma ihtiyaçları yönünden silah üreten ülkelere bağımlı hale gelmişlerdir (Biol, 2010, s.36). Dünyadaki silahlanmanın boyutları 2004 yılından 2017 yılına kadar aşağıdaki şekilde gösterilmeye çalışılmıştır. Buna göre; 2004 yılında silahlanmaya/savunmaya Dünya’da 1,3 trilyon dolar harcanırken, 2009 yılından itibaren bu sayı hep 1,6 trilyon doların üzerinde seyretmiştir. En çok harcama yapan bölge incelenen dönemde hep Amerika olmuştur. 2009 yılına kadar Avrupa ikinci sırada yer alırken, bu yıldan sonra ise Asya ve Okyanusya ikinci sırada yer almış ve bu bölgede silahlanma harcamaları sürekli artan bir seyir izlemiştir. Silahlanmanın boyutları ülke bazında değerlendirildiğinde ABD, incelenen dönemde hep en çok silahlanma harcaması yapan ülke olurken, bu ülkeyi Çin takip etmektedir.



**Şekil 4:** Dünyadaki Silahlanmanın Boyutları (Milyar Dolar)

**Kaynak:** SIPRI, <https://www.sipri.org/databases> (Erişim Tarihi: 15.10.18).\*

\* Bu bölümde kullanılan verilerin tamamı SIPRI – Stockholm International Peace Research Institution adlı bağımsız kuruluşun sitesindeki database’den alınmıştır (<https://www.sipri.org/databases>). SIPRI’nin verileri derlediği kaynaklar ülkelerin bütçeleridir. Bütçelerin dışında yer alan silahlanma/savunma harcamaları bu verilere yansımamaktadır.

Tablo 15'te silahlanmaya en çok harcama yapan ülkeler görülmektedir. Buna göre silahlanmaya, GSYH'nin oranı olarak bakıldığında ise Suudi Arabistan bütçesinden en büyük payı silahlanmaya ayıran ülke konumundadır (% 10,1). Onu İsrail ve Rusya takip etmektedir. Dünya'da 2017 yılında silahlanmaya harcanan 1,7 trilyon dolar yaklaşık 1,5 trilyon dolarını 20 ülke harcamaktadır. Bu ülkelerin silahlanmaya harcadığı paraların küresel silahlanma harcamaları içindeki payı yaklaşık yüzde 88'i bulmaktadır. Dünyada 2017 yılında silahlanmaya en fazla harcama yapan ülke ABD'dir ve yurt içi hasılasının yaklaşık yüzde 3'ünü silahlanmaya ayırmıştır. Suudi Arabistan GSYH'nin yüzdesi olarak silahlanmaya en fazla harcama yapan, en azını silahlanmaya ayıran ülke Japonya'dır. En az silahlanma harcaması yapan Tayvan, silahlanma harcamaları 10 milyar doların üstündedir. Listede yer alan yirmi ülkenin toplam silahlanma harcaması yaklaşık olarak 1,5 trilyon dolara yaklaşmaktadır.

**Tablo 15**  
**Silahlanmaya En Çok Harcama Yapan Ülkeler (2017, Milyar Dolar)**

Sıra	Ülke	Silahlanma Harcamaları	GSYH	GSYH'de Pay (%)
1	ABD	609,8	19.390,6	3,1
2	Çin	228,2	12.014,6	1,9
3	Suudi Arabistan	69,4	683,8	10,1
4	Rusya	66,3	1.527,5	4,3
5	Hindistan	63,9	2.611,0	2,4
6	Fransa	57,8	2.583,6	2,2
7	İngiltere	47,2	2.624,5	1,8
8	Japonya	45,4	4.872,1	0,9
9	Almanya	44,3	3.984,8	1,1
10	Güney Kore	39,2	1.583,0	2,5
11	Brezilya	29,3	2.055,0	1,4
12	İtalya	29,2	1.937,9	1,5
13	Avustralya	27,5	1.379,5	2,0
14	Kanada	20,6	1.652,4	1,2
15	Türkiye	18,2	851,0	2,1
16	İsrail	16,5	350,6	4,7
17	İspanya	16,2	1.314,0	1,2
18	İran	14,5	431,9	3,4
19	Pakistan	10,8	304,0	3,6
20	Tayvan	10,6	579,3	1,8
	<b>Toplam</b>	<b>1.464,9</b>	<b>62.731,1</b>	<b>42,7</b>

**Kaynak:** SIPRI, <https://www.sipri.org/databases> (Erişim Tarihi: 15.10.18).

Küresel silah, askeri malzeme satışlarında en fazla satış yapan 20 şirket aşağıdaki Tablo 16’da gösterilmiştir. Bu 20 şirketin 14’ü ABD şirketidir. 20 şirketin toplam satışları yaklaşık 250 milyar dolar, ABD’li 14 şirketin satışlarının toplamı ise yaklaşık 188 milyar doları bulmaktadır; yani 20 şirketin toplam satışlarının yüzde 75’i ABD’li şirketler tarafından yapılmaktadır. Dünyadaki silah, askeri malzeme satışlarında aslan payı ABD’li şirketlere gitmektedir. 20 şirketin toplam satışlardan elde ettikleri kar 31 milyar dolara yaklaşırken; bu şirketler 1 milyondan fazla kişiye de iş imkânı sağlamaktadır. ABD’li Boeing firması yaklaşık 150 bin kişi ile en çok istihdam yaratan firmadır.

**Tablo 16**  
**Dünyadaki En Büyük Silah Şirketleri (2016, Milyar Dolar)**

Sıra	Şirket Adı	Ülkesi	Silah Satışı	Kâr	Çalışan Sayısı (Bin)
1	Lockheed Martin Corp.	ABD	40,830	5302	97000
2	Boeing	ABD	29,510	4895	150500
3	Raytheon	ABD	22,910	2174	63000
4	BAE Systems	İngiltere	22,790	2351	83000
5	Northrop Grumman Corp.	ABD	21,400	2200	67000
6	General Dynamics Corp.	ABD	19,230	2955	98800
7	Airbus Group	Almanya, Fransa, İspanya, Hollanda	12,520	1101	133780
8	BAE Systems Inc. (BAE Systems UK)	ABD	9,300	--	29500
9	L-3 Communications	ABD	8,890	647	38000
10	Leonardo	İtalya	8,500	561	45630
11	Thales	Fransa	8,170	1.073	64.100
12	United Technologies Corp.	ABD	6,870	5.436	--
13	Huntington Ingalls Industries	ABD	6,720	573	37.000
14	United Aircraft Corp.	Rusya	5,160	-67	--
15	Bechtel Corp.	ABD	4,920	--	53.000
16	Textron	ABD	4,760	843	36.000
17	Pratt & Whitney (Un. Tech. Corp. USA)	ABD	4,530	--	35.100
18	Rolls-Royce	İngiltere	4,450	--	49.900
19	Leidos	ABD	4,300	246	32.000
20	Harris Corp.	ABD	4,200	553	17.000
Toplam			249,960	30.843	1.130.310

**Kaynak:** SIPRI, <https://www.sipri.org/databases/armsindustry> (Erişim Tarihi:15.10.2018).

Tablo 17’de dünyadaki silah ticareti gösterilmiştir. 2013-2017 yılları arasında Dünya’da yaklaşık 145 bin milyon dolarlık silah ihraç/ithal edilmiştir. En çok silah ihraç eden ülke, dünyanın en büyük 20 silah şirketinden 14’üne ev sahipliği yapan ABD’dir. Tablo 17’deki 10 ülke dünya silah ihracının yaklaşık yüzde 89’unu gerçekleştirmektedir. İthalat kısmında ise Hindistan, Suudi Arabistan ve Mısır ilk üç sırada yer almaktadır. En çok silah ithal eden 10 ülke toplam dünya silah ithalatının da yaklaşık yarısını oluşturmuştur.

**Tablo 17**  
**Dünyada En Çok Silah İhraç ve İthal Eden Ülkeler (2013-2017, Milyon Dolar)**

Sıra	Ülke	2013	2014	2015	2016	2017	2013-2017
<b>Dünyada En Çok Silah İhraç Eden Ülkeler</b>							
1	ABD	7660	9656	10048	10304	12394	50062
2	Rusya	7805	5224	5608	6937	6148	31722
3	Fransa	1492	1697	2077	2278	2162	9706
4	Almanya	738	1774	1769	2535	1653	8469
5	Çin	2006	1152	1832	2192	1131	8312
6	İngiltere	1580	1645	1149	1365	1214	6952
7	İspanya	728	1050	1163	507	814	4262
8	İsrail	426	399	727	1433	1263	4248
9	İtalya	867	683	711	670	660	3590
10	Hollanda	367	631	464	471	1167	3101
	Diğerleri	3285	2870	2973	3570	2500	15198
	<b>Toplam</b>	<b>26954</b>	<b>26780</b>	<b>28522</b>	<b>32262</b>	<b>31106</b>	<b>145623</b>
<b>Dünyada En Çok Silah İthal Eden Ülkeler</b>							
1	Hindistan	5322	3227	2845	3296	3358	18049
2	Suudi Arabistan	1615	2741	3352	2986	4111	14805
3	Mısır	675	380	1452	1711	2355	6573
4	B.Arap Emirlikleri	2241	746	1249	1286	848	6370
5	Çin	1388	1148	1142	991	1117	5786
6	Avusturya	244	927	1529	1053	1806	5558
7	Cezayir	302	438	883	2887	905	5414
8	Irak	353	633	1403	1827	712	4928
9	Pakistan	1080	767	784	806	710	4147
10	Endonezya	797	1187	445	389	1196	4014
	Diğerleri	12939	14587	13438	15028	13987	69979
	<b>Toplam</b>	<b>26954</b>	<b>26780</b>	<b>28522</b>	<b>32262</b>	<b>31106</b>	<b>145623</b>

**Kaynak:** SIPRI, <http://armstrade.sipri.org/armstrade/page/toplist.php> (Erişim Tarihi: 15.10.18).

Silahlanma, insanoğlunun dünyada var olduğundan bugüne kadar en büyük güç tutkusu olmuş ve bu tutku zaman zaman kendi hayatını bile tehdit eder hale gelmiştir. İlk insanlardan bugüne kadar silahlarda büyük değişimler olmuştur. Taş ve sopaların yerine, ok ve kılıçlar, ok ve kılıçların yerine top ve tüfekler, top ve tüfeklerin yerine bomba ve füzeler yer almıştır. Silahlanmada atılan her adım, dünya siyasi haritasını değiştirmiş ve daha üstün silahlara sahip olan milletler hükmeden büyük güç olmuşlardır (Özey, 2007, s.17).

### **3.2.7. Uluslararası Finans ve Kalkınma**

Geleneksel ekonomi, etkinlik, kıt verimli kaynakların dağılımında en az maliyet ve zaman içerisinde mal ve hizmetlerin sürekli genişleyen üretimi olarak bu kaynakların optimal büyümesi ile ilgilidir. Politik ekonomi, geleneksel ekonominin ötesine geçerek, kıt ve verimli kaynakların dağılımını etkileyen ekonomik ve politik elitlerin bazı grupların kurumsal ve sosyal süreçlerini ve bu grupların kendine özgü faydaları ya da nüfusunun büyük kısmına faydalı olup olmadığını da şimdi ve gelecekte kapsayacak biçimde ele almaktadır. Buna ek olarak, kalkınma ekonomisi de mevcut kıt verimli kaynakların etkin dağılım ve bu kaynakların zaman içerisinde aralıksız büyümesi ile uğraşır. Küreselleşme ile ilintili olarak ortaya çıkan yeni ekonomik düzen ve o düzenin oluşturduğu ilişkiler ağının makro ölçekte ele alınması gerekir (Bakırtaş, 2014, s.10-12).

Ekonomik büyüme ve kalkınma sorunlarının analizin başlangıcı bundan iki yüzyıl öncesine kadar uzanır. Ancak II. Dünya Savaşı'na kadar daha çok gelişmiş ülkelerin sorunlarının çözümüne ilişkin teoriler üretilmiştir. Az gelişmiş ülkelerin sorunlarına duyulan ilgi ise savaş döneminden sonra yoğunluk kazanmıştır. Çünkü savaş sonrasında Asya ve Afrika'daki koloni imparatorluklarının dağılmasıyla bağımsızlığını ilan eden birçok ulus devlet kurulmuştur. Söz konusu devletler 19. ve 20. yüzyıl boyunca bağlı buldukları imparatorlukların kendilerini ihmal etmelerinden dolayı fakirlik ve yoksulluk içerisinde olmuşlardır. Gelişmiş ülkelerin toplumsal ve ekonomik yapılarını esas alıp, bu yapı üzerine kurulan büyüme teorilerinin az gelişmiş ülkelerin sorunlarına çözüm getirememesi sonucunda bir ihtiyaç olarak ortaya çıkan kalkınma ekonomisine ve bu bağlamda kalkınma teorilerine olan ilgi de giderek artmıştır (Berber, 2011, s.255).

Kalkınmayla ilgili gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasının sağlanması konusunda temel iktisadi perspektiflerle uygun stratejileri ve uygun stratejilerinin temel unsurları aşağıdaki tabloda gösterilmeye çalışılmıştır. Örneğin ekonomik liberalizmin strateji hedefi imalat ve endüstriyi tarımdan daha fazla destekleyerek ekonomiyi büyütmek olurken, yapısalcıların strateji hedefleri fakirliği ortadan kaldıran ve daha eşit gelir dağılımının sağlanması şeklindedir.

**Tablo 18**  
**Kalkınma Stratejileri**

	<b>Ekonomik Liberalizm</b>	<b>Yapısalcılık</b>	<b>Merkantilizm</b>	<b>Kendi Kendine Kalkınma*</b>
<b>Strateji Hedefleri</b>	Ekonomiyi büyütmek, imalat ve endüstriyi tarımdan daha fazla desteklemek	Fakirliği ortadan kaldırma ve daha eşit gelir dağılımı gerçekleştirmek	Devletin zenginliğini ve refahını artırmak için ekonomiyi büyütmek	Kitlelerin zararına olmayacak şekilde ekonomiyi büyütmek
<b>Politika Araçları</b>	Büyümenin motoru olarak ticareti geliştirme; endüstriyel kalkınmayı teşvik etme, değişimi teşvik etmek için devlet başlangıçta güçlü olmalıdır	Devlet öncülüğünde kalkınma, endüstri, zenginlik ve refah politikaları	Devlet sağlıklı endüstriler oluşturulmasını hedefleyen endüstri politikalarını teşvik eder; ithal ikamesi ve ihracat temelli büyüme	Resmi bir stratejisi yoktur; fakat mümkün olduğu durumlarda ve zamanlarda açık piyasaları içeren ticaret politikalarıyla devlet değişik endüstriyel politikalar uygular
<b>Yan Etkiler</b>	Kitleler memnuniyetlerini ertelemelidir, demokrasi sonra gelir	Yavaş ekonomik büyüme	Korumacı devletlere yönelik saldırgan görünen devlet politikaları; devlet yatırımları özel çıkarları yansıtır	Planlaması zor; yetkiler hangi araçların ne zaman ne kadar işe yaradığını görebilecek kadar zeki olmalıdır
<b>Örnekler</b>	ABD, İngiltere, Japonya, Tayvan, Güney Kore, Hong Kong	Küba, Venezüella, 1978'e kadar Çin, 1990'a kadar, Polonya, Macaristan	Japonya, Güney Kore, Malezya ve Endonezya	Çin, Hindistan, Brezilya ve Endonezya

**Kaynak:** Balaam, David N. ve Dillman, Bradford, Uluslararası Ekonomi Politika Giriş, Ankara: 2015, s.367.

\* Kendi kendine kalkınma teorik bir kalkınma modeli olmasa da kalkınmanın sağlanması konusunda her devletin avantajlarını ve dezavantajlarını dikkate alarak diğer üç stratejinin birleştirilmesi çabasıdır.



Çağımızda, insan düşüncesini ve davranışını, bir güç haline gelmiş olan kalkınma kadar yönlendirebilen başka bir kavram yoktur. Öte yandan, başka hiçbir kelime, kalkınma kelimesi kadar insanın düşünce ve davranışlarına öz ve anlam veremeyecek kadar cılız ve kırılğan değildir. Günlük konuşma dilinde kalkınma, bir nesnenin ya da organizmanın gizli güçlerini, doğal, tamamlanmamış ve eksiksiz bir biçime ulaşıncaya kadar harekete geçiren bir süreç olarak anlaşılır. Kalkınma kelimesi, oluşturulmasına katkıda bulunmuş olan büyüme, evrim, olgunlaşma gibi kelimelerle bağlantılıdır. Yeryüzünde yaşayan insanların üçte ikisi için, kalkınma kelimesinin, toplumsal olarak oluşturulmasından iki yüzyıl sonra iyice yerleşmiş olan bu kelimenin olumlu anlamı bu insanların ne olmadıklarını, arzu edilmeyen koşulları hatırlatır (Estevo, 2007, s.21-25).

Ekonomik kalkınma tarihinin önemli derslerinden biri, başarılı politikaların ne tam bağımsız olduğu ne de küresel ekonomiyle tamamıyla entegre olduğudur; ancak potansiyel riskleri en aza indirirken daha geniş bir ekonomik alanın sunabileceği fırsatları araştırır. Bu ticaretten, yatırımdan ve teknolojiden daha çok finansadır. Bir kere, uluslararası finansal sistem büyük ölçüde istikrarsızdır çünkü çok taraflı düzenlemeler küresel şartlar üzerinde orantısız büyük bir etki uygulayan sistematik olarak önemli ülkelerde finansal piyasalar ve politikalar üzerine yeterli disiplini empoze etmemektedir. İkinci olarak, çok taraflı sistem, uluslararası boyutlu finansal krizlerin düzenli bir şekilde çözülmesi için etkili mekanizmalardan yoksundur (Akyüz, 2015, s.82).

Sürdürülebilir kalkınma (Sustainable Development), insan ile doğa arası ilişkilerde denge kurarak doğal kaynakları tüketmeden, gelecek nesillerin ihtiyaçlarının karşılanmasına ve kalkınmasına imkân verecek şekilde bugünün ve geleceğin yaşamını ve kalkınmasını programlama anlamına gelir. 1970'lerden itibaren ekolojik dengenin bozulması ve çevrenin kirletilmesi sorunu gündeme gelmeye başlamıştır. Çevrenin uluslararası düzeyde önem kazanmasıyla birlikte çeşitli uluslararası kurumsal ve yasal düzenlemelerin yoğunlaştığı görülmektedir. Sürdürülebilir kalkınma için, tüketmeden kullanım ve geri kazanım olmak üzere iki temel koşul vardır. Tüketmeden kullanım ile yenilenebilir canlı doğal kaynakların ve geri kazanım ile de yenilenemeyen cansız doğal kaynakların korunması amaçlanmaktadır. Sürdürülebilir kalkınmanın dayandığı temel

ilkeleri şöyle sıralayabiliriz: Biyosferin ekonomik büyümeyi sınırlaması, bilim ve teknolojinin insan yaşamını iyileştirebileceğinden kuşku duyulması, çevresel risklerden kaçınmanın gerekli olması, gelirin yeniden dağılımında adalet ve eşitlikçi etğin desteklenmesi, amaçlar ve bilimsel tanımlamalar, nüfus artışı ile ilgilenilmesi ve insan sermayesinin eğitim yoluyla geliştirilmesine önem verilmesi, canlı türlerinin devamlılığının sağlanması ile çevrenin ve nesli azalan kültürlerin korunmasına ekonomik büyümeden daha fazla önem verilmesidir (Karacan, 2012, s.569-574)

Zaman içinde kalkınma çok farklı anlamlar taşımıştır. Kalkınma kavramı, bugünkü anlamda, II. Dünya Savaşı sonrası dönemdeki modern kalkınma düşüncesinin çağını ifade etmektedir. Buna karşın, *D. Ricardo*'dan *K. Marks*'a kadar klasik politik ekonomistler, ekonomik kalkınmanın benzer sorunlarını ele almışlardır. 19. yüzyıl biterken Orta ve Doğu Avrupa'da sanayileşmede geç kalan ülkeler, tarım ve sanayi arasındaki kendine özgü temel kalkınma sorunları ile yüz yüze gelmişlerdir. Sovyetler Birliği'nde merkezi planlamanın sanayileşmede alışık olunmayan bir enstrüman olarak kullanılması, soğuk savaş döneminde kapitalizm ve komünizm arasındaki rekabetin temel ayırıştırıcısı olmasına neden olmuştur (Bakırtaş, 2014, s.52). Bu manada, Tablo 19'da kalkınmanın değişen anlamı gösterilmiştir.

**Tablo 19**  
**Kalkınmanın Değişen Anlamı**

Dönem	Perspektif	Kalkınmanın Anlamı
1800'ler	Klasik Politik Ekonomi	İlerleme için çözüm, Yakalamak
1850 >	Geç Kalanlar	Sanayileşmek, Yakalamak
1870 >	Kolonyal Ekonomiler	Kaynak Yönetimi, Vesayet Yönetimi
1940 >	Kalkınma Ekonomisi	Ekonomik Büyüme, Sanayileşme
1950 >	Modernleşme Teorisi	Büyüme, siyasi ve sosyal modernleşme
1960 >	Bağımlılık Teorisi	Birikim, Ulusal, kendine özgünlük
1970 >	Alternatif Kalkınma	İnsan Gelişimi
1980 >	Neoliberalizm	Ekonomik Büyüme-Yapısal Reform, Deregülasyon, Liberalizasyon, Özelleştirme
1990 >	Post-Kalkınma	Otoriter Mühendislik, Çöküş
2000 >	Bin Yıl Kalkınma Hedefleri	Yapısal Reformlar

**Kaynak:** Pieterse, J. N. (2010). *Development Theory*. 2nd Edition. Londra: Sage Publication Ltd., s.7.

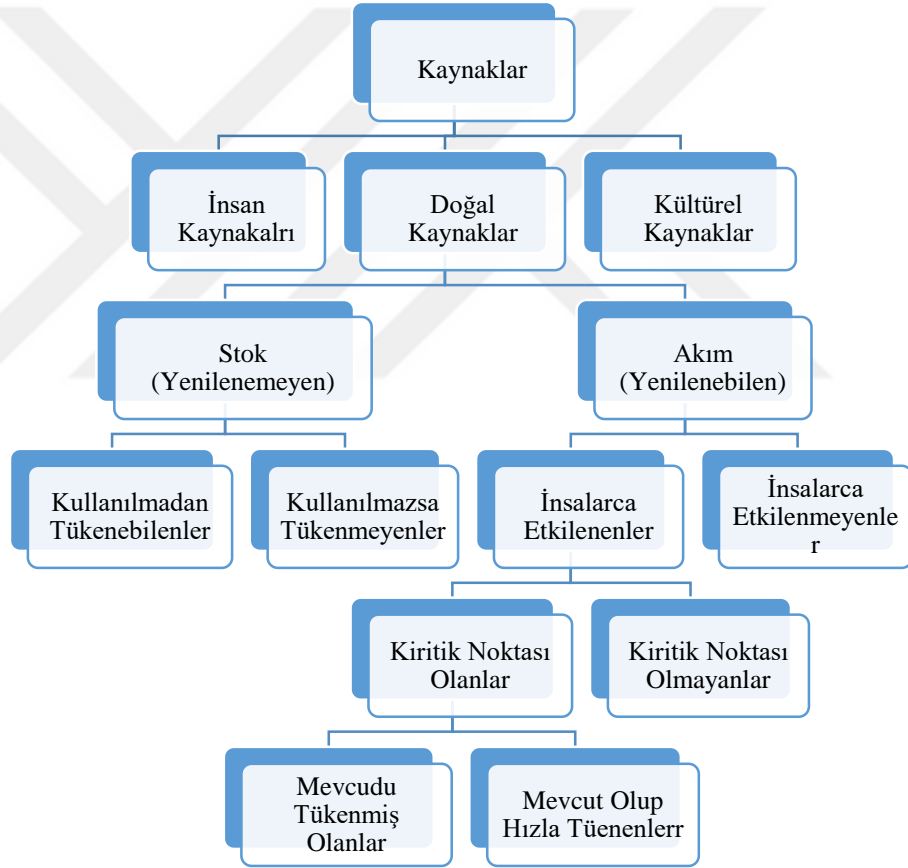
Hemen hemen bütün ülkelerce paylaşılan ortak kaygılar arasında, mal ve hizmet üretimi ve tüketimi süreçlerinde ortaya çıkan atıkların, doğada uzun yıllar bozulmadan kalması veya doğanın bu atıkları parçalayarak yok etme hızından daha yüksek bir oranda doğaya atılması; özellikle kullanılan radyoaktif maddelerin insan genetik yapısında ortaya çıkardığı bozulmaların bu nesle olduğu kadar gelecek nesillere de intikal eden kalıtsal sorunların yaratılması, son olarak tarımsal üretimde kullanılan kültür bitkilerinin yetiştirilmesinde uygulanan gübreleme, tarımsal ilaçlama ve sulamanın toprak kalitesini bozması, onu daha verimsiz hale getirmesi ve bütün bunların sonucu olarak da tarımsal işletmeleri daha entansif (tarımda verimi artıracak tüm olanakların, sulama, gübreleme, kaliteli tohum kullanma ve makineleşmenin kullanılması) ziraat yapmaya zorlanması sayılmaktadır (Özsabuncuoğlu ve Uğur, 2005, s.288-289).

1940'larda ve 1950'li yılların ilk yarısında ekonomik büyüme ve kalkınma arasında fazla bir ayrım yapılmamıştır. Önemli olan, ulusal gelirin hızla artması olmuştur. 1970'li yıllara kadar geçen sürede her ne kadar kalkınma olgusu büyümeden farklı bir biçimde algılanmaya başlanmışsa da, uygulamada temel amaç kişi başına milli hasılanın artırılması olmuştur. Toplumların gelişmesinin yalnız ekonomik açıdan değil sosyal, beşeri ve çevre açısından da ele alınması gerektiği ileri sürülerek, geleneksel kalkınma kavramı, önemli eleştirilere ve değişimlere uğramıştır. Artık kalkınma konusu hem çevre ve doğal kaynaklar boyutu hem de insani boyutuyla ele alınmaya başlamıştır. Böylelikle çok boyutlu bir kavram olan sürdürülebilir kalkınma kavramı ortaya çıkmıştır. Sürdürülebilir kalkınma politikasının elde etmeye çalıştığı bazı temel amaçları vardır. Bunlar, büyümenin yeniden canlandırılması, niteliğinin değiştirilmesi, gıda, enerji, su ve sağlık alanlarında toplumun temel ihtiyaçlarının sağlanması, sürdürülebilir bir nüfus artışının sağlanması, kaynak rezervinin korunması ve değerinin yükseltilmesi, teknolojinin yeniden yönlendirilmesi ve yönetimi, karar verme süreçlerinde çevre ve ekonominin birleştirilmesi olarak sayılabilir. Bu politika doğal kaynakların ve çevresel değerlerin kullanılmasına olanak tanımaktadır (Han ve Kaya, 2012, s.255-257).

### **3.2.8. Uluslararası Finans ve Çevre**

Doğal kaynaklar çevrede var olan ve yaratılışında insanın önemli bir katkısı, hatta birçok durumda hiç katkısı olmayan, canlı ve cansız tüm doğal varlıklardır. İnsan

ihtiyaçları, dolaylı ve dolaysız olarak tatminine elverişli her şey diye de tanımlanabilir. Ülkelerin servetlerinin önemli bir kısmı sahip oldukları doğal kaynaklardan en etkin şekilde faydalanma yollarını aramakta, doğal kaynakları az olan ülkeler ise, bu açıklarını sahip oldukları nüfus, teknik ve girişim yeteneklerini rasyonel bir şekilde kullanarak, ülke dışından hammadde alıp işleyerek kapatmaya çalışmaktadırlar. Doğal kaynaklar, ortamdaki bulunuş şartlarına göre stok kaynaklar (stock resources) veya yenilenemeyen kaynaklar (nonrenewable resources) ve akım kaynakları (flow resources) veya yenilenebilir kaynaklar (renewable resources) olarak sınıflandırılırlar (Özsabuncuoğlu ve Uğur, 2005, s.103, Karacan, 2012, s.53-54).



**Şekil 5:** Kaynakların Sınıflandırılması

**Kaynak:** Özsabuncuoğlu, İsmail, H., Uğur, Atilla, Doğal Kaynaklar Ekonomi, Yönetim ve Politika, İmaj Yayınevi, Ankara 2005, s.104.

Günümüzde toplumların karşılaştıkları en önemli sorunların başında doğal kaynakların korunması gelmektedir. Doğal kaynakların korunmasının temelinde, günümüzde ve gelecekte en yüksek faydayı sağlama çabası yatmaktadır. Bu bağlamda

sürdürülebilir kalkınma, ekonomik ve teknolojik, faaliyetlerin tüm dünyada yaşamın sürmesi için gerekli olan doğal kaynakları hiçbir şekilde sokmamasını esas almaktadır. Sürdürülebilir kalkınma, kaynakların uzun vadede topluma en büyük net çıkarların sağlanması yönünde kullanılmasını gerekli kılar. Kimi zaman bu kural, kaynakların orijinal durumuna dokunulmadan kalmalıdır biçimine dönüşür. Örneğin ormanlık bir bölgede bulunan düşük kalitede bir bakır yatağının işlenmesi halinde bölgeden elde edilen su kaynaklarının değeri çıkarılabilecek bakırın değerini aşıyorsa madenin çıkarılmaması gerekebilir. Bu durumda, sürdürülebilir kalkınma politikası, sermaye birikimi için ya da istihdamın artırılması için toplumu, doğal kaynaklarını bir finansman aracı olarak kullanmaya yöneltebilir (Han ve Kaya, 2012, s.259).

Dünya üzerinde insanların sahip olduğu kaynaklar, normal olarak oluşum-tüketim dengesini sağlayabilecek özellikte olmasına rağmen, bu denge belirli bir noktaya kadar sürekliliğini koruyabilmekte, tüketimin fazlalığından dolayı zorlandığında canlıların aleyhine olacak şekilde bozulmaktadır. Belirli bir yerleşim yerinin veya bir ülkenin gelecek için kalkınma planları hazırlanırken, son zamanlara kadar, sadece artan nüfusun ihtiyaçlarının karşılanması amaç edinilmiştir. Ancak, kaynak kullanımını esasında meydana gelebilecek çevre sorunları üzerinde durulmamış veya bu konu ihmal edilmiştir. Bu faktörün dikkate alınmaması nedeniyle meydana gelen çevre sorunları öncelikle kalkınmış ekonomilerde görülmüştür. Daha sonra önlem alınmaya başlanmış olmasına karşın, meydana gelen sorunların giderilmesi oldukça pahalı olmuş ve o noktaya gelinceye kadar doğal kaynakların önemli ölçüde etkilendiği görülmüştür. Bu nedenle, artık planlama çalışmalarında, nüfusun ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kaynak kullanım planlamaları yapılırken, kaynak kullanımına bağlı olarak çevrenin etkilenmesi de dikkate alınmaktadır (Kırımhan, 2005, s.7-8).

Artan nüfusla beraber gelişen endüstri ve ülkelerin tabii varlıklarını tehdit eden kirlenmelerle, çevre sorunları, 21. yüzyılın başlarında insanlığın en önemli konularından biri haline gelmiştir. Hava, su, toprak, görüntü, gürültü kirliliği, katı atıklardan doğan kirlilik, tehlikeli ve zehirli atıklar ve radyoaktif kirlilik, biyolojik çeşitliliğin azalması sorunu başlıca çevre sorunları ve kirlilik unsurlarıdır. İnsanlığın ve ülkelerin geleceği yönünden taşıdığı önem yanında, çevre sorunları kişilerin günlük hayatlarında gördükleri,

bildikleri ve yaşadıkları gelişmeler zinciri olarak da ayrı bir özellik taşımaktadır (Karacan, 2012, s.306-307).

Çevre sorunlarının genel olarak görünümüne baktığımızda, sanayileşmiş ülkeler başta olmak üzere dünyadaki tüm ülkelerde insanlığı tehdit edecek boyutlarda sorunlara rastlandığı görülmektedir. Başta bazı canlı türlerinin hızla yok olması olmak üzere, verimli toprak ve arazi parçalarının çölleşmesi, Avrupa ve Amerika'yı tehdit eden asit yağmurları, sera etkisi, enerji krizi, radyoaktif maddelerin yaygınlaşması ve getirdiği hastalıklar, sürekli olarak artarak insanlığı olumsuz biçimde etkilemektedir. Bu etkileme ise sadece kirlenmeye sebep olan ülkelerle sınırlı kalmamakta, bütün gezegeni tehdit etmektedir. Ekolojik denge birkaç noktadan bozulduğu için birbirine bağlantılı bir biçimde tüm öğelerine yansımakta ve hayatın her alanında tehlike baş göstermeye başlamaktadır. Kitle imhasına yol açacak dünya savaşları, aşırı nüfus, kirlenme, canlı türleri ve tabii kaynakların tükenmesi, birbirine bağlantılı olan insanlık ve gezegenimiz için tehlike arz eden sorunlardır (Görmez, 2003, s.39-40).

Ekonomik sistem ve ekolojik sistem arasındaki karşılıklı etkileşim, her ekonomik faaliyetin ekolojik sistem üzerinde ve ekolojik sistemde meydana gelen her değişimin de ekonomik sistem üzerinde doğrudan ve dolaylı bir dizi etkisi olduğunu göstermektedir. Ekonomik sistem, ekonomik mal ve hizmetlerin üretim ve tüketim faaliyetlerinin temel girdisi olan yenilenebilir ve yenilenemez kaynakları ekolojik sistemden sağlamaktadır. Ekolojik sistem aynı zamanda ekonomik faaliyetlerden oluşan her türlü atığın bırakıldığı doğal bir alıcı ortam durumundadır. Ekonomik sistem faaliyet hacminin hızla geliştiği günümüzde, ekolojik sistemin yükü de giderek artmıştır. Ekonomik ve ekolojik sistemler arasındaki bu karmaşık ilişkinin çevre sorunları olarak dışa vuran sonuçları, ekolojik sistemin kalitesi ve sürdürülebilirliğinin, ekonomik sistemin amaçladığı refah düzeyinin gerçekleştirilmesi önünde bir kısıt oluşturmaya başladığının görülmesine neden olmuştur. Bu nedenle refah artışını amaçlayan her türlü ekonomik politika, ekonomiyi ve çevreyi birlikte değerlendirmek durumundadır (Dağdemir, 2015, s.7).

1970'lerde ekonomik kalkınma ve çevre ilişkileri tartışılırken, bu iki kavramın birbirine karşıt olduğu görüşü benimsenmiştir. Daha yüksek bir ekonomik büyümenin

daha düşük bir çevre kalitesi anlamına geldiği kabul edilmiştir. Buna karşın güncel büyüme ya da kalkınma anlayışını tanımlayan sürdürülebilir kalkınma, çevreye karşı büyümeden çevreye uyumlu büyümeye geçişi ifade etmektedir. Sürdürülebilir kalkınmanın sağlanabilmesi için doğal kaynak ve çevreyi etkileyen üç yeni değişikliğin yapılması gereklidir. Bunlar, kaynakların korunmasında, fiyatların rolünün daha fazla vurgulanması, çevresel muhasebenin milli gelir muhasebesi içinde görülmesi ve çevreyi etkileyen alt yapı projelerinde uygun ıskonto oranlarının kullanılmasıdır (Han ve Kaya, 2012, s.265).

### **3.3. Genel Değerlendirme**

Uluslararası ekonomi politik insanlar, devletler ve bunların birbirleri arasındaki finansal ilişkiler ile ilgilenmektedir. Ekonomi ve politikaya ilişkin her konu ve özne uluslararası ekonomi politiğin inceleme alanını oluşturur. Finansın ulusal sınırlarla sınırlı olmayıp uluslararasılaşması, piyasaya yeni katılımcılar, ürünler ve hizmetlerin girmesine zemin hazırlamakta, böylece, sistemde yer alan katılımcılar için yeni fırsatlar doğarken, etkinlikten uzak çalışan piyasa katılımcıları ile sıkı kontroller ve aşırı düzenlemeler yapan politika yapımcıları için tehditler gündeme gelmektedir. Çünkü sermaye için en uygun ortama sahip olan merkezlerle hareket etmek, artık çok hızlı ve düşük maliyetlidir. Finans piyasalarında tam anlamıyla küresel ekonomi varlığını sürdürmektedir. Bir yandan piyasalardaki işlem hacmi hızla gelişirken, diğer yandan sınır-ötesi işlemlerin payları hızlı biçimde artış göstermiştir. Böylece şirketler ve hükümet kuruluşları, fon bulmak için giderek artan ölçülerde, iç mali piyasalara bağlı kalmak zorunluluğundan kurtulmaktadır. Bu anlamda küreselleşme, ülkelerin ekonomik açıdan karşılıklı bağımlılıkları ile ilgilidir ve içinde yaşadığımız dönemde zamanın ve mekânın dönüşümüyle alakalı kavramdır.

Uluslararası finansın gelişimini 19. yüzyılın ortalarına kadar geri götürmek mümkündür. 1887'den önce birçok ülkede bimetalizmin yani çift metal standardının geçerli olduğu görülmektedir. Çift metal standardı devletin hem gümüşü hem de altını resmi parası olarak kabul ettiği bir sistemdir. Ülke para biriminin fiyatı, altın ve gümüş olarak tanımlanmakta ve devlet tanımladığı paritenin korunması için paranın altın veya gümüş ile serbest değişimini sağlayacağını taahhüt etmektedir. Düzenli olarak kullanılan ilk sistem ise altın standardıdır. Altın standardında, ülkenin para biriminin değeri altın

cinsinden tanımlanmakta ve bu pariteyi korumak için altınla para birimi arasında konvertibilite sağlanmaktadır. Altın standardı evrensel bir sistem olarak kabul edilir. Her ülke para biriminin değerini altın cinsinden tanımlandığından, bütün ülkelerin para birimleri tanımladıkları altın miktarına göre otomatik olarak birbirine bağlanmış olmaktadır. Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte, ülkeler altın rezervlerini korumak amacıyla parasal kontroller uygulamaya ve kâğıt paraları altına dönüştürmeye başlamışlardır. 1918 yılında savaşın bitiminden hemen sonra altın standardına dönmek yerine 1926 yılına kadar devam eden esnek kur sistemi başlamıştır. 1930'lu yıllar sabit ve dalgalı döviz kurlarının uygulandığı yıllar olmuştur. Bu yıllarda ülkeler arasında ticari ilişkilerin gelişmesini sağlayacak bir uluslararası ödeme sistemi kurulamamış, ülkeler kendi para sistemlerini düzenlemeye çalışmışlardır.

Altın standardının birinci dünya savaşı yıllarında yıkılması ve ikinci dünya savaşı sonrasına kadar yeni bir sistemin kurulamaması; bu iki dönem arasında yeni arayışları gündeme getirmiştir. ABD'nin Bretton Woods kasabasında yapılan uluslararası toplantıda bu arayışlar son bulmuş, ABD dolarının altına bağlandığı ve diğer ülke paralarının ise ABD dolarına bağlandığı yeni ödemeler sisteminde uzlaşmıştır. 1950'li yıllarda oldukça iyi işleyen sistem, 1960'larda dolara olan güvenin azalmaya başlamasıyla spekülasyon saldırılarına maruz kalmış ve Bretton Woods sisteminin getirdiği sabit kur rejimi, 1971 yılında terk edilmiştir. Bu sistemin yıkılmasından sonra Japonya ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere birçok ülke, ulusal para biriminin değerinin piyasada arz ve talep dengesi ile belirlendiği serbest döviz kuruna geçmiştir.

1980'lere gelindiğinde bir borç problemi ortaya çıkmıştır. Uluslararası bankalar ekonomik kalkınma yönünde daha fazla kaynak sağlamak ve önceki kredilerin faiz ödemelerinin devamını garanti etmek için borçları gittikçe artan ülkelere daha fazla kredi vermeye devam etmişlerdir. Ancak borç katlanarak artmayı sürdürmüş, az gelişmiş ülkeler üzerinde büyük bir yük oluşturur hale gelmiştir. Sonunda bu ülkelerde ekonomik büyüme yavaşlamış ve durum gittikçe kötüleşmiştir. 1980'lerin uluslararası borç krizinde ABD borç sorununu aşmada az gelişmiş ülkelere yardım etmek üzere belli politikalar oluşturmada IMF'yi sıkıştırarak hegemon ülke rolünü üstlenmiştir. Zamanla, IMF tarafından uygulanan politikaların uygulandığı ekonomilerde başarısız olması, bu



ülkelerin yavaş yavaş IMF politikalarını ve buradan sağlanan finansmanı terk etmesine sebep olmuştur. Kalkınma projelerine devam eden en yoksul ülkeler dışında genel olarak IMF programlarına olan talebin azalması ve ekonomilerin kendi politikalarını izlemeye başlamasıyla, IMF'in politika uygulayıcısı rolü de geri plana atılmıştır. Dolayısıyla, ilerleyen yıllarda IMF, sahip olduğu geniş veri tabanını kullanarak küresel sisteme ilişkin ülkeler ve uluslararası bazda finansal ve ekonomik analizler yapmaya başlamıştır. Bu analizler, spesifik raporlar aracılığıyla kamuoyu ile paylaşılmış ve zaman içinde IMF'in daha çok tavsiye niteliğindeki ekonomik ve finansal görüşlerini aktardığı bir mekanizmaya dönüşmüştür.

Bretton Woods sistemi içinde istedikleri istikrarı sağlayamayan Avrupa ülkeleri, kendi aralarında yeni bir sistemin oluşturulması işine giriştiler. Parasal bir birlik fikri, ülkelerin fiyat ve maliyet yapılarının bozulması ve ticaretlerinin olumsuz etkilenmesi, Avrupa ülkeleri arasında güçlü ekonomik ve parasal ilişkilerin kurumasını gündeme gelince ortaya çıkmıştır. 1993 yılında yürürlüğe giren Maastricht anlaşması ile parasal birliğin aşamalı bir süreç sonunda oluşturulmasına karar verilmiştir. Birinci aşamada (1990-1993) tek pazarın oluşturulması için mal, hizmet, sermaye ve emeğin serbest dolaşımına ilişkin tüm engellerin kaldırılması planlanmıştır. İkinci aşamada (1994-1998) tek para sisteminin teknik alt yapısının kurulmasına çalışılmıştır. Bütçe politikaları disipline edilerek, para ve maliye politikalarında eşgüdüm sağlanmaya çalışılmıştır. Üçüncü aşamada (1999-2002), Avrupa Parasal Birliği'nin para politikasını yönetmek amacıyla Avrupa Merkez Bankaları Birliği ve Avrupa Merkez Bankası kurulmuştur. Tek para olarak Euro ortaya çıkarılmış ve 2002 yılından itibaren kullanılmaya başlanmıştır.

Avronun girişi ile birlikte avro işlemleri İngiltere'de çok yaygın olarak gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Çünkü avro işlemlerine en hazır olan ülke avro alanı üyesi olmasa bile İngiltere'dir ve Avrupa Birliği piyasalarına serbestçe geçiş yapılabilmektedir. Brexit ile avro işlemlerinin geleceği de belirsiz hale gelmiştir. İngiltere'nin AB'den çıkması, finansal piyasalarda niteliğin kaybolmasına ve ticaretin istikrarsızlaşmasına yol açarak küresel ekonomiyi olumsuz etkileyebilir. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması, döviz kurları, faiz oranları, kredi görünümü ve finansal

istikrar üzerinde olumsuz etkilere yol açabilir. Finansal piyasalarda Brexit etkisi ile artan volatilité ve portföy yatırım çıkışları yaşanabilir.

Finansal istikrarın sağlanması hiç şüphesiz finansal sistemin sağlıklı bir şekilde yürütülmesinin olmazsa olmaz bir koşuludur. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinden yetkililerin katılımıyla oluşturulan Basel Bankacılık Komitesi, 1988 yılında farklı ülkelerde uygulanan sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini birbirleriyle uyumlu hale getirmek ve bu konuda uluslararası platformda geçerli olacak asgari bir sektör standardı oluşturmak amacıyla Basel I olarak adlandırılan Sermaye Yeterliliği Uzlaşısını yayınlamışlardır. Bu uzlaşma belgesinde Basel komitesi temel konu olarak bankalarda risk yönetimine odaklanmış ve dolayısıyla da bankacılık sisteminde bilinçli bir risk yönetimi kültürü oluşturmaya çalışmıştır. Daha sonraları, Basel komitesi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak 2004'te Basel II yayımlanmıştır. Basel II'deki temel amaç, etkin risk yönetimini ve piyasa disiplinini geliştirmek, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini artırmak ve bu sayede sağlam ve etkin bir bankacılık sistemi oluşturularak finansal istikrara katkıda bulunmaktır. 2008'deki krizin ardından sermayenin niceliği ve kalitesinin artırılması ile ekonominin konjonktürüne göre sermaye tamponu oluşturulması şeklinde genelleştirebileceğimiz çalışmalar Basel III olarak isimlendirilmiştir. Esasında söz konusu revizyonlar etkileri itibarıyla, ciddi finansal sonuçlara yol açsa da sermaye yeterliliği hesaplama felsefesinde önemli sapmalar meydana gelmemektedir. Başka bir deyişle; Basel III, Basel II gibi sermaye gereksinimi hesaplama yöntemini tümünden değiştiren bir devrim değil; Basel II'nin özellikle son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan, onu geliştirip daha da kapsayıcı daha nitelikli hale getirmeye çalışan bir ek düzenlemeler seti niteliğindedir.

Uluslararası finansa, dünyada bütün ülkeler tarafından paylaşılan, anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı uluslararası bir para sistemi günümüzde yoktur. Sistemin bir ucunda sabit, diğer ucunda esnek kur sistemi yer alır. Bu iki zıt kur sistemi arasında, ülkelerin değişen ihtiyacına göre şekillenen ara kur sistemleri oluşmuştur. Her bir kur sisteminin kendine has özellikleri, avantajı-dezavantajının olması ülke ekonomilerinin istikrarı üzerinde belirleyici rol oynar. Bu nedenle doğru döviz kuru

sisteminin seçimi ülkelerin ekonomik performansı açısından önemli olmaktadır. Ulusal bir paranın, uluslararası niteliğe dönüşmesi veya dönüşebilmesi için yerine getirmesi gereken bir dizi fonksiyon bulunmaktadır. Bunlardan belki de en önemlisi mal ve hizmet değişiminde ödeme aracı olarak kullanılmasıdır. Bir para biriminin başka bir para birimine göre değer kaybetmesi, ilk başta değerini kaybeden para birimi ülkesini, ihracatta avantajlı bir konuma geçmesini sağlarken, satın alma gücünün düşmesi nedeniyle o ülke halkının fakirleşmesine neden olmaktadır. 1970 ve 1980’li yıllarda dünya finans ve sermaye düzeninin hâkimi ABD, kendi para birimini uluslararası piyasalarda rekabetçi bir konuma getirebilmek için kur ayarlamalarıyla durumu idare etmektedir. Fakat 1990’lı yıllardan itibaren Çin’in ekonomik yükselişiyle birlikte kur ayarlamaları, ülkeler arasındaki ekonomik mücadelenin en önemli silahı haline gelmiştir ve bu kurlar üzerinden yürütülen hesaplaşma kur savaşları olarak tanımlanmaya başlanmıştır.

Yabancı paralara kolaylıkla çevrilebilen ve ülkelerin sahip olduğu altından oluşan uluslararası kıymetler olarak tanımlanan rezervler, finansal sistemde istikrarın sağlanmasına katkı sağlarlar. Ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin kompozisyonu, ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiği gibi ülke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle yıllar içinde de değişebilmektedir. Günümüzde ülkelerin uluslararası rezerv kompozisyonu içinde en büyük payı her an kullanıma hazır tutulabilmesi ve getiri sağlaması nedeniyle döviz oluşturmaktadır. Rezervlerin önemli bir bölümünü altının oluşturması, geçmiş alışkanlıklarının bir sonucu olabileceği gibi, altının dövize göre daha fazla prim yapacağı veya daha az değer kaybına uğrayacağı biçimindeki beklentilerin sonucu olması muhtemeldir. IMF Rezerv Pozisyonu, üye ülkelerin kotası gereği kredi anlaşması kapsamında IMF’ye aktardığı rezervleri ifade eder. Her üye ülke belirlenmiş SDR cinsinden kota bulundurmak zorundadır. Ülke kotası ülkenin oy gücünün, finansal kaynak kullanımını ve IMF’yi ne kadar finanse etmesi gerektiğini gösterir. Rezerv yeterliliğinin tespiti için; rezervlerin ithalata oranı, rezervlerin kısa vadeli borçlara oranı ve rezervlerin para arzına oranı olmak üzere üç önemli oran kullanılmaktadır.

Finansal krizlerin iki temel ögesinden söz edilebilir: Döviz kurunun özünde var olan volatilité ve finansal piyasaların farklı yapısı. Bu yüzden, finansal piyasalar, işlem maliyetlerinin ya daha düşük ya da ayarlanma hızının daha yüksek olması ile piyasadaki beklentilerin fiyatları etkilemesi, bilgi asimetrisi, ahlaki tehlikenin yüksek olması ile diğer piyasalardan ayrılırlar. 1990’larda yaşanan krizlerle beraber krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısı da artmıştır. I. ve II. nesil modeller olarak adlandırılan iki model çerçevesi dışında, özellikle Asya krizini açıklamaya ve bankacılık/para krizlerinin ilişkilerini kurmaya çalışan III. nesil modeller ile yayılma etkisini ve dışsal etkenlerin önemini vurgulayan modeller de bulunmaktadır. Bu modeller, birbirinden ayrı değil, birbirini tamamlayan modellerdir.

Enerji kaynaklarının sınırlı oluşu ve giderek artan enerji ihtiyacı karşısında devletlerin adeta dostluklarını ve düşmanlıklarını tayin eden son derece stratejik bir madde halinde enerjiyi, dış politikadan, ekonomi politikasından, sanayi politikasından ve savunma politikasından bağımsız düşünmek mümkün değildir. Sanayi devrimi insan gücü ve hayvan gücü yerine makinayı ve ona hareket veren enerjiyi ön plana çıkarmıştır. Dolayısıyla sanayi devriminden bu yana, yoğun bir şekilde ülkelerin ekonomik yarışının kaderini, diğer faktörlerden fazla, enerjinin ne kadar yoğun ve etkin kullanıldığı belirler konuma gelmiştir.

Devletlerarası sistemde hegemonya ender rastlanan bir olgudur. Yalnızca üç kez ortaya çıkmıştır: On yedinci yüzyılın ortalarında Hollanda’nın hegemonyası, on dokuzuncu yüzyılın ortalarında İngiliz hegemonyası ve yirminci yüzyılın ortalarında da ABD hegemonyasıdır. Yaklaşık otuz yıllık sürelerle dünya savaşları hegemonyanın onaylanmasına ve devletlerarası sistemin yeniden yapılandırılmasına neden olmuştur. Söz konusu hegemonyalar ekonomik, politik ve ideolojik hâkimiyeti kapsamaktadır; fakat bunlar ekonomik üstünlüğün gelişmesine sıkı sıkıya bağlıdır. Bir devletin üretim faaliyetleri ile ticari ve finansal faaliyetleri tüm rakip devletlere üstünlük sağladığı zaman o devlet hegemoniktir. Dünyanın jeopolitik yapısının şekillenmesi tarihine baktığımızda ise, yeryüzünde jeopolitik yapılanmanın tarihiyle uluslararası ilişkilerin tarihinin birbirine uyduğunu görürüz. Jeopolitik yapılanma ile üç dönemden bahsedilmektedir. Birinci dönem, Avrupa’da ulus devletlerin ortaya çıkışı ve sömürgecilik hareketlerinin

başlaması, yeryüzünde imparatorluk kontrol sisteminin kurulmasıdır. 1648-1945 yılları arasında kapsar. İkinci dönemi iki kutuplu dünya düzeyinin ve jeopolitik kontrolün var olduğu dönemdir; 1945-1991. Üçüncü dönem ise, güç dengesine ve karşılıklı kontrole dayalı sistemin kurulduğu yenedünya düzeni adı verilen dönemdir.

Uluslararası silahlanmanın da içinde yer aldığı güvenlik yapısı, belki de uluslararası ekonomi politikteki en önemli yapıdır, çünkü ticaret, finans ve teknoloji ağları, faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için istikrarlı ve güvenli bir temele ihtiyaç duyarlar. Küresel güvenlik yapısı ulus-devlet, uluslararası örgütler, hükümetler dışı örgütler, uluslararası iş dünyası gibi temel aktörleri birbirine bağlar. Soğuk Savaş döneminde (1947-1990) güvenlik meseleleri temelde ulusal savunma perspektifinden değerlendirilmiştir. Silahlanma, insanoğlunun dünyada var olduğundan bugüne kadar en büyük güç tutkusu olmuş ve bu tutku zaman zaman kendi hayatını bile tehdit eder hale gelmiştir. İlk insanlardan bugüne kadar silahlarda büyük değişimler olmuştur. Taş ve sopaların yerine, ok ve kılıçlar, ok ve kılıçların yerine top ve tüfekler, top ve tüfeklerin yerine bomba ve füzeler yer almıştır. Silahlanmada atılan her adım, dünya siyasi haritasını değiştirmiş ve daha üstün silahlara sahip olan milletler hükmeden büyük güç olmuşlardır

Ekonomik büyüme ve kalkınma sorunlarının analizinin başlangıcı bundan iki yüzyıl öncesine kadar uzanır. Ancak II. Dünya Savaşı'na kadar daha çok gelişmiş ülkelerin sorunlarının çözümüne ilişkin teoriler üretilmiştir. Az gelişmiş ülkelerin sorunlarına duyulan ilgi ise savaş döneminden sonra yoğunluk kazanmıştır. Çünkü savaş sonrasında Asya ve Afrika'daki koloni imparatorluklarının dağılmasıyla bağımsızlığını ilan eden birçok ulus devlet kurulmuştur. Söz konusu devletler 19. ve 20. yüzyıl boyunca bağlı buldukları imparatorlukların kendilerini ihmal etmelerinden dolayı fakirlik ve yoksulluk içerisinde olmuşlardır. Gelişmiş ülkelerin toplumsal ve ekonomik yapılarını esas alıp, bu yapı üzerine kurulan büyüme teorilerinin az gelişmiş ülkelerin sorunlarına çözüm getirememesi sonucunda bir ihtiyaç olarak ortaya çıkan kalkınma ekonomisine ve bu bağlamda kalkınma teorilerine olan ilgi de giderek artmıştır.

Günümüzde toplumların karşılaştıkları en önemli sorunların başında doğal kaynakların korunması gelmektedir. Doğal kaynakların korunmasının temelinde, günümüzde ve gelecekte en yüksek faydayı sağlama çabası yatmaktadır. Bu bağlamda

sürdürülebilir kalkınma, ekonomik ve teknolojik, faaliyetlerin tüm dünyada yaşamın sürmesi için gerekli olan doğal kaynakları hiçbir şekilde sokmamasını esas almaktadır. Sürdürülebilir kalkınma, kaynakların uzun vadede topluma en büyük net çıkarların sağlanması yönünde kullanılmasını gerekli kılar. Kimi zaman bu kural, kaynakların orijinal durumuna dokunulmadan kalmalıdır biçimine dönüşür. Bu durumda, sürdürülebilir kalkınma politikası, sermaye birikimi için ya da istihdamın artırılması için toplumu, doğal kaynaklarını bir finansman aracı olarak kullanmaya yöneltebilir.



#### 4. ULUSLARARASI FİNASTA YATIRIMLAR VE RİSKLER

Hisse senedi, temel bir ifadeyle, mülkiyet anlamına gelir. Bu nedenle hisse senetleri bir ticari işletmenin mülkiyetinin bir kısmını temsil eden katılım paylarıdır. Bazı şirketler çok küçük olduğundan hisse senetleri aktif olarak alınıp satılmamaktadır. Bu şirketlerin sahipleri birkaç kişi, genellikle de şirketin yöneticileridir. Bu şirketler özel teşebbüse ait, hisseleri çok az sayıda kişinin elinde bulunan ya da kapalı şirketler olarak ifade edilmektedir. Bu şirketlerin hisse senetlerine de kapalı hisse senedi denilmektedir. Buna karşılık büyük şirketlerin hisse senetleri, çoğu yönetimde aktif olmayan binlerce yatırımcı tarafından sahiplenilmektedir. Bu şirketler, halka açık şirketler ve bu şirketlerin hisse senetleri de halka açık hisse senedi olarak ifade edilmektedir. Hisse senedi piyasası işlemleri üç farklı kategoride sınıflandırılabilir. Bunlardan ilki, kurulu halka açık şirketlerin tedavüldeki hisse senetlerinin alınıp satıldığı *ikincil piyasa*dır. Bu piyasada bir satış gerçekleştiğinde şirkete fon girişi olmamaktadır. İkincisi, kurulu halka açık şirketler tarafından ek hisse senetlerinin satıldığı *birincil piyasa*dır. Bir şirket sermaye artırmak için ek hisse senedi satmaya, ihraç etmeye karar verirse bu işlem birincil piyasada gerçekleşir. Üçüncüsü özel teşebbüse ait (kapalı) şirketler tarafından yapılan *ilk halka arz*dır. Halka kapalı bir şirket ya da onun hissedarları tarafından hisse senetlerinin halka satışı işlemine de halka açılma denir (Levinson, 2014, s.203, Brigham ve Houston, 2014, s.41-42).

Hisse senetleri piyasalarının, ülkelerin ekonomik gelişimine çok büyük katkıları vardır. Hisse senetleri piyasaları yolu ile şirketler önemli tutarda öz kaynak sağlarken, ülkeler de yurt dışı piyasalardan döviz sağlarlar. Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar. Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar. Halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar. Halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur (Karan, 2013, s.316-317).

Uluslararası hisse senetleri ile öz kaynak sağlanması, ya mevcut hisse senetlerinin yerli ve yabancı borsalara kaydettirilmesi (crosslisting), ya da yeni hisse senetlerinin yabancı yatırımcılara satışı biçiminde olur. Hisse senetlerinin yabancı borsalara çifte veya karşılıklı kayıt ettirmenin temel nedeni firmanın sermaye maliyetini düşürme isteğinden kaynaklanmış olabilir. Bunun yanında, mevcut hisselerin, yabancı yatırımcıların borsasında ve o ülke parası ile işlem görmesini sağlayarak alım satımının yani likiditenin artırılmak istenmesi de olabilir. Başka bir nedeni, dışa kapalı, likiditesi düşük yurtiçi sermaye piyasasında, gerçek dışı fiyat oluşumunu engelleyerek hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlamak da olabilir. Yabancı piyasada yeni hisse senedi çıkışını destekleyecek likit bir ikincil piyasa yaratmak, yabancı ülkedeki yerel firmaların satın alınmasında hisse senetlerinin kullanılması düşünüldüğünde bunlar için ikincil piyasa oluşturmak da olabilir. Müşteriler, ara malı sağlayıcıları, kredi verenler ve ev sahibi ülke hükümetlerine yönelik olarak firmanın imajını geliştirme ve siyasal açıdan kabul edilebilirliğini artırmak başka bir neden olabilir. Yabancı ülkede yerleşik şubede çalışan yerel yönetici ve işçilere ödeme için kullanılacak hisse senetlerine bir ikincil piyasa oluşturmak da olabilir. Mevcut hisseleri yabancı borsalara çifte kayıt ettirme yanında şirket, yeni hisse senedi çıkartarak veya mevcut hisseleri yabancılarla satarak da sermaye fonu toplayabilir. Şöyle ki, belli bir yabancı piyasadaki yatırımcılara satılmak amacıyla, o ülkenin yatırım kuruluşları tarafından tamamen veya kısmen taahhütlü olarak hisse senedi çıkarılması, yabancı hisse senedi ihracı şeklinde gerçekleşebilir. Yabancı ve yerli sermaye piyasaları dâhil, birden fazla piyasadaki yabancı yatırımcılara eş anlı olarak hisse satışını öngören Euro hisse satışı şeklinde gerçekleşebilir. Stratejik birleşmeler kapsamında yabancı şirkete hisse senedi satışı yapılması şeklinde olabilir (Seyidoğlu, 2003, s.366-371).

#### **4.1. Uluslararası Finasta Yatırımlar**

Yatırım, bir ülkenin üretim kapasitesinde artış sağlayan faaliyetlerdir. Yabancı yatırım ise, kaynakların, üretim faktörlerinin kişi ve/veya kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Yabancı yatırımlar, tarafından temel olarak “Portföy Yatırımları (Portfolio Investment)” ve “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Foreign Direct



Investment)” olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çok uluslu şirketler gerçekleştirirler.

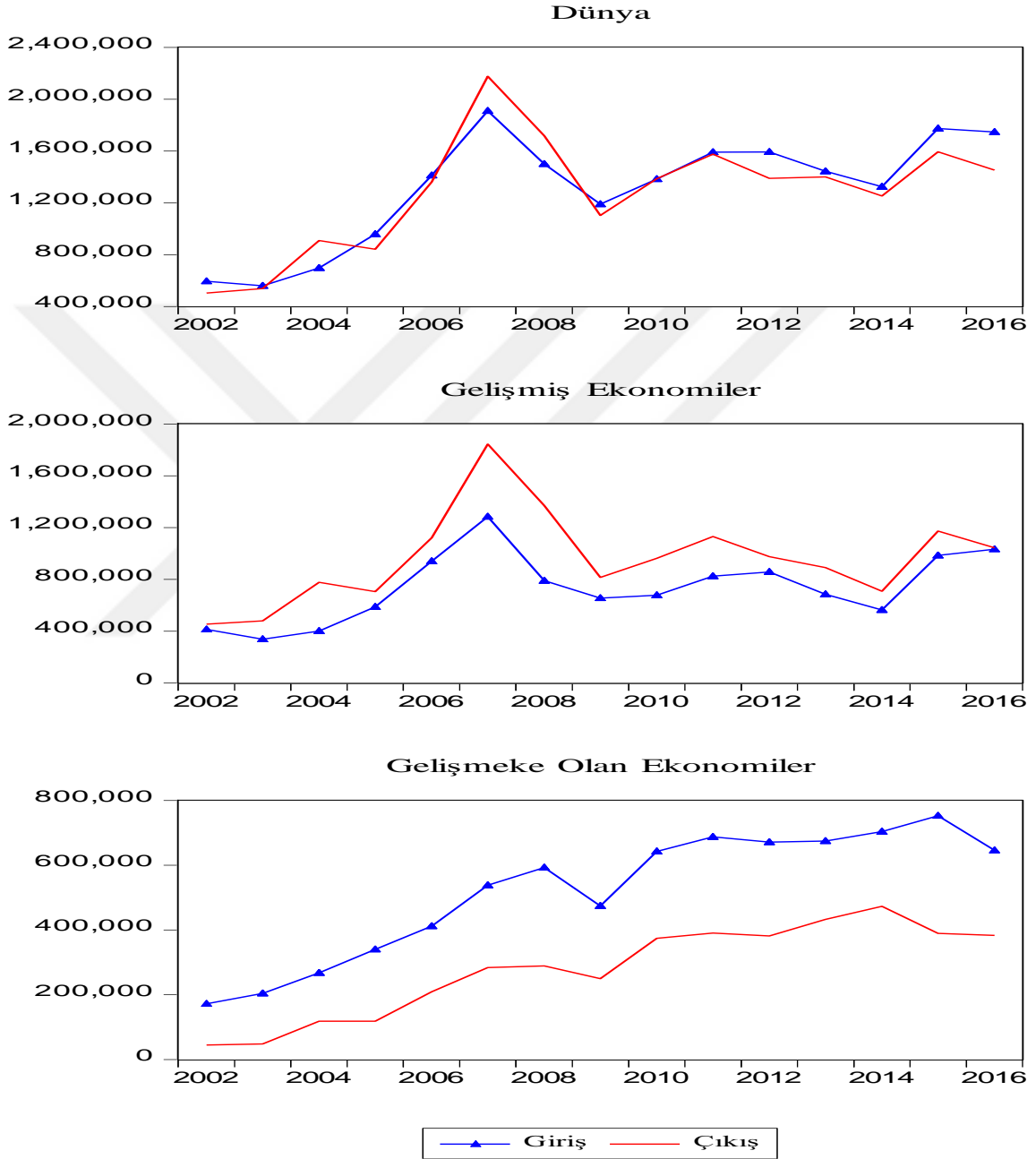
#### **4.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda, tasarrufların yetersizliği, bilgi, know-how ve teknolojik yetersizlik gibi nedenlerle yabancı sermaye girişini teşvik etmektedir. Doğrudan yatırımlar, gelişen ülkelere sermaye ve teknoloji sağlama, uluslararası yönetim ve pazarlama tekniklerini ve deneyimlerini sunma ve bazı ülkeler için de finansal gelişim ve ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasına katkıda bulunma gibi yararlar sunmaktadır. Ancak bu beklenen yararların gerçekleşmediği konusunda eleştiriler mevcuttur (Doğukanlı, 2015, s.308-309).

Finansal küreselleşme dalgasının yükselmesi ile 1980’lerin ortasından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli miktarda sermaye akışı gerçekleşmiştir. Uluslararası sermaye girişleriyle öngörülen reel kazançların tümünün sağlanabilmesi, şüphesiz ulusal ekonomilerdeki uygun ve özendirici yatırım ortamının varlığına bağlıdır. Yani yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek olan finansal göstergelerin istikrarlı ve doğru bilgiler taşıması gerekir. Bunun temel koşulu ise ulusal düzeyde makroekonomik dengelerin kurulması ve istikrarı sürdürmeye yönelik politikaların uygulanıyor olmasıdır. Sermaye girişleri uzun dönemli ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleştirildiğinde büyümeye, istihdama, döviz kuruna, entegrasyona ve kaynak dağılımına pozitif katkılar yapar (Ulusoy ve Karakurt, 2004, s.114).

Doğrudan yatırımlar, geleneksel olarak Merkez Bankası ödemeler dengesinde sınır ötesi sermaye hareketleri olarak görünür. Gelişmekte olan bir ülkenin aldığı doğrudan yatırımın miktarı, ödemeler bilançosundaki bilgilerden yola çıkılarak elde edilir. Şekil 6’da sırasıyla Dünya’daki, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı sermaye giriş ve çıkışlarına yer verilmiştir. Şekillere bakarak dünya genelinde doğrudan yabancı sermaye giriş ve çıkışları istikrarsız bir yapıda olduğunu söyleyebiliriz. 2008 yılında yaşanan kriz neticesinde serilerdeki aşağı yönlü ani düşüş dikkat çekicidir. Gelişmiş ekonomilerde doğrudan yabancı sermaye girişleri incelenen dönemin

tamamında çıkışlarının altında kalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu durum tam ters şekilde meydana gelmiş, doğrudan yabancı sermaye girişleri her yıl çıkışlardan fazla olmuştur.



Şekil 6: Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** BM Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspxCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspxCS_ChosenLang=en) (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

#### 4.1.1.1. Uluslararası Üretim ve Ulus Ötesi Şirketler

İki veya daha fazla ülkede ekonomik birimi olan veya ekonomik birimi yöneten firmalar çok uluslu şirket, (TNCS-Trans National Corporations veya MNCs-Multi National Corporations / Enterprises) şeklinde tanımlanabilir. Genellikle bu şirket, bir kuruluşa ve çeşitli ülkelerdeki ekonomik birimlerin sahiplerine doğrudan yatırım yaparlar. Böyle doğrudan yatırım (portföy yatırımının aksine), ulusal sınırlar arasında idari kontrolün artması anlamına gelir. Bu şirketlerin uluslararası işlemleri liberalizmle uyumludur ancak ekonomik milliyetçilik doktrinine, kendini sosyalizme adanmış ülkelerin görüşlerine ve devletin ekonomiye müdahalesine karşıdır. Birçok çokuluslu şirket aşırı derecede güçlü kuruluşlar olup Birleşmiş Milletlere üye olan birçok devletten daha fazla kaynağa sahiptirler (Gilpin, 2015, s.283-284).

Ulus ötesi şirketler, üretim ve ticareti, para ve finansı, güvenliği ve de bilgi teknoloji yapılarını ciddi şekilde etkilemektedirler. Bölgesel ve küresel piyasalarda rekabet etmekte ve ekonomik kalkınma için iş, teknoloji ve kaynak peşinde koşan hükümetlerin çokça arzu ettiği doğrudan yabancı yatırım faaliyetleri gerçekleştirmektedirler. Sahip gördükleri güçten dolayı ve küresel uzanımına sahip olmaları çerçevesinde ulus devletler tarafından kontrol edilmeleri zor olduğu için bu şirketler her zaman tartışma konusu olmuştur. Geçmişte birçok ulus ötesi şirket, ülkelerindeki çıkar sahipleriyle bağlarını korumak için, gerekirse bazı kazançlardan vaz geçerek kendi ülkelerinde gerçekleştirdikleri faaliyetleri yabancı ülkelerekinden farklı ele almışlardır. Günümüzde ise, çok sayıda ulus ötesi şirket gittikçe artan rekabet ortamında kendi ülkelerine öncelik verememektedirler. Onlar kendi ülkelerinin veya gittikleri ülkelerin değil kendi çıkarlarını dikkate almaktadırlar. Devletler açısından bakıldığında son dönemlerdeki belirsiz ortam, doğrudan yabancı yatırım çekmeyi daha önemli hale getirmiştir. Doğrudan yabancı yatırım demek, günümüzün durgun ya da yavaş gelişen ekonomisinde herkesin istediği daha fazla iş, teknoloji ve ekonomik büyüme demektir (Balaam ve Dilman, 2015, s.569-570, 598).

Aşağıdaki tabloda hem finansal hem de mali olanlar dışındaki dünya genelinde faaliyet gösteren 10 en büyük ulus ötesi şirket gösterilmiştir.

**Tablo 20**  
**Dünyadaki En Büyük Ulus Ötesi Şirketler**

<b>Mali Olanlar Dışındaki En büyük 10 Ulus Ötesi Şirket, 2016</b> (Yabancı varlıklara göre sıralanmıştır)				<b>Finansal En büyük 10 Ulus Ötesi Şirket, 2015</b> (Toplam varlıklara göre sıralanmıştır)		
Sıra	Şirket	Merkez	Piyasa	Şirket	Merkez	Piyasa
1	Volkswagen Group	Almanya	Motorlu araçlar	The Industrial & Commercial Bank of China (ICBC)	Çin	Tic. Banka
2	Enel SpA	İtalya	Elektrik, gaz, su	China Construction Bank	Çin	Tic. Banka
3	Enel SpA	İtalya	Petrol	Agricultural Bank of China Ltd	Çin	Tic. Banka
4	Deutsche Telekom AG	Almanya	Telekomünikasyon	Japan Post Holding Co Ltd	Japonya	Sigorta
5	EDF SA	Fransa	Elektrik, gaz, su	Bank of China	Çin	Tic. Banka
6	Engie	Fransa	Elektrik, gaz, su	Bank of Communications	Çin	Tic. Banka
7	Statoil ASA	Norveç	Petrol	The Royal Bank of Scotland Group Plc	İngiltere	Banka Holding
8	China National Offshore Oil Corp (CNOOC)	Çin	Madencilik, Petrol	China Merchants Bank Co Ltd	Çin	Tic. Banka
9	Airbus Group NV	Fransa	Uçak	Shanghai Pudong Dev. Bank	Çin	Tic. Banka
10	Orange SA	Fransa	Telekomünikasyon	Ping An Insurance (Group)	Çin	Sigorta

**Kaynak:** World Investment Report 2017, [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf) (Erişim Tarihi:05.05.2018).

Dünyadaki en büyük ulus ötesi şirketlerde ilk sıra motorlu araçların olduğu piyasa olsa da elektrik, gaz, su ve petrol sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin ilk 10'da daha fazla olduğu görülmektedir. Telekomünikasyon sektörüne ait 2 şirket ve bir uçak şirketi ilk 10'a giren diğer sektördeki şirketlerdir. Finansal en büyük 10 çok uluslu şirketler tarafında ise yadsınamaz bir Asya ve daha özelde Çin bankacılık hâkimiyeti görülmektedir; 8 tane Çin bankası en büyük 10 çok uluslu finansal şirket sıralamasına girmiştir. Listeye Japonya'dan bir tane sigorta şirketi ve İngiltere'den de bir tane banka

holding şirketi girebilmiştir. Rahatlıkla ifade edebilir ki, 2015 yılında finansal en büyük şirketler Asya, daha özeldir Çin merkezlidir. Bankacılık alanında faaliyet gösteren bu şirketler hiç şüphesiz sahip oldukları fonlar aracılığıyla sermaye akımlarına da doğrudan ve dolaylı bir şekilde etki etmektedir. Dolayısıyla da Çin ulus ötesi şirketlerinin sahip oldukları fonlar ile aracılığıyla dünyada sermaye akımlarına yön veren en etkili ülkedir.

#### **4.1.1.1.1. Ulus Ötesi Şirketlerin Yatırım Yapmasını Etkileyen Faktörler**

Dizüstü bilgisayarlardaki ciplerin Kore'den, yazılımlarının da Hintli mühendisler tarafından geliştirilmiş olması dünya ekonomisindeki bütünleşmeyi gözler önüne sermektedir. Küreselleşme, toplumu tüm yönleriyle etkilese de ekonomik olarak iki ana eğilim ile tanımlanır: Ülkeler arasındaki mal ve hizmet ticaretinin artmaya devam etmesi ve sermaye akımları önündeki engellerin azaltılması (Bekaert ve Hodrick, 2012, s.1-2).

Küreselleşmenin önemli sonuçlarından biri, ulus ötesi şirketlerin dünya ölçeğinde sayılarının artması ve ekonomiler açısından daha önemli hale gelmeleridir. Hammaddeler, tamamlanmış mallar ve para, birçok ülkenin sınırlarına doğru, yeni yaratıcı fikirler ve yeni teknolojiler şeklinde serbestçe akmaktadır. Bugün uluslararası şirket ağları, büyük bir hâkimiyet kurmuştur ve dünyanın teknolojik, pazarlama ve üretim kaynaklarındaki payları büyümektedir. Yabancı şirketler 7 nedenden ötürü küreselleşmektedir (Brigham ve Houston, 2014, s.578-581):

*-Üretim etkinliğini araştırmak:* Şirketler kendi piyasalarında rekabet arttığında ve diğer piyasalarda talep arttığında üretimlerini yurt dışına yönlendirirler. Maliyetlerin yüksek olduğu ülkelerdeki şirketler, gerekli yetenekleri taşıyan uygun miktarda iş gücü arzını ve uygun taşıma alt yapısını taahhüt edecek şekilde üretimlerini daha düşük maliyetli bölgelere kaydırmaya yönelik güçlü güdümlere sahiptirler. Bu, şirketlerin rekabet edebilirliğini sürdürebilmek için yerel üretim faaliyetleri ile dünyanın her yerinde üretim yapabildiklerini ve ürünlerine olan talebi karşılamak için toplam maliyetin en düşük olduğu başlıca piyasalara ulaşabildiklerini göstermektedir.

*-Politik, ticari ve düzenleyici engellerden kaçınmak:* Hükümetler, bazen, yerel sanayiye koruyarak satış gelirlerini artırmak, değişik politik, ekonomik hedefler için ithal

edilen mal ve hizmetlerle ilgili tarife, kota ve diğer sınırlamaları uygulamalara koyarlar. Firmalar, bu engellerden kaçınmak için yurt dışında sık sık üretim tesisleri geliştirmektedirler.

*-Piyasalarını genişletmek:* Kendi piyasası olgunlaştıktan sonra firmanın yabancı piyasalarda gelişme fırsatları daha caziptir. Ekonomik ürün yaşam devre teorisine göre, bir firma, ilk olarak, ürünlerini daha iyi geliştirebildiği ve yerel müşterilerin memnuniyetini daha iyi sağlayabildiği kendi iç piyasasında üretir. Bu hareket, rakiplerini de harekete geçirir fakat iç piyasa hızlı bir şekilde genişlediğinde yeni müşteriler gerekli satış artışını sağlarlar. Bununla birlikte, iç piyasa olgunlaşıp, toplam talep artışı yavaşladığında rekabet daha yoğun hale gelir. Bu durumda, şirket, rekabeti devam ettirebilmek, yabancı ülkelerdeki yabancı talebini karşılamak, nakliye ve üretim maliyetlerini azaltmak için cazip üretim olanaklarını beraberinde getiren yurt dışında gelişen taleple gelişmektedir.

*-Yeni teknoloji ve mevzuat:* Temel kanun maddelerinin çoğunun kaynağı, coğrafi olarak farklı yerlere yayılmıştır; bu nedenle, şirketlerin kanun maddelerinin bulunduğu yere gitmeleri ve ne kadar değişirse değişsin bazı yerlerde faaliyet göstermeleri zorunluluğu da doğmaktadır. Örnek olarak, büyük petrol depoları, Alaska'nın kuzey kıyılarında, Sibiry'a, Orta Asya'nın çöllerinde ve bunların hepsinden öte benzersiz değişiklikler sunan Kanada'nın katran kısımlarında yerleştirilmiştir. Böylece petrol şirketlerinin, gelecekte var olabilmek, gerekli olan temel girdi kaynaklarına ulaşım garanti altına almak için dünya çapında temel üretim tesislerine ihtiyaçları vardır.

*-Süreç ve ürünleri korumak:* Firmalar, genellikle, marka, teknolojik ve pazarlama know-how, yönetim uzmanlığı ve üst düzey araştırma-geliştirme kapasitesi gibi özel soyut varlıklara sahiptirler. Ancak, soyut varlıkları da kapsayan özellikli hakların özellikle yabancı piyasalarda korunması çok zordur. Firmalar, bazen, ürünlerinin, dağıtım sistemlerinin ve üretim süreçlerinin gizliliklerini korumak için yerel yabancı firma lisanslarından çok yurt dışına yatırım yapmaktadırlar.

*-Çeşitlendirme:* Firmalar, dünya çapında üretim tesisleri ve pazarlar kurmak suretiyle, herhangi bir ülkedeki ekonomik şartların ters etkilerinden korunabilir. Farklı

ülkelerdeki ekonomik dalgalanmalar ve politik belirsizlikler, tamamen ilişkisi olmadığından genelde, girdi ve çıktıların coğrafik çeşitlendirmesi devreye girer. Böylece, yurt dışı yatırım yapan şirketler, bireysel yatırımcıların geniş hisse senedi portföylerinden kar sağladığı gibi çeşitlendirmeden getiri sağlamaktadır.

*-Müşterileri korumak:* Bir şirket yurt dışına açılmış ve üretim ve dağıtım faaliyetlerine sahip ise, yeni lokasyonlarda hizmet ve girdilere ihtiyacı olacaktır. İhtiyaç duyduğu şeyleri, işlerini aynı gruptaki ülkelerde gören bir sağlayıcıdan elde edebiliyorsa yönetim sahipliği daha kolay olacak ve ölçek ekonomisi ve diğer sinerjileri benzer şekilde elde edecektir.

Önemli bir sermaye kaynağı, kanalı olan ulus ötesi şirketler, doğal kaynak arayanlar, pazar arayanlar, etkinlik arayanlar ve stratejik varlık ve kapasite arayanlar şeklinde sınıflandırılırlar. Genel amaçlarını, *performans* amacı, yani kar maksimizasyonu, maliyet minimizasyonu, hisse değerini artırmak, *teknoloji* amacı, yani, farklı coğrafi bölgelerde firmanın ihtiyacı olan araştırma geliştirme faaliyetlerini yürütmek, gerekli teknolojilere erişim sağlamak, *üst düzey fonksiyonlar* amacı, yani firmanın ana merkezini ve üstlendiği fonksiyonları optimal bir çizgide tutan tüm üst düzey işlemlerin doğru bir şekilde konumlanmasını sağlamak, *esneklik* amacı, karını optimal seviyeye taşıyacak ve değişen koşullara karşı firmanın üretim ağının coğrafi dağılımını değiştirebilecek bir esnekliğe sahip olmak şeklinde ifade edebiliriz (IMF, 2009, s.275).

#### **4.1.1.1.2. Ulus Ötesi Şirket Yatırımlarının Etkileri**

Standarda bağlanmış ürünlerin ve teknolojinin söz konusu olduğu, herkesin kaynaklara eşit derecede ulaşma imkânının bulunduğu ve kararların sadece maliyet ya da fiyat temelinde belirlendiği oldukça rekabetsel piyasalarda çok uluslu şirketler pek anlam ifade etmemektedirler. Bu tür piyasalarda dışarıda çalışmanın dezavantajları yabancı firmaları başarısızlığa itmektedir (Balaam ve Dilman, 2015, s.578).

Ulus ötesi şirketler sahip oldukları parasal, teknolojik ve üretim güçleri ile hem sermaye akışının ana merkezin bulunduğu ülke hem de yatırımın yapıldığı ülke açısından bir takım olumlu ve olumsuz etkileri Tablo 21’de gösterilmiştir.

**Tablo 21**  
**Ulus Ötesi Şirket Yatırımlarının Ülkeler Üzerindeki Etkileri**

Olumlu Etkiler	Olumsuz Etkiler
<p>-Dünya ticaretinin artmasına katkı sağlarlar,                      - Gelişmeyi finanse ederler,                      -Uluslararası borçların finansmanına yardımcı olurlar,                      -Ticaretin önündeki tarife engelini ortadan kaldırarak serbest ticaretin gelişmesine katkıda bulunurlar,                      -Araştırma ve geliştirmeye verdikleri önem ile teknolojik yeniliklerin ve gelişmenin sağlanmasına yardımcı olurlar,                      -Az gelişmiş ülkelere gelişmiş teknolojiyi tanıtırılar,                      -Üretimi teşvik ederek ürün maliyetlerini azaltırlar,                      -İstihdam yaratırlar,                      -İşçilerin eğitimini teşvik ederler,                      -Yeni mallar üreterek üretimin uluslararasılaşması sayesinde satış imkânlarını yaygınlaştırırlar,                      -Pazarlama ustalıklarını ve kitlesel reklamcılık yöntemlerini dünya çapında yaparlar,                      -Milli gelir ve ekonomik gelişmeyi artırırılar, az gelişmiş ülkelerin modernizasyonunu sağlarlar,                      -Gelir ve refahı artırırılar,                      -Ticareti koruyup geliştirecek düzenli bir ortam için devletlerarasında barışçı ilişkilerin savunucusu olurlar,                      -Ulusal sınırlamaları kaldırarak uluslararası ekonominin, kültürün ve uluslararası ticareti yöneten kuralların küreselleşme sürecini hızlandırırılar.</p>	<p>-Yabancı dış yatırımların sonucu olarak, yatırım yapan şirketin ülkesinde işlerin kaybına, bunun sonucunda da istihdamın azalmasına neden olurlar,                      -Üretimin yabancı ülkelere kayması sonucunda, merkez ülkedeki vasıfsız ve yarı vasıflı işçiler karşılaştırmalı üstünlüklerini kaybederler,                      -Rekabet ve serbest girişimi azaltan oligopolistik kümeleşmeleri artırırılar,                      -Ev sahibi ülke içindeki sermayeyi artırır ancak ev sahibi ülkelere ihracat karlarını yükseltirler,                      -Borçlu yaratır ve zayıf olanı borcu sağlayana bağımlı hale getirebilirler,                      -Ürünlerin üretimlerini tekelleştirerek ve dünya piyasalarında dağıtımlarını denetleyerek ele geçirilmelerini sınırlarlar,                      -Enflasyona katkıda bulunacak kartellerin oluşmasına ortak olurlar,                      -Çalışanlara verilen ücretleri sınırlarlar,                      -Uluslararası piyasalarda elde edilebilir hammaddelerin arzını sınırlarlar,                      -Yerel kültürlerin ve ulusal farklılıkların yerine, tüketici yönelimli değerlerin baskın olduğu homojenize bir dünya kültürü bırakacak şekilde aşındırırılar,                      -İstikrar ve düzen adına baskıcı rejimleri destekleyebilirler,                      -Buldukları ülkelerin ekonomilerini etkileyebilecek güce sahip olabilirler,                      -Kredi oranlarını ve koşullarını etkileyebilirler,                      -Reklam ile bazı malların yerel talebinin artırma yoluna gidebilirler,                      -Araştırma ve geliştirme alanındaki faaliyetleri merkez ülkeye çekerek üretimde bulunduğu ülkeleri kendisine bağımlı tutabilir, teknolojik bağımlılığı artırabilirler. Böylece yerel kaynakların, yetenek ve girişimlerin gelişmesine engel olabilirler.</p>

**Kaynak:** Candemir Aykan, “Dünya’da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileyen Faktörler”, YASED Yayınları, İstanbul, 2006, s.15-16; Ali Erdoğan, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği”, Nobel Yayınevi, Ankara, 2016, s.19-20.



#### **4.1.1.2. Sabit Sermaye Yatırımları (Yeşil Alan Yatırımları)**

Yapılan yatırımın yeni işletme yaratmasına göre DYY'ler, sıfırdan yatırımlar, kahverengi alan yatırımları ve birleşme ve satın almalar (B&S) olarak üç gruba ayrılmaktadır (Durgan, 2016, s.7). Doğrudan yatırım yapılacak ülkede yeni bir fabrika kurulmasıyla veya yeni bir işlem oluşturulmasıyla meydana gelen yatırım biçimi yeşil alan yatırımdır. Diğer bir ifade ile sabit sermaye yatırımları, bir ekonomideki üretim faktörlerinin ekonomideki reel sermayeyi artırmak amacıyla kullanılması demektir. Makine, teçhizat, yol, baraj yatırımları da bu sınıfa girer. Ulusal Hesaplar Sistemi'ne (System of National Accounts, SNA) göre, bir yatırımın sabit sermaye yatırımı olarak tanımlanabilmesi için beş koşulu yerine getirmesi gerekir (Arıkan, 2006, s.4-5):

- Mal, tüketici birimlerin (hane halkları) değil, üretici birimlerin (firmalar) mülkiyetinde olmalıdır.
- Mal, aktif olarak üretimde rol almalıdır. Stokta yer alan bir mal, sabit sermaye yatırımı olarak değerlendirilmez.
- Malın kullanım süresi bir yılı aşmış olmalıdır.
- Mal sürekli kullanılmalıdır.
- Malın kendisinden de üretilmiş olması gereklidir. Bu koşullardan herhangi birini yerine getirmeyen mal, yatırım malı olarak değerlendirilmez.

#### **4.1.1.3. Kahverengi Alan Yatırımları (Brownfield Investments)**

Sıfırdan yatırımlar, yeşil alan yatırımları ile birleşme ve satın almaların bir karmasıdır. Bu tip yatırımlarda satın alma gerçekleşir fakat şirketin şekillenmesinde ev sahibi ülkedeki şirketin üretim faktörlerinden ziyade yabancı yatırımcının getirdiği faktörler etkindir (Meyer ve Estrin, 1998, s.3-4). İki farklı organizasyon arasında birleşmelerdeki uyum eksikliğinin giderilmesi büyük yeniden yapılandırmalar isteyebilir. Bu yeni yapılanma, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde, öyle büyür ki birleşmeden sonra yeni yatırıma benzer. Cazip olması için, şirket operasyonlarının temininde satın alınan firmanın yerel kaynakları gereklidir, fakat yeterli değildir çünkü yüksek işlem maliyetlerinin piyasaya girişi engellemesi gerekmektedir (IMF, 2009, s.576).

#### **4.1.1.4. Şirketler Arası Birleşmeler ve Satın Almalar (M&A)**

Şirketler arası birleşmeler ve satın almalar yabancı bir ülkede halen mevcut bir tesisi devralmak şeklinde olur ve şirket birleşmeleri (merger) veya şirket satın almaları (acquisition) biçiminde gerçekleşir. Şirket birleşmeleri, biri yabancı olan iki şirketin eşit koşullarda birleşerek tek bir şirket haline gelmesidir. Şirket satın alımı ise, bir şirketin yabancı ülkedeki başka bir şirkete ait hisse senetlerinin tamamını veya çoğunluğunu satın alarak onu kendisine katmasıdır. Ancak, yeni teknoloji ve yönetim bilgileri getirme ve çok uluslu şirketlerin dış pazarlama kanallarından yararlanma gibi etkileri olabilmektedir (Durgan, 2016, s.8). Şirket birleşmeleri ve satın alma işlemlerinde şirketler aynı sektörde ve birbirleriyle rekabet içinde faaliyet göstermekte iseler “yatay birleşme”, şirketler üretim sürecinin farklı basamaklarında yer alıp, şirketin tedarikçisinin veya müşterisinin satın alınması şeklinde oluyorsa “dikey birleşme”den bahsedilir (Erdoğan, 2016, s.14).

#### **4.1.2. Portföy Yatırımları**

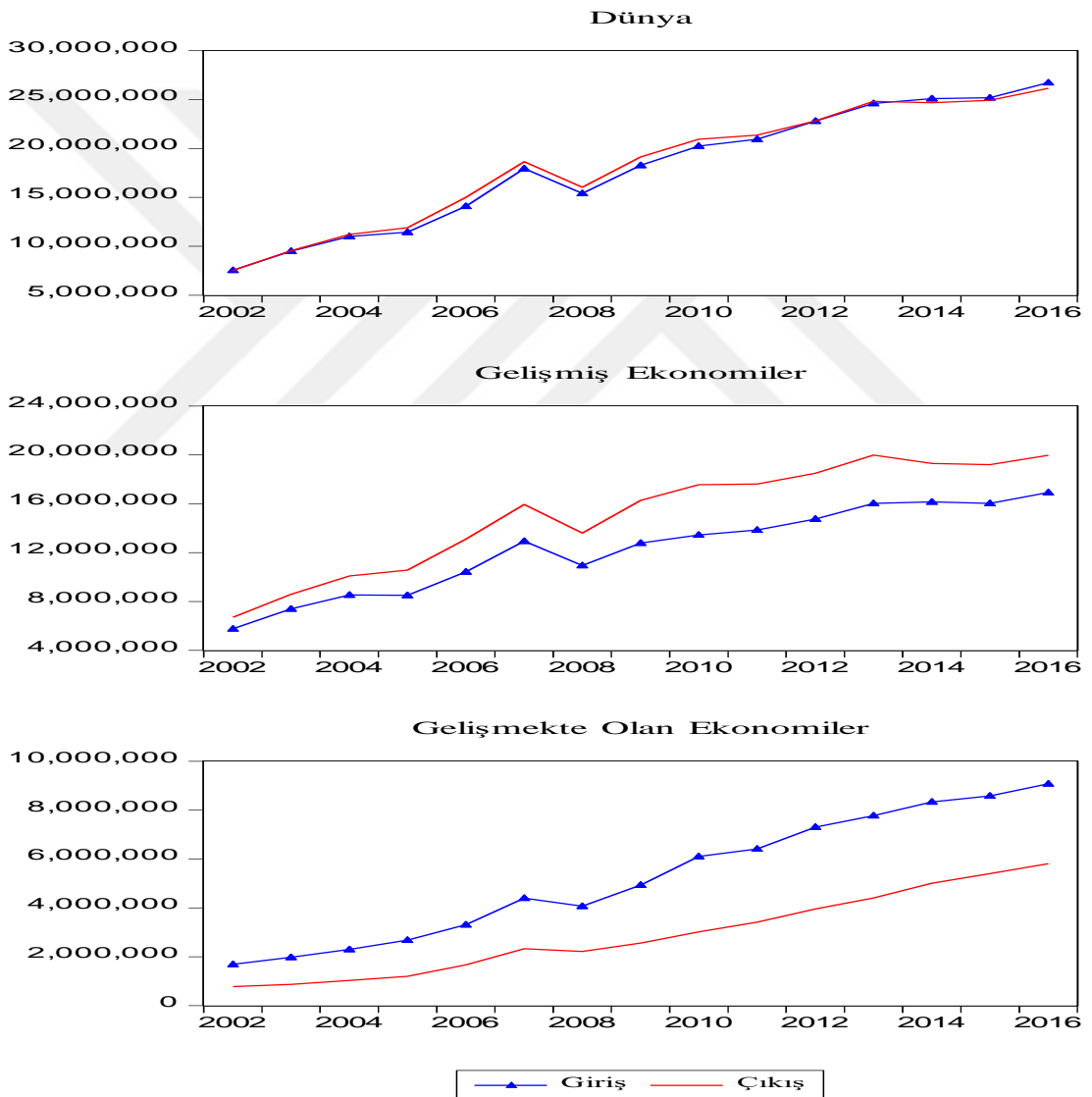
Hisse senedi, tahvil ve bono gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımları içermektedir. Portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar arasındaki temel farklar; doğrudan yatırımlar ile şirket yönetim ve denetiminde söz sahibi olunurken portföy yatırımlarında böyle bir yetki söz konusu değildir ve doğrudan yatırımlar, sermaye ile birlikte üretim teknolojisi ve işletmecilik anlayışını beraberinde getirirken, portföy yatırımları sadece sermaye getirmektedir (Pınar ve Erdal, 2011, s.499).

Portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar kalemleri altında gösterilenler dışındaki alım satımı yapılan menkul kıymetleri kapsamaktadır. Portföy yatırımı, borç senedi ve yatırım fonu katılma payı şeklinde menkul kıymetleri kapsamaktadır (Akışoğlu, 201314).

Bir yatırım, borç senedi ve/veya hisse senedi şeklinde menkul kıymetleri içeriyorsa yurt dışı portföy yatırımı olarak değerlendirilir. En temel özellikleri devredilebilir olmalarıdır. Menkul kıymetlerin devredilebilir olması, yatırıma konu olan varlıkların alım satımını kolaylaştırıp ekonomik ömrü boyunca farklı kurumsal birimlerin mülkiyetinde bulunmasına imkân vermektedir. Bu özellik yatırımcılara aynı zamanda

portföylerini çeşitlendirme ve diledikleri zaman da yatırımlarını elden çıkartma imkânı tanımaktadır (IMF, 2009, s.110).

Şekil 7’de, sırasıyla dünyada, gelişmiş ekonomilerde ve gelişmekte olan ekonomilerde 2002 yılından 2016 yılına kadar portföy girişleri ve çıkışları gösterilmiştir. Dünya genelinde portföy girişleri ve çıkışlarına bakıldığında zaman 2002’den 2016’ya kadar sürekli bir artış yaşadığı söylenebilir (2008 yılı hariç, bu yılda yaklaşık 5 milyon dolarlık bir hacimsel azalma meydana gelmiştir).



Şekil 7: Portföy Giriş ve Çıkışları (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, <http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?CS ChosenLang=en> (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

Şekil 7'ye göre, dünyada portföy girişlerinde en büyük artış 2005-2008 yılları arasında gerçekleşmiştir. 2002 yılında yaklaşık 6 milyon dolar olan portföy yatırımları 2016'ya gelindiğine 4 kattan daha fazla artarak 25 milyon dolara yaklaşmıştır. Dikkat çekici olan 2008 krizinin burada kendini göstermesidir; 2008'den 2009'a doğru bir kırılma, azalma gerçekleşmiş daha sonra 2009'da toparlanma yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki ve/veya gelişmekte olan ülkelerdeki portföy girişleri ve çıkışları gösteren seriler birbirlerine oldukça benzemektedirler. Gelişmiş ülkelerdeki portföy girişleri 2002 yılında yaklaşık 7 milyon dolar iken 2016'ya gelindiğine 20 milyon dolara yaklaşmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki portföy çıkışları 2002 yılında yaklaşık 5 milyon dolar iken 2016'ya gelindiğine 16 milyon dolara yaklaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki portföy girişleri 2002 yılında yaklaşık 2 milyon dolar iken 2016'ya gelindiğine 9 milyon dolara yaklaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki portföy çıkışları 2002 yılında yaklaşık 1 milyon dolar iken 2016'ya gelindiğine 5 milyon dolara yaklaşmıştır. Gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelere 2008'den 2009'a doğru portföy girişlerinde ve portföy çıkışlarında bir kırılma, azalma gerçekleşmiş daha sonra 2009'da toparlanma yaşanmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerinde de portföy girişlerinde en büyük artış 2005-2008 yılları arasında gerçekleşmiştir.

Portföy yatırımlarından tahvil, borç alan tarafın tahvil sahibine (tahvili satın alan tarafa) belli tarihlerde faiz ve anapara ödemeyi taahhüt ettiği uzun vadeli bir sözleşmedir. Tahviller uzun vadeli fon kaynağı arayan işletmeler ve devlet kurumları tarafından ihraç edilirler. Tahviller çeşitli şekillerde gruplandırılırlar. Bu gruplandırmanın bir tanesi ihraç edene göre olandır. Bunlar, hükümet tarafından ihraç edilen, devlet tahvili olarak da bilinen *hazine tahvilleri*, işletme/firmalar tarafından ihraç edilen *şirket tahvilleri*, yabancı hükümetler veya yabancı şirketler tarafından ihraç edilen *yabancı tahviller* ve yerel yönetimler tarafından ihraç edilen *yerel yönetim tahvilleridir* (Brigham ve Houston, 2014, s.217).

Tahviller, Ortaçağda zenginlerin savaşları finanse etmek için verdikleri ödünç paraların bir sonucu olarak ortaya çıkmışlardır. Hükümetlerin mali iştahı artıktça, zenginler, müşterilerinin kendilerinden talep ettiği büyük miktarda borçları karşılamakta güçlük çekmeye başlamışlardır. Tahvil çıkartılması sayesinde hükümetler yalnızca bir

avuç zengine mecbur kalmayacak ve pek çok kişiden borç alma olanağına kavuşmuş olacaktır. Ayrıca borçlandıkları kişilere, borunun karşılığını zamanında vermeyeceğini düşünmeleri halinde tahvili başkalarına satabilme hakkı gibi kolaylıklar da sağlayarak, risk oranını düşürmüşlerdir. Bilinen en eski tahvil Venedik Bankası (Bank of Venice) tarafından 1157 yılında, İstanbul'daki bir savaşı finanse etmek amacıyla çıkarılmıştır. Genel olarak tahvil çıkarma nedenlerine bakarsak, tahvil çıkarmanın esas sebebini, fon kaynaklarının eşitlendirilmesidir. Diğer taraftan, tahviller, çıkartan kişilerin spesifik finansal işletme stratejileri takip etmesine yardımcı olurlar. Bunlar, finansman maliyetlerinin asgariye indirilmesi, gelir ve giderlerin denkleştirilmesi, nesiller ötesi projelerin desteklenmesi, risk kontrolü, kısa dönem finansal sıkıntıların aşılmasıdır (Levinson, 2014, s.99-102).

Günümüzde bütünleşmiş uluslararası tahvil piyasası yoktur. Uluslararası tahvil piyasası, ulusal para birimleri cinsinden ihraç edilen ve ülke sınırları içerisinde değişimi yapılan tahvillerin oluşturduğu yurtiçi tahvil piyasası, yabancı ihraılarda, yerel para cinsinden ihraç edilen yabancı tahvillerin oluşturduğu yabancı tahvil piyasası, bankaların oluşturduğu çok uluslu kuruluşlarca, temelde tahvilin ihraç edildiği para birimine sahip ülkeler dışındaki ülkelerde işlem gördüğu tahvillerin ihraç edildiği avro tahvil piyasası olmak üzere üç geniş piyasaya bölünmüştür (Yalçıner, 2012, s.282). Genel olarak, sahibine mülkiye hakkı tanıyan hisse senetleri ile tahvil çıkaran kuruluşun alacaklısı konumunda olan tahvillerin bazı farkları bulunmaktadır.

Sermaye piyasalarının küreselleşmesi, farklı piyasalar arasında rekabet ortamı oluşturarak ödünç alıcıların kaynak çeşitlendirmelerine neden olmuştur. Büyük miktarlı bir kredi için farklı piyasalardan borçlanma yoluna gidilmesi, her piyasadan en iyi koşullarda kaynak sağlanmasına olanak verir. Başlıca uluslararası tahvil piyasalarından Amerikan tahvil piyasası ödünç alıcı açısından büyük ve derin bir piyasadır. O bakımdan yüksek hacimli ve uzun vadeli tahvil ihraçlarını karşılayabilir. Kredi derecelendirme notuna çok önem verilir. Ayrıca bu piyasada halka arz için gerekli mali bilgilerin açıklanması zorunluluğu sıkı bir biçimde uygulanır. Bu da yatırımcılar açısından maliyeti artırıcı bir etken oluşturabilir. Japon tahvil piyasası, 1970 başlarındaki ilk petrol şokundan sonra yürütölen liberalizasyon programı ile 1980'lerden sonra büyüyen bütçe açıklarının

modernleştirilmiş bir Japon tahvil piyasasından karşılanma isteği bu piyasayı bugün çok büyütülmüştür. Japon tahvil piyasasının başlıca mali varlığı on yıl vadeli tahvillerdir. Yabancılar da piyasanın özellikle bu bölümüne girmektedirler. İngiliz tahvil piyasası, İngiliz Hükümet'inin borçları, dünyadaki en büyük hükümet tahvili piyasalarından birisini oluşturur. Hazine tarafından çıkartılan ve ihale ile satılan İngiliz Hükümeti'nin borçlanma tahvillerine "Gilt" adı verilir. Giltler kısmen taşıyana kayıtlı, önemli bir kısmı ise ada kayıtlıdır (Seyidoğlu, 2003, s.346-349).

Tahvil çıkaracak bir kurumun neden ulusal tahvil yerine uluslararası bir tahvili seçeceğinin nedenlerine baktığımızda; ilk sebep, borcuna karşılık, borcunu ödeyeceği türden bir gelir elde etmeyi amaçlamasıdır. İkinci sebep, New York ve Londra gibi önde gelen tahvil piyasalarındaki daha yüksek likidite, diğer ülkelerden borçlanacakların, para birimi riskini göz önüne alsalar dahi, kendi ülkelerindekinden daha düşük faizle işlem yapabileceklerine işaret eder. Üçüncü sebep, uluslararası bir ihracın genellikle tahvili çıkaran kurumun gelecekte borçlanmasını kolaylaştırmak ve uluslararası ihraççılar arasında adını duyurmak için gerçekleştirmesidir (Levinson, 2014, s.141-142).

#### **4.2. Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları**

Tarihte ilk borsa, daha sonra Hollanda'nın bir parçası haline gelen Antwerp'te 1631 yılında kurulmuştur. Londra Borsası 1773 yılında açılmış ve ABD'deki ilk borsa olan Philedelphia Borsası 1790 yılında işlemlere başlamıştır. 19. yüzyılın ortalarına kadar hemen hemen bütün önemli şehirlerin kendi borsaları olmuştur. Sermaye piyasaları ulusal ve uluslararası hale geldikçe, bu borsaların çoğu ortadan kalkmıştır. ABD, Çin ve Hindistan istisna olmak üzere şimdi birçok ülke tek bir büyük borsaya sahiptir. Şirketler yurtiçi olduğu kadar yabancı borsalarda da kendi hisse senetlerini kaydettirerek daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşma olanağına kavuşmak istemektedirler (Levinson, 2014, s.235).

Ülkelerin temel ekonomik dengesizliklerinin ortaya çıkardığı finansman ihtiyacı ve piyasalar arası getiri oranı farklılıkları uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedenlerindedir. Uluslararası hisse senedi piyasalarının son yirmi yıl içerisinde büyük bir gelişim sergilemesi, firmaları ve hükümetleri yeni finansman kaynaklarına

kavuştururken, bireysel ve kurumsal tasarruflara da yeni yatırım alanları yaratmıştır. Finansal serbestleşme sonrasında dünya genelinde ekonomik işlemlerin daha serbest bir ortamda yapılabilmesi bireylerin, firmaların ve hükümetlerin tasarruflarının ulusal sınırlar dışında kolayca çıkarılabilmesini veya uluslararası piyasalardan kolayca finansman sağlanmasını kolay bir hale getirmiştir (Yalçiner, 2012, s.309).

İngiltere'nin hızlı gelişimi ile 1700 yılından itibaren Londra Avrupa'nın finans ve borsa merkezi olmuştur. 1800'lerin sonunda ise Amerika ve New York ön plana çıkmıştır. İkinci Dünya savaşının ardından gelen hızlı büyüme ile 1950'lerden itibaren tüm dünyada menkul kıymet borsaları gelişmiştir. Özellikle 1990'lardan sonra borsaların gelişmesi küresel bir özellik kazanmıştır. Bu gelişmenin arkasında dünya pazarlarının globalleşmesi, iletişim olanaklarının artması, bilgisayar teknolojisinin gelişmesi ve birçok ülkede finansal kurumların pazara girmelerinin kolaylaştırılması ve doğrudan finansallaşma olanaklarının artması gösterilebilir (Karan, 2013, s.37).

Dünya üzerinde faaliyette bulunan hisse senedi piyasaları uluslararası kurumsal yatırımcılar ile yatırım kuruluşları tarafından nicel ölçütler ve nitel faktörlere göre üç ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla; Gelişmiş Piyasalar (Developed Markets), Gelişmekte Olan Piyasalar (Emerging Markets) ve Sınırdaki Piyasalar (Frontier Markets)'dir. Hisse senedi piyasalarına ilişkin bu ve benzeri sınıflamalar S&P (Standard and Poor's), Dow Jones Endeksi (DJIA), MSCI (Morgan Stanley Capital International), gibi uluslararası finansal kuruluşlar tarafından da kullanılmaktadır. Piyasaların sınıflandırılmasında genellikle ekonomik büyüklük, zenginlik, piyasaların kalitesi, derinliği ve genişliği gibi ölçütler kullanılmaktadır (Aktaş ve Doğanay, 2007, s.78 ve Korkmaz, 2015, s.165-166).

#### **4.2.1. Uluslararası Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi**

Ulusal hisse senedi piyasaları farklı fiziksel ve yasal yapılarda olmakla birlikte, farklı işlem ve muhasebe metotları kullanmaktadırlar. Dolayısıyla, uluslararası düzeyde hisse senetleri piyasalarında bazı farklılıklar vardır. Bunlar, nakit dışı bir varlığın adil değeri üzerinden kolayca ve hızlıca nakde dönüşebilme yeteneği olan *likidite*, servet

transferinin önemli bir göstergesi olan *vergilendirme ve borsa gösterge endeksidir* (Korkmaz, 2015, s.176-178).

Endeksler bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan değişimi ölçmeye yarayan ve böylece çok fazla değişkene dayanan, kolayca anlaşılması zor olan karmaşık olayları tek bir değişkene bağlayarak onlar hakkında genel bir bilgi vermeye yarayan bir ölçüttür. Borsa endeksleri tüm borsa ile hareketleri verdiği için özellikle ekonomik analizler için çok önemlidir. Ekonomistler borsa hareketlerini değerlendirerek ekonominin gidişi hakkında değerlendirmeler yapabilirler. Borsa endeksleri ülke ekonomisinin sürekli olarak değerlendirildiği bir platformdur (Karan, 2013, s.60).

Menkul kıymet borsaları bünyesindeki pazarlarda meydana gelen gelişmelerin kolayca takip edilmesi için birçok endeks hesaplanmaktadır. Bu endeksler borsaların kendisi tarafından üretilebileceği gibi özel şirketler tarafından da geliştirilmekte ve yayınlanmaktadır. Bunlardan, *S&P 500 endeksi*, ana sektörlerde faaliyet gösteren en büyük şirketleri kapsamında bulundurmaktadır.

Bir şirketin endeks kapsamına girebilmesi için, piyasa değerinin 4 milyar dolar veya üzerinde olması, Amerikan şirketi olması, halka açıklık oranının en az % 50 olması gibi bir çok kriter aranmaktadır. Bu yüzden kapsamındaki şirketler, en büyük 500 Amerikan şirketi olmasa da toplam büyüklüğü itibariyle Amerikan hisse senetlerinin % 75'ini oluşturmaktadır. *Dow Jones Endeksi (DJIA)*, 1896 yılında Wall Street Journal'ın kurucularından biri olan Charles Dow tarafından geliştirilen DJIA'nın kapsamında başlangıçta 12 hisse bulunurken, 1916 yılında bu sayı 20'ye çıkmış ve 1928 yılında 30'a ulaşmıştır. Günümüzde risk taşımayan, büyük (blue-chip) 30 hisse senedini kapsamında bulunduran endeksin büyüklüğü Amerikan hisse senetlerinin piyasa değerinin genellikle % 25-% 30 kısmını oluşturduğu için Amerikan piyasalarındaki gelişmelerin takibi için kullanılsa da asıl amacı, çeşitli sektörlerdeki büyük firmaların fiyat değişimini yansıtmaktadır. MSCI (Morgan Stanley Capital International), 1968 yılında ABD dışındaki hisse senetleri piyasalarının takibi için ilk endeksi olan The Capital International endeksini yayınlamaya başlamıştır. Günümüzde, 70'in üzerinde ülkenin hisse senetleri pazarını kapsayan 120,000'den daha fazla endeks yayınlamaktadır. Buradaki amaç, yatırımcılar için her bir borsaya ait yayınlanan endekslerin tamamını



takip etmek, borsaları karşılaştırmak, performans değişimlerini izleyebilmek, küresel ölçekte, hisse senetleri pazarlarındaki değişimi, öne çıkan sektörleri ve şirketleri bilmek açısından karşılaştırılabilir endeksler sunabilmektir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.258-265).

#### **4.2.2. Gelişmiş, Gelişmekte Olan ve Sınırdaki Piyasalar**

Ülkelerin ekonomik gelişmeleri, piyasa büyüklüğü ve likiditesi, piyasaların erişebilirliğiyle ilgili olarak çeşitli kriterlere göre ülkeler, gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasalar şeklinde ayırma tabi tutulurlar. Gelişmiş piyasalar, sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren, uluslararası finans pazarını oluşturan büyük pazarlardır. Borsaların bir sınıflandırma şekli Dünya Bankası'nca ülkelerin kişi başı gayri safi milli hasılası dikkate alınarak yapılan sınıflandırmadır. Kişi başına gelir seviyesi yüksek olan ülkelerin borsaları gelişmiş borsalar; kişi başına gelir seviyesi düşük olan ülkelerin borsaları da gelişmekte olan borsalar olarak sınıflandırılmaktadır. 2010 yılında kişi başı geliri 12.195 dolardan fazla olan ülkelerdeki borsalara gelişmiş borsalar adı verilmektedir. Yabancı yatırımcılar için kısıtlamaların bulunmadığı gelişmiş hisse senedi piyasalarında genelde risk düşük buna bağlı olarak da getirisi düşüktür (Karan, 2013, s.60 ve Korkmaz, 2015, s.166).

Dünya üzerindeki hisse senedi piyasalarının büyüklük sıralamaları piyasa kapitalizasyonu ile belirlenmektedir. Borsada işlem gören şirket sayısının artması borsanın hem likiditesini hem de borsa kapitalizasyon değerini olumlu etkilemektedir. Bu kavram hem piyasanın büyüklüğünün bir işaretidir hem de piyasada hisseleri işlem gören şirketlerin piyasa değerleri toplamı gösterir.

Tablo 22 bölgeler bazında piyasa kapitalizasyonu gösterilmiştir. Dünyanın en önemli borsalarının üye olduğu Dünya Borsalar Federasyonuna (World Federation of Exchanges (WFE)) göre, dünyadaki toplam piyasa kapitalizasyonunun 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında yaklaşık yarısı Amerika kıtasında yer alan şirketlere aittir. Dünya Borsalar Federasyonuna göre, dünyadaki toplam piyasa kapitalizasyonunun 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında yaklaşık yarısı Amerika kıtasında yer alan şirketlere ait olduğu

gerçeği göz önüne alınırsa dünya hisse senedi ticaretinin ezici çoğunluğu da New York borsası, Nasdaq menkul kıymetler borsası, Tokyo borsasında gerçekleşmektedir.

**Tablo 22**  
**Bölgelere Göre Piyasa Kapitalizasyonu**

Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar Dolar)	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%	2016-2017 % Değişim
<b>Amerika</b>	30,269	48	28,034	44	31,072	44	36,486	44	17
<b>Asya-Pasifik</b>	21,081	33	24,102	38	25,635	37	31,296	38	22
<b>Avrupa, Afrika, Orta Doğu</b>	12,145	19	11,414	18	13,254	19	14,728	18	11
<b>Toplam</b>	63,496	100	63,551	100	69,963	100	82,512	100	18

**Kaynak:** World Federation of Exchanges, WFE Annual Statistics Guide 2015, 2016, 2017, <https://focus.world-exchanges.org/statistics> (Erişim Tarihi: 20.05.2018).

Tablo 23'te, en çok hisse senedi ticareti yapılan on borsa 2016 ve 2017 yılları için piyasa kapitalizasyonlarına göre listelenmiştir. Listeye bakıldığında ABD'deki borsaların dünyadaki en büyük borsalar olduğu görülmektedir. ABD'de en önemli borsa New York Stock Exchange (NYSE) olup, hem 2016'da hem de 2017'de toplam piyasa kapitalizasyonun 4'te birinden fazlasına sahiptir (2016'da yüzde 29, 2017'de yüzde 26). 2016 ve 2017 yıllarında en büyük borsa listesindeki ilk beş sıra değişmemiş aynı kalmıştır; sırasıyla NYSE, Nasdaq, Japan Exchange Group, Shanghai Stock Exchange ve Euronext. İlk on sıralamasında ise Alman borsası Deutsche Börse'nin yerine Hindistan borsası (National Stock Exchange of India) listeye dâhil olmuştur. 2017 yılında Amerika'dan iki, Çin'den iki, Hindistan'dan yine iki tane borsa dünyanın en büyük on borsası arasındadır.

**Tablo 23**  
**En Büyük Hisse Senedi Borsaları (2016, 2017)**

	<b>Borsa, Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu</b> (Milyar Dolar)	<b>2017</b>	<b>%</b>
1	NYSE (ABD)	22,081	26,8
2	Nasdaq (ABD)	10,039	12,1
3	Japan Exchange Group (Japonya)	6,222	7,5
4	Shanghai Stock Exchange (Çin)	5,084	6,2
5	Euronext (Avrupa)*	4,393	5,3
6	Hong Kong Exchanges and Clearing	4,350	5,3
7	Shenzhen Stock Exchange (Çin)	3,617	4,4
8	TMX Group (Kanada)	2,367	2,9
9	National Stock Exchange of India (Hindistan)	2,351	2,9
10	BSE Limited (Hindistan)	2,331	2,9
	<b>Toplam</b>	<b>82,512</b>	<b>100</b>
<b>2016</b>			
1	NYSE (ABD)	19,573	29,1
2	Nasdaq (ABD)	7,779	11,6
3	Japan Exchange Group (Japonya)	4,955	7,4
4	Shanghai Stock Exchange (Çin)	4,098	6,1
5	Euronext (Avrupa)	3,459	5,1
6	Shenzhen Stock Exchange (Çin)	3,212	4,8
7	Hong Kong Exchanges and Clearing	3,193	4,8
8	TMX Group (Kanada)	1,993	3
9	Deutsche Börse (Almanya)	1,716	2,6
10	BSE Limited (Hindistan)	1,566	2,3
	<b>Toplam</b>	<b>67,203</b>	<b>100</b>

**Kaynak:** World Federation of Exchanges, WFE Annual Statistics Guide 2016, 2017, <https://focus.world-exchanges.org/statistics> (Erişim Tarihi: 20.05.2018).

\*NYSE Euronext (Avrupa); Amsterdam Borsası (Hollanda), Brüksel Borsası (Belçika), Paris Borsası (Fransa) ve Lizbon Borsası (Portekiz) ile oluşan birliği ifade etmektedir.

*Gelişmekte olan piyasalar,* gelişmekte olan ülkelerin temel sermaye ihtiyaçlarının önemli bir kısmı hisse senedi yatırımlarından sağlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren borsalar gelişmekte olan borsalardır. Özellikle de son yıllarda bu borsalar giderek önem kazanmışlardır. Dünya Bankası 2010 yılında kişi başına düşen GSMH'si 9,656 dolardan daha az olan ülkelerdeki borsaları gelişmekte olan

borsalar grubuna dâhil etmektedir. Gelişmekte olan borsaların en önemli özelliklerinden biri de yatırımcılara sağladıkları getirilerin istikrarsız olmasıdır. Zaman zaman çok yüksek performans sağlarken zaman zaman da yatırımcılarına büyük servetler kaybettirmektedirler. Bununla beraber, istikrarsız ekonomilere sahip olan gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen ekonomik sıkıntılar borsa yolu ile gelen dövizlerin yine borsa yolu ile hızla ekonomiden çekilmesi bu ülkelerde ve dünyada önemli ekonomik krizlerin olmasına neden olmuştur. 1994 yılında Meksika ve Türkiye’de görülen krizlerde borsa % 60 –% 80 değer kaybetmiştir. Ayrıca, 1997’de Uzak Doğu ülkelerinde 1998 yılında ise Güney Amerika, Rusya ve Türkiye’de önemli finansal krizler olmuştur. Buna karşılık 1999 yılında Türkiye ve Rusya borsaları dünyanın en çok kazandıran borsaları olmuşlardır. Bu gelişmeler büyük uluslararası yatırımcıların uluslararası çeşitlemeye verdikleri önemi artırmıştır. Böylece uluslararası sermayenin dünyanın çeşitli pazarlarına yayılması söz konusu olmuştur (Karan, 2013, s.37,46).

Gelişmekte olan piyasalarda gelişmiş piyasalara göre genellikle risk yüksek buna bağlı olarak getiriler de yüksektir. Gelişmekte olan hisse senedi piyasaları gerek kendi aralarında, gerekse gelişmiş hisse senedi piyasaları arasında düşük korelasyona sahip olduklarından uluslararası portföy çeşitlendirmesi ile yatırımcılara riski düşürme ve yüksek getiri sağlama olanağı sunabilmektedir (Korkmaz, 2015, s.168). Gelişmekte olan hisse senetleri; sahip oldukları bu potansiyel faydalarına rağmen riskli bir yatırım aracıdır. Çünkü yabancı bir hisse senedi, firmanın faaliyetleri hakkındaki bilgiye ulaşmanın güçlüğü, bilgi edinmenin maliyetli olması, çoğu zaman piyasaya giriş veya elde edilen gelirin transferi önündeki engeller, piyasaların, gelişmişlik düzeyinin ortaya çıkardığı sorunlar gibi doğal yatırım ortamını bozan, riskli hale getiren birçok faktörü de bünyesinde barındırmaktadır (Yalçiner, 2012, s.311).

*Sınırdaki piyasalar*, gelişmekte olan piyasalardan daha az gelişmiş ve daha az köklü olan yatırım yapılabilir hisse senedi piyasalarıdır. Küçük, likiditesi düşük olan bu piyasalar aynı zamanda gelişmekte olan piyasalar öncesi dönemdeki piyasalar olarak da bilinirler. Daha çok yüksek getiri arayan yatırımcıların tercih edecekleri piyasalar olup, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara göre oldukça risklidirler. Bu piyasalarda yatırımcıların maruz kaldıkları riskler; politik istikrarsızlık, düşük likidite, yetersiz

düzenlemeler, standartları sağlamayan finansal raporlama sistemi ve yüksek kur oynamaları olarak sayılabilir. Bu piyasaların en büyük avantajı gelişmiş piyasalarla düşük korelasyon ilişkisine sahip olmaları dolayısıyla yatırımcılara uluslararası portföy çeşitlendirmesinde riski düşürme imkanı sunabilmeleridir (Korkmaz, 2015, s.169).

Aşağıdaki tabloda MSCI tarafından yapılan dünya hisse senedi piyasalarının gelişmiş, gelişmekte olan ve sınırdaki piyasalar sınıflandırması gösterilmektedir. Daha önce belirtildiği gibi hisse senedi piyasalarının, borsaların bir sınıflandırma şekli Dünya Bankası tarafından ülkelerin kişi başı gayri safi milli hasılası dikkate alınarak yapılan sınıflandırmadır. Kişi başına gelir seviyesi yüksek olan ülkelerin borsaları gelişmiş borsalar; kişi başına gelir seviyesi düşük olan ülkelerin borsaları da gelişmekte olan borsalar olarak sınıflandırılmaktadır. Ancak MSCI hisse senedi piyasa sınıflandırmasını yaparken *ekonomik gelişmişlik*, *piyasanın boyutu (büyüklüğü)* ve *likidite gereksinimleri* ve *piyasaya erişebilirlik* kriterlerini göz önünde tutarak piyasaları gelişmiş, gelişmekte olan ve sınırdaki piyasalar olarak sınıflandırmaktadır. Hisse senedi piyasalarının nasıl sınıflandırıldığı hakkında detaylı bilgi aşağıda oluşturulan tablonun altında verilen kaynak kısmındaki erişim linkinden temin edilebilir.

MSCI hisse senedi piyasalarının sınıflandırılmasına göre dünyada gelişmiş piyasalara dâhil olan ülkeler, ABD, Kanada, Belçika, Avusturya, Büyük Krallık, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, Norveç, Portekiz, Yunanistan, Avustralya, Hong Kong, Japonya, Singapur, Yeni Zelanda olarak yirmi üç ülke sayılabilir. MSCI hisse senedi piyasalarının sınıflandırılmasına göre dünyada gelişmekte olan piyasalar ise, Brezilya, Kolombiya, Meksika, Peru, Şili, Çekya, Fas, Güney Afrika, Macaristan, Mısır, Polonya, Rusya, Türkiye, Endonezya, Filipinler, Hindistan, Güney Kore, Malezya, Şili, Tayland, Tayvan olarak yirmi bir ülke sayılabilir. MSCI hisse senedi piyasalarının sınıflandırılmasına göre dünyada sınırdaki piyasalar, Bosna Hersek, Bulgaristan, Estonya, Hırvatistan, Kazakistan, Litvanya, Romanya, Sırbistan, Slovenya, Ukrayna, Botsvana, Gana, Kenya, Moritus, Nijerya, Tunus, Zimbabve, Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri, Katar, Kuveyt, Lübnan, Suudi Arabistan, Ürdün, Yemen, Bangladeş, Pakistan, Sri Lanka ve Vietnam olarak otuz iki tane ülke sayılabilir.

**Tablo 24**  
**Hisse Senedi Piyasalarının Sınıflandırılması**

Gelişmiş Piyasalar			Gelişmekte Olan Piyasalar			Sınırdaki Piyasalar				
Amerika	Avrupa & Orta Doğu	Pasifik	Amerika	Avrupa, Orta Doğu & Afrika	Pasifik	Amerika	Avrupa & BDT	Afrika	Orta Doğu	Asya
ABD	Belçika	Avustralya	Brezilya	Çekya	Endonezya	Arjantin	Bosna	Botsvana	Bahreyn	Bangladeş
Kanada	Avusturya	Hong K.	Kolombiya	Fas	Filipinler	Jamaika	Bulgaristan	Gana	B.A.E.	Pakistan
	Büyük Kr.	Japonya	Meksika	G. Afrika	Hindistan	Tr. & To.	Estonya	Kenya	Katar	Sri Lanka
	Danimarka	Singapur	Peru	Macaristan	G. Kore		Hırvatistan	Moritus	Kuveyt	Vietnam
	Finlandiya	Yeni Zel.	Şili	Mısır	Malezya		Kazakistan	Nijerya	Lübnan	
	Fransa			Polonya	Şili		Litvanya	Tunus	S. Ar.	
	Hollanda			Rusya	Tayland		Romanya	Zimbabve	Ürdün	
	İrlanda			Türkiye	Tayvan		Sırbistan		Yemen	
	İspanya						Slovenya			
	İsrail						Ukrayna			
	İsveç									
	İsviçre									
	İtalya									
	Norveç									
	Portekiz									
	Yunanistan									

**Kaynak:** MSCI Market Classification, <https://www.msci.com/market-classification> (Erişim Tarihi: 07.07.2018).

### 4.3. Uluslararası Finasta Riskler

Riskin çok farklı tanımları olsa da hemen hemen bütün yazarların üzerinde anlaştığı tanıma göre risk, kazanmada ya da kaybetmedeki belirsizlik derecesi olarak nitelendirilir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.33). Risk hayatın bir gerçeğidir ve her ekonomik ortam belirli ölçüde risk taşır. Çokuluslu işletmelerin çeşitli ülke yatırımlarında karşılaştıkları riskler, kaynakları itibariyle, işletme, döviz kuru, hükümet riskinden oluşan *işletmeye özgü riskler*, transfer, savaş ve etnik kargaşa, adam kayırma ve rüşvet, ekonomik ve sosyal bunalım, kültürel ve dini ayrımcılık, makroekonomik dengenin bozulması, mülkiyet hakları, korumacılık risklerinden oluşan *ülkeye özgü riskler* ve terörizm, küreselleşme karşıtı hareketler, bilgisayar bilgi sistemine saldırı, yoksulluk risklerinden oluşan *global riskler* olmak üzere üçlü bir sınıflandırmaya tabi tutulabilir (Yalçın, 2012, s.374-375).

Risk, istenmeyen olayların meydana gelme olasılığıdır. Bireyler ve firmalar gelecekte ilave fonlar kazanma beklentisi ile bugünden fonları yatırımlara aktarırlar. Devlet tahvili ve yüksek dereceli şirket tahvilleri elde tutmak göreceli olarak daha düşük getiri sunar; fakat riskleri de daha düşüktür. Hisse senetleri daha yüksek getiri şansı sunarlar fakat genellikle bonolardan daha risklidirler. Spekülatif hisse senedine (veya aslında herhangi bir hisse senedine) yatırım yaparak kayda değer bir getiri beklemek aynı zamanda önemli bir riski üstlenmek anlamına da gelir (Brigham ve Houston, 2014, s.259-260).

Riski, finansal açıdan tanımlamaya çalışırsak, bir menkul değere yapılan yatırım ile ilgili gerçekleşen nakit akımlarının tahmin edilen ve beklenen nakit akımlarından farklı olma olasılığıdır (Okka, 2006, s.367).

Bir menkul kıymete yatırım yaparken dikkat edilmesi gereken en önemli unsur, ilgili menkul kıymete ait risk ve kazanç arasındaki ilişkidir. Yatırım araçlarının seçimi, büyük ölçü de bu iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasında uygun bir değişimin saptanmasını gerektirir. Genelde yatırımcılar, kazanç oranı hakkında oldukça bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu nedenle, risk türleri ve toplam riskin kaynaklarının neler olduğunun bilinmesi, bilinçli ve rasyonel yatırım kararlarının alınması bakımından büyük önem taşımaktadır (Akay, 2003, s.115). Hisse senedi yatırımlarında karşılaşılabilecek riskler ve daha genel manada yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riskler sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olmak üzere iki grupta incelenebilir.

#### **4.3.1. Sistematik Riskler**

Sistematik risk, menkul kıymetlerin getirilerindeki dalgalanmaların, piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerden kaynaklanan kısmı olarak kabul edilmektedir (Bolak, 2016, s.6). Bütün yatırım araçlarının verimliliklerini etkileyen ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarındaki değişmelerin getirdiği risklerdir. Ekonominin genel üretim seviyesinde, fiyatlar genel düzeyinde ve faiz oranlarındaki değişmelerden ortaya çıkıp yatırım araçlarının verimliliklerini aynı yönde ancak değişik derecede etkileyen riskler olup, yok edilmesi mümkün değildir. Sistematik riskin

kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişmelerdir. Söz konusu değişmeler, menkul kıymet pazarlarını etkilemektedir. Yatırımcılar açısından, sistematik riskin kontrol olanağı yoktur. Bu nedenle, portföy yönetiminde tek belirsizlik kaynağının sistematik risk olduğu ifade edilebilir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.34, Ceylan ve Korkmaz, 2012, s.490-492).

Sistematik risk kaynakları, piyasa riski, enflasyon (satın alma gücü) riski, faiz oranı riski, kur riski, politik risk ve ülke riski başlıkları altında incelenebilir.

#### **4.3.1.1. Piyasa Riski**

Her ne kadar arz ve taleple ilişkili olsa da daha çok psikolojik etkiler sonucu, finansal varlık fiyatlarında görülen düşüşler yatırımcılar açısından pazar riskini oluşturur. Bazı yatırımcıların büyük miktarlarda hisse senedi satmaya kalkışması ya da bir takım siyasi gelişmeler bu tip olaylara yol açabilmektedir. Pazar riski daha ziyade hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olmaktadır (Bolak, 2016, s.6).

Firmaların kazanç gücünde temel bir değişme olmaksızın tamamen hisse senedi piyasasında ortaya çıkan değişmelerden oluşur ve değişik hisse senetlerinin fiyatlarını farklı ölçüde etkiler. Genel ekonomik nedenlere dayanmayan değişmeler, menkul kıymetlerin satışlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Piyasa riski kısa süreli olmasına karşın paniğe kapılan bazı yatırımcıların bu dönemlerde finansal varlıklarını paraya çevirdikleri gözlemlenmektedir (Civan, 2010, s.335).

Temelde piyasa riski arz ve taleple ilişkilidir. Ülkenin gelirlerinin çeşitli nedenlerle küçülmesi halinde talep azalmaktadır. Talebin gelir elastikiyetine bağlı olarak da bazı sektörlerdeki küçülme gelirdeki küçülmeden daha büyük oranda yaşanır. Bazı sektörlerde ise talebin etkilenme derecesi az olup, elastikiyetin az olduğu sektörlerde talep değişmez. Talepteki dalgalanmaların karşısında arz da kendisini doğal olarak talebe cevap veren konuma getireceğinden işletmelerin sağlayacağı gelirler daralmaktadır. Daha önce yüksek karlar elde ederek yatırımcısına temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin temettüleri azalır, hatta tamamen ortadan kalkabilir. Bu durumda o tür hisse senetlerinin değerleri doğal olarak düşer (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.39-40).



#### **4.3.1.2. Enflasyon (Satın Alma Gücü) Riski**

Nakit akışlarındaki değerinin, satın alma gücü ile ölçülen enflasyondan dolayı değişiklik göstermesidir. Diğer bir ifade ile satın alınan tahvilin vade sonundaki değerinin, başlangıçta tahmin edilenden daha düşük satın alma gücüne sahip olabilme olasılığıdır. Enflasyon riski, kupon faizleri sabit olan tahvil türleri için söz konusudur. Değişken faiz oranlı tahvillerde yatırımcı bu riskten korunabilecektir (Karan, 2013, s.385).

Paranın satın alma gücü düştükçe menkul kıymetlere olan talep de düşebilir. Özellikle enflasyon dönemlerinde menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıların getirilerinde bir azalma gözlenmektedir. Satın alma gücü riski, fiyat düzeyinin yükselmesiyle paranın satın alma gücündeki kayıplar olarak tanımlanabilmektedir. Bu risk, yatırımcıların parayla ifade edilebilen kıymetlerinin enflasyon nedeniyle satın alma gücünde meydana gelen kayıp olarak ifade edilebilir. Satın alma gücündeki bu azalmaya, dolaylı olarak sabit para birimiyle hesaplanan menkul kıymet getirisini azaltmaktadır. Bundan dolayı yatırım, paranın satın alma gücündeki azalmaya bağlı olarak, olası getiri değişikliği ile karşı karşıya demektir. Enflasyon dönemlerinde bir taraftan dağıtılan kar payı miktarı artarken, diğer taraftan ortaklığın iktisadi varlıklarının en azından reel değerlerinin korunması, satın alma gücü riski sebebiyle hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarar görmelerini engeller. Bu nedenle enflasyon dönemlerinde, tasarrufların reel değerlerinin korunabilmesi açısından hisse senetlerine yatırım yapılması önerilir (Civan, 2010, s.334-335). Farklı derecede de olsa tüm menkul kıymet getirileri, enflasyon oranındaki artıştan etkilenir (Bolak, 2016, s.6).

#### **4.3.1.3. Faiz Oranı Riski**

Piyasada faiz oranında meydana gelen değişimler menkul kıymetlerin fiyatlarında değişimlere yol açar. Piyasada faiz oranları yükseldikçe menkul kıymetlerin fiyatı düşer; faiz oranı riski, piyasa faiz oranının yükselmesi veya düşmesi olasılığı şeklinde ifade edilmektedir (Civan, 2010, s.334). Piyasa faiz oranındaki değişimler, menkul kıymetlerin fiyatlarını ters yönde etkiler. Yani, faiz oranı yükselirken fiyatlar düşer, faiz oranı düşerken fiyatlar yükselir. Bunun nedeni, menkul kıymetlerin

fiyatlarının, gelecekte sağlanacak gelirlerin, piyasa faiz oranıyla ıskonto edilmiş değerleri toplamına eşit olmasıdır. Faiz oranı değişimleri, tahvil gibi sabit getirili yatırım araçlarını ve bunların içinde de, vadesine daha fazla kalmış olanları, daha büyük oranda etkilemektedir (Bolak, 2016, s.6).

Faiz oranındaki değişimler, bütün finansal araçları etkiler. Ancak tahvil gibi, getirisi sadece faiz olan yatırım araçları daha çok etkilenirler. Vadenin kısa ve uzunluğuna göre faiz oranının yaratacağı risk de değişmektedir. Sabit getirili bir yatırım aracının cari değeri, o yatırımdan elde edilecek yıllık getiriler ile vade sonundaki anaparanın bugünkü değere indirgenmesi ile hesaplanır. İndirgemedeki kullanılan ıskonto oranı, piyasa faiz oranına göre belirlenir. Piyasa faiz oranı değiştiğinde indirgeme oranı da değişecek böylece değişen orana göre sabit getirili yatırım araçlarının verimlilikleri nominal getirilerinin altında ve üzerinde değişebilecektir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.36-37).

#### **4.3.1.4. Kur Riski**

Kur riski, döviz varlıklarıyla döviz borçlarının farklı olması sebebiyle, döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin ortaya çıkardığı bir risktir. Başka bir ifade ile döviz riski olarak da adlandırılan kur riski, yabancı para ile yapılan yatırımlarda, paranın değerinin düşmesi sonucunda ortaya çıkan risktir. Çünkü mali piyasalar uluslar sınırları aşmaktadır (Bolak, 2016, s.9, Civan, 2010, s.335). Döviz kurlarında meydana gelebilecek değişmelerin yaratacağı belirsizlik nedeniyle ortaya çıkan ve daha çok uluslararası yatırımları ve döviz cinsinden yapılan yatırımları etkileyen risktir. Yatırımlardaki uluslararasılaşma, bu riskin daha da artmasına etki etmektedir. Kur riskinden korunmak için uluslararası çeşitlendirme ve türev piyasalardan yararlanmak mümkündür; ancak tamamen yok edilmesi mümkün değildir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.40).

#### **4.3.1.5. Politik Risk**

Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar, yatırımcıların davranışları üzerinde oldukça etkilidir. Politik riskin bir başka boyutu da, uluslararası ticaretin hacmi ile ilgilidir. Koruma girişimleri, kotalar, döviz kurundaki dalgalanmalar veya yabancı sermaye yatırımları, bu riskin unsurlarını oluşturmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s.499). Politik istikrarsızlığın yoğun yaşandığı ekonomilerde etkisi

oldukça yüksektir. Globalleşmenin etkisi ile politik riskin etkisi diğer risklerle birlikte özellikle sıcak para riski ile daha da yıkıcı olabilmektedir. Politik risk için, borç ödemeleri ile ilgili yeni düzenlemelerin yapılması, devalüasyon kararı alınması, koruma-kota girişimleri örnek olarak verilebilir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.40).

#### **4.3.1.6. Ülke Riski**

Ülke riski, bir ülkenin potansiyel olarak hem ekonomik ve finansal hem de politik ortamını olumsuz etkileyen unsurları kapsayan geniş bir kavramdır. Ülke riskini ve politik riski anlamak, uluslararası sermaye yatırımlarında ve özellikle gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere diğer ülkelerdeki yatırımların yönetilmesinde önemli bir unsurdur. Ülke riski, bir ülkede faaliyet göstermenin olumsuz politik ve ekonomik risklerini içerir. Ülke riski, gelişmekte olan piyasa menkul kıymetlerini satın alan yatırımcıları ve ülkelere borç veren bankaları da etkilemektedir (Bekaert ve Hodrick, 2012, s.475).

Finansal dışa açıklığın etkisi ile ülkeler arasında yatırımcıların tasarruflarını daha kazançlı olabilecek borsalara yönlendirmesine neden olmuştur. Bu yatırımcılar yatırımlarını yaparken göz önünde bulundurdıkları en önemli faktör risk faktörüdür. Yatırımcılar riskli piyasalara yatırım yapmaktan kaçınmakla beraber riskin daha az olduğu piyasalara yatırımlarını yönlendirmektedirler. Yabancı yatırımcılar yapacakları yatırımlarda ülke riskini göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu bağlamda yatırımcılar ülke risklerini göz önünde bulundurarak alternatif piyasalara yönlendirebilmektedirler. Ülke riski kavramı, 1960'lı ve 1970'li yıllarda çokuluslu şirketlerin karşı karşıya kaldıkları ülke riskleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelenmesiyle literatüre girmiştir. 1980'li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin borç krizi ile karşı karşıya kalması ülke riskinin önemli bir faktör olduğunu ortaya koymuş ve bu kavram literatürde yoğun bir şekilde araştırılmaya başlanmıştır. 1990'lı yıllara gelindiğinde yaşanan finansal krizlerle birlikte ülke riski erken uyarı değişkeni olarak ele alınmaya başlanmıştır. Bu durum ekonomik, finansal ve politik risk gibi makroekonomik değişkenlerden oluşan endekslerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara hız kazandırmıştır. 1980'li yıllardan itibaren ülke riskinin hisse senetleri getirileri üzerindeki etkilerini açıklamak üzere yapılan çalışmalar temelde

makroekonomik faktörler üzerine yoğunlaşmıştır. Bu araştırmalar, hisse senedi getirilerindeki değişimlerin ekonomik göstergelerin yardımıyla önceden tahmin edilebileceğini ortaya koymuştur. Bazı araştırmalar ise, etkin piyasa kuramı doğrultusunda geçmiş ekonomik verilerle gelecekte oluşacak hisse senedi getirilerindeki değişimlerin tahmin edilmesinin mümkün olmayacağını savunmuştur. Sistemik risk kapsamında yer alan ülke riski belirlenirken ekonomik faktörlerin yanında finansal ve politik faktörlerinde incelenmesi, özellikle uluslararası piyasalara entegrasyonu fazla olan ülkelerde daha da önemli hale gelmiştir (Ayaydın, Pala ve Barut, 2016, s. 66-67, Tükenmez ve Kutay, 2016, s. 632-634).

#### **4.3.1.6.1. Ülke Riskinin Belirlenmesi: Kredi Derecelendirme (Rating) Şirketleri**

Kredi derecelendirmesi (credit rating) temel bir şekilde ifade edilecek olursa borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulmuş görüşlerdir. Derecelendirme, bağımsız bir görüşü ifade eder ve büyük çoğunluğu halka açıklanır. Dereceler, derecelendirme komitelerinin uzman görüşlerini yansıttığı gibi kantitatif değerlendirmeleri de içerirler. Bu nedenle dereceleri açıklayan formel kurallar ve veri setine ulaşmak söz konusu değildir. Kredi dereceleri şirketlerin ve hükümetlerin sermaye piyasalarından fon bulabilmelerinde önemli rol oynarlar. Bankadan kredi kullanmak yerine tahvil ihraç etmek suretiyle doğrudan yatırımcılardan borç almak isteyen devletler ve şirketler kredi dereceleri sayesinde bu ihraçlarına talepte bulunan yatırımcılara kendi kredi değerlilikleri hakkında bilgi sağlamış olur. Yatırımcılar ve diğer piyasa katılımcıları yatırım kararlarını verirken kredi derecelerini kendi risk tolerans dereceleri ile ihraççı kurumun kredi riskini eşleştirmek için bir araç olarak kullanırlar. Kredi derecelerinin varlığı sayesinde devletler ve belediyeler kamu projeleri için, şirketler genişleme ve araştırma-geliştirme faaliyetleri için piyasalardan fon sağlama imkânına kavuşurlar (Seval, 2014, s. 7-8). Dünya piyasalarındaki kredi dereceleri büyük çoğunlukla Moody's Investor Services (Moody's), Fitch IBCA (Fitch) ve Standard & Poor's (S&P), adlı kredi kuruluşları tarafından sağlanmaktadır. Bu şirketler yaptıkları risk analizleri ile tüm dünya piyasalarında etkili olmaktadır. Aşağıdaki tabloda risk göstergeleri verilmiştir.

**Tablo 25**  
**Derecelendirme Kuruluşlarının Risk Göstergeleri**

<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
<b>Politik Risk</b>	<b>Politik Dinamikler ve Sosyal Yapı</b>	
Hükümetin yapısı ve politik kurumların uyumu Popüler katılım derecesi Liderlikte devamlılık sıralaması Ekonomik politika amaçlarında işbirliği derecesi Global ticaret ve mali sisteme entegrasyon İç ve dış güvenlik riski	Liderlikte köklü değişim potansiyeli Yasal çerçeve Etkili politik yapı Gelir dağılımı Dinsel, etnik, dil farklılıkları Tek amaçlı politik hareketler Sosyal refah politikaları Organize protesto/silahlı mücadele Refahın dağılımı üzerine politik rahatsızlıklar Hükümet bürokratlarının yeterliliği ve deneyimi Ekonomik yönetime politik tepkiler Yabancı ortaklara politik bağlantılar Baskıda tutulan eski davranışlar Rejimin yasallığı	Demografik, eğitim ve yapısal faktörler,  İşgücü piyasası analizi,  Üretim ve ticaret yapısı,  Özel sektör dinamizmi,  Arz ve talep dengesi,  Ödemeler dengesi,
<b>Gelir ve Ekonomik Yapı</b>	<b>Mali</b>	
Yaşam standardı, gelir ve servet dağılımı Piyasa ve piyasa dışı ekonomi Kaynak donanımı ve çeşitlilik derecesi	Likidite Borç yükü Ödemeler dengesi Eyalet ve yerel yönetimler	Orta vadeli büyüme sınırlamalarının analizi,  Makroekonomik politika,
<b>Ekonomik Büyüme</b>	<b>Ekonomik</b>	
Yatırım ve tasarrufların hacmi ve kompozisyonu -Ekonomik büyümenin oranı ve gelişimi	Politik ortam Altyapı Üretim Yapısı Para otoritesinin bağımsızlığı İşgücü piyasalarının hareketliliği Faiz Oranları Döviz Ekonomik yönetimin kalitesi İhracat/ithalat sektörlerine bağımlılık Uluslararası sermaye akışı Tasarruf programı uygulayabilme yeteneği	Ticaret ve yabancı yatırım politikası,  Bankacılık ve finans,  Dış yükümlülükler,  Devlet ve politikalar,  Uluslararası Pozisyon
<b>Mali Esneklik</b>		
Genel bütçe dengeleri Vergi yükü ve vergi artırılabilir esnekliği Harcama baskısı		
<b>Kamu Borç Yükü</b>		
Genel hükümet mali varlıkları Kamu borcu ve faiz yükü Kamu borcunun para kompozisyonu ve yapısı Emeklilik borçlanmaları Bankalara, şirketlere ve diğerlerine olan borçlar		
<b>Fiyat İstikrar</b>		
Fiyat enflasyonunda gidişat Para ve kredilerin büyüme oranları Döviz kuru politikası Merkez bankası bağımsızlığı		
<b>Ödemeler Dengesi Esnekliği</b>		
Mali ve parasal politikaların dış denge hesaplarına etkisi Cari işlemler hesabının yapısı Sermaye akışının kompozisyonu		
<b>Dış Borç ve Likidite</b>		
Kamu dış borcunun büyüklüğü ve kompozisyonu Bankaların, diğer kamu ve özel kuruluşların kamu garantili büyüklüğü Vade yapısı ve borç servis yükü Rezervlerin ve diğer kamu dış varlıkların seviyesi ve kompozisyonu.		

**Kaynak:** Timur Han Gür, "Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler", Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 18 (2), 2000, s.127-131.

Derecelendirme kuruluşları özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmede ve ilgililer için belirli dönemler itibariyle sonuçları yayımlamaktadırlar. Derecelendirme işlemi piyasalar ya da kuruluşlar hakkında şeffaf ve tarafsız bilgi üretimi sağlayarak özellikle yatırımcıların sahip oldukları asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmayı hedeflemektedir. Derecelendirme faaliyeti sonucunda üretilen bilginin tarafsızlık, bağımsızlık, tutarlılık, güvenilirlik ve uzman bilgisi temel ilkelere bağlılığı kapsamında yatırımcılar doğru yönlendirilmiş olurlar (Ulusoy ve Yılmaz, 2017, s.64).

Kredi notu ya da reyting, derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan, çeşitli finansal araçların risk ihtimalini gösteren kılavuzdur. Kredi kalitesinin bu şekilde ölçümleri, genelde pazarlanabilir kamu veya özel kesim borcu ile birlikte sunulur (Bishop, 2013, s. 220).

Yükümlülüğünü zamanında yerine getirme olasılığı en yüksek olan ülkenin kredi notu S&P ve Fitch tarafından AAA olarak belirlenmiştir. Yine bu kuruluşlar tarafından BBB derecesine kadar olan kredi notları yatırım yapılabilirliği göstermekte, daha düşük notlar ise yatırımcılar için riskli kabul edilmektedir. “BB”, yatırımcılar tarafından düşünülen yüksek riskli nottur. “B” kredi notu, ülkenin finansal ve ekonomik koşullara karşı savunmasız olduğunu ancak finansal taahhütleri karşılama gücü olduğunu göstermektedir. “CCC” ise ülkenin finansal ve ekonomik taahhütlerini karşılamak için savunmasız olduğunu ve bunları yerine getirmesinin finansal ve ekonomik koşullara bağlı olduğunu ifade etmektedir. “CC”, “C” ve “D” notları ise en düşük ve spekülasyon yatırım seviyelerini belirtmektedir. Moody’s ise, en yüksek kredi derecesini “Aaa”, yüksek kredi seviyelerini ise “Aa1, Aa2, Aa3” notlarıyla ifade etmektedir. İyi kredi derecesi olan “A1, A2, A3”, ülkenin finansal taahhütleri karşılamak için güçlü kapasitesi olduğunu ancak olumsuz ekonomik koşullardaki değişimlere karşı duyarlı olduğunu belirtmektedir. Yatırım yapılabilir bir görünüme sahip olan ülkelerin notları “Baa1, Baa2, Baa3” ile gösterilmektedir. “Ba1, Ba2, Ba3” kredi notları ise yatırımcılar tarafından algılanan en yüksek riskli nottur. Spekülasyon değer taşıyan ve yatırım yapılamaz durumda olan finansal varlıklar için ise “B1, B2, B3”, “Caa, Caa3, Ca” ve “D” sembolleri kullanılmaktadır. Derecelendirme, yatırımcılara yol gösteren bir araç olarak ilgili ülkenin yatırım

ortamındaki risk seviyesini ortaya koymakta ve yatırımların belirlenen risk grubunda değerlendirilmesini sağlamaktadır. Yukarıda açıklanan harf notlarının yanı sıra, kredi notları not izleme kapsamına alındıklarında, birkaç yıl içerisinde bir not değişikliği olasılığı olup olmadığı ve var ise muhtemel değişikliğin yönü de yatırımcılara duyurulmaktadır. Bu olasılıklar “pozitif”, “durağan”, “negatif”, “gelişen” şeklinde olabilmekte ve not görünümü olarak ifade edilerek açıklanan harf notlarının yanına parantez içinde yazılmaktadır (Ovalı, 2014, s.56-58). Hiçbir ülke bu kuruluşlar tarafından verilmiş olan ülke puanından daha yüksek bir puanla değerlendirilmemektedir. Dolayısıyla da bu kuruluşların verecekleri yüksek puanlar borçlanacak olan ülkelerin daha rahat koşullarda ve daha çok çeşitlilikte dış borç bulma imkânlarını artırmaktadır.

**Tablo 26**  
**Moody’s, Fitch ve S&P’nin Uzun Vadeli Kredi Not Skalası**

Moody’s	S&P	Fitch	Açıklama
Aaaa	AAA	AAA	En yüksek not
Aa1	AA+	AA+	Yüksek Not
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Yüksek Orta Dereceli Not
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Düşük Orta Dereceli Not
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Yatırım Yapılamaz Nitelikli Not
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	Spekülatif
B1	B+	B+	İleri derecede Spekülatif
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+		Büyük Risk
Caa2	CCC		Son derece spekülatif
Caa3	CCC-	CCC	Düşük bir iyileşme olasılığı ile temerrüt durumu
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	Temerrüt Durumu
		DD	
		D	

**Kaynak:** Moody’s, Fitch ve S&P, [http://www.moodys.com/pages/default\\_tu.aspx](http://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx)  
<http://www.standardandpoors.com/home/en/eu>,  
<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp> (Erişim Tarihi: 07.07.2018).

lke kredi derecelendirme süreci, o ülkenin kredi derecesini etkileyebilecek birçok ekonomik, finansal, sosyal ve politik parametrenin hesaba katılması sonucu kredi notunun belirlenmesini kapsamaktadır. Kredi dereceleri hem nicel (quantitative) hem de nitel (qualitative) değerlendirmeler sonrasında belirlenmektedir. Nicel faktörler o ülkenin sorumluluklarını yerine getirebilme gücünü, nitel faktörler ise o ülkenin sorumluluklarını yerine getirme isteğinin göstergesidir. Elde edilen kredi notu, oranların, formüllerin, grup karşılaştırmalarının, geçmiş deneyimlerin ve yargıların sonucudur. Kredi derecelendirmesi, özünde kredi değerliliği hakkında düşünceleri ifade etmektedir. Bir ülkeye verilmiş kredi notu, o ülkenin ihraç ettiği borç kâğıtlarını elinde bulunduran bir yatırımcının karşılaşabileceği kredi riskini yansıtmaktadır. Borçlu tarafın temerrüde düşme ihtimalini göstermektedir (Akyurt, 2011, s. 50).

#### **4.3.1.6.2. lke Riskinin Belirlenmesi: Uluslararası lke Risk Rehberi (International Country Risk Guide, ICRG)**

Politik, ekonomik ve finansal ülke riskini ölçmek için kullanılan PRS-ICRG modeli 1980 yılında geliştirilmiştir. Bu dergi uluslararası finans ve ekonomi alanında haftalık yayınlanmaktadır. Bu dergide çalışan editörler uluslararası yatırımlar üzerindeki olası riskler hakkındaki detaylı analizleri yapabilmek için, riski hesaplamaya yönelik bir istatistiksel yöntem oluşturmuş ve bu modeli sayıları açıklayıcı analizler ile detaylandırmıştır. Sonuç olarak ülkeler arasındaki çok çeşitli riskleri ölçüp karşılaştıran bir sistem ortaya çıkmıştır. PRS-ICRG modelinin avantajlarından biri kullanıcıların kendi risk değerlendirmelerini yapmasına izin vermesi veya kullanıcıların kendi özel gereksinimleri doğrultusunda modeli uyarlamaya imkân tanınmasıdır. Eğer belirli risk faktörleri yatırımlara veya işlere daha fazla etki yapıyorsa birleşik ülke riski değerlendirmesinde bu faktörlere daha fazla ağırlık verilerek yeniden değerlendirme yapılabilir (Kırankabeş, 2006, s. 3-4).

Uygulamalı çalışmalarda, güvenirliği yüksek olan ICRG tarafından hesaplanan ülke risk primlerinin oldukça sık kullanıldığı görülmektedir (Yapraklı ve Güngör, 2007, s.206-207). Burada lke riski ise *politik risk*, *finansal risk* ve *ekonomik risk* kavramlarına ait değişkenler dikkate alınarak belirlenir. *Ekonomik risk*; bir ülkenin ekonomik güçlerini ve zayıflıklarını değerlendirme imkânı sunar. Bu risk türü, kişi başına gayri safi yurt içi



hâsıla (GSYİH), reel GSYH'deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYİH ve cari hesap/GSYİH gibi makroekonomik değişkenler göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. *Finansal risk*; bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borcunu ödeyebilme kabiliyetini değerlendirme imkânı sunar. Finansal risk; dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ihracat gibi dış borç göstergeleri, ithalata ödenen net likidite ve döviz kuru istikrarı gibi makro değişkenleri içermektedir. *Politik risk*; ev sahibi ülkenin politik durumunun birçok makro değişken kapsamında ölçümünü sağlar. Hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi değişkenleri göz önüne alınarak değerlendirilmektedir.

**Tablo 27**  
**Politik, Ekonomik ve Finansal Risk Alt Bileşenleri**

<b>Ekonomik risk</b>	<b>Finansal risk</b>	<b>Politik risk</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-Kişi Başı GSYH</li> <li>-Reel GSYH Büyümesi</li> <li>-Yıllık Enflasyon Oranı</li> <li>-Bütçe Dengesi/GSYH</li> <li>-Cari Hesap/GSYH</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Dış Borç/GSYH</li> <li>-Dış Borç Servisi/ihracat</li> <li>-Cari Hesap/ihracat</li> <li>-Net Uluslararası Likidite</li> <li>-Döviz Kuru İstikrarı</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Hükümet İstikrarı</li> <li>-Sosyoekonomik Koşullar</li> <li>-Yatırım Profili</li> <li>-İç çatışmalar</li> <li>-Dış çatışmalar</li> <li>-Yolsuzluk</li> <li>-Askerin siyasete etkisi</li> <li>-Dinsel Gerilimler</li> <li>-Kanun ve Düzenlemeler</li> <li>-Etnik Gerilimler</li> <li>-Demokratik hesap verebilirlik</li> <li>-Bürokrasi Kalitesi</li> </ul>
Değer Aralığı: 0'dan 100'e doğru risk azalıyor. *A ülkesinin ekonomik riski 50 ve B ülkesinin ekonomik riski 60 ise B ülkesi, A ülkesine göre daha az ekonomik risklidir	Değer Aralığı: 0'dan 50'ye doğru risk azalıyor	Değer Aralığı: 0'dan 50'ye doğru risk azalıyor
<p>Çok Yüksek: % 0 - % 49,9 Yüksek: % 50 - % 59,9 Orta: % 60 - % 69, Düşük: % 70 - % 79,9 Çok Düşük: % 80 ve fazlası</p>	<p>Çok Yüksek: % 0 - % 24,9 Yüksek: % 25 - % 29,9 Orta: % 30 - % 34,9 Düşük: % 35 - % 39,9 Çok Düşük: % 40 ve fazlası</p>	<p>Çok Yüksek: % 0 - % 24,9 Yüksek: % 25 - % 29,9 Orta: % 30 - % 34,9 Düşük: % 35 - % 39,9 Çok Düşük: % 40 ve fazlası</p>

**Kaynak:** The PRS Group, ICRG Methodology, [http://www.prsgrp.com/ICRG\\_Methodology.aspx#CompRiskRating](http://www.prsgrp.com/ICRG_Methodology.aspx#CompRiskRating), (12.06.2016).

#### **4.3.1.6.3. Ülke Riskinin Belirlenmesi: Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap-CDS)**

Kredi türev piyasasında en fazla kullanılan enstrümanlardan biri kredi temerrüt takasları, swapları (CDS)'lerdir. Özellikle kredi temerrüt swapları temel olarak dış piyasalarda ihraç edilen bonolar için koruma sağlayan enstrümanlardır. CDS, borç veren tarafın, alacağı riskini, borçlu haricindeki üçüncü bir tarafa, belli bir ücret yani prim karşılığında transfer etmesine olanak tanıyan bir türev enstrüman olarak da tanımlanabilir. Borcun herhangi bir şekilde temerrüde düşmesi halinde, borç veren ödediği primlerin karşılığı olarak vermiş olduğu borcun karşılığını CDS satıcısından, kontratta belirtilen hükümler doğrultusunda tahsil etme hakkına sahiptir. Özetle CDS, kredi veren belli tutarlarda, dönemsel olarak ödediği primler karşılığında kredi riskini karşı tarafa transfer etmesine imkân vererek, temerrüt durumunda yaşanan kaybın en aza indirmesini ya da ortadan kaldırmasını sağlayan türev bir kontrattır (Hull, 2009, s. 22).

Belirli bir şirket borcunu ödeyemediğinde bu borcu ödeyen finansal sözleşmedir kredi temerrüt takası. Son yıllarda kredi temerrüt takası piyasası patlama yapmıştır; çünkü yatırımcılar kredi temerrüt takasını yatırım yaptıkları şirketlerin batmaları riskine karşı bir tür sigorta olarak almaya başlamışlardır (Bishop, 2013, s. 221). Kredi temerrüt swapları, herhangi bir kredinin geri ödenmemesi riskine yönelik olarak yapılan anlaşmalardır. Bu sayede, yatırımcı kredi riskini yönetebilmektedir. Diğer swap türlerinden farklı olarak burada para değış tokuşu bulunmamaktadır. Söz konusu swaplar, anlaşma yapılan kredinin geri ödenmemesi durumunda ilgili yükümlülüğün yerine getirilmesini sağlar. Başka bir ifade ile, sigortaya benzer bir işleve sahiptir (Fabozzi ve Anson vd., 2004, s.47).

Kredi temerrüt swapları, likit olmayan varlıklara likidite sağlaması, hatta varlığın portföyde bulunmadığı durumlarda, o varlıklarla ilgili pozisyon yaratılması gibi avantajlar da sağlamaktadır. Bunların yanı sıra, kredi temerrüt swapları gelişmekte olan piyasalarda tahvil/bono fiyatının belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak da kullanılabilir. Bir firmanın ya da bir ülkenin kredi borcunu ya da tahvil borcunu geri ödeyememe riski, mevcut finansal araçlarca önlenememektedir. Bu konuda kredi temerrüt swapları önemli bir boşluğu doldurmuştur (Canbaş ve Doğukanlı, 2007, s. 151-

156). CDS, 1990'ların sonlarında, borçların ödenmeme riskine karşı geliştirilmiştir. Bu manada alıcısına, belirli risklere karşı korunma sunması açısından sigorta kontratına benzemektedir. Genellikle firma tahvillerine yatırım yapanlar CDS satın alırlar. Böylece CDS kredilerin ya da tahvillerin ödenmeme riskini transfer eden bir araç olmaktadır. Burada üçüncü tarafın ödeyememe riskine karşılık olarak bir taraf diğer tarafa sigorta satar. Üçüncü taraf tahvil ihraç eden ülke ya da firmalardır. Bu tahvilleri satın alan taraf, tahvilin ödenmeme riskine karşılık CDS satın alarak korunur. Burada tahvil, CDS'e konu olan varlıktır ve referans varlık olarak da isimlendirilir. Ödeyememe durumları (temerrüt) durumları şöyle sıralanabilir (Ateş, 2004, s.6-7):

- **İflas:** Borca dayalı varlığı çıkaran ilgili şirket müflis duruma düşmüş veya borçlarını ödeme yeteneğini kaybetmiştir.
- **Ödeme güçlüğü:** İlgili şirket zamanı gelen anapara ve faiz ödemelerini yerine getirmekte başarısız olur.
- **Borcun yeniden yapılandırılması:** Borç yükümlülüklerine ilişkin yapının şirketi olumsuz etkileyecek şekilde değiştirilmesidir.
- **Yükümlülüklerin hızlandırılması:** Önceden kararlaştırılan esas vade günü gelmeden şirketin borç yükümlülüklerinin vadesinin dolduğunu açıklamasıdır.
- **Moratoryum:** Finansal varlığı çıkaran şirketin borçlarını reddetmesi ve borçlardan doğan anapara ve faizleri ödemeyi kabul etmemesidir.

Ülkelerin kredi borçlanma maliyetlerini artıran risk priminin yabancı dilde adı CDS, Türkçe 'de ise ismine karşılık olarak “Batık Borçlar için Sigorta Primi” veya “Kredi İflas Takası Primi” denilmektedir. CDS bir tür sigorta poliçesidir. Diğer sigorta türlerinde olduğu gibi, belli bir sigorta primi karşılığında risk sigorta edilmektedir. Ülke CDS'lerinde sigorta konusu, ülkelerin dış piyasalarda sattığı tahvillerin ve bonoların anaparalarının veya faizlerinin, ülkenin güç durumuna düşmesi nedeniyle ödenmemesi riski bir anlamda “İflas Riski”dir. CDS bir anlamda uluslararası piyasaların bir ülkeye bakışını, o ülkeyi nasıl gördüğünü anlatır. Yabancı yatırımcının tavrını gösteren önemli

göstergelerden biridir. Aşağıdaki tablolardada G7 ve BRICS-T ülkeleri için CDS değerleri verilmiştir.

**Tablo 28**  
**Ülkelerin CDS Verileri: G7**

CDs (5 Yıllık ABD \$)	ABD	Almaya	İngiltere	Fransa	İtalya	Japonya	Kanada	
S & P Rating (31.12.2018)	AA+	AAA	AA	AA	BBB	A+	AAA	
2013	29	39,93	43,07	85,5	263,33	39,83	30,33	
2014	17,2	24,7	24,3	54,9	159,1	67,5	33,34	
2015	21,45	16,21	20,52	36,45	115,74	45,14	33,34	
2016	27,69	20,73	37,09	36,48	144,3	39,23	29,93	
2017	28,14	15,83	26,08	30,25	150,94	29,3	32,68	
2018	22,23	11,93	23,63	25,42	192,01	23,78	30,89	
<b>2018</b>	<b>Ocak</b>	24,26	9,29	18,44	16,91	98,41	19	29,6
<b>2018</b>	<b>Şubat</b>	24,35	10,63	16,81	17,95	99,58	21,8	29,56
<b>2018</b>	<b>Mart</b>	27,52	11,74	18,44	18,64	102,79	25,64	29,71
<b>2018</b>	<b>Nisan</b>	27,84	11,01	18,47	18,26	91,02	25,85	29,57
<b>2018</b>	<b>Mayıs</b>	25	14,12	20,3	27,22	238,42	24,09	29,55
<b>2018</b>	<b>Haziran</b>	25	12,6	25,68	28,77	222,64	25,89	29,6
<b>2018</b>	<b>Temmuz</b>	24,32	12,04	26,17	26,9	219,69	26,64	29,64
<b>2018</b>	<b>Ağustos</b>	18,02	11,05	28,01	25,07	261,5	25,4	28,8
<b>2018</b>	<b>Eylül</b>	17,05	11,03	27,08	25,02	247,8	24,2	33
<b>2018</b>	<b>Ekim</b>	18,02	11,9	28,01	29,06	271,9	24,4	33,9
<b>2018</b>	<b>Kasım</b>	17,2	13,7	28,01	33	244,7	17,5	34
<b>2018</b>	<b>Aralık</b>	18,2	14,0	28,1	38,2	205,7	25,0	33,8

**Kaynak:** Bloomberg ve Thomson Reuters Data Stream veri tabanları.

CDS, bir kişi ya da kuruluşun bir kredi sahibine ait alacağın ödenmemesi riskini kabul etmesinin bedelidir. Bir ülkenin ya da şirketin CDS primi ne kadar yüksekse, borçlanma maliyeti de o kadar yüksektir; çünkü bu faiz ister istemez faize yansır. Somutlaştıracak olursak Türkiye’den herhangi bir şirket ya da banka 10 milyon dolarlık bir borç almak isterse ve bunu 31 Ağustos 2018 tarihinde yaparsa o günün Türkiye CDS primi 566,00 olduğundan 566 bin dolar sigorta bedeli öder. Aynı gün, aynı tutarda borçlanma için Rusya yaklaşık 162 bin dolar sigorta primi öder (Rusya’nın o günkü CDS’i 162,39’tur). Yani o gün itibariyle bir Türk tahvili alan ve bunu CDS garantisine

bağlamak isteyen kişi ya da kurum tahvilin değerinin yaklaşık yüzde 5,66'sı oranında risk primi ödemesi gerekmektedir (566,00 = yüzde 5,66). Bu örnek diğer ülkeler için de çoğaltılabilir.

**Tablo 29**  
**Ülkelerin CDS Verileri: BRICS-T**

CDs (5 Yıllık ABD \$)		Brezilya	Çin	Hindistan	Güney Afrika	Rusya	Türkiye
S & P Rating (31.12.2018)		BB-	A+	BBB-	BB	BBB-	B+
2013		195,32	79,82	270,46	204,11	165,17	181,27
2014		200,4	89	165,2	191,8	476,1	199,29
2015		318,91	100,2	165,75	234,57	381,73	241,49
2016		342,74	118,67	155,34	292,89	267,33	267,51
2017		213,44	74,28	92,77	188,4	154,96	204,33
2018		210,05	61,57	91,57	190,57	137,39	306,05
<b>2018</b>	<b>Ocak</b>	149,59	49,68	69,8	147,56	114,67	167,29
<b>2018</b>	<b>Şubat</b>	159,17	59,81	72,66	149,39	111,65	169,23
<b>2018</b>	<b>Mart</b>	158,12	60,37	73,06	151,46	114,31	197,15
<b>2018</b>	<b>Nisan</b>	170,11	61,39	76,37	156,37	135,48	198,16
<b>2018</b>	<b>Mayıs</b>	195,79	58,69	84,96	171,47	135,74	268,44
<b>2018</b>	<b>Haziran</b>	262,77	59,5	92,18	202,36	142,25	301,91
<b>2018</b>	<b>Temmuz</b>	243,71	66,46	99,7	193,18	134,6	321,93
<b>2018</b>	<b>Ağustos</b>	298,5	59,55	88,37	228,62	162,39	566
<b>2018</b>	<b>Eylül</b>	260,1	56,2	104,85	201,89	143,29	377,04
<b>2018</b>	<b>Ekim</b>	206,2	72,37	112,4	232,53	144,86	379,24
<b>2018</b>	<b>Kasım</b>	208,8	68,26	112,82	230,53	160,99	378,13
<b>2018</b>	<b>Aralık</b>	207,7	66,53	111,65	221,42	148,45	348,03

**Kaynak:** Bloomberg ve Thomson Reuters Data Stream veri tabanları.

#### 4.3.2. Sistemik Olmayan Riskler

Sistemik risk, genel ekonomiye ait olup toplam riskin sabit kısmını meydana getirmektedir. Sistemik olmayan risk, bir endüstriden diğer endüstriye ve bir firmadan diğer bir firmaya içinde buldukları şartlara göre değişmektedir. Hatta aynı firmada zaman içerisinde değişmektedir. Bugün var olan riskler sonradan ortadan kalkabilmekte ya da bugün yokken uygulanan politikalarla sonradan ortaya çıkabilmektedir. Her firmanın özelliklerinden ve içinde bulunduğu spesifik şartlarından kaynaklanıp, her firma için ayrı ayrı hesaplanır. Sistemik riskin kontrol edilmesi imkânsızken sistemik

olmayan riskin kaynaklarında yapılan değişmelerle ve yönlendirmelerle kontrol edilmesi ve yok edilmesi mümkündür (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.41). Bu riskin kaynakları finansal risk, endüstri riski ve yönetim riskidir.

#### **4.3.2.1. Finansal Risk**

Finansal risk işletmelerin yabancı kaynak kullanımlarından ileri gelen bir risk türüdür. Yabancı kaynakların risk doğurucu bir etmen olması, işletmeye faiz ve anapara ödemesi şeklinde sabit bir yük getirmesinden ileri gelmektedir. Bir işletmenin toplam kaynaklar içinde ne kadar yabancı kaynak kullanacağı, şirketin yönetiminin kararıdır. Bu nedenle finansal risk, yönetimin kontrolü dâhilinde bir risk türü olarak değerlendirilmekte ve ortadan kaldırılması mümkün olabilmektedir (Altay, 2015, s.7).

Menkul kıymet yatırımlarından, beklenen nakit akımlarını etkileyen en önemli faktörlerden birisi de, finansal risktir. Menkul kıymeti ihraç eden şirket aktif değerlerini yabancı kaynak veya öz kaynak ile finanse edilebilir. Şirket yabancı kaynak kullandığında, ileri dönemlerde ödenmesi gereken finansman giderleri oluşacaktır. Firma faaliyetlerin başarısız olduğu dönemlerde finansman giderleri mali yapı için önemli bir yük oluşturacaktır. Bu yükün ağırlaşması durumunda ise, menkul kıymetin anapara ve faiz ödemeleri riske girer. Finansal risk düzeyi, finansal kaldıraç derecesi ile belirlenir. Faiz ve vergi öncesi karlarda meydana gelen değişmenin vergi öncesi karları ne ölçüde etkilediğini gösteren finansal kaldıraç derecesi  $F_k = FVÖK / FVÖK - F$  bağıntısı ile hesaplanır. FVÖK, faiz ve vergi öncesi karı, F ise işletmecinin faiz giderlerini göstermektedir. Finansal kaldıraç derecesi arttıkça, başa başnoktası da yükselecektir. Finansal kaldıraç artması ile başa başnoktasının daha da yükselmesi, ekonomik dalgalanmalara bağlı olarak işletmenin satışları artıp azalırken, karlarının kaldıraç etkisi nedeniyle aşırı oranda büyümesi veya küçülmesi sonucunu doğuracaktır. Karlardaki bu devri hareket, pay senedinin fiyatındaki dalgalanmalara yansıtacaktır. Bir işletmenin finansal riski, kısa vadeli borcunun artması ve aşırı borçlanma ile satış düzeyindeki istikrarsızlıklar, hammadde maliyetlerindeki oynamalar, grevler, üretilen mamullerin modasının geçmesi, likiditesinin zayıf olması ve bir yönetim erkinin zafiyeti gibi faktörlere bağlı olarak artmaktadır. Finansal riski azaltan faktörleri sıralayacak olursak, işletmenin sektöründe lider olması, monopolistik haklara ve tüketici tercihlerine hemen

cevap verebilecek esnek bir teknolojiye sahip olması, hammadde kaynaklarına yakın olması ve sağlam bir sermaye yapısına sahip olması şeklinde belirtilebilir (Çıtak, 2016b, s. 573-574).

#### **4.3.2.2. Endüstri Riski**

Bir işletmenin esas faaliyetlerini yürütürken karşılaştığı bir risk türüdür. Bu riskin kaynakları arasında işletmenin ürettiği mal ve hizmetlere olan talebin değişkenliği, söz konusu mal ve hizmetlerin satış fiyatlarının değişkenliği ya da bu mal ve hizmetleri üretmek için gerekli giderlerin değişkenliği sayılabilir. Bu risk, doğrudan işletmenin yaptığı esas faaliyetin doğasından kaynaklanmaktadır (Altay, 2015, s.17).

Ekonomik, sosyal ve çeşitli moral değerlerdeki bazı değişimler bir kısım sektörleri olumsuz etkilerken, başka endüstrilerdeki kuruluşlar ise bunlardan hiç etkilenmezler. İşte bu tür olaylardaki değişmelerin olumsuz etkilediği endüstrilerdeki riskler sektör riski olarak belirtilir. Talep elastikiyeti (talebin, malın fiyatına olan duyarlılığı) yüksek olmayan endüstrilerdeki kuruluşların sektör riski, esneklikleri fazla mamulleri üreten firmaların riskinden daha fazladır. Yine sabit maliyetlerin yüksek olduğu sermaye yoğun endüstrilerde risk daha fazla olmaktadır. Teknolojinin sürekli değişme gösterdiği endüstrilerde değişimin yarattığı sektör riski vardır. Bazı sektörlerde işçilerin örgütlenmeleri hızlı ve pazarlık güçlerinin de fazla olması firmanın faaliyetleri üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Ayrıca bazı sektörler de rekabetin serbest olması yine gelirlerin dalgalanma riskini de beraberinde getirmektedir (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.44-45).

#### **4.3.2.3. Yönetim Riski**

Yönetim riski, işletmelerin iyi veya kötü yönetilmelerine göre ortaya çıkan bir risk türüdür. İşletmelerin başarıları, büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkiler (Ceylan ve Korkmaz, 2012, s.623). Yönetim riski, şirket karlılığı ve karlılığın değişkenliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olması nedeniyle, doğal olarak hisse senedi yatırımcıları açısından da dikkate alınması gereken bir unsurdur. İyi yönetilen bir işletmenin beklenen karlılığı daha yüksek bir olasılıkla gerçekleşeceğinden, hisse başına

düşen kar payı beklentisinin gerçekleşme olasılığı artacak, dolayısıyla hisse senedinin riski düşecektir (Altay, 2015, s.8). Bir firmanın yönetim riskinin derecesini belirleyebilmek, başında bulunan yönetim kadrosunun analizini gerektirir. Personel kadrosunun analizi profesyonel bir yaklaşımla ancak mümkün olabilmektedir. Bu tür bir analiz büyük ölçüde sübjektif değer yargılarına dayalıdır (Aksoy ve Tanrıöver, 2013, s.46).

#### **4.4. Genel Değerlendirme**

Yatırım, bir ülkenin üretim kapasitesinde artış sağlayan faaliyetlerdir. Yabancı yatırım ise, kaynakların, üretim faktörlerinin kişi ve/veya kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Doğrudan yatırımlar, gelişen ülkelere sermaye ve teknoloji sağlama, uluslararası yönetim ve pazarlama tekniklerini ve deneyimlerini sunma ve bazı ülkeler için de finansal gelişim ve ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasına katkıda bulunma gibi yararlar sunmaktadır. Devletler açısından bakıldığında son dönemlerdeki belirsiz ortam, doğrudan yabancı yatırım çekmeyi daha önemli hale getirmiştir. Doğrudan yabancı yatırım demek, günümüzün durgun ya da yavaş gelişen ekonomisinde herkesin istediği daha fazla iş, teknoloji ve ekonomik büyüme demektir. Bölgesel ve küresel piyasalarda rekabet etmekte ve ekonomik kalkınma için iş, teknoloji ve kaynak peşinde koşan hükümetlerin çokça arzu ettiği doğrudan yabancı yatırım faaliyetleri ulus ötesi şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Ulus ötesi şirketler, üretim ve ticareti, para ve finansı, güvenliği ve de bilgi teknoloji yapılarını ciddi şekilde etkilemektedirler.

Küreselleşmenin önemli sonuçlarından biri, ulus ötesi şirketlerin dünya ölçeğinde sayılarının artması ve ekonomiler açısından daha önemli hale gelmeleridir. Hammaddeler, tamamlanmış mallar ve para, birçok ülkenin sınırlarına doğru, yeni yaratıcı fikirler ve yeni teknolojiler şeklinde serbestçe akmaktadır. Bugün uluslararası şirket ağları, büyük bir hâkimiyet kurmuştur ve dünyanın teknolojik, pazarlama ve üretim kaynaklarındaki payları büyümektedir. Ulus ötesi şirketler sahip oldukları parasal, teknolojik ve üretim güçleri ile hem sermaye akışının ana merkezin bulunduğu ülke (merkez ülke) hem de yatırımın yapıldığı ülke (ev sahibi ülke) açısından bir takım olumlu ve olumsuz etkilere sahiptirler.



Yapılan yatırımın yeni işletme yaratmasına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sıfırdan yatırımlar, kahverengi alan yatırımları, birleşme ve satın almalar olarak üç gruba ayrılmaktadır. Portföy yatırımları ise, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar kalemleri altında gösterilenler dışındaki alım satımı yapılan menkul kıymetleri kapsamaktadır. Portföy yatırımı, borç senedi ve yatırım fonu katılma payı şeklinde menkul kıymetleri içermektedir. Bir yatırım borç senedi ve/veya hisse senedi şeklinde menkul kıymetleri içeriyorsa yurt dışı portföy yatırımı olarak değerlendirilir. En temel özellikleri devredilebilir olmalarıdır. Menkul kıymetlerin devredilebilir olması, yatırıma konu olan varlıkların alım satımını kolaylaştırıp ekonomik ömrü boyunca farklı kurumsal birimlerin mülkiyetinde bulunmasına imkân vermektedir. Bu özellik yatırımcılara aynı zamanda portföylerini çeşitlendirme ve diledikleri zaman da yatırımlarını elden çıkartma imkânı tanımaktadır.

Ülkelerin temel ekonomik dengesizliklerinin ortaya çıkardığı finansman ihtiyacı ve piyasalar arası getiri oranı farklılıkları uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedenlerindedir. Uluslararası hisse senedi piyasalarının son yirmi yıl içerisinde büyük bir gelişim sergilemesi, firmaları ve hükümetleri yeni finansman kaynaklarına kavuştururken, bireysel ve kurumsal tasarruflara da yeni yatırım alanları yaratmıştır. Dünya üzerinde faaliyette bulunan hisse senedi piyasaları uluslararası kurumsal yatırımcılar ile yatırım kuruluşları tarafından nicel ölçütler ve nitel faktörlere göre üç ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla; gelişmiş piyasalar, gelişmekte olan piyasalar ve sınırdaki piyasalardır. Piyasaların sınıflandırılmasında genellikle ekonomik büyüklük, zenginlik, piyasaların kalitesi, derinliği ve genişliği gibi ölçütler kullanılmaktadır. Bununla beraber menkul kıymet borsaları bünyesindeki pazarlarda meydana gelen gelişmelerin kolayca takip edilmesi için birçok endeks hesaplanmaktadır. Ülkelerin ekonomik gelişmeleri, piyasa büyüklüğü ve likiditesi, piyasaların erişebilirliğiyle ilgili olarak çeşitli kriterlere göre ülkeler, gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasalar şeklinde ayrıma tabi tutulurlar.

Tahviller uzun vadeli fon kaynağı arayan işletmeler ve devlet kurumları tarafından ihraç edilirler. Tahviller çeşitli şekillerde gruplandırılırlar. Hükümet tarafından ihraç edilen, devlet tahvili olarak da bilinen *hazine tahvilleri*, işletme/firmalar tarafından

ihraç edilen *şirket tahvilleri*, yabancı hükümetler veya yabancı şirketler tarafından ihraç edilen *yabancı tahviller* ve yerel yönetimler tarafından ihraç edilen *yerel yönetim tahvilleri*dir. Genel olarak, sahibine mülkiye hakkı tanıyan hisse senetleri ile tahvil çıkaran kuruluşun alacaklısı konumunda olan tahvillerin bazı farkları bulunmaktadır.

Risk, istenmeyen olayların meydana gelme olasılığıdır. Bireyler ve firmalar gelecekte ilave fonlar kazanma beklentisi ile bugünden fonları yatırımlara aktarırlar. Devlet tahvili ve yüksek dereceli şirket tahvilleri elde tutmak göreceli olarak daha düşük getiri sunar; fakat riskleri de daha düşüktür. Hisse senetleri daha yüksek getiri şansı sunarlar fakat genellikle bonolardan daha risklidirler. Bir menkul kıymete yatırım yaparken dikkat edilmesi gereken en önemli unsur, söz konusu menkul kıymete ait risk ve kazanç arasındaki ilişkidir. Çünkü yatırım araçlarının seçimi, büyük ölçü de bu iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasında uygun bir değişimin saptanmasını gerektirir. Genellikle yatırımcılar, kazanç oranı hakkında oldukça bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu nedenle, risk türleri ve toplam riskin kaynaklarının neler olduğunun bilinmesi, bilinçli ve rasyonel yatırım kararlarının alınması bakımından büyük önem taşımaktadır

Hisse senedi yatırımlarında karşılaşılabilecek riskler ve daha genel manada yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riskler sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olmak üzere iki grupta incelenebilir. Sistematik risk, menkul kıymetlerin getirilerindeki dalgalanmaların, piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı anda etkileyen faktörlerden kaynaklanan kısmı olarak kabul edilmektedir. Bütün yatırım araçlarının verimliliklerini etkileyen ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarındaki değişmelerin getirdiği risklerdir. Ekonominin genel üretim seviyesinde, fiyatlar genel düzeyinde ve faiz oranlarındaki değişmelerden ortaya çıkıp yatırım araçlarının verimliliklerini aynı yönde ancak değişik derecede etkileyen riskler olup, yok edilmesi mümkün değildir. Sistematik riskin kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişmelerdir. Söz konusu değişmeler, menkul kıymet pazarlarını etkilemektedir. Yatırımcılar açısından, sistematik riskin kontrol olanağı yoktur. Bu nedenle, portföy yönetiminde tek belirsizlik kaynağının sistematik risk olduğu ifade edilebilir. Sistematik risk kaynakları, piyasa riski, enflasyon (satın alma gücü) riski, faiz oranı riski, kur riski,

politik risk ve ülke riski başlıkları altında incelenebilir. Bu risk türlerinden ülke riski, uluslararası sermaye yatırımlarında ve özellikle gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere diğer ülkelerdeki yatırımların yönetilmesinde önemli bir unsurdur. lke riskinin belirlenmesinde, kredi derecelendirme şirketleri, uluslararası ülke risk rehberi ve kredi temerrüt takası kullanılır.

Sistematiik olmayan risk, bir endüstriden diğer endüstriye ve bir firmadan diğer bir firmaya içinde buldukları şartlara göre değişmektedir. Hatta aynı firmada zaman içerisinde değişmektedir. Bugün var olan riskler sonradan ortadan kalkabilmekte ya da bugün yokken uygulanan politikalarla sonradan ortaya çıkabilmektedir. Her firmanın özelliklerinden ve içinde bulunduğu spesifik şartlarından kaynaklanıp, her firma için ayrı ayrı hesaplanır. Sistematiik riskin kontrol edilmesi imkânsızken sistematiik olmayan riskin kaynaklarında yapılan değişmelerle ve yönlendirmelerle kontrol edilmesi ve yok edilmesi mümkündür. Bu riskin kaynakları finansal risk, endüstri riski ve yönetim riskidir.

## 5. HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİ İLE G7 VE BRICS-T ÜLKELERİNİN EKONOMİ POLİTİK ANALİZLERİ

Ekonomik faaliyetlerde taraflar yani ekonomik birimler, bireyler, şirketler ve devlettir. Birey ile birey, birey ile şirket, birey ile devlet; şirket ile şirket, şirket ile devlet arasında meydana gelebilecek ekonomik faaliyetteki amaç gelir sağlamak, kar elde etmek, bir görevi veya hizmeti yerine getirmek olabilir. Bu faaliyetler sonucunda, ekonomik birimlerin belirli bir dönemde elde ettikleri *gelirler ile giderler birbirine eşitse*, ekonomik yapı dengede olsa dahi ekonomik hayat tasarruf birikimi oluşturamamaktadır. Ekonomik birimlerin ihtiyaç duydukları tasarrufların ekonomik yapı tarafından üretilmemesi ülkede kaynak ihtiyacını artıracak ve kaynağın kullanım fiyatını (faiz) yükseltecektir. *Gelirler giderlerden küçükse* negatif tasarruftan söz edilir. Kaynak ihtiyacı için farklı ekonomik yapılarda oluşan tasarruflara ihtiyaç duyulur. Bu durum ülkeler arası sermaye hareketlerinin bir nedenini oluşturur. *Gelirler giderlerden büyükse* pozitif tasarruf ortaya çıkar. Bu tasarruf ülke ihtiyaçlarını aşan miktarlarda ise, sınırı aşarak farklı ülkelerde yatırıma dönüşebilmektedir (Yalçınar, 2012, s.3).

Finansal piyasaların içinde bulunduğu hızlı değişime temel nedenler olarak sayabileceğimiz *küreselleşme*, *liberalizasyon* (piyasalara ilişkin engellerin kaldırılması), *deregülasyon* (düzenlemelerden arındırma), *teknoloji*, *konsolidasyon* (ölçek ekonomilerinin sağladığı üstünlükten yararlanabilmek için firmaların birleşme eğiliminde olması) ile birlikte bireysel ve kurumsal yatırımcıların, sermayeyi düşük maliyetli ve daha yüksek getirinin olduğu yerlere doğru hareket ettirmek istemesi, finansal faaliyetlerin giderek artan oranda ulusal sınırlar arasında yapılmaya başlamasına neden olmuştur (Aslan ve Terzi, 2013, s.25, Levinson, 2014, s.16). Bununla beraber uluslararası finansın sınır ötesi fon akımlarıyla ilgisi onu uluslararası ekonominin en zayıf bağı yapar; çünkü spekülasyon ve uçucu sermaye akışı küresel ekonomik istikrarsızlığın temel kaynaklarından biri haline gelebilir (Gilpin, 2015, s.371-372).

Hisse senedi risk primi (*The Equity Risk Premium, ERP*), devlet tahvili gibi daha az riskli bir varlık almak yerine hisse senedi olarak yatırımcıların elde ettikleri ilave primdir. Modern finans teorisi, yatırımcının ilave riskini telafi etmek için primin ortalamadan yeterince yüksek olması gerektiğini varsayar. Ancak yıllar içinde ortalama

hisse senedi risk priminin, ortalama hisse senedi riskini haklı çıkaracak şekilde epey yüksek oranlarda olduğu araştırmalarda görölmüştür (Bishop, 2013, s. 170).

Sermayenin ölkeler arasında hareketinde kriterlerden birisi de bir ölkenin toplam riskini gösterebilen *ERP*'dir. ERP yatırımcıların riskli varlığa yatırım yapmalarından ötürü belirsizlik karşısında bekledikleri getiri olarak tanımlanabilir (Damodaran, 2009, s.290).

Hisse senetlerine yatırım yapanlar uzun dönemde bu yatırım hazine tahvili gibi risksiz varlığa yapılan yatırımdan daha fazla getiri elde etmeyi beklerler. Bu ikisi arasındaki fark ERP olarak bilinir. Riske katlanmanın karşılığı olarak elde edilen fazladan getiri ya da yatırımcının üstlendiği varsayılan ortalama bir risk miktarının karşlanması için gerekli olan ek getiri olarak tanımlanan  $ERP^*$ , hisse senedi getirisi eksi risksiz varlığın getirisi oranı şeklinde tanımlanır:  $ERP_t = R_t^e - R_t^f$ .

ERP, aynı beklenen getirili farklı türlerdeki yatırımlar için riskin fiyatını belirlememizi sağlar. Örneğin riskli yatırımlar arttığında hisse senedi risk primi yatırımcılar bu riskler için daha yüksek fiyat talep edip daha düşük fiyat ödemeye istekli olduklarını gösterir (Çağlı, 2014, s.28).

### **5.1. Hisse Senedi Risk Primi Bulmacası (Equity Risk Premium Puzzle)**

Hisse senedi risk primi bulmacası (Equity Risk Premium Puzzle), hisse senetlerinin geçmiş getirilerinin risksiz devlet tahvili getirilerinden yüksek getiri sağlaması olarak tanımlanmaktadır. Hisse senedi getirileri risksiz faiz oranı ile karşılaştırıldığında, hisse senedi getirilerinin beklenmedik şekilde yüksek getiri sağlaması yüksek derecede riskten kaçınan yatırımcılar tarafından şüphe ile karşlanmakta ve hisse senedi risk bulmacasını ortaya çıkarmaktadır. Yüksek derecede riskten kaçınan yatırımcının yatırım yaptığı devlet tahvillerine göre hisse senedi piyasasından sağlanan

---

\* İlgili menkul kıymetin risk primi, o varlığın getirisinden risksiz varlığın getiri oranının çıkarılması sonucu bulunmaktadır. A hisse senedinin beklenen getirisi % 50, B hisse senedinin beklenen getirisi % 60, risksiz varlık olarak kabul ettiğimiz hazine bonosunun faiz oranı % 40 olması durumunda A ve B hisse senetlerinin risk primleri;  $\theta_A = \% 50 - \% 40 = \% 10$  ve  $\theta_B = \% 60 - \% 40 = \% 20$  olur.

aşırı getiri hisse senedi risk primi bulmacasının varlığını oluşturmaktadır (Atik, Köse, Yılmaz, 2017, s.371).

Hisse senedi risk primi bulmacası, 1985 yılında Mehra ve Prescott'un "The Equity Premium, A Puzzle" adlı makalelerinde ortaya atılmıştır. Amerika'da 1889 ile 1978 yılları arasında Standart and Poor's 500 endeksinde yaptıkları söz konusu araştırmada, endeksin ortalama yıllık % 7 getiri sağlarken, kısa süreyle yıllık ortalama getirisinin ise % 1'den daha az olduğunu tespit etmişlerdir (Mehra ve Prescott, 1985, s.145). Risk primleri arasındaki farkın yüksek olmasının sebebi ise hisse senetlerinin devlet tahvillerine göre daha riskli olmaları ve hiçbir hisse senedi yatırımcısının yeterli getiri olmadan elinde yüksek riskli hisse sendi tercih etmeyeceği anlamına gelmektedir. Hisse senedi risk primi kavramı, hisse senetlerinin devlet tahvillerine göre daha fazla gerçek getiri sağladığını, bunun da riskten kaçınan yatırımcılar açısından açıklanmadığını ifade etmektedir. Riskten kaçan yatırımcılar risksiz getiriye, yüksek hisse senedi getirisine rağmen tercih etmelerinin sebebi açıklanmamaktadır. Tipik yatırımcılar riskten kaçmaktadır (Atik, Köse, Yılmaz, 2017, s.372).

Hisse senedi risk priminin bu denli yüksek çıkması yatırımcıların bu primi talep etmek için büyük ölçüde güvene ihtiyaç duyduklarını ortaya koymuştur. Bu bulmacayı çözmek için çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Bunlar, *pazar ayrımlandırılması*, *kaybetmekten kaçınma miyopisi*, *sürdürme önyargısı*, *pişmanlıktan kaçınma* olarak sayılabilir. *Pazar ayrımlandırılması* teorisine göre, riskten kaçınma derecesine göre devlet tahvili (risksiz getiri) veya hisse senetlerine yatırım yapabilmektedir. Her piyasada (tahvil ve hisse senedi piyasası) kendi arz ve talep koşullarına bağlı olarak bir getiri seviyesi oluşacak ve risk primi bu oluşan dengelere göre değişebilecektir. *Kaybetmekten kaçınma miyopisi* bireylerin kayıptan kaçınmak amacıyla getirisi yüksek hisse senetleri yerine getirisi düşük tahvillere yönelerek risk priminde değişikliklere yol açmalarıdır. *Sürdürme önyargısı*, yatırımcının zayıf performans gösteren hisse senetlerini portföyünden çıkarması veya yatırım fonlarında fon yöneticisinin zayıf performanslı yatırım aracını fon bileşiminden çıkararak varlık düzeyinin maksimize etmesi olarak tanımlanır. Bu aşamada yatırımcıların veya fon yöneticilerinin tahvil veya hisse senedi yatırımı bileşimlerinde ve piyasa arz talep koşullarının etkisiyle risk primlerinde

değişiklikler olabilmektedir. *Pişmanlıktan kaçınma* teorisinde, bireyler belirsizlik altında bir karar verme problemi ile karşı karşıya kaldıklarında, tercih ettikleri alternatif üzerinden bir beklenti içine girmektedir. Belirsizlik ortadan kalktığında birey tercih ettiği alternatifin sonucu ile beklentisini karşılaştırmaktadır. Gerçekleşen getiri beklentisinden az ise birey sonuçtan elde ettiği faydanın yanında hayal kırıklığı hissetmektedir; tersi durumda ise sevinç hisseder. Hisse senedi ve tahvil yatırımlarında farklı risklilikten dolayı hissedilen farklı pişmanlıktan kaçınma derecesine göre risk primlerinde değişimler olabilmektedir (Atik, Köse, Yılmaz, 2017, s.372-373). Bu gibi çalışmaların sonucunda da hisse senedi risk primini hesaplama yöntemlerinden tarihsel primlere alternatif olarak anket yöntemi ve üstü örtülü (implied) yöntemin gelişmesine ortam sağlamıştır (Damodaran, 2009, s.305 ve Çağlı, 2014, s.30-31).

## **5.2. Hisse Senedi Risk Priminin Temel Bileşenleri**

Hisse senedi risk priminin belirleyicileri olarak riskten kaçınma, ekonomik risk, bilgi, likidite, katastrofik riskler (gerçekleşmesinin son derece zor olduğu gerçekleştiği zaman ise hayati, mali kaybın çok üst derece olduğu risk çeşidi) ve davranışsal/irrasyonel bileşen olarak sayılmaktadır (Damodaran, 2009, s.294-299).

### **5.2.1. Riskten Kaçınma**

Algılanan risk kavramı, yatırımın riskine ilişkin mevcut uyarıların farklı kişiler tarafından, bu kişilerin içinde buldukları durum ve çeşitli faktörlerin de etkisiyle, farklı algılanabileceğini bunun sonucunda farklı yorumlanabileceğini ve bu farklı yorumlama sonucunda ise kişileri farklı davranışlara yönlendirebileceğini ifade eder. Yatırımcıların menkul kıymetle bağlantılı risklere yönelik algıları, bu menkul kıymetlere olan talepte etken rol oynar (Hilferding, 1995, s.108). İnsanlar algıladıkları tehlikelere cevap verirler. Algılanan riskin yanlış olması durumunda bu riskin bertaraf edilmesi amacıyla alınan koruma eylemleri de yanlış olur. Bir yatırımcının finansal risk algılamasını etkileyen faktörler, kişilik özellikleri, psikolojik faktörler ile demografik ve sosyo-ekonomik faktörler olmak üzere üç ana gruba ayrılabilir. Bu faktörlerdeki değişim yatırımcının finansal risk algısını da değiştirecektir. Bu anlamda yatırımcıların risk algısının statik değil dinamik olduğu kabul edilmektedir (İç, Kahyaoğlu, Kızıloğlu, 2012, s.349).

**Tablo 30**  
**Finansal Risk Algısına Etki Eden Faktörler**

Kişilik Özellikleri	Psikolojik Faktörler	Demografik ve Sosyo-Ekonomik Faktörler
Dışadönüklük/İçedönüklük Uyumluluk Sorumluluk/Amaçsızlık Duygusal Denge Yeniliklere Açık olma	Hevristikler (Beynin çok fazla parametre ile karşılaşması durumunda kestirme çözümler üretmesi)  Bilişsel önyargılar Duygusal Faktörler	Cinsiyet-yaş Medeni Durum Eğitim düzeyi-meslek Bakılmaya zorunlu kişi sayısı Aylık ortalama gelir-net mal varlığı Finansal bilgi düzeyi

**Kaynak:** İç, S., M. B. Kahyaoğlu ve M. Kızılcıoğlu. (2012). Hisse Senedi Yatırımları Sonucunda Elde Edilen Karın veya Katılan Zararın Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *1. Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, s.350.

Hisse senedi risk priminin belirleyicileri olarak ilk ve en önemli faktör piyasalardaki yatırımcıların riskten kaçınmalarıdır. Yatırımcılar daha fazla riskten kaçınır hale geldikçe, ERP, yükselir ve riskten kaçınmanın azalmasıyla birlikte, hisse senedi risk primleri düşer. Riskten kaçınma, yatırımcılara göre farklılık gösterse de, hisse sendi risk primini ve bu primdeki değişimleri belirleyen yatırımcıların riskten kaçınmalarının birlikteliğidir (Damodaran, 2009, s.294). Riskten kaçınan yatırımcılar riski sevmezler ve riskli menkul kıymetleri satın almaya ikna olmaları için daha yüksek getiri oranı gereklidir (Brigham ve Houston, 2014, s.266). Riskten kaçınmanın etkisi, yatırımcıların iki aşamalı karar problemlerinde, eğer önceki kararları kayıpla sonuçlanmışsa, ikinci aşamasının kayıpla birleşerek ve takip eden kayıpların daha fazla sıkıntıya sebebiyet vermesinin sonucu olarak riskten kaçınmalarına yol açması olarak ifade edilmektedir. Bu durum genel olarak yatırım kararlarında karşımıza çıkmakla birlikte, özellikle varlıkların aşırı değerlendirildiği dönemlerin hemen ardından sonra yaşanması durumunda riskli varlıklardan topyekûn kaçışı başlatarak finansal sistem üzerinde ciddi hasarlar bırakabilmektedir (İç, Kahyaoğlu, Kızılcıoğlu, 2012, s.352).

### 5.2.2. Ekonomik Risk

Hisse senetlerindeki risk bir sınıf olarak genel ekonominin sağlığı ve öngörülebilirliği ile alakalı olarak ortaya çıkar. Daha terimsel ifade etmek gerekirse, hisse



senedi risk primi, bir ekonomide öngörülebilir enflasyon, faiz oranları ve ekonomik büyümenin olduğu bir yerde bu değişkenlerin daha volatil olduğu bir yere göre daha düşük olacaktır (Damodaran, 2009, s.295).

Her düzeyde artan fiyatlar demek olan enflasyon, bir para biriminin satın alma gücünü erittiğinden paranız karşılığında daha şey alma anlamına gelir. Enflasyonun tahmini mümkün olsa, herkes karar verirken gelecekteki daha yüksek fiyatı hesaba katabileceğinden, pek fazla zararı söz konusu olmaz. Fiyat artışlarının öngörülemediği durumlar ekonomik verimliliği azaltır; çünkü insanlar fiyat şokundan çok fazla etkilenmemek için daha az risk alırlar. Enflasyon oranı ne kadar hızlı artarsa gelecek enflasyonu tahmin etmek de o kadar zorlaşır. Bu belirsizlik de insanların değer stoku olarak bir para birimine duyduğu güveni azaltabilir. Faiz ise genelde yıllık oranla ifade edilir, bir yıl içinde ödenecek faiz tutarı borç verilen para miktarına bölünür. Gelişmiş ekonomiler, borcun vadesi ve borç alanın risk ve refah durumunu yansıtan çeşitli faiz oranları sunarlar. İnsanlar, bankalara ödenen kısa vadeli faiz oranlarını kastettiklerinde faiz oranı kavramını kullanırlar. Bir merkez bankası faiz oranlarını düşürdüğü veya artırdığı zaman sadece bankalara bir gecelik verdiği borç paranın fiyatını değiştirir ve bunu yıllık oranla ifade eder. Tahvil getirileri, uzun yıllar geri ödenmesi gerekmeyen borçların faiz oranını daha iyi ölçer. Kısa vadeli faiz oranlarının tahvil gelirleri, merkez bankasınca değil paraya olan talep ve arz ile belirlenir; bu da beklenen enflasyon oranından etkilenir (Bishop, 2013, s. 70-72, 112-113, 123-125).

### **5.2.3. Bilgi**

Sermaye piyasalarında bilginin her zaman herkese eşit şekilde ulaşmaması nedeniyle piyasaların işleyişi zaman zaman aksamaktadır. Piyasalarda bazılarının diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması asimetrik bilgi olarak nitelendirilir. Bu nedenle piyasada farklı bilgiye sahip olanlar farklı işlem yaparlar. Asimetrik bilgi\* farklı

---

\* Asimetrik bilginin açıklanmasında en temel örnek Akerlof'un ikinci el araba piyasasında tespit ettiği durumdur. Bu çalışmada yazar, iyi ve kötü (limon) kullanılmış arabaların satışının yapıldığı ikinci el araba piyasasında, satıcının arabaların iyi kullanılmış ya da kötü kullanılmış olup olmadığını bildiği halde, alıcının arabanın iyi olup olmadığını bilmediğini, yani alıcı ve satıcı arasındaki ilişkide bilgi asimetrisinin bulunduğunu ifade etmektedir. Akerlof, G. (1970), The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 84, Ağustos, s.488-500.

şekillerde ortaya çıkabilir. Farklı risk düzeyindeki firmalara kredi verildiğinde, bilgisiz bir yatırımcının bilgili yatırımcıların bulunduğu piyasada farklı menkul kıymetlere yatırım yapmak istediğinde, farklı risk özelliklerine sahip bireyler sigortalandığında, farklı yetenekteki çalışanlar işe alındığında, kullanılmış mal piyasasından alım yapıldığında, hissedar ve yöneticiler firmayı temsil yetkisi verildiğinde söz konusu olabilmektedir. Asimetrik bilginin varlığında, sözleşme yapılmadan önce işlem konusu olan araç ve faaliyet ile ilgili açıklanmamış olan saklı bilginin (hidden information) bulunması nedeniyle farklı karar verilmesi demek olan *ters seçim* ve anlaşma sonrasında bu saklı bilginin ortaya çıkması sonucu taraflardan birinin zarar görmesi hali demek olan *ahlaki tehlike* olmak üzere ikim durum söz konusudur. Asimetrik bilgi piyasanın etkinliğini azaltmakta, güven sorunu yaratmakta, piyasaların sağlıklı işleyişini etkilemekte ve kırılganlığı artırmaktadır (Aras, 2004, s.82-83).

Bilgi farklılıkları bazı yatırımcılarının neden bazı gelişmekte olan piyasalarda daha fazla risk primi istediklerinin yanıtı olabilir. Ne de olsa piyasalar şeffaflık ve bilgi paylaşımı konularında büyük ölçüde farklılık gösterebilmektedirler. Rusya gibi firmaların operasyon ve kurumsal yönetim gibi konularda çok az bilginin paylaşıldığı piyasalarda hisse senedi risk primi yüksekken, Hindistan gibi firmalar hakkındaki bilgilerin daha güvenilir ve daha ulaşılabilir olduğu piyasalarda hisse senedi risk primi daha düşük olabilmektedir (Damodaran, 2009, s.297).

#### **5.2.4. Likidite**

İstenildiğinde bir varlığın ne kadar kolay harcanabileceğidir. Nakit, yani para tamamen likittir. Diğer varlıkların likiditesi genelde daha düşüktür; ne kadar düşük olduğu ise nakde çevrilme kolaylığı ile ölçülür. Kamu açık finans piyasaları, alıcı ve satıcıların birbirlerini kolayca buldukları merkezi bir buluşma yeri (borsa) sağlayarak tahvil ve hisse senedi gibi varlıkların likiditesini artırmaya çalışır. Finans piyasasını oluşturanlar, uygun bir fiyatın sunulmadığı bir durumda satmak isteyenlerden hisse satın almak için sermayelerini kullanarak likiditeyi artırabilirler. Böyle davranmalarının sebebi, varlığı bir süre ellerinde tuttuklarında satın alacak birilerini bulabileceklerini düşünmeleridir. Tipik olarak piyasada gerçekleşen ticaret hacmi artıkça likidite de o oranda yükselir. Yüksek derecede likit piyasalar, daha sonra likiditeyi artıracak olan ve

likidite arayan tüccarları daha çok çekmektedir. Benzer Şekilde, likiditenin bittiği kısır döngüler de oluşabilir. Finansal piyasalardaki likidite miktarı bir anda diğerine büyük değişiklikler gösterebilir ve özellikle piyasa aktörleri, bazı zamanlarda sermayelerini böyle bir riske atmaktan kaınırlarsa tamamıyla yok olabilirler (Bishop, 2013, s.229-230).

Temel reel ekonomi ve firmalardan kaynaklanan kesin olmayan bilgidен kaynaklı riske ilave olarak hisse senedi yatırımcıları likidite azlığının neden olduğu ilave bir riski de göz önünde tutmak zorundadırlar. EĞer yatırımcılar hisse senedi pozisyonlarını likidite etmek için tahmin edilmiş değer üzerinden büyük indirimleri kabul etmek veya yüksek işlem maliyetleri ödemek zorundaysalar, bugün hisse senetleri için daha az ödüyor olacaklardır ve böylece daha yüksek bir risk primi talep ederler (Damodaran, 2009, s.297).

### **5.2.5. Katastrofik Riskler**

Doğal afet riski diye tercüme edebileğimiz katastrofik riskler, hortum, deprem ve kasırga gibi çok sık meydana gelmeyen fakat yüksek maddi zararlara yol açabilecek doğa olayları ile terör, hava kirliliği veya iklim değişikliği gibi insan eliyle yaratılan felaketlerin meydana gelme riskini içermektedir.  ng r lmesi zor, çok nadir olarak gerçekleşen, gerçekleŐtikleri zaman büyük hasarlara ve birçok problemlere neden olan ve genellikle, bir coğrafik bölgeyi etkileyen büyük felaketlerdir. Her risk sigortalanabilir değildir. Herhangi bir riskin sigortalanabilir olması için öncelikle tanımlanabilir ve ortaya ıkarılabileği zararların tahmin edilebilir olması gereklidir. Örneğin bu kapsamda hisse senedi piyasasındaki beklenen zararların sigortalanabilmesi mümkün değildir. Doğal afetlerin ise en önemli özelliği ne zaman meydana geleğeğinin ve ortaya çıkaracağı zararların tam olarak tahmin edilmesinin mümkün olmamasıdır. Bu yüzden doğal afet risklerinin tahmin edilebilirliği düşüktür. Doğal afet risklerinin tahmin edilebilirliğinin düşük olması ise bu risklerin sigortalana bilirliğini zorlaŐtırmaktadır (Erpek, 2007, s. 2-3). Hisse senetlerine yatırım yapıldığında, nadiren meydana gelse de zenginliği oldukça azaltabilen, her zaman katastrofik risk için bir ihtimal vardır. ABD'de hisse senetleri piyasalarını kapsayan iki büyük depresyon ve Japon hisse senetlerinin 1980'lerde çöküşü örnek gösterilebilir. Böyle durumlarda, birçok yatırımcı hayatları boyunca tekrarını göremeyecekleri kadar yatırım değerlerinin azaldıklarına Őahit oldular. Belki katastrofik

risk ihtimali düşük olabilir ancak hisse sendi risk priminin bu riski yansıtmaya zorunluluğu vardır (Damodaran, 2009, s.298).

### **5.2.6. Davranışsal/İrrasyonel Bileşen**

İnsanların uygulamada verdiği kararları, özellikle de bunlar geleneksel iktisat teorilerinde söylenenler ile çatıştığına, burada açıklanmaya çalışılır. Davranışsalcılar, iktisadi insanın geleneksel iktisadi rasyonellik fikirlerini genişletmeye ve psikolojiden alınan karar verme modelleri ile değiştirmeye çalışırlar. Psikologlara göre insanlar, farklı oranda pişmanlık duygusu endişesi çekerler ve küçük bir risk duygusunu bile önlemek için faydadan vazgeçebilirler. Zihinsel bir çelişki de söz konusudur; genelde yeni kanıtlar ile ters düşen bir inanca bağlılık vardır; çünkü bu inanca uzun süredir bağlanılmış ve yaşatılmıştır. Geleneksel fayda teorisi, insanların geniş çerçevede düşünüldüğünde bireysel kararlar verdiğini varsayar. Ancak psikologlar, genelde yüzeysel sebeplerle bunların küçük bölümlere ayrıldığını bulmuşlardır. Bu ayrımın ardından insanlar diğer bölmelerdeki anlamları hesaba katmadan belirli bir zihinsel bölmedeki şeyler hakkında seçimler yaparlar (Bishop, 2013, s.81-82).

İnsanlar her zaman rasyonel bir şekilde davranmayabilirler. Hisse senedi risk priminin insan davranışlarındaki tuhaflıklardan belirlendiği ileri süren para yanılgısı (the money illusion) gibi görüşler vardır. Para yanılgısı, Keynes'e ait bir kavramdır ve insanların enflasyon yağmuru altında, aslında paranın değeri düşmesine rağmen kendilerinin zenginleştiğini düşünebilirler. Parasal yanılgı sebebiyle işçiler, aslında enflasyona göre düzelttiğinde daha iyi durumda olmamalarına rağmen, nominal ücret artışlarını hayat şartlarında bir iyileşme varmış gibi algırlar (Damodaran, 2009, s.298, Bishop, 2013, s.280-281).

### **5.3. Hisse Senedi Risk Priminin Tahmin Edilmesi**

Hisse senedi riski primlerini tahmin etmek için kullanılan üç ana yaklaşım vardır. Birincisi, yatırımcıların ve yöneticilerin gelecekteki hisse senedi getirileri hakkındaki beklentilerini anlayabilmek için *anket* yapmaktır. İkincisi, geçmişte hisse senetlerinden elde edilen getirileri risksiz yatırımlara ilişkilendirerek hisse senedi risk primini hesaplanır ve bu *tarihsel primler* beklentiler olarak kullanılır. Üçüncüsü, bugün

piyasada işlem gören varlıkların piyasa fiyatları veya piyasa oranlarına dayalı olarak ileriye dönük bir primi tahmin etmeye çalışmaktır; bunlar *zımni, üstü örtülü (implied)* hisse senedi risk primleri olarak kategori edilir (Damodaran, 2009, s.301).

### **5.3.1. Anket Yöntemi**

Finansal uzmanlar, akademisyenler, yöneticiler, yatırıma aracılık eden kişi veya kuruluşlar herhangi bir hisse senedi piyasasında var olan hisse senedi risk primi için ankete tabi olurlar. Anket sonuçları tutarlı hisse senedi risk primi tahminleri vermeyebilir.

- 1) 2015 yılında Türkiye için ERP tahmininiz nedir?
- 2) 2015 yılında Türkiye için kullandığınız risksiz faiz oranı nedir?
- 3) ERP'yi tahmin etmek için hangi yaklaşımı kullanıyorsunuz?

Canan (2015)'in yaptığı çalışmada kullandığı ankete ilişkin sorular yukardaki gibi oluşturulmuş ve örnek anket sorusu olabilmesi için bizim tezimizin bu kısmında yer verilmiştir. Yaklaşık 35 kişi veya kuruluş ile anket yapılmıştır. Ankete dayalı olarak yapılan çalışma sonucunda ortalama hisse senedi risk primi yüzde 8.84, ortalama risksiz faiz oranı 8.96 olmuştur. Arant (2014)'ün aktardığına göre, Fernandez, Aguirreamolla ve Corres (2012) çalışması anket yöntemine başka bir örnek olarak verilebilir. Bu çalışmada yazarlar dünya çapında finansal uzmanlara, akademisyenlere, analistlere bir mail göndererek ankete katılmalarını sağlamışlardır. Yapılan bu anket yardımıyla 2012 yılında 82 ülke için hisse senedi risk primlerini hesaplamışlardır. Bu çalışmadan ulaşılan temel sonuca göre ülkeler arasındaki hisse senedi risk primi farklılıkları tarihsel ve zımni yöntemlerle hesaplanarlardan daha düşük çıkmıştır (Arant, 2014, s.22-23). Bu anket düzenli olarak yenilenmektedir.

### **5.3.2. Tarihsel Primler**

Uzun vadede hisse senetleri üzerinden elde edilen gerçek getirilerin tahmin edildiği ve temerrüt edilmeyen gerçek getiriler ile karşılaştırıldığı tarihsel prim yaklaşımı en yaygın kullanılan yaklaşımdır. Temerrüt edilmeyen devlet tahvili ve hisse senetleri üzerinden elde edilen gerçek getirileri arasındaki fark hisse senedi risk primi olarak değerlendirilir (Damodaran, 2009, s.305).

Riske katlanmanın karşılığı olarak elde edilen fazladan getiri ya da yatırımcının üstlendiği varsayılan ortalama bir risk miktarının karşılanması için gerekli olan ek getiri olarak tanımlanan ERP, bu yaklaşımda hisse senedi getirisi eksi risksiz varlığın getirisi oranı şeklinde tanımlanır:

$$R_{Prim} = R_{Hisse\ Senedi\ Getirisi} - R_{Risksiz\ Faiz\ Oranı}$$

### 5.3.3. Üstü Örtülü (Implied) Primler

Tarihsel metot (historical method) denen yöntemde yatırımcıların geçmişte riski nasıl değerlendirdikleri hakkında bilgi verse de, gelecek dönemdeki hisse senedi risk primlerini tahmin etmek için yardım edemez; ancak hisse senedi risk primleri geleceğe yönelik değerlendirme yapmada da kullanılabilirler. Bunun için, zımni, üstü örtülü hisse senedi (implied) olarak değerlendirilen yaklaşım kullanılır (Arant, 2014, s.17). Damodaran\*, Godfrey & Espinosa (1996) modeline benzer bir model önermektedir (Canan, 2015, s.7). Bu metot çalışmanın uygulamalı kısmında daha detaylı açıklandığından burada kısa tutulmuştur. Buraya kadar açıklanan yöntemlerden tarihsel primler geçmişe dönük yaklaşım olarak kabul edilirken, üstü örtülü (implied) primler geleceğe dönük yaklaşımlar olarak kabul edilmektedir. Hisse senedi risk primini tahmin etmek veya hesaplamak için doğru metodu seçmek araştırmacının amaçlarına ya da hangi tarz yöntemi kullandığına bağlıdır (Arant, 2014, s.10).

*Godfrey-Espinosa Modeli*, *Kar Payı İskontolama Modeli* (Dividend Discount Model), *Artık Gelir Modeli* (Residual Income Model) hisse senedi risk primini tahmin etmek için kullanılan başka modeller de vardır.

Godfrey-Espinosa Modeli, tarihsel ERP hesaplamaları, genellikle gelişmekte olan ülkelerde bulunmayan uzun zaman serili tarihsel verileri gerektirir. Godfrey & Espinosa (1996) gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi ve tahvil piyasalarındaki ERP'ler tahmin etmek için kısa zaman serili bir model önermektedirler. Model aynı zamanda

---

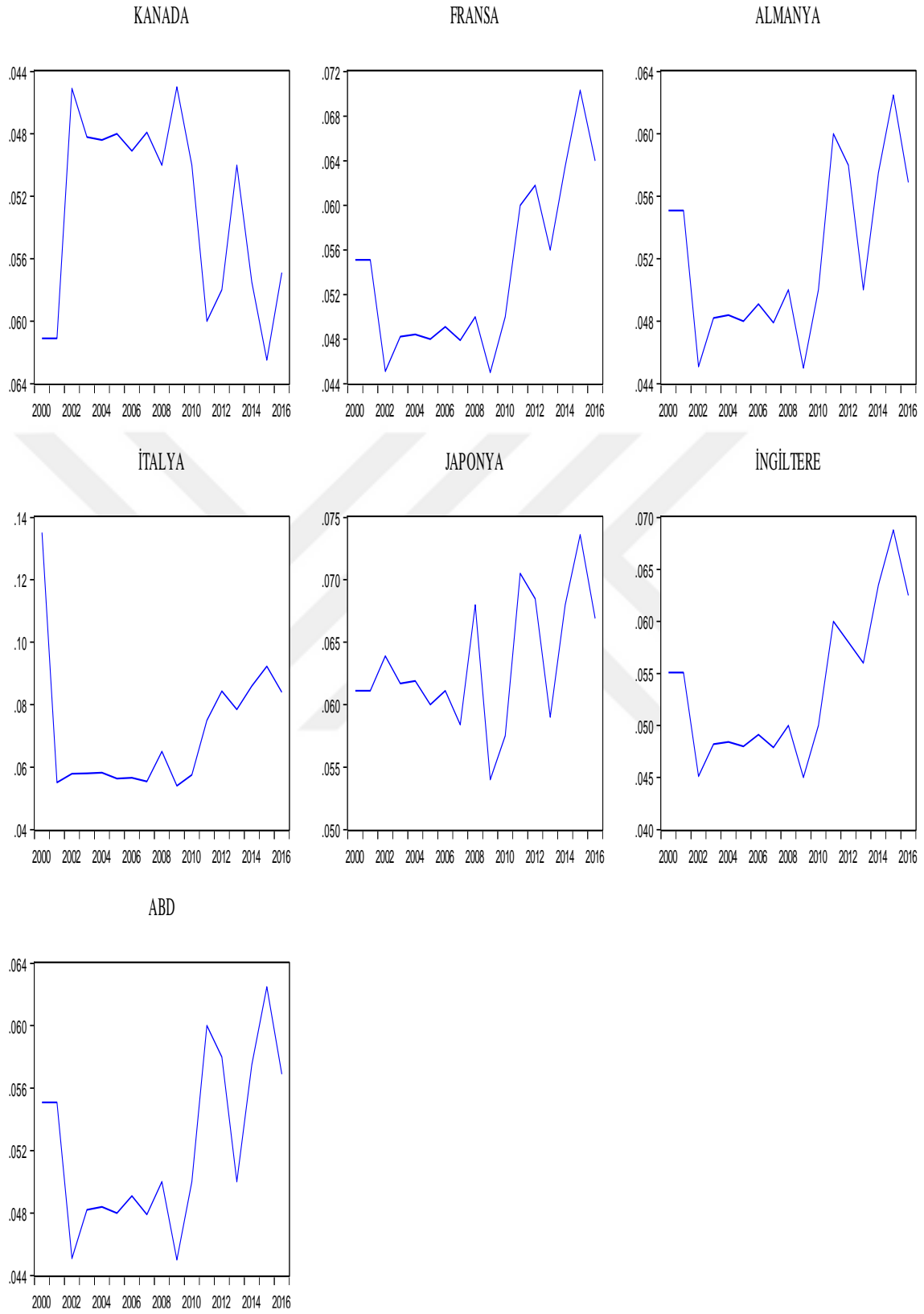
\* Bu çalışmada da Damodaran tarafından bu yöntemle hesaplanan hisse senedi risk primleri çalışmanın uygulama kısmında açıklanan değişken olarak kullanılmıştır. Kredi notu ve CDS primlerini hesaplamada temel alınan çalışma; Damodaran, Aswath, "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition", (Mart, 2015), Hazır: <http://ssrn.com/abstract=2581517>.

gelişmiş piyasalar için de kullanılabilir. Temel varsayım; gelişmekte olan bir piyasada işlem gören bir varlığın riskinin, varlığın piyasadaki volatilitésinin, gelişmiş bir piyasada işlem gören aynı varlık sınıfının oynaklığı ile karşılaştırılması suretiyle tahmin edilmesidir. Diğer bir deyişle, iki borsadaki göreceli volatilité, bu piyasalardaki hisse senedi yatırımlarının göreceli riskini yansıtmaktadır (Canan, 2015, s.6).

Kar Payı İskontoluma Modeli, tahminlerin geçmiş rakamlardan önemli ölçüde farklılık göstermesi ve işletme değerinin tarihi kazanç verilerine dayanarak gerçekleştirilmesi halinde büyük farklılıklar göstereceği durumlarda, değerlendirme yanlışlıklarının giderilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Bu yaklaşım, işletme değerinin, gelecekte elde edilmesi beklenen kazançların uygun bir iskonto oranı ile indirgenmiş şimdiki değerleri toplamı olduğu görüşüne dayanır.

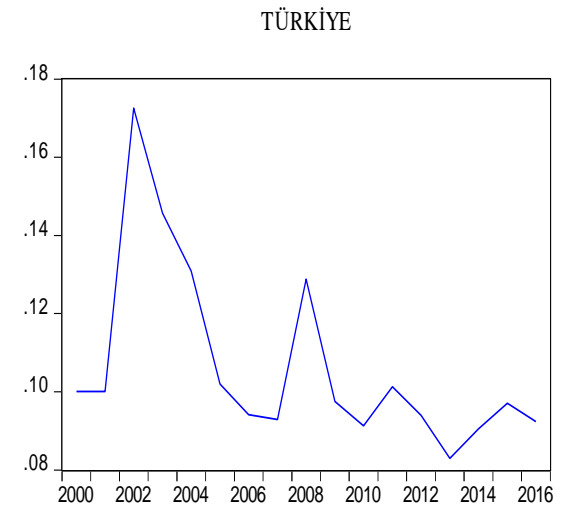
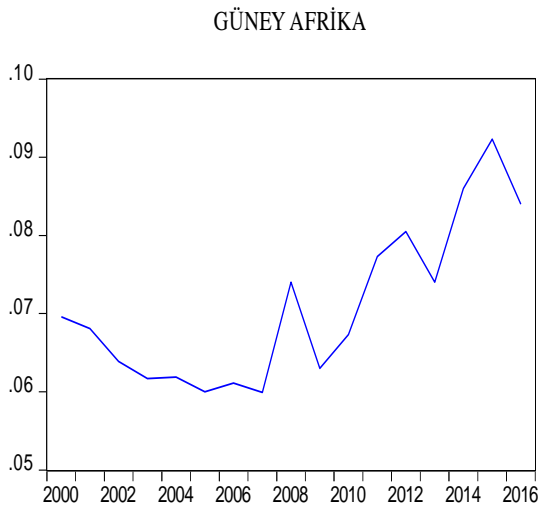
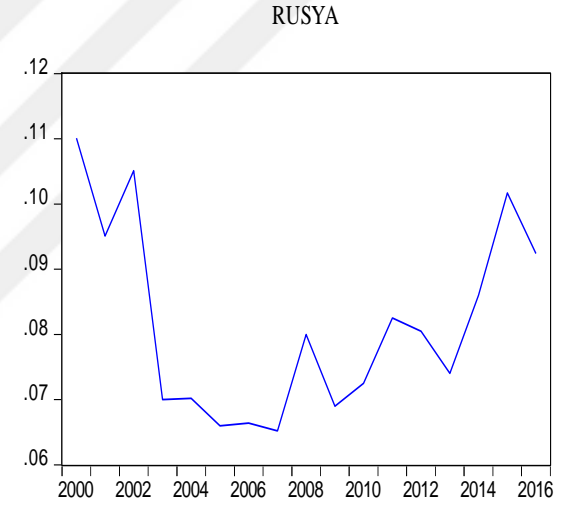
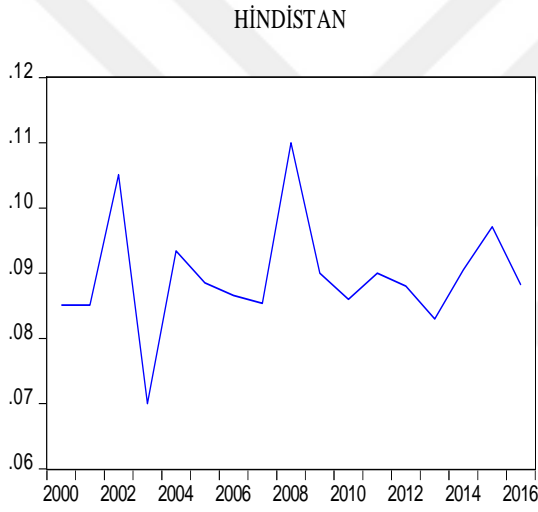
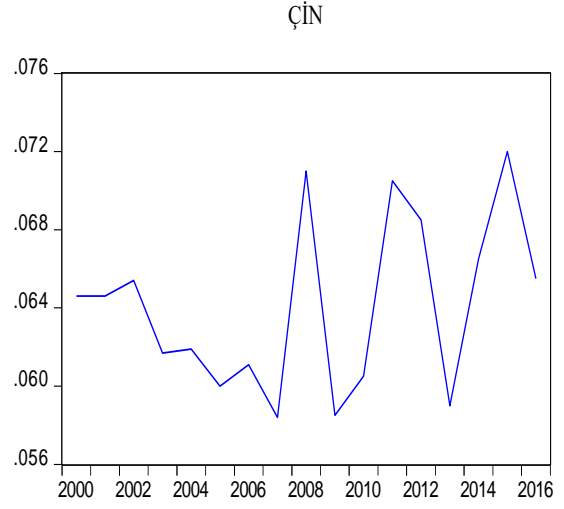
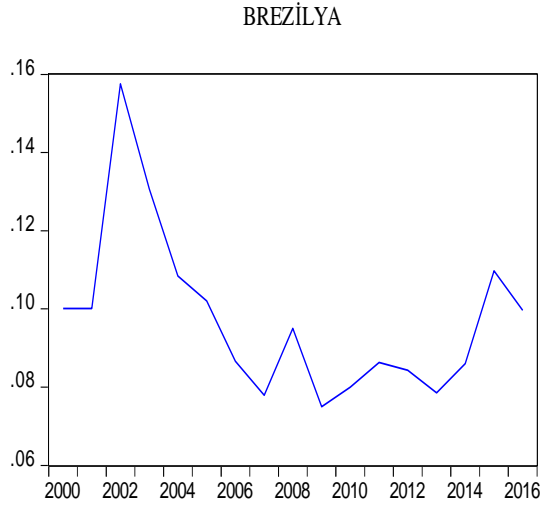
Artık gelir modeli, muhasebe bilgisinden yararlanarak firma performansının ölçülmesini sağlayan yöntemlerdendir. Bu yöntem, firma değerinin ve öz sermaye maliyetinin belirlenmesi için yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Temel olarak; firma değerinin, defter değeri ile gelecekte beklenen artık gelirin (residual income) şimdiki değerinin toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir. Bu sebeple artık gelirin belirlenme şekli ve defter değerinin tespiti artık gelir yöntemleri için kritik bir önem arz etmektedir. Ayrıca artık gelir yöntemlerinin doğru değeri bulabilmesi için öz sermayenin gerçek değerinin tespit edilmesi ve bu öz sermayenin alternatif maliyetinin de doğru olarak bulunması gerekmektedir. Çünkü modelin en önemli özelliği öz sermaye maliyetini kapsamasıdır (Yavuzarslan, 2007, s.4-5).

G7 ülkelerindeki hisse senedi risk priminin seyri Şekil 8'den, BRICS-T ülkelerindeki seyri de Şekil 9'dan takip edilebilir. Buna göre G7'de en istikrarsız ülke Kanada, BRICS-T'de ise Çin olmuştur. En istikrarlı ülkeler ise G7'de İtalya, BRICS-T'de ise Hindistan'dır. G7 ülkeleri içerisinde en yüksek hisse senedi risk primi İtalya'da, en düşük ABD'de kaydedilmiştir. G7 ülkelerinde hisse senedi risk priminin ortalaması yüzde 5,7'dir. BRICS-T ülkelerinde ise en yüksek hisse senedi risk primi Türkiye'de, en düşük ise Çin'de görülmüştür. BRICS-T ülkelerinde ortalama hisse senedi risk primi yüzde 11,3 olarak gözlemlenmiştir.



**Şekil 8:** G-7 Ülkelerinde Hisse Senedi Risk Primi  
**Kaynak:** <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Erişim Tarihi: 05.05.2017)





**Şekil 9: BRICS-T Ülkelerinde Hisse Senedi Risk Primi**  
**Kaynak:** <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Erişim Tarihi: 05.05.2017)

#### **5.4. G7 ve BRICS-T Ülkelerinin Ekonomi Politik Analizleri**

Uluslararası finans, Lenin'in emperyalizmin ve dünya savaşının nedeni olarak yüksek finansı ilan etmesinden az gelişmiş ülkelerin uluslararası bankaları ve resmi yardımları eleştirdiği 80'li yıllara kadar uluslararası ekonomi politiğin belki de en tartışmalı ve en vazgeçilmez unsuru olmuştur. Uluslararası finans alanında büyük bulmaca, uluslararası sistemde ABD'nin ve doların geldiği noktanın dünya ekonomisine muhtemel yansımaları hakkındadır. Zamanla zayıf doların statüsünde meydana gelen bu değişimin etkileri kesinlikle Amerika'nın çıkarları üzerine geliştirdiği bakış açısını ve diğer ülkelerle ilişkilerini değiştirecektir. Tarihsel olarak dünyanın öncü finansal gücünün iki temel sorumluluğu olduğu kabul edilmektedir: Birincisi, sermayeyi en etkili biçimde kullanabilecek bölgelere ve sanayilere aktarmaktır. İkincisi ise finansal bir krize karşı sistemi garantiye alacak son kredi merci olmaktır. Büyük Britanya bu rolü 19. yüzyılda gayet iyi oynamış ve 20. yüzyıldan şimdiye kadar da ABD aynı vazifeyi görmüştür. Şimdi ise finansal liderlik Japonya'dadır. Dönüşen uluslararası ekonominin geleceği, Japonya'nın bu rolü kabul edip etmemesine ve onu becerikli bir biçimde idare etmesine bağlı olacaktır (Gilpin, 2015, s.410-412).

##### **5.4.1. Ekonomik Analiz**

Çalışmanın bu kısmında tezde araştırılan konular ışığında hem G7 ülkelerinde hem de BRICS-T ülkelerinin ekonomi politiği yapılacaktır. Analiz yapılan ülkeler ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya ve Kanada'nın oluşturduğu G7 olarak da bilinen dünyanın en büyük ekonomisine sahip gelişmiş yedi ülkeden oluşan ülke grubu ile Brezilya, Çin, Güney Afrika, Hindistan, Rusya ve Türkiye gibi hem nüfus gücünü elinde tutan hem de ekonomik ve küresel anlamda söz sahibi olmaya çalışan 6 ülkeli BRICS-T ülkeleridir.

G7 ülkelerinde 2017 yılına ait nüfus, GSYH, KGSYH, enflasyon, işsizlik, bütçe, kamu net borcu, cari işlemler dengesi verilerinden oluşan ekonomik ve demografik göstergeler aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. G7'de en fazla nüfusa sahip ülkeler 325 milyon kişi ile ABD ve 126 milyon kişi ile Japonya'dır. En az nüfusa sahip ülke ise yaklaşık 37 milyon kişi ile Kanada'dır. Kişi başına gelirden lider ülke yaklaşık 59 bin \$ ile

yine ABD olurken, onu yaklaşık 45 bin \$ ile Kanada ve 44 bin \$ ile Almanya takip etmektedir. 2017’de enflasyon oranı G7’deki bütün ülkelerde yüzde 3’ün altında kalmıştır; en yüksek enflasyon oranına sahip ülke yüzde 2,45 ile ABD’dir ve diğer ülkelerde yüzde 1 civarındadır. İşsizlik oranı İtalya ve Fransa’da yüzde 10 civarında olup en yüksek işsizlik oranına sahip iki ülke konumundadır. Almanya dışındaki diğer G7 ülkelerinin bütçelerinin açık verdiği görülmektedir. Kamu net borcunun en yüksek olduğu ülkeler sırasıyla Japonya, İtalya ve ABD olarak göze çarpmıştır. Cari işlemler dengesi Almanya, İtalya ve Japonya’da pozitif, diğer ülkelerde negatiftir.

**Tablo 31**  
**Ülkelerin Ekonomik ve Demografik Göstergeleri: G7 (2017)**

	<b>ABD</b>	<b>Almaya</b>	<b>Fransa</b>	<b>İngiltere</b>	<b>İtalya</b>	<b>Japonya</b>	<b>Kanada</b>
<b>Nüfus (Milyon)</b>	325,72	82,85	67,19	66,19	60,48	126,71	36,96
<b>Nominal GSYH (Milyar \$)</b>	19 485	3 701	2 588	2 628	1 939	4 873	1 653
<b>Kişi Başı NGSYH (Bin \$)</b>	59 792	44 769	39 933	39 800	31 997	38 449	45 094
<b>Enflasyon (%)</b>	2,45	1,02	1,01	1,03	1,01	1	1,3
<b>İşsizlik (%)</b>	4,4	3,8	9,4	4,4	11,3	2,9	6,3
<b>Bütçe (GSYH'nın %'si)</b>	-3,5	1,3	-2,6	-2,3	-2,3	-4,5	-0,9
<b>Kamu Net Borcu (GSYH'nın %'si)</b>	105,4	64,1	97,0	85,3	131,8	253,0	89,6
<b>Cari İşlemler Dengesi (GSYH'nın %'si)</b>	-2,4	8,00	-0,8	-4,1	2,8	4,02	-3,00

**Kaynak:** IMF World Economic Outlook Database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx> (Erişim Tarihi: 05.05.2017)

BRICS-T’de en fazla nüfusa sahip ülkeler 1 milyar 390 milyon kişi ile Çin ve 1 milyar 283 milyon kişi ile Hindistan’dır. En az nüfusa sahip ülke ise yaklaşık 57 milyon kişi ile Güney Afrika’dır. Kişi başına gelirmede lider ülke yaklaşık 11 bin \$ ile Rusya olurken, onu yaklaşık 10,5 bin \$ ile Türkiye takip etmektedir. 2017’de en yüksek enflasyon oranına sahip ülke yüzde 11 ile Türkiye’dir. İşsizlik oranı Güney Afrika’da yüzde 28 civarında olup en yüksek işsizlik oranına sahip iki ülke konumundadır. Bütün ülkelerinin bütçelerinin açık verdiği görülmektedir. Kamu net borcunun en yüksek olduğu

lkeler sırasıyla Brezilya ve Hindistan'dır. Cari işlemler dengesi Çin ve Rusya'da pozitif, diğerk ülkelerde negatiftir.

**Tablo 32**  
**Ülkelerin Ekonomik ve Demografik Göstergeleri: BRICS-T (2017)**

	<b>Brezilya</b>	<b>Çin</b>	<b>Güney Afrika</b>	<b>Hindistan</b>	<b>Rusya</b>	<b>Türkiye</b>
<b>Nüfus</b> (Milyon)	207,66	1 390	57,73	1 283	146,9	80,81
<b>Nominal GSYH</b> (Milyar \$)	2 055	12 015	349	2 602	1 578	852
<b>Kişi Başi NGSYH</b> (Bin \$)	9 895	8 643	6 180	1 976	10 956	10 537
<b>Enflasyon</b> (%)	3,19	1,04	1,03	1,42	1,57	11,92
<b>İşsizlik</b> (%)	12,8	3,9	27,45	3,52	5,2	10,9
<b>Bütçe</b> (GSYH'nin %'si)	-7,8	-3,5	-4,6	-3,5	-1,5	-1,5
<b>Kamu Net Borcu</b> (GSYH'nin %'si)	74,04	47,6	53,1	68,7	12,6	28,3
<b>Cari İşlemler</b> <b>Dengesi</b> (GSYH'nin %'si)	-0,48	1,3	-2,5	-1,9	2,2	-5,5

**Kaynak:** IMF World Economic Outlook Database, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx> (Erişim Tarihi: 05.05.2017)

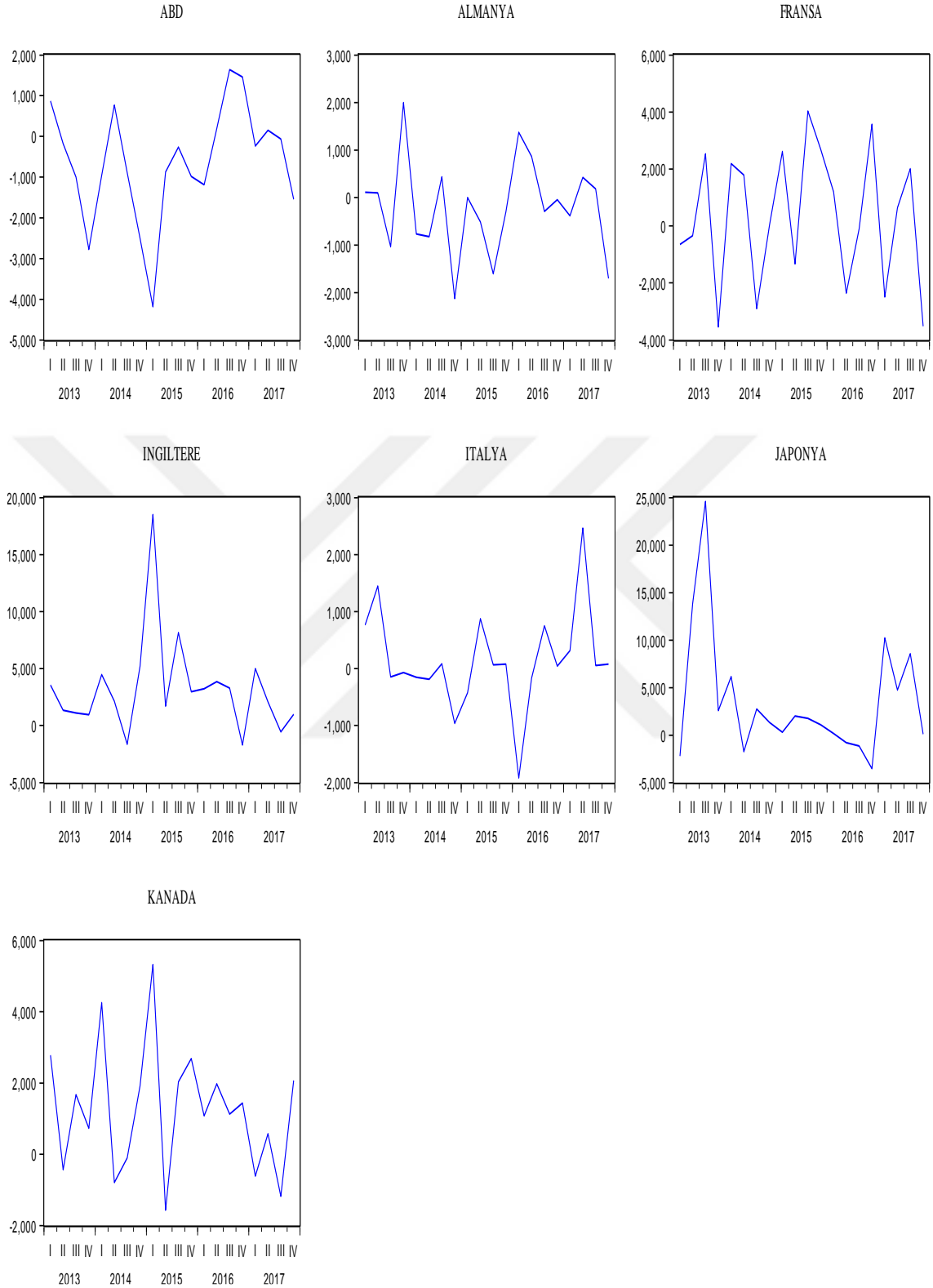
#### 5.4.2. Uluslararası Rezervler

Yaşanan ekonomik ve mali liberalleşme, sermaye piyasalarındaki küreselleşme ile iletişim teknolojisindeki gelişmeler sayesinde gerek mali yatırımcılar, gerekse fon kullanıcıları artık yalnızca faaliyet gösterdikleri ulusal piyasaların dar sınırlarına bağlı kalmak yerine uluslararası piyasalardaki fırsatları değerlendirme olanağına sahip durumundadırlar. Ancak bu durum yeni fırsatlar yaratırken aynı zamanda yeni riskleri de beraberinde getirmiştir. İşte bu fırsatlar ve risklerle birlikte uluslararası finans, birikmiş sermayeyi marjinal getirisi en yüksek olduğu ve dolayısıyla en etkin bir biçimde istihdam edilebileceği yere aktarmak başat işlevi ile modern dünya ekonomisinin bütünleşmesinde temel bir etken haline gelmiştir. Uluslararası sermaye dolaşımı, kıt olan yatırılabılır sermayenin görece getirinin az olduğu bölgelerden üretici katkısının çok olabileceği bölgelere aktarımı ile dünya ekonomisini srklemede önemli bir rol oynar. Bu yönüyle uluslararası finans uluslararası ekonomiyi birleştirerek onun dinamik doğasına katkıda bulunur (Seyidoğlu, 2003, s.2; Gilpin, 2015, s.371).

G7 ülkeleri için *toplam rezerv varlıklardaki değişim* 2013-2017 yılları arasında çeyreklik dönemler şeklinde değerlendirildiğinde, bütün ülkelerde istikrarsız bir durumun varlığından söz edilebilir. Şöyle ki, toplam rezervler ABD’de 2013, 2015’te azalmış, diğer yıllarda artmıştır. En büyük değişim 2015 yılında azalış şeklinde olmuştur. Almanya’da 2013, 2015’te artıp diğer yıllarda azalmıştır. Fransa’da daha istikrarsız bir yapı söz konusudur; her yılın 3. çeyreğinde artarak zirve yapan rezervler bu çeyrekte sonra azalmıştır. İngiltere’de, Japonya ve Kanada’da nerdeyse incelenen dönemin tamamında rezervlerdeki değişim artış göstermiştir. İtalya’da 2015 yılı hariç diğer yıllarda artış gözlenmiştir. BRICS-T ülkelerinden Brezilya’da incelenen dönemde büyük miktarlarda rezerv değişimi yaşandığı söylenebilir. 2013 yılında 5 milyon \$ azalmışken 2014’te bir o kadar artmıştır. Çin’de 2013’ten 2016’ya kadar sürekli olarak bir azalma yaşanmışken 2017’de bir toparlanma söz konusu olmuştur. Güney Afrika ve Türkiye’de istikrarsız bir yapı varken, Rusya ve Hindistan’da nispeten daha istikrarlı bir yapı hâkimdir.

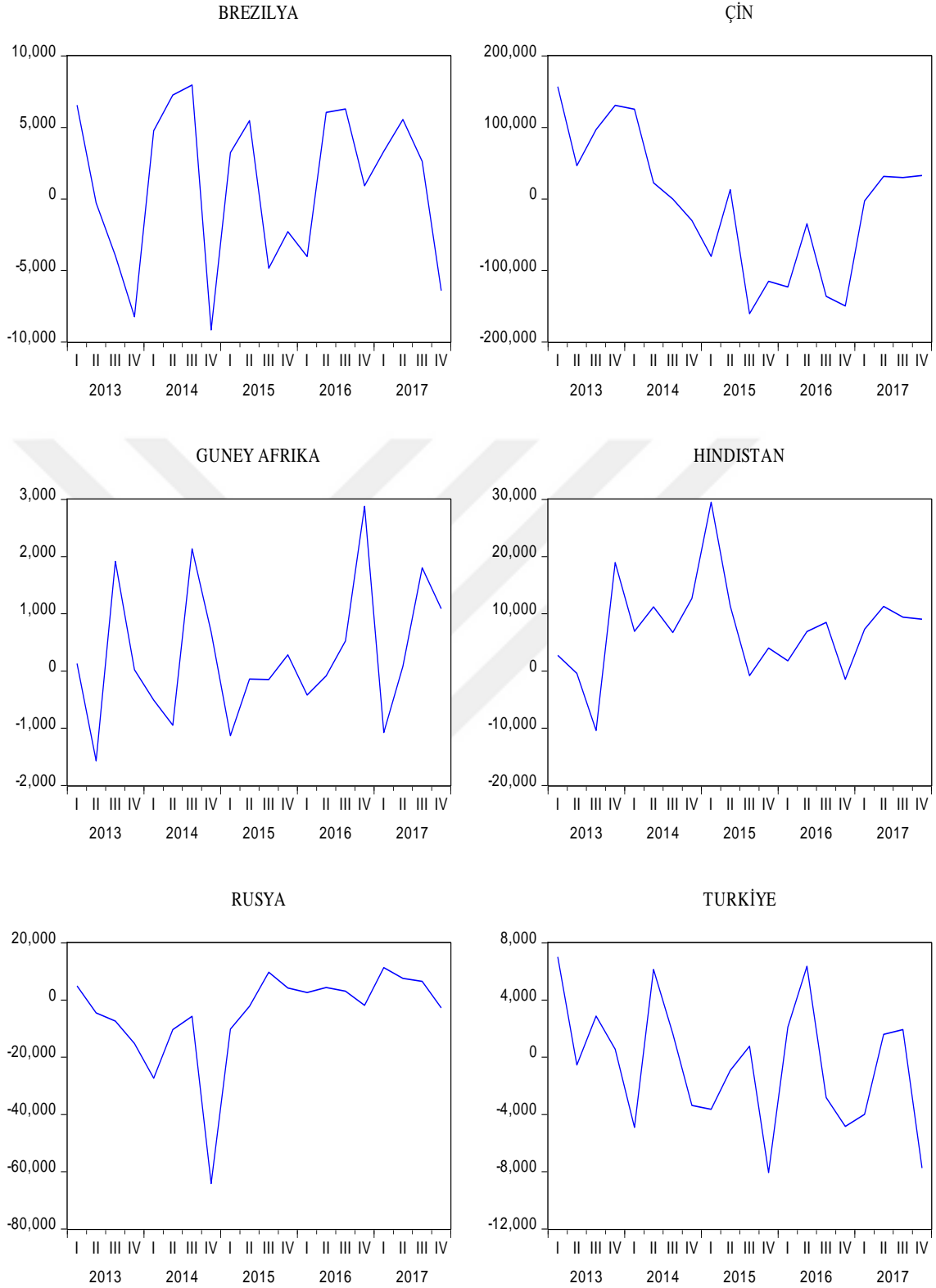
G7 ülkeleri için *altın miktarındaki değişim* incelendiğinde ABD’de sürekli bir azalma vardır. Kanada da ise sürekli olmasa da artış söz konusudur. Fransa’da ise değişim hep azalış yönünde olmuş ve bu azalış 2010-2016 arasında nispeten daha iyi bir görünüm sergilemiştir. İngiltere’de azalış incelenen dönemde her yıl devam etse de miktarı değişmiştir. İtalya’daki altın miktarındaki değişim her yıl artış göstermiştir. Japonya’da 2013 ve 2014’te azalış meydana gelse de 2015’ten sonra giderek artış yaşanmıştır. Kanada’da ise 2014 ve 2016’da artış yaşanırken, diğer yıllar azalış gözlenmiştir. BRICS-T ülkelerinden Brezilya’da ve Güney Afrika’da 2013 ve 2014’te değişim negatif olurken diğer yıllar pozitif olmuştur. Çin’de ve Rusya’da değişim her yıl pozitif olurken değişen şey sadece ne kadar artış yaşandığıyla ilgilidir. Hindistan ve Türkiye’de ise değişim hep negatif yönlü olmuştur.

G7 ülkeleri için *rezerv yeterliliği* yani rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı, kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bir bölümünün geri ödemesini rezervlerle gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir. Bu oranın “1”in üzerinde olması tercih edilmektedir. İncelenen dönemde G7’de sadece 2013, 2014 ve 2016’da ABD, BRICS-T’de ise 2013, 2014 ve 2017’de Çin tarafından sağlanmıştır.

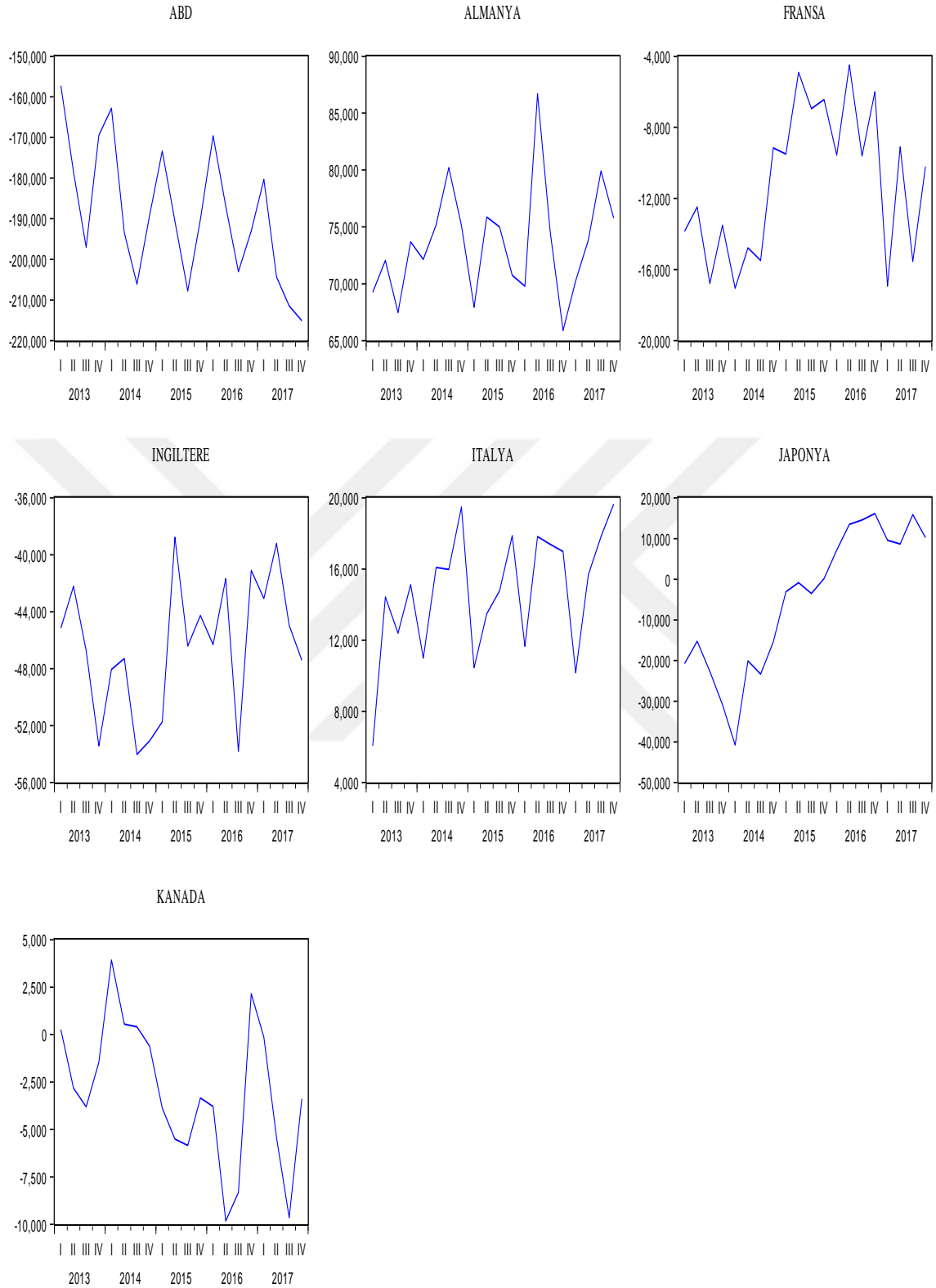


**Şekil 10:** Toplam Rezervlerin Değişimi: G7 (Net, Milyon Dolar, 2013-2017)

**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data>, (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



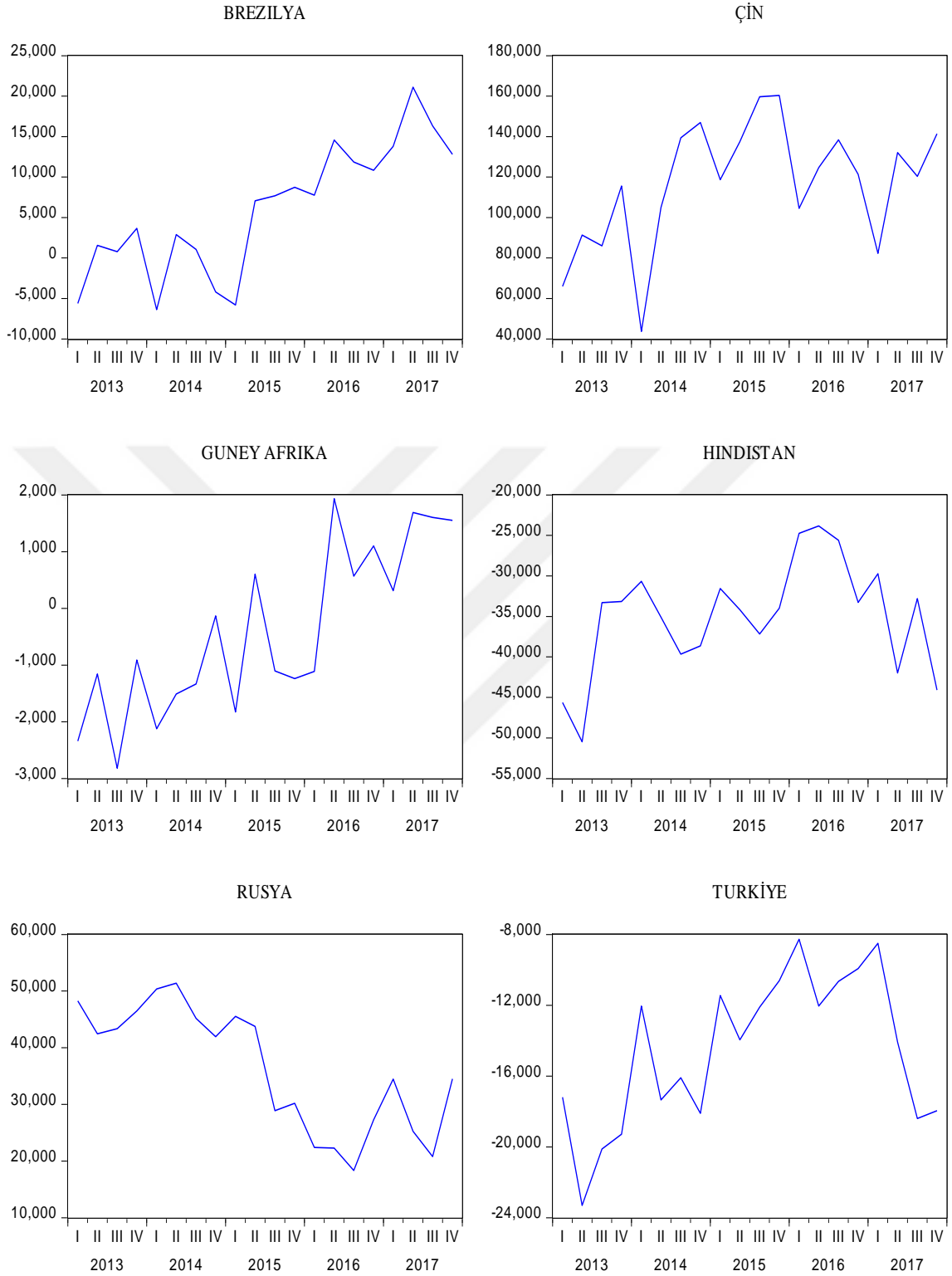
**Şekil 11:** Toplam Rezervlerin Değişimi: BRICS-T (Net, Milyon Dolar, 2013-2017)  
**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data>, (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



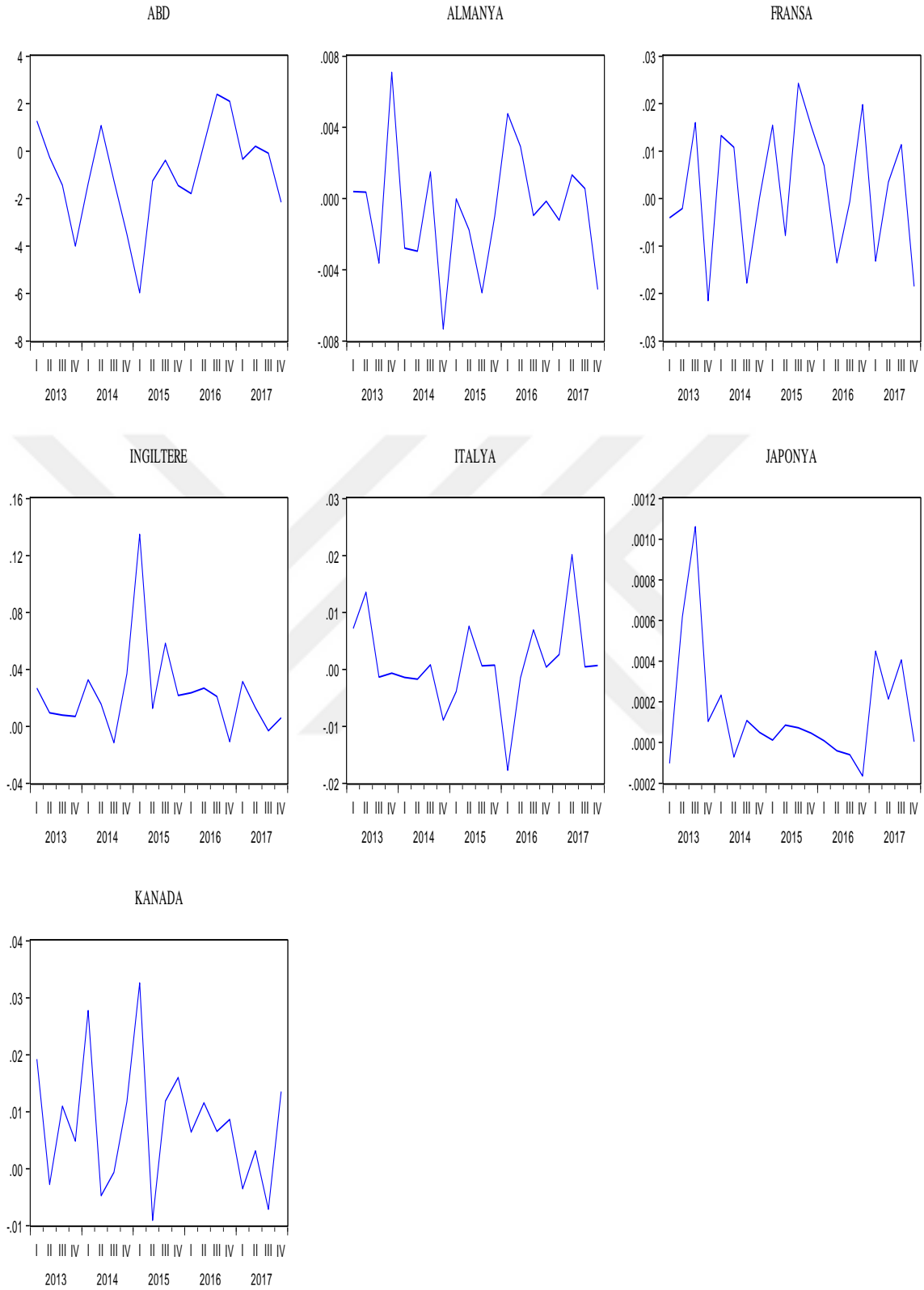
**Şekil 12:** Altın Miktarındaki Değişim: G7 (Net, Milyon Dolar, 2013-2017)

**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data>, (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



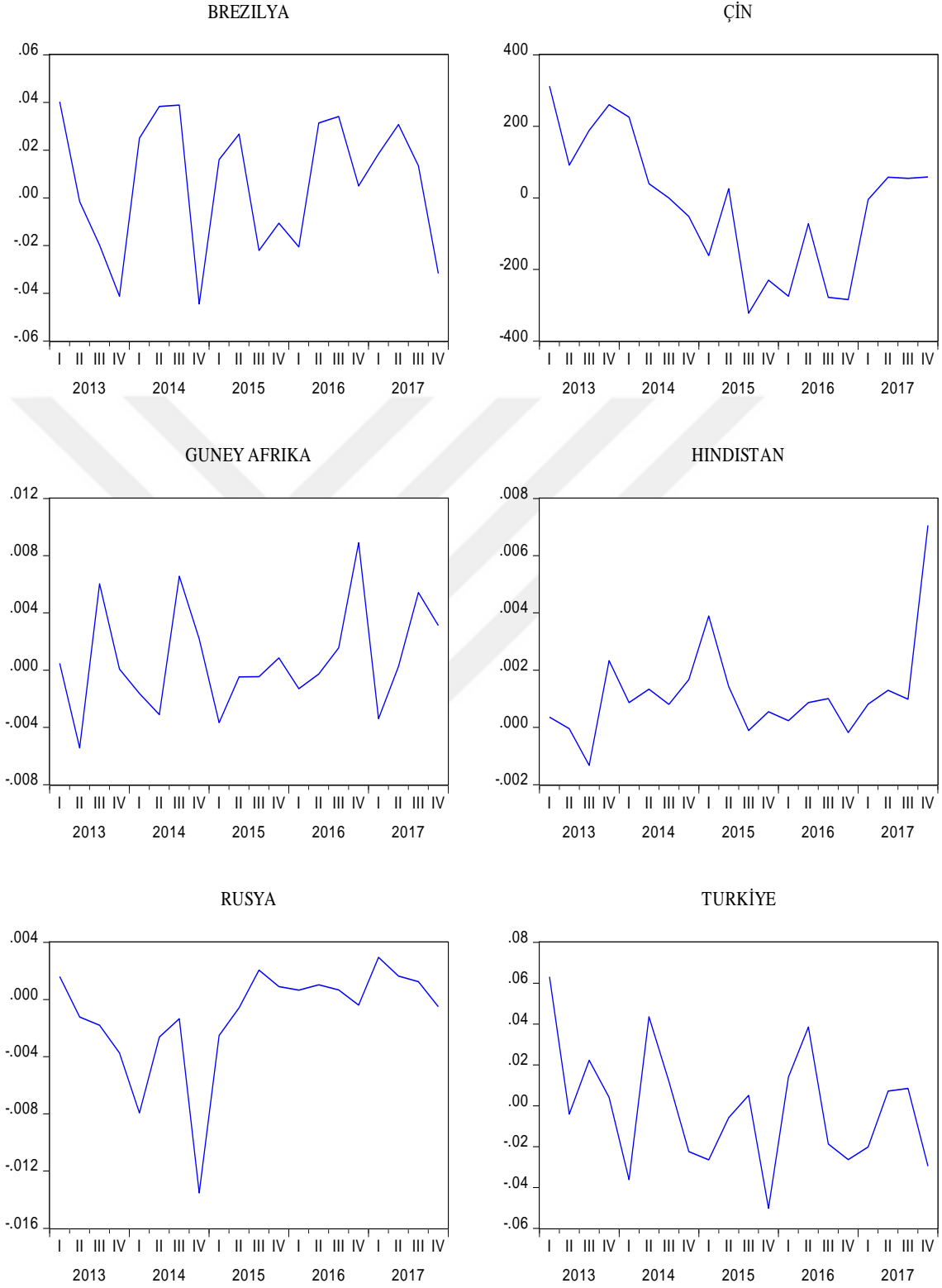


**Şekil 13:** Altın Miktarındaki Değişim: BRICS-T (Net, Milyon Dolar, 2013-2017)  
**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data>, (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



Şekil 14: Rezerv Yeterliliği: G7 (2013-2017)

**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data> (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

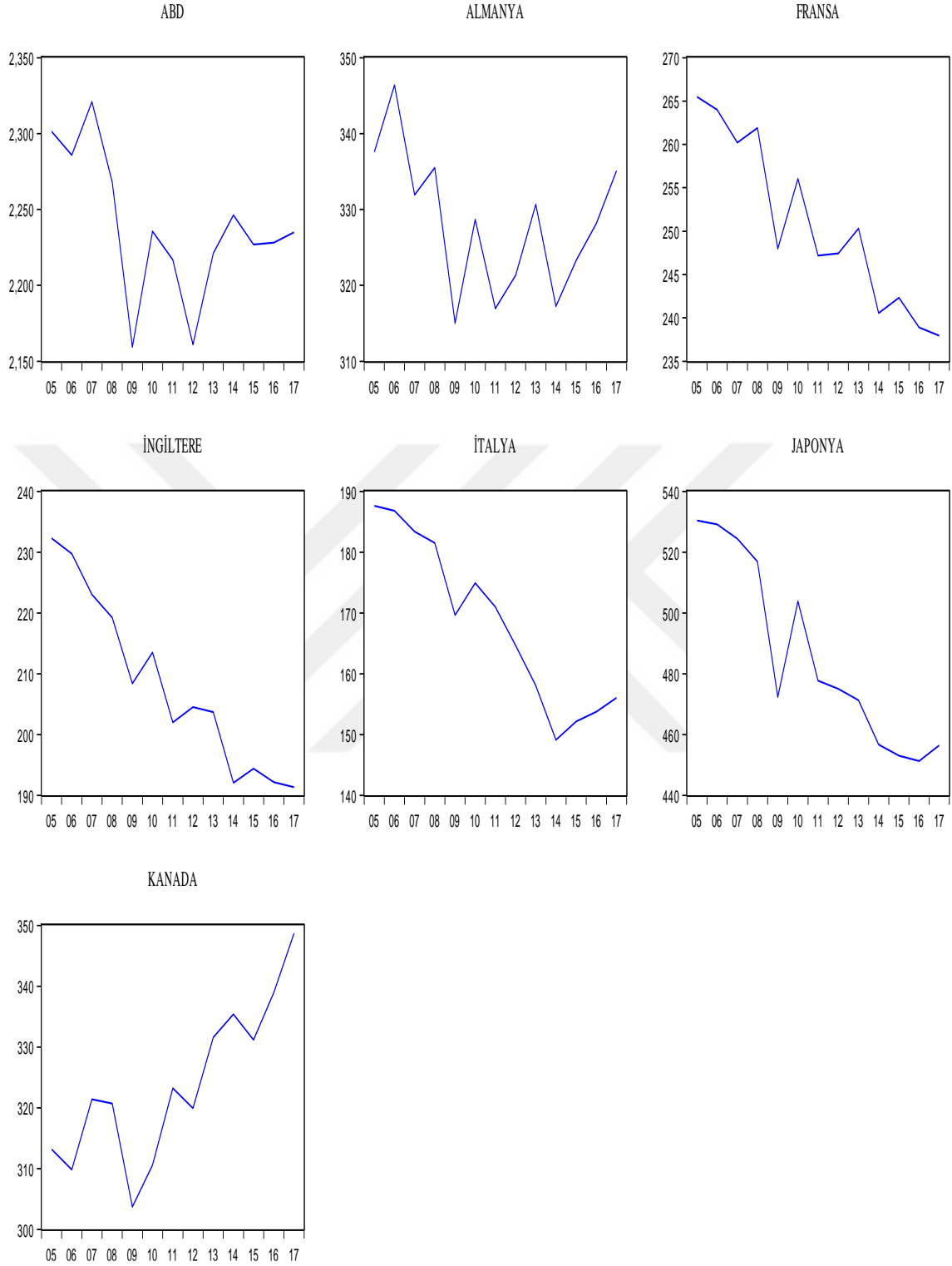


**Şekil 15:** Rezerv Yeterliliği: BRICS-T (2013-2017)  
**Kaynak:** International Financial Statistics (IFS), <https://www.imf.org/en/Data>, (02.05.2018).

### 5.4.3. Enerji

Dünyada kullanılmakta olan enerjinin çoğu birincil enerji kaynaklarından elde edilmektedir. Ülkelerin enerji tüketimleri nüfuslarıyla doğru orantılıdır; nüfusu daha çok olan bir ülkenin daha fazla enerji tüketmesi beklenir. 2005-2017 yılları arasında G7 ülkelerinin enerji tüketimleri incelendiğinde nüfusu en fazla ülke olan ABD'nin enerji tüketiminin en düşük olduğu yıllar olan 2009 ve 2012'de bile, enerji tüketiminde G7 ülkeleri arasında ikinci sırada yer alan Japonya'dan tam 4 kat daha fazladır. ABD'nin enerji tüketimi 2008'den 2009'a keskin bir düşme yaşamış; incelenen dönemde ortalama olarak 2 250 MTOE enerji tüketimi vardır. Japonya, G7 ülkeleri arasında en fazla enerji tüketen 2. ülke olmasında nüfusunun yüksek olmasının doğrudan etkisi vardır. 2005'te yaklaşık 530 MTOE olan birincil enerji tüketimi, giderek azalarak 2017'ye gelindiğinde 430 MTOE'e kadar düşmüştür. İtalya, İngiltere ve Fransa, Japonya'daki duruma benzer bir durum vardır; birincil enerji tüketimleri 2005-2017 yılları arasında düzenli olmasa da giderek azalma göstermiştir. G7 ülkelerinden Almanya'nın birincil enerji tüketimi ne sürekli artmış, ne de sürekli azalmıştır; istikrarsız bir seyir sergilemiştir. 2008'den 2009'a enerji tüketimi keskin bir düşüş yaşasa da 2017'ye gelindiğinde 2008'deki tüketim seviyesine gelmiştir. Kanada G7 ülkeleri arasında incelenen dönemde, 2009 hariç, enerji tüketimi sürekli artan tek ülkedir.

2005-2017 yılları arasında BRICS-T ülkelerinin enerji tüketimleri incelendiğinde, bu ülkelerin gelişmekte olan ülkeler oluşları, enerjiye daha bağımlı olmalarından ötürü nüfuslarının yüksek oluşları ile enerji ihtiyaçlarının ve dolayısıyla da tüketimlerinin nüfusla beraber artış göstermesine neden olmuştur diyebiliriz. Brezilya'nın, Çin'in, Hindistan'ın ve Türkiye'nin 2005-2017 yılları arasında birincil enerji tüketimleri sürekli olarak artmıştır. Çin'in nüfusunun diğer ülkelere nispeten çok daha yüksek olması, enerji tüketimini de diğer ülkelere daha fazla olmasına neden olmuştur. Enerji tüketiminde BRICS-T ülkeleri arasında ikinci sırada yer alan Rusya'dan tam 4 kat daha fazladır. Güney Afrika'da 2005'ten 2006'ya birincil enerji tüketimi büyük miktarda artış göstermiştir ve daha sonraki yıllarda da bu seviyelerde kalmıştır. Rusya ise enerji tüketimi 2008'den 2009'a keskin düşüş yaşasa da incelenen dönemde giderek artmıştır.



**Şekil 16:** Ülkelere Göre Birincil Enerji Tüketimi: G7 (2005-2017, Tüm ürünler, MTOE)  
**Kaynak:** BP Statistical Review of World Energy 2017, <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html> (Erişim Tarihi: 15.05.2018).



**Şekil 17:** Ülkelere Göre Birincil Enerji Tüketimi: BRICS-T (2005-2017, Tüm ürünler, MTOE)

**Kaynak:** BP Statistical Review of World Energy 2017, <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html>, (15.05.2018).

#### 5.4.4. Silahlanma

Ülkeler kendilerini muhtemel bir saldırıya karşı korumak veya düşmanı saldırıdan caydırmak amacıyla silahlanmaktadır. Tablo 33'te G7 ülkelerindeki silah harcamaları, 2016 ve 2017 yılları için kişi başına, kamu harcamalarının ve GSYH'nin yüzdesi olarak verilmiştir. Buna göre G7 ülkeleri içerisinde her iki yılda en çok silah harcaması yapan ülkeler sırasıyla ABD, Fransa, İngiltere, Japonya, Almanya, İtalya ve en az silahlanma harcaması yapan ülke ise Kanada'dır. ABD'de her iki yılda GSYH'nin yaklaşık yüzde 3'ü silahlanma harcamasına gitmektedir. Fransa'da yüzde 2,3 ve İngiltere'de yüzde 1,8. ABD'de kişi başına düşen silahlanma harcaması 2016 yılında 1862 \$ iken 2017'de 1879 \$'a çıkmışken, Fransa'da, 886 \$'dan 889 \$'a yükselmiştir. ABD'de 2016 ve 2017'de kamu harcamalarının yaklaşık yüzde 9'u silahlanma veya savunma harcaması olarak yapılmıştır. G7 ülkelerinde kamu harcamalarından silahlanmaya en az pay ayıran ülke her iki yılda da yaklaşık yüzde 2,7'lik oranla Almanya olmuştur.

**Tablo 33**  
**Silahlanma Harcamaları: G7 (Milyon Dolar)**

Ülke	2016 Sabit Fiyatlarıyla		GSYH'nin Yüzdesi Olarak		Kişi Başına		Kamu Harcamalarının Yüzdesi Olarak	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>ABD</b>	600106	597178	% 3,2	% 3,1	1862,6	1879,3	% 9,0	% 8,8
<b>Almanya</b>	41579	43023	% 1,2	% 1,2	507,6	539,8	% 2,7	% 2,7
<b>Fransa</b>	57358	56287	% 2,3	% 2,3	886,2	889,1	% 4,1	% 4,0
<b>İngiltere</b>	48119	48383	% 1,8	% 1,8	731,4	713,1	% 4,7	% 4,7
<b>İtalya</b>	28206	28417	% 1,5	% 1,5	474,6	492,5	% 3,1	% 3,1
<b>Japonya</b>	46471	46556	% 0,9	% 0,9	363,8	356,0	% 2,6	% 2,6
<b>Kanada</b>	18132	19837	% 1,2	% 1,3	499,7	561,6	% 2,9	% 3,1

Kaynak: SIPRI, <https://www.sipri.org/databases/milex> (Erişim Tarihi: 15.10.18).

Tablo 34’te BRICS-T ülkelerindeki silah harcamaları, 2016 ve 2017 yılları için kişi başına, kamu harcamalarının ve GSYH’nin yüzdesi olarak verilmiştir. Buna göre BRICS-T ülkeleri içerisinde her iki yılda en çok silah harcaması yapan ülkeler sırasıyla Çin, Rusya, Hindistan, Brezilya, Türkiye ve en az silahlanma harcaması yapan ülke ise Güney Afrika’dır. BRICS-T ülkelerinde 2016 yılında GSYH’den en büyük payı ayıran ülke yaklaşık yüzde 5,5’lik oranla Rusya olurken, onu Hindistan ve Türkiye izlemiştir. 2017 yılında Rusya’nın GSYH’den silahlanmaya ayırdığı pay yüzde 4,3’e gerilemişken Hindistan’da aynı kalmış Türkiye de ise yüzde 2,2’ye yükselmiştir. Kişi başına silahlanmaya ve kamu harcamalarından en çok pay ayıran ülke her iki yılda da Rusya olmuştur.

**Tablo 34**  
**Silahlanma Harcamaları: BRICS-T (Milyon Dolar)**

Ülke	2016 Sabit Fiyatlarıyla		GSYH’nin Yüzdesi Olarak		Kişi Başına		Kamu Harcamalarının Yüzdesi Olarak	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>Brezilya</b>	24225	25751	% 1,3	% 1,4	116,7	139,9	% 3,4	% 3,7
<b>Çin</b>	216031	228173	% 1,9	% 1,9	153,9	161,9	% 6,0	% 6,1
<b>Güney Afrika</b>	3172	3110	% 1,1	% 1,0	56,6	63,8	% 3,3	% 3,1
<b>Hindistan</b>	56638	59757	% 2,5	% 2,5	42,8	47,7	% 9,0	% 9,1
<b>Rusya</b>	69245	55327	% 5,5	% 4,3	481,0	460,7	% 14,8	% 12,0
<b>Türkiye</b>	17854	19580	% 2,1	% 2,2	224,5	225,3	% 5,9	% 6,4

**Kaynak:** SIPRI, <https://www.sipri.org/databases/milex> (Erişim Tarihi: 15.10.18).

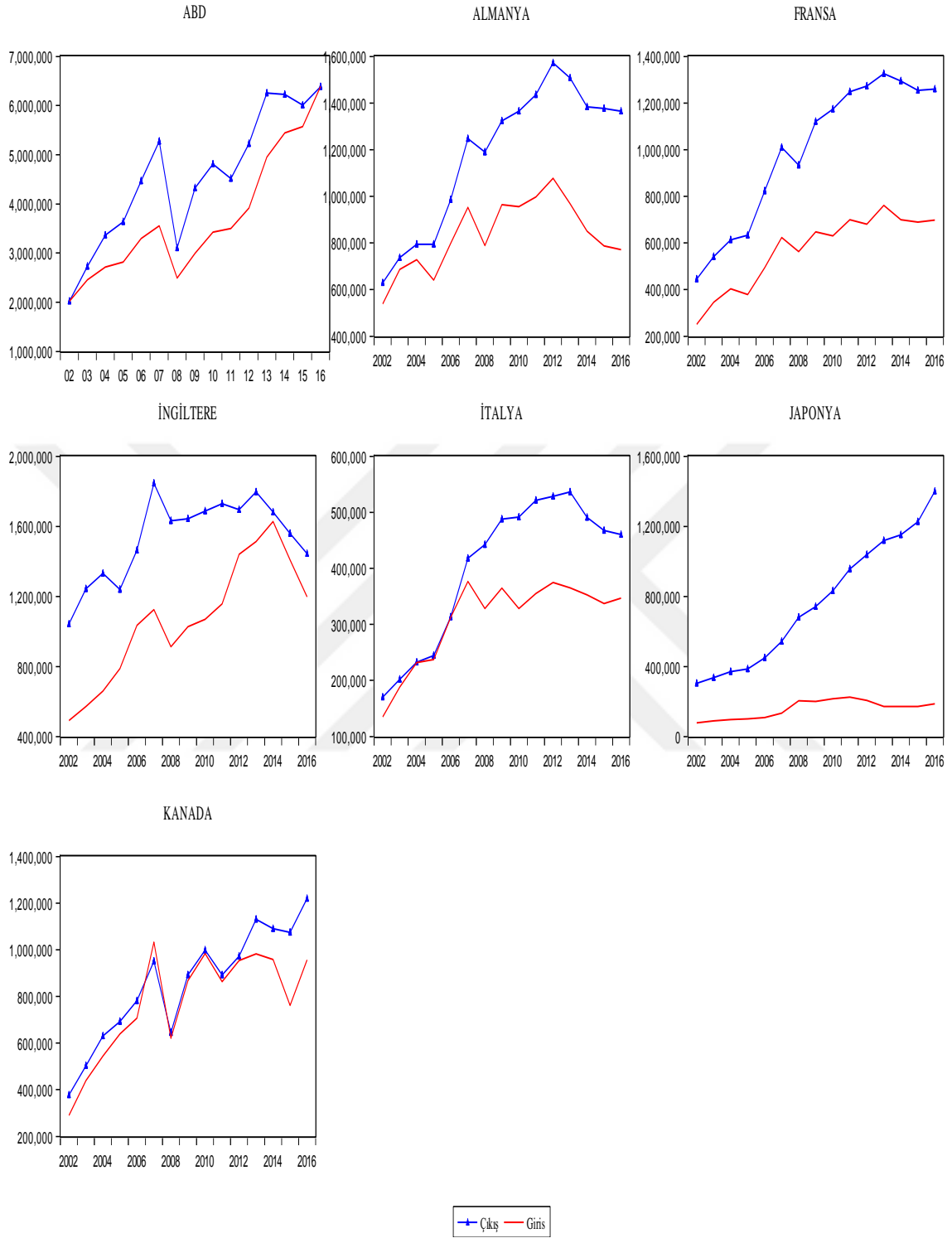


#### 5.4.5. Portföy Yatırımları

Ekonomik kalkınma için gerekli fonların ülke içerisinde sağlanamaması, tasarrufların yetersiz olduğu anlamına gelir ve bu noksanlık, yatırımların yetersizliğine, yatırımların yetersizliği de üretimin yetersizliğine neden olmaktadır. Üretim yetersizliği gelirin yetersizliğine, o da doğal bir sonuç olarak tasarruf yetersizliğine neden olur. Bu kısır döngünün dışına çıkabilmenin yolu yatırımların artırılmasıdır. Diğer bir ifadeyle, fona ihtiyaç duyan ekonomik birimlerin ihtiyacı, diğer bir ülkede oluşturulan yabancı fonların ülkeye getirmesiyle karşılanabilmektedir. Böyle bir ekonomik yapı içerisinde uluslararası finansın yeri, sınır aşan sermaye hareketleridir. Fon talep eden birimlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak, mal ve hizmet üretmek veya menkul kıymet yatırımı yapmak amaçlarıyla dış dünyadan ülkeye veya ülkeden dış dünyaya yönelen sermaye hareketleri uluslararası finansın çalışma alanını oluşturmaktadır. Birer finansal kaynak olan uluslararası tahvil piyasası, döviz piyasası ve hisse senedi piyasalarının işleyiş koşullarının, finansman araçlarının ve piyasalar arası ilişkilerin incelenmesi de uluslararası finansmanın konusunu oluşturmaktadır (Yalçınar, 2012, s.4-5).

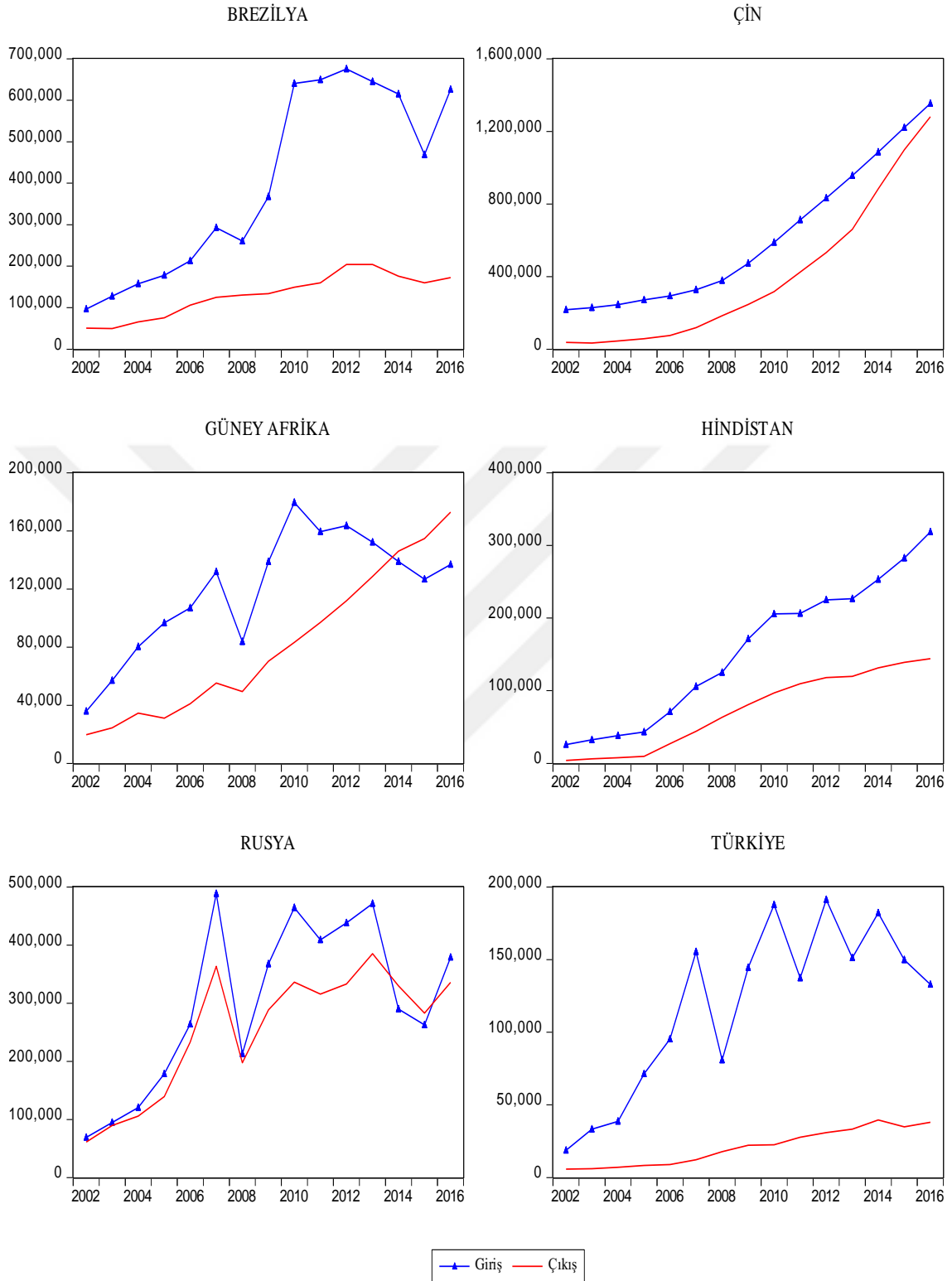
G7 ülkeleri için portföy giriş ve çıkışları da aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. 2002-2016 yılları arasında bütün ülkeler için söyleyebileceğimiz şeylerden ilki çıkışların her yıl girişlerden daha fazla miktarda olduğudur. ABD'nin giriş ve çıkışları hacim olarak diğer ülkelere göre çok daha fazladır. Portföy giriş ve çıkışları arasında fark Japonya, Almanya, İtalya ve Fransa'da giderek artmıştır. Bu ülkelerde portföy çıkışları artarken girişleri azalmıştır. İngiltere'de ise çıkışlar ve girişler arasındaki fark yıllar geçtikçe azalmıştır. ABD ve Kanada'da portföy çıkışları ve girişleri birbirlerine yakın hareket etmişlerdir.

BRICS-T ülkelerindeki portföy giriş ve çıkışlarına bakıldığında Türkiye'nin portföy girişlerinin her ne kadar dalgalanmalı da olsa istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Yine Brezilya, Çin ve Hindistan'ında incelenen dönemde sürekli olarak portföy girişleri yaşadığını söylemek mümkündür. Bu ülkelerde portföy çıkışları ve girişleri sürekli olarak artış göstermiştir. Güney Afrika ve Rusya ise son dönemde portföy girişlerinden daha fazla miktarda portföy çıkışıyla karşılaşmıştır.



Şekil 18: Portföy Giriş ve Çıkışları: G7 (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS_ChosenLang=en) (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



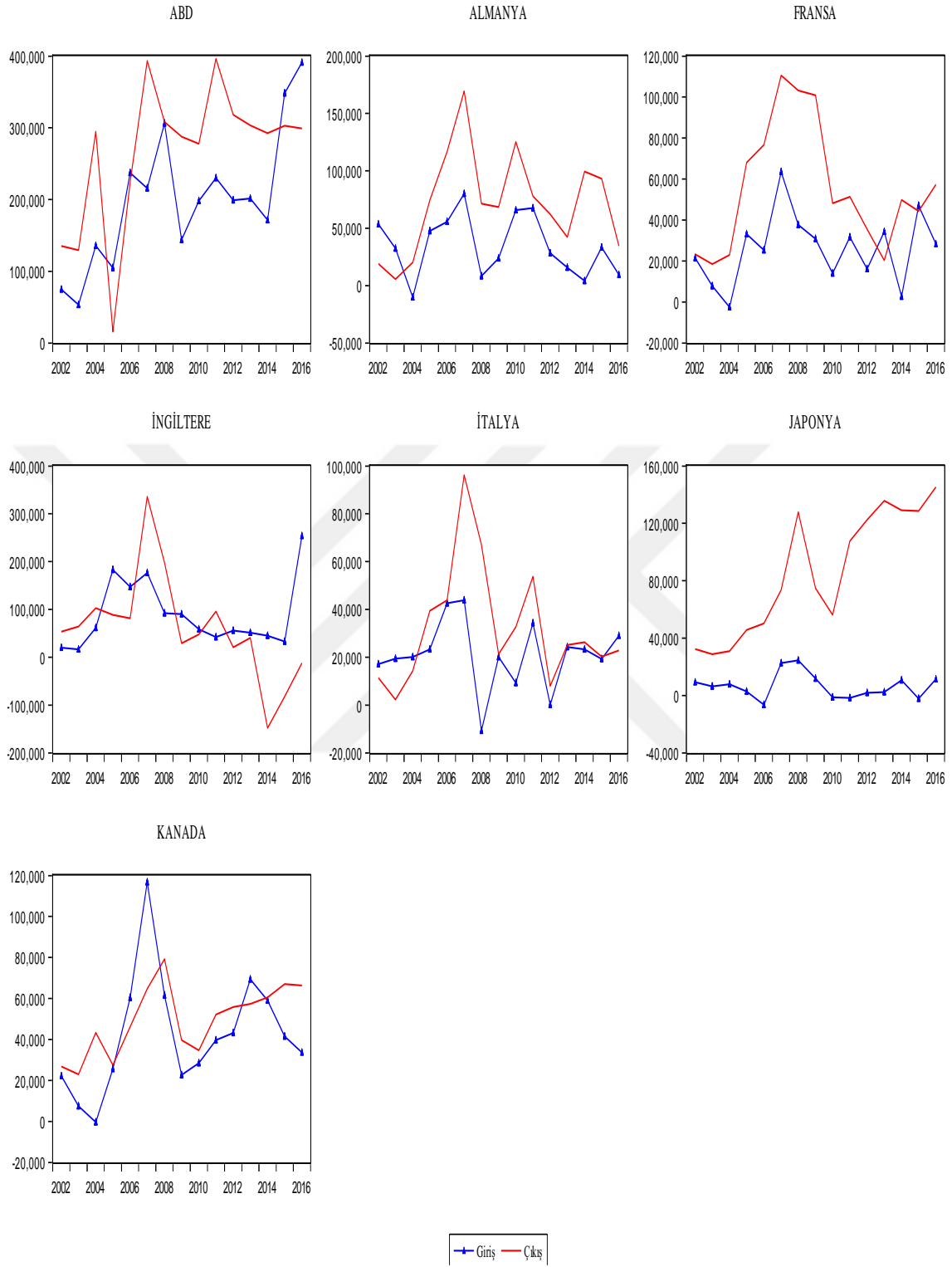
**Şekil 19:** Portföy Giriş ve Çıkışları: BRICS-T (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?CS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?CS_ChosenLang=en) (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

#### 5.4.6. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

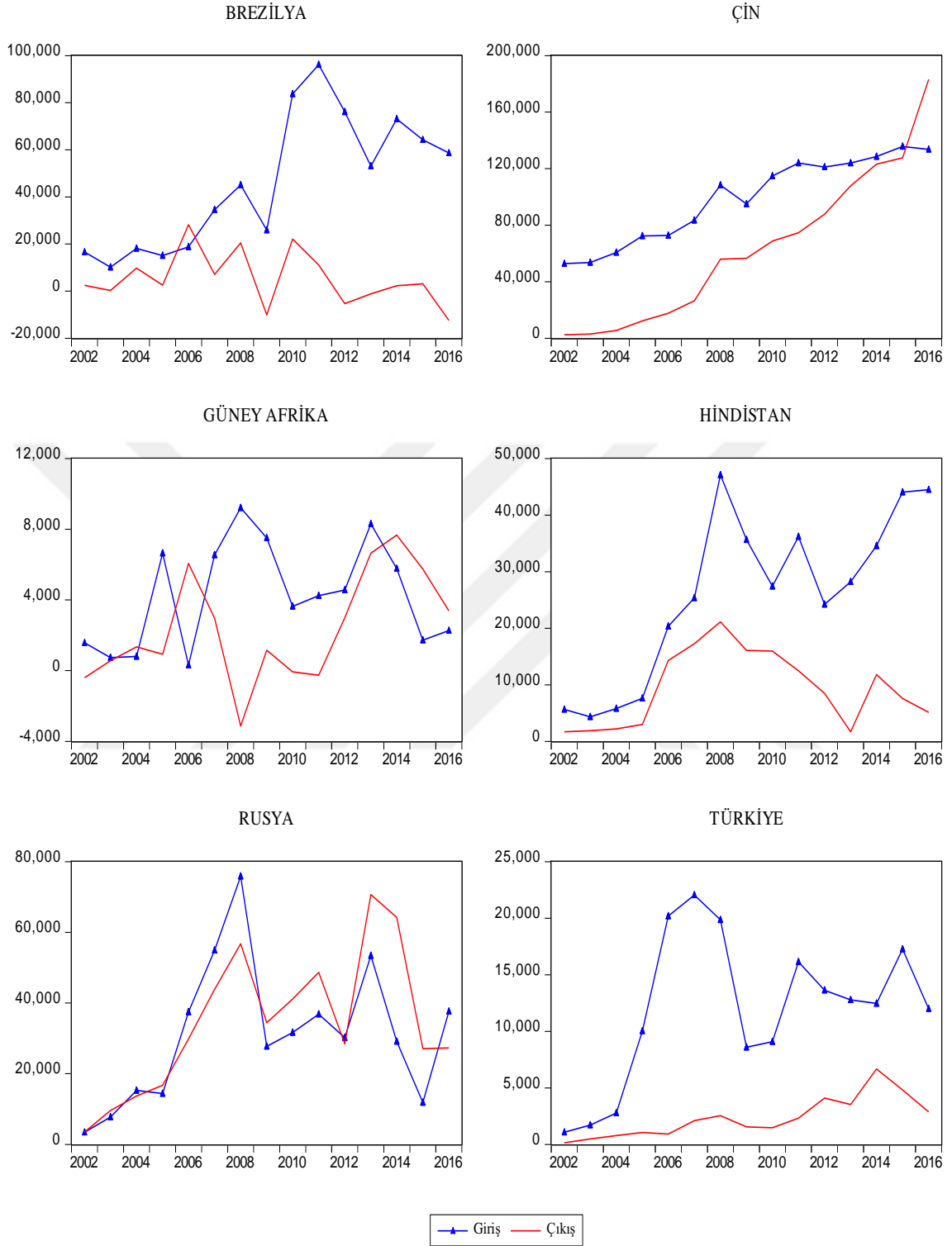
Doğrudan yatırımlar, geleneksel olarak Merkez Bankası ödemeler dengesinde sınır ötesi sermaye hareketleri olarak görünür. Gelişmekte olan bir ülkenin aldığı doğrudan yatırımın miktarı, ödemeler bilançosundan yararlanılarak hesaplanmaktadır. G7 ülkeleri için doğrudan yabancı sermaye girişleri ve çıkışları aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. Buna göre 2002-2016 yılları arasında ABD’de çıkışların dip yaptığı yıl 2005, zirve yaptığı yıl 2007 ve 2011 yıllarıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2003, zirve yaptığı yıl ise 2016 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2011 yılıdır. Almanya’da ise, çıkışların dip yaptığı yıl 2003, zirve yaptığı yıl 2007 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2004, zirve yaptığı yıl ise 2007 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2007 yılıdır. Fransa’da çıkışların dip yaptığı yıl 2014, zirve yaptığı yıl 2007 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2004 ve 2014, zirve yaptığı yıl ise 2007 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2007 yılıdır. İngiltere’de çıkışların dip yaptığı yıl 2014, zirve yaptığı yıl 2007 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2003, zirve yaptığı yıl ise 2016 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2014 yılıdır. İtalya’da çıkışların dip yaptığı yıl 2003, zirve yaptığı yıl 2007 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2008, zirve yaptığı yıl ise 2006 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2008 yılıdır. Japonya’da incelenen dönemde doğrudan yabancı sermaye çıkışları girişlerinden fazla olmuş ve her yıl artmıştır. Kanada’da çıkışların dip yaptığı yıl 2003, zirve yaptığı yıl 2008 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2004, zirve yaptığı yıl ise 2007 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2007 yılıdır.

BRICS-T ülkeleri için doğrudan yabancı sermaye girişleri ve çıkışlarına bakıldığında, Brezilya, Çin, Hindistan ve Türkiye’de incelenen dönemde doğrudan yabancı sermaye girişleri, çıkışlarından fazla olmuştur. Girişler ile çıkışlar arasındaki fark Brezilya’da 2012, Çin’de 2006, Hindistan’da 2016, Türkiye’de ise 2007 yılı olmuştur. Rusya’da çıkışların dip yaptığı yıl 2002, zirve yaptığı yıl 2007 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2002, zirve yaptığı yıl ise 2006 ve 2013 yılları olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2013 yılıdır. Güney Afrika’da çıkışların dip yaptığı yıl 2006, zirve yaptığı yıl 2014 yılıdır. Girişlerin dip yaptığı yıl 2002, zirve yaptığı yıl ise 2008 yılı olmuştur. Farkın en fazla olduğu yıl ise yine 2008 yılıdır.



**Şekil 20:** Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları:G7 (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS_ChosenLang=en) (Erişim Tarihi: 02.05.2018).



**Şekil 21:** Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri ve Çıkışları: BRICS-T (2002-2016, Milyon Dolar)

**Kaynak:** Birleşmiş Milletler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri, [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx sCS_ChosenLang=en) (Erişim Tarihi: 02.05.2018).

## 5.4.7. Ülke Riskine Ait Göstergeler

### 5.4.7.1. Ülkelerin Risk Notları

Kredi notu, derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan, çeşitli finansal araçların risk ihtimalini gösteren kılavuzdur. G7 ülkelerinin uzun vadeli uluslararası döviz cinsinden ilan edilen son üç not aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. S&P, Moody's, Fitch'in ülkelere verdiği notlar incelendiğinde, en yüksek not alan ülkeler Almanya ve Kanada olurken en düşük not alan ülke İtalya olmuştur.

**Tablo 35**  
**Ülkelerin Risk Notları: G7 (Uzun Vadeli, Uluslararası Döviz Cinsinden İlan Edilen Son Üç Not)**

Standard and Poor's			Fitch		
ABD	2018	10.06.2013	05.08.2011	05.04.2018	11.04.2017
	AA+ (Stable)	AA+ (Stable)	AA+ (Negative)	AAA (Stable)	AAA (Stable)
Almaya	2018	13.01.2012	05.12.2011	09.02.2018	01.09.2017
	AAA (Stable)	AAA (Stable)	AAA (Negative)	AAA (Stable)	AAA (Stable)
İngiltere	2018	27.06.2016	12.06.2015	27.04.2018	27.10.2017
	AA (Negative)	AA (Negative)	AAA (Negative)	AA (Negative)	AA (Negative)
Fransa	2018	21.10.2016	10.10.2014	20.07.2018	26.01.2018
	AA (Stable)	AA (Stable)	AA (Negative)	AA (Stable)	AA (Stable)
İtalya	2018	27.10.2017	05.12.2014	16.03.2018	20.10.2017
	BBB (Stable)	BBB (Stable)	BBB- (Stable)	BBB (Stable)	BBB (Stable)
Japonya	13.04.2018	16.09.2015	26.04.2011	25.04.2018	27.04.2017
	A+ (Positive)	A+ (Stable)	AA-(Negative)	A (Stable)	A (Stable)
Kanada	2018	29.07.2002	-	20.07.2018	24.07.2017
	AAA (Stable)	AAA (Stable)	-	AAA (Stable)	AAA (Stable)
Moody's					
ABD	25.04.2018	18.07.2013	02.08.2011		
	Aaa (Stable)	Aaa (Stable)	Aaa (Negative)		
Almaya	2018	24.02.2017	28.02.2014		
	Aaa (Stable)	Aaa (Stable)	Aaa (Stable)		
İngiltere	2018	22.09.2017	24.06.2016		
	Aa2 (Stable)	Aa2 (Stable)	Aa1 (Negative)		
Fransa	04.05.2018	18.09.2015	19.09.2014		
	Aa2 (Positive)	Aa2 (Stable)	Aa1 (Negative)		
İtalya	25.05.2018	06.10.2017	07.12.2016		
	Baa2 (Under Review)	Baa2 (Negative)	Baa2 (Negative)		
Japonya	2018	06.12.2017	30.08.2016		
	A1 (Stable)	A1 (Stable)	A1 (Stable)		
Kanada	2018	27.10.2017	02.11.2016		
	P-1	P-1	Aaa (Stable)		

**Kaynak:** <https://countryeconomy.com/ratings> (Erişim Tarihi: 07.07.2018).

BRICS-T ülkelerinin uzun vadeli uluslararası döviz cinsinden ilan edilen son üç not aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. S&P, Moody's, Fitch'in ülkelere verdiği notlar incelendiğinde, en yüksek not alan ülkeler Çin ve Endonezya olurken en düşük not alan ülke Brezilya ve Türkiye olmuştur.

**Tablo 36**  
**Ülkelerin Risk Notları: BRICS-T (Uzun Vadeli, Uluslararası Döviz Cinsinden İlan Edilen Son Üç Not)**

Standard and Poor's				Fitch		
Brezilya	11.01.2018	15.08.2017	17.02.2016	09.04.2018	26.05.2017	15.03.2017
	BB- (Stable)	BB (Negative)	BB (Negative)	Ba2 (Stable)	Ba2 (Negative)	Ba2 (Stable)
Çin	2018	21.09.2017	31.03.2016	2018	24.05.2017	02.03.2016
	A+ (Stable)	A+ (Stable)	AA- (Negative)	A1 (Stable)	A1 (Stable)	Aa3 (Negative)
Endonezya	2018	19.05.2017	02.05.2013	13.04.2018	08.02.2017	28.01.2016
	BBB- (Stable)	BBB- (Stable)	BB+ (Stable)	Baa2 (Stable)	Baa3 (Positive)	Baa3 (Stable)
Güney Afrika	2018	24.11.2017	04.12.2015	23.03.2018	24.11.2017	09.06.2017
	BB (Stable)	BB (Stable)	BBB- (Negative)	Baa3 (Stable)	Baa3 (Under Review)	Baa3 (Negative)
Rusya	23.02.2018	17.03.2017	16.09.2016	25.01.2018	17.02.2017	22.04.2016
	BBB- (Stable)	BB+ (Positive)	BB+ (Stable)	Ba1 (Positive)	Ba1 (Stable)	Ba1 (Negative)
Türkiye	01.05.2018	27.01.2017	04.11.2016	01.06.2018	07.03.2018	17.03.2017
	BB- (Stable)	BB (Negative)	BB (Stable)	Ba2 (Under Review)	Ba2 (Stable)	Ba1 (Negative)
Moody's						
Brezilya	23.02.2018	10.11.2017	19.05.2017			
	BB- (Stable)	BB (Negative)	BB (Negative)			
Çin	20.03.2018	13.07.2017	21.11.2016			
	A+ (Stable)	A+ (Stable)	A+ (Stable)			
Endonezya	2018	20.12.2017	19.07.2017			
	BBB (Stable)	BBB (Stable)	BBB- (Positive)			
Güney Afrika	15.06.2018	23.11.2017	01.06.2017			
	BB+ (Stable)	BB+ (Stable)	BB+ (Stable)			
Rusya	23.02.2018	22.09.2017	31.03.2017			
	BBB- (Positive)	BBB- (Positive)	BBB- (Stable)			
Türkiye	13.07.2018	19.01.2018	21.07.2017			
	BB (Negative)	BB+ (Stable)	BB+ (Stable)			

**Kaynak:** <https://countryeconomy.com/ratings> (Erişim Tarihi: 07.07.2018).



G7 ve BRICS-T ülkelerinin hisse senedi risk primini açıklayan ICRG tarafından hesaplanan ekonomik, finansal ve politik risk primleri aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

Ekonomik risk primi; kişi başına gayri safi yurt içi hâsıla, reel GSYH'deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYİH ve cari hesap/GSYİH kalemlerinin toplamından oluşur. Finansal risk primi; dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ihracat, ithalata ödenen net likidite ve döviz kuru istikrarı kalemlerinin toplamından oluşur. Politik risk primi; hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi kalemlerinin toplamından oluşur. Bütünleşik risk; ekonomik risk, politik risk ve finansal risklerin toplamından oluşmaktadır.

ICRG tarafından hesaplanan primlerinde büyük sayıdan küçük sayıya doğru risk unsurunun artması hali, incelemeye çalıştığımız ilişki bakımından sakıncalıdır. Bu sebeple çalışmada risk prim verileri, sayı küçüldükçe risk potansiyelinin azalacağı şekilde düzeltilmiştir. Bu sebeple çalışmada kullanılan ekonomik, finansal ve politik risk primleri, ERP endeksi ile pozitif ilişki gösterecek şekilde, yani risk unsurunun primin büyümesi ile artacağı, küçülmesi ile azalacağı şekilde düzeltilmiştir. Bu yapmak için de bütün veriler 1'e bölünmüş ve normalleştirme yapılmıştır.

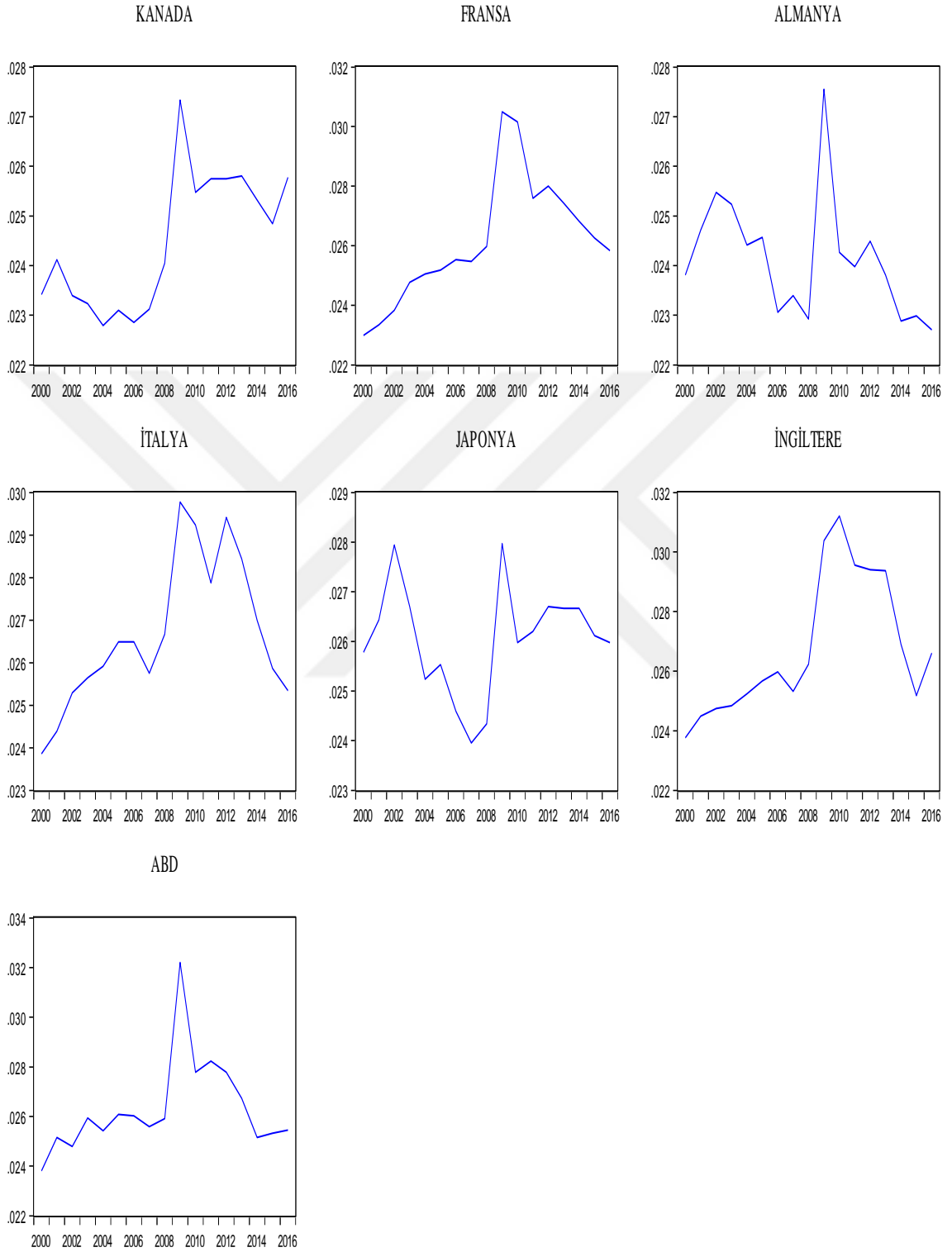
G7 ülkelerinde *ekonomik riski* gösteren aşağıdaki şekle bakıldığında, ekonomik riskin sürekli arttığı veya sürekli azaldığı bir ülke olmamıştır; istikrarsız bir görünüm söz konusudur. Bütün G7 ülkelerinde 2008-2009 döneminde ekonomik riskin arttığı söylenebilir. G7 ülkeleri içerisinde incelenen dönemde, ortalama olarak, en yüksek ekonomik risk İngiltere'de (yüzde 2,67), en düşük ekonomik risk ise Almanya'da (yüzde 2,41) görülmüştür. G7 ülkelerinde ortalama ekonomik risk yüzde 2,58'tir. BRICS-T ülkelerinde ise ekonomik riski gösteren şekle bakıldığında, Hindistan'da, Rusya'da ve Güney Afrika'da 2008-2009 döneminde ekonomik risk primlerinde keskin bir yükseliş meydana gelmiştir. BRICS-T ülkelerinde, ortalama olarak, en yüksek ekonomik risk Türkiye'de (yüzde 3,17), en düşük ekonomik risk ise Çin'de (yüzde 2,51) görülmüştür. BRICS-T ülkelerinde ortalama ekonomik risk yüzde 2,83'tür.

G7 ülkelerinde *finansal riski* gösteren aşağıdaki şekle bakıldığında, ortalama olarak en yüksek finansal risk ABD’de (yüzde 2,99), en düşük finansal risk ise Japonya’da (yüzde 2,24); G7 de ortalama finansal risk yüzde 2,59’tur. G7 ülkelerinden Fransa’da düşük seviyelerde seyreden finansal risk 2009 yılından sonra artmaya başlamıştır. Fransa ile beraber Kanada, İtalya, Japonya ve İngiltere’de finansal risk giderek artmıştır. BRICS-T ülkelerinde ise finansal riski gösteren şekle bakıldığında, bu ülkelerde finansal riskin G7 ülkelerine nispeten daha istikrarlı bir trende sahip olduğu söylenebilir. BRICS-T ülkelerinde, ortalama olarak, en yüksek finansal risk Türkiye’de (yüzde 3,11), en düşük finansal risk ise Çin’de (yüzde 2,14) olduğu görülmektedir. BRICS-T ülkelerinde ortalama finansal risk yüzde 2,57’dir.

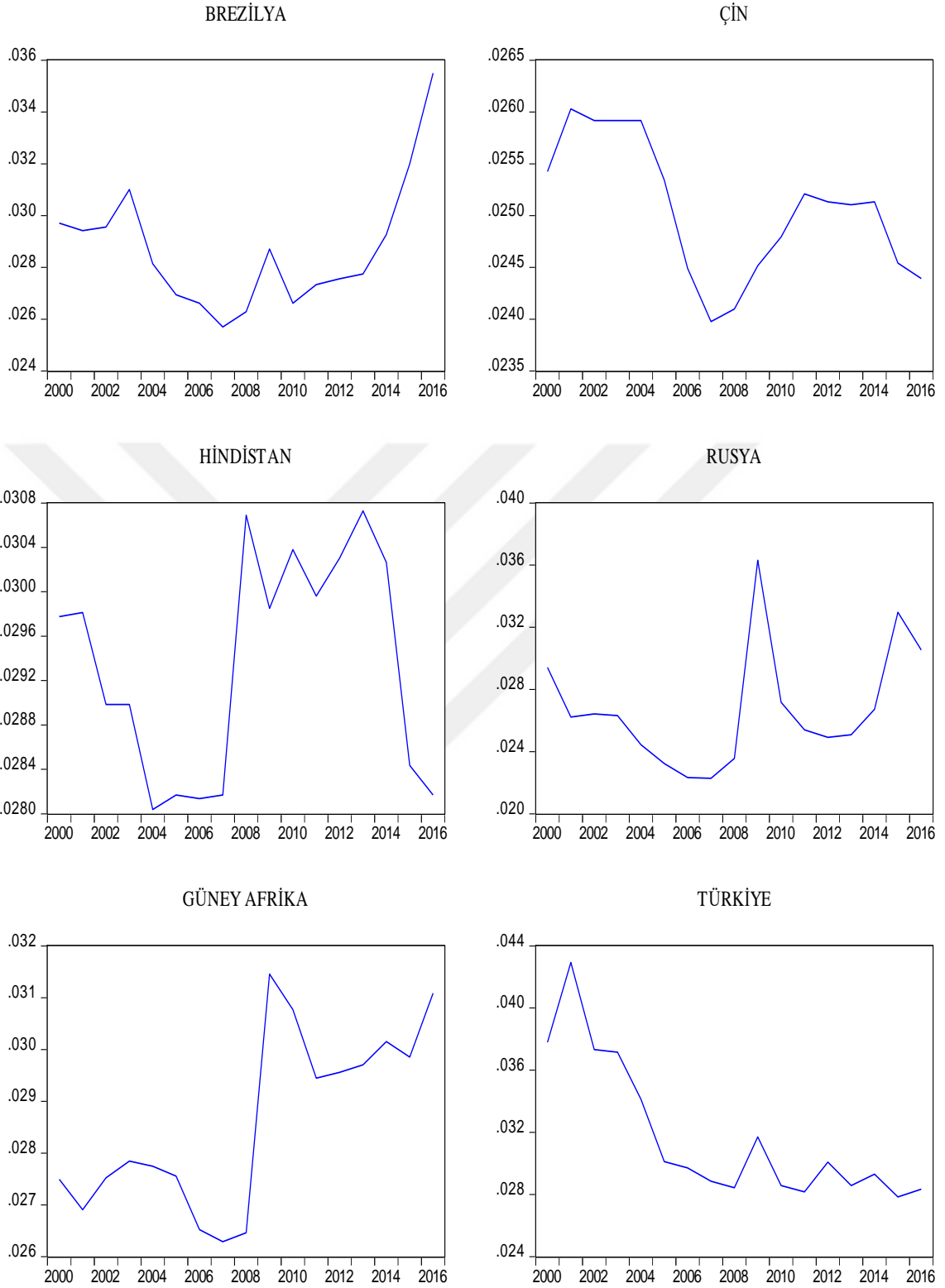
G7 ülkelerinde *politik riski* gösteren aşağıdaki şekle bakıldığında, ortalama olarak, en yüksek politik risk İtalya’da (yüzde 1,33), en düşük politik risk ise Kanada’da (yüzde 1,15); G7 de ortalama politik risk yüzde 1,23’tur. G7 ülkelerinden politik riskin en istikrarsız olduğu ülke Almanya olarak göze çarpmaktadır; yine Japonya ve İtalya da politik riskin seyri bir hayli istikrarsızdır. BRICS-T ülkelerinde ise politik riski gösteren şekle bakıldığında, ortalama olarak, en yüksek politik risk Türkiye’de (yüzde 1,70), en düşük politik risk ise Güney Afrika’da (yüzde 1,50); BRICS-T ülkelerinde ortalama politik risk yüzde 1,59’dir. BRICS-T ülkelerinden Çin’de, Rusya’da, Güney Afrika’da ve Türkiye’de politik riskin giderek arttığını söylemek mümkündür. Brezilya ve Hindistan’da ise politik riskin inişli çıkışlı bir seyir izlediğini söylemek mümkündür.

G7 ülkelerinde *bütünleşik riske* baktığımızda, ortalama olarak, en yüksek bütünleşik risk ABD’de (yüzde 6,84), en düşük ise Almanya’da (yüzde 6,05); G7 de ortalama bütünleşik risk yüzde 6,40’tır. G7 ülkelerinden Kanada, Fransa, İtalya ve Japonya’da bütünleşik risk giderek artış göstermiştir. BRICS-T ülkelerinde ise bütünleşik riski gösteren şekle bakıldığında, ortalama olarak, en yüksek bütünleşik risk Türkiye’de (yüzde 7,98), en düşük bütünleşik risk ise Çin’de (yüzde 6,22) olduğu görülmektedir. BRICS-T ülkelerinde ortalama bütünleşik risk yüzde 7,01’dir. BRICS-T ülkelerinden Brezilya’da 2010’da, Hindistan’da 2004’te, Güney Afrika’da 2006’da dip yaptıktan sonra tekrar yükselişe geçmiştir. Rusya’da 2006’da dip yaptıktan sonra tekrar yükselişe geçen bütünleşik risk 2010-2014 arasında da dibe yakın bir seviyede gerçekleşmiştir.

### 5.4.7.2. Ekonomik Risk

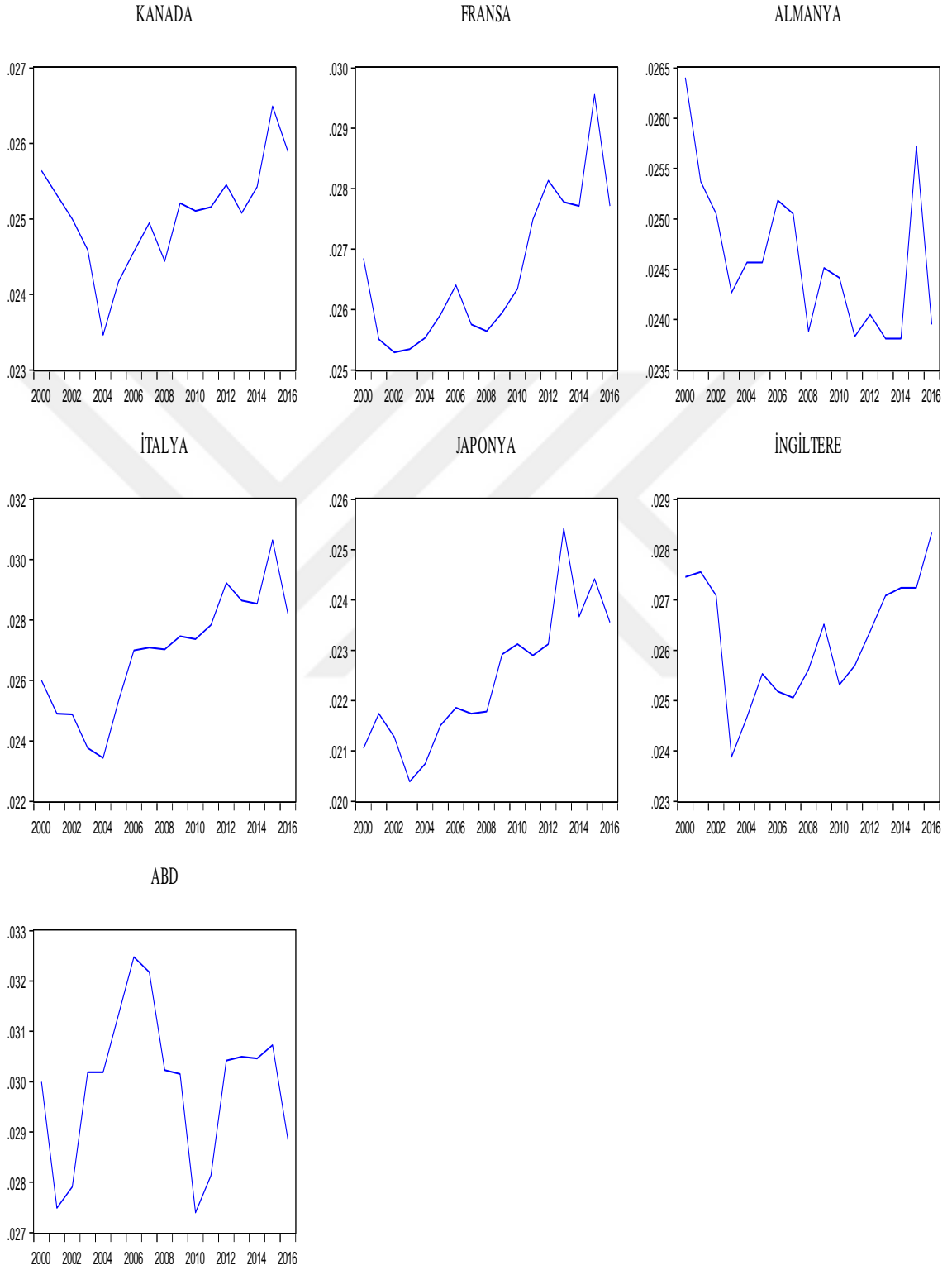


**Şekil 22: Ekonomik Risk: G7**  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

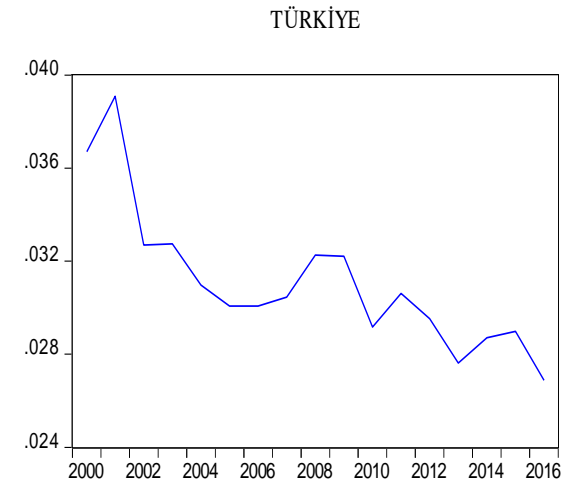
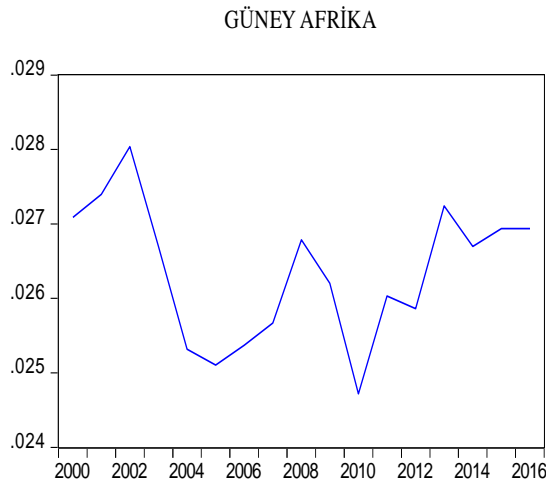
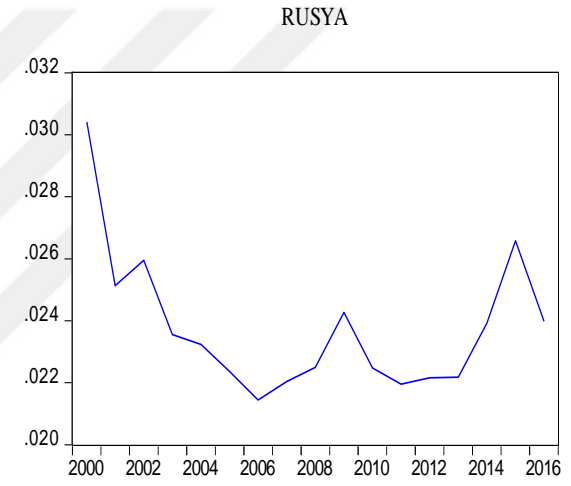
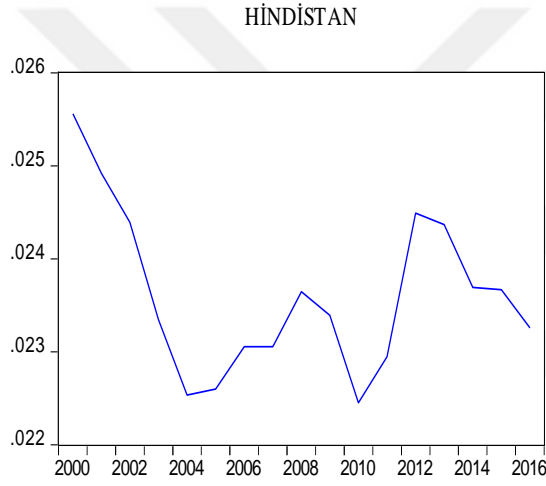
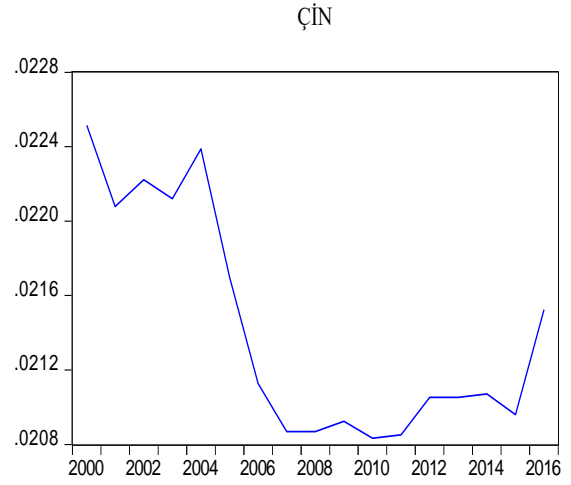
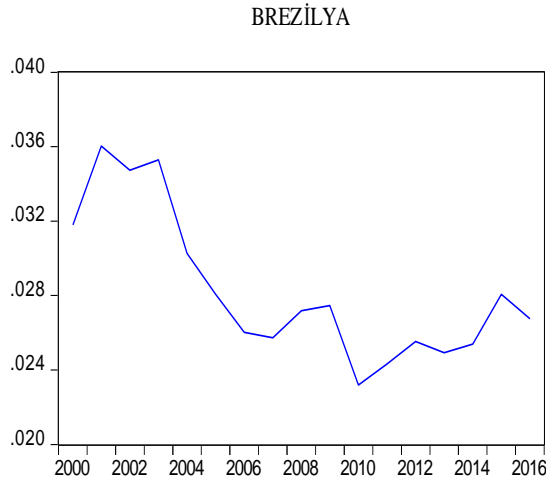


**Şekil 23:** Ekonomik Risk: BRICS-T  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

### 5.4.7.3. Finansal Risk

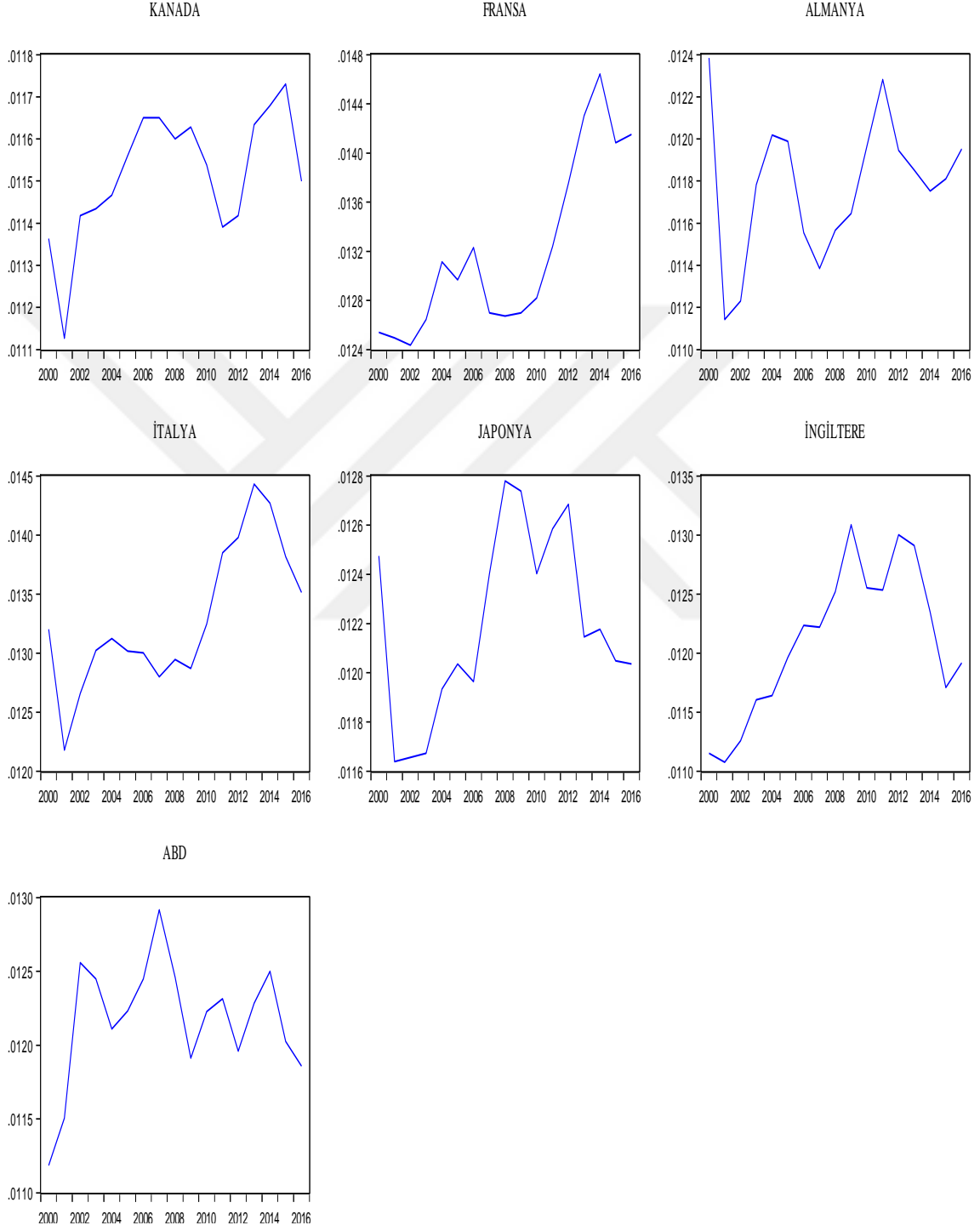


**Şekil 24:** Finansal Risk: G7  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

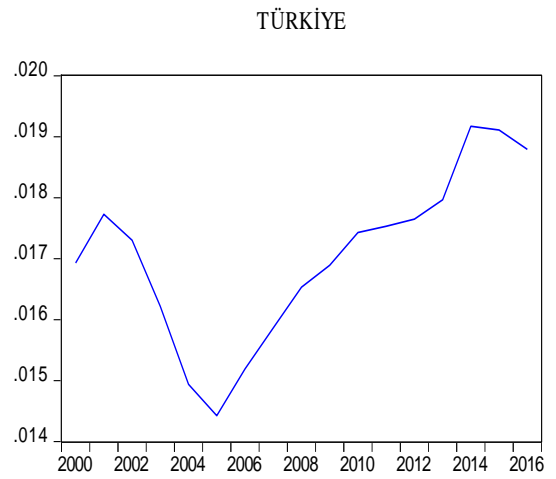
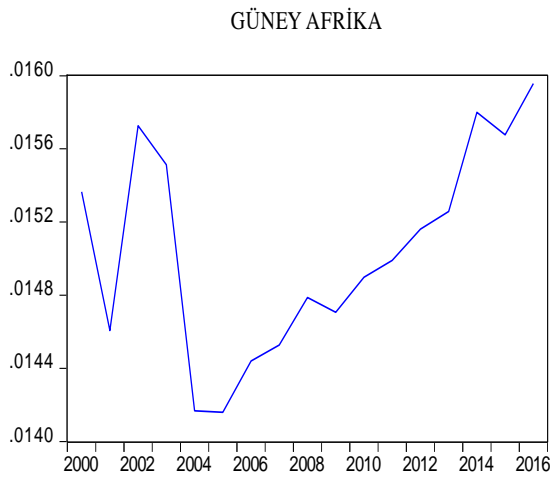
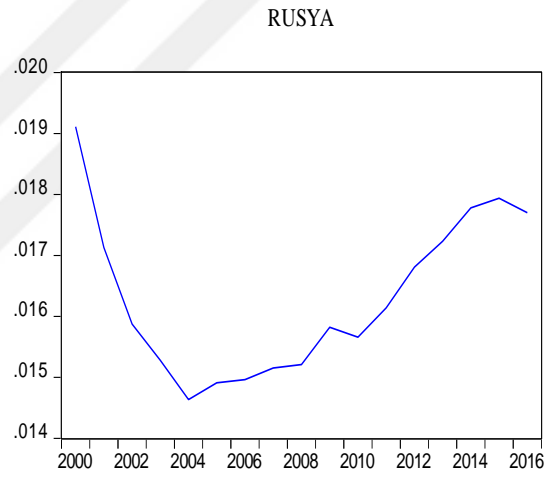
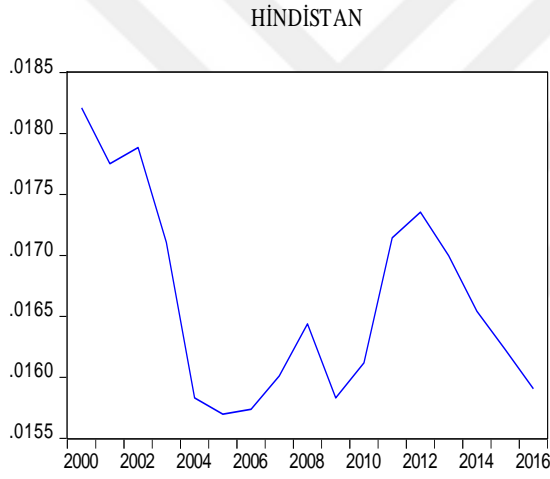
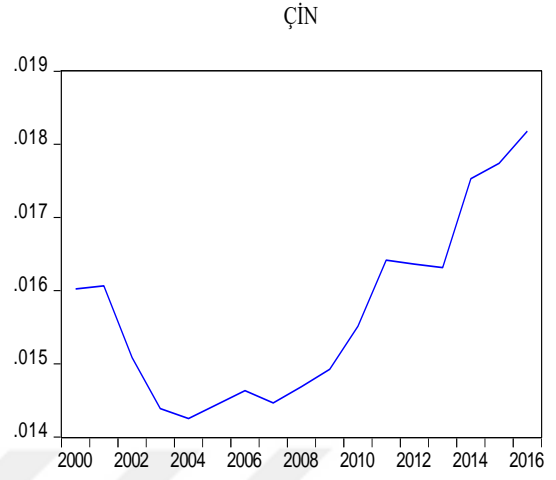
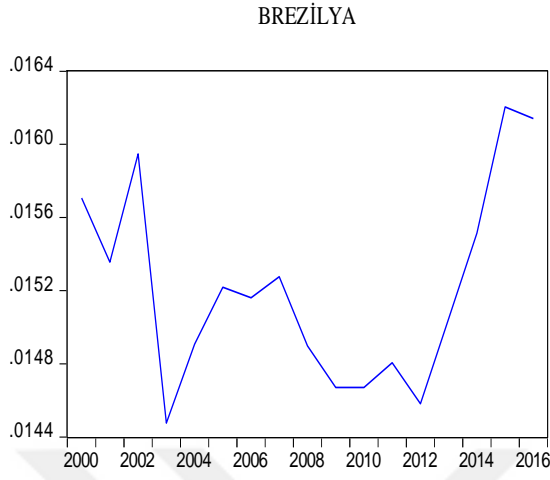


**Şekil 25:** Finansal Risk: BRICS-T  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

#### 5.4.7.4. Politik Risk



**Şekil 26:** Politik Risk: G7  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

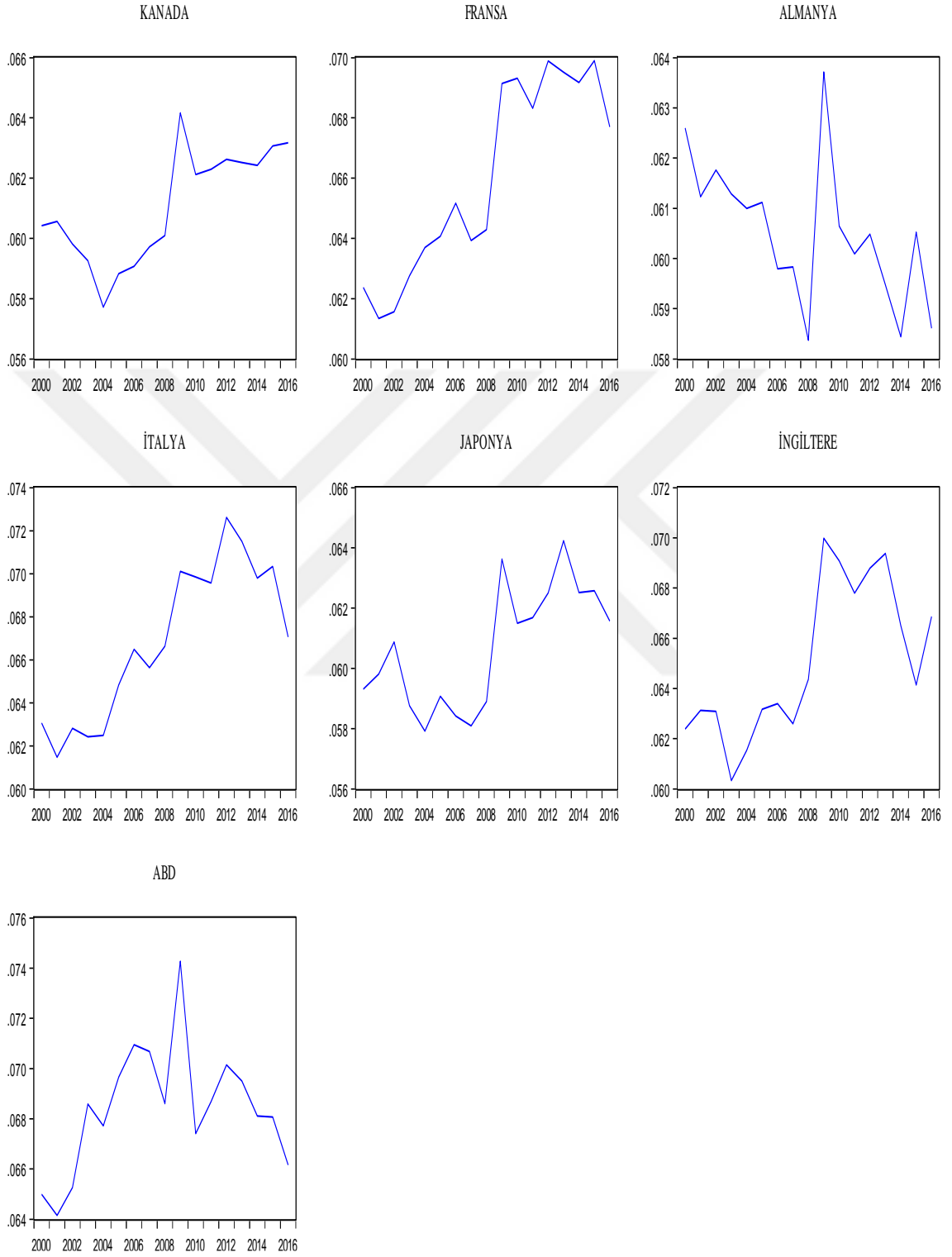


**Şekil 27: Politik Risk: BRICS-T**

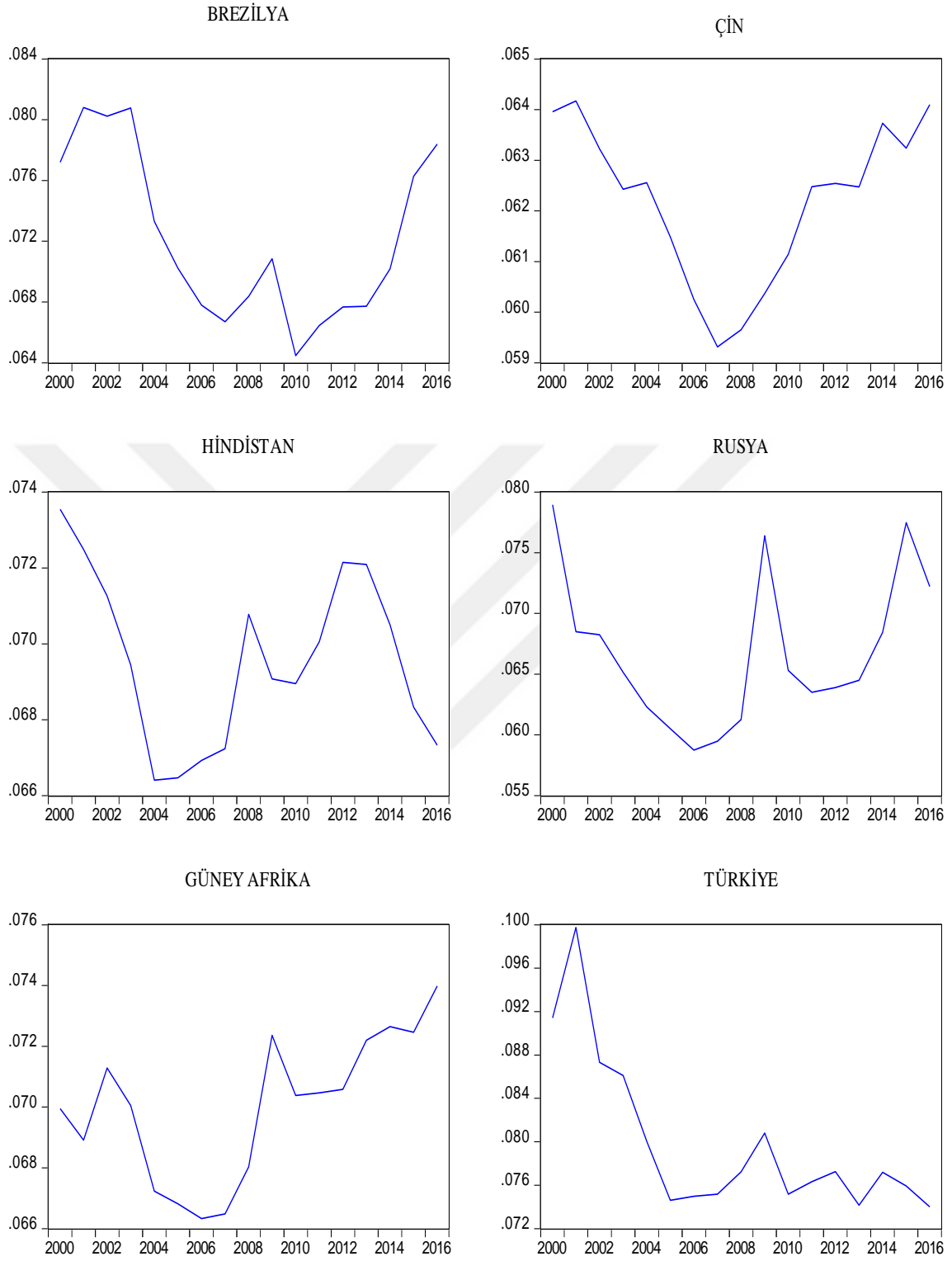
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide



### 5.4.7.5. Bütünleşik Risk



**Şekil 28:** Bütünleşik Risk: G7  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide



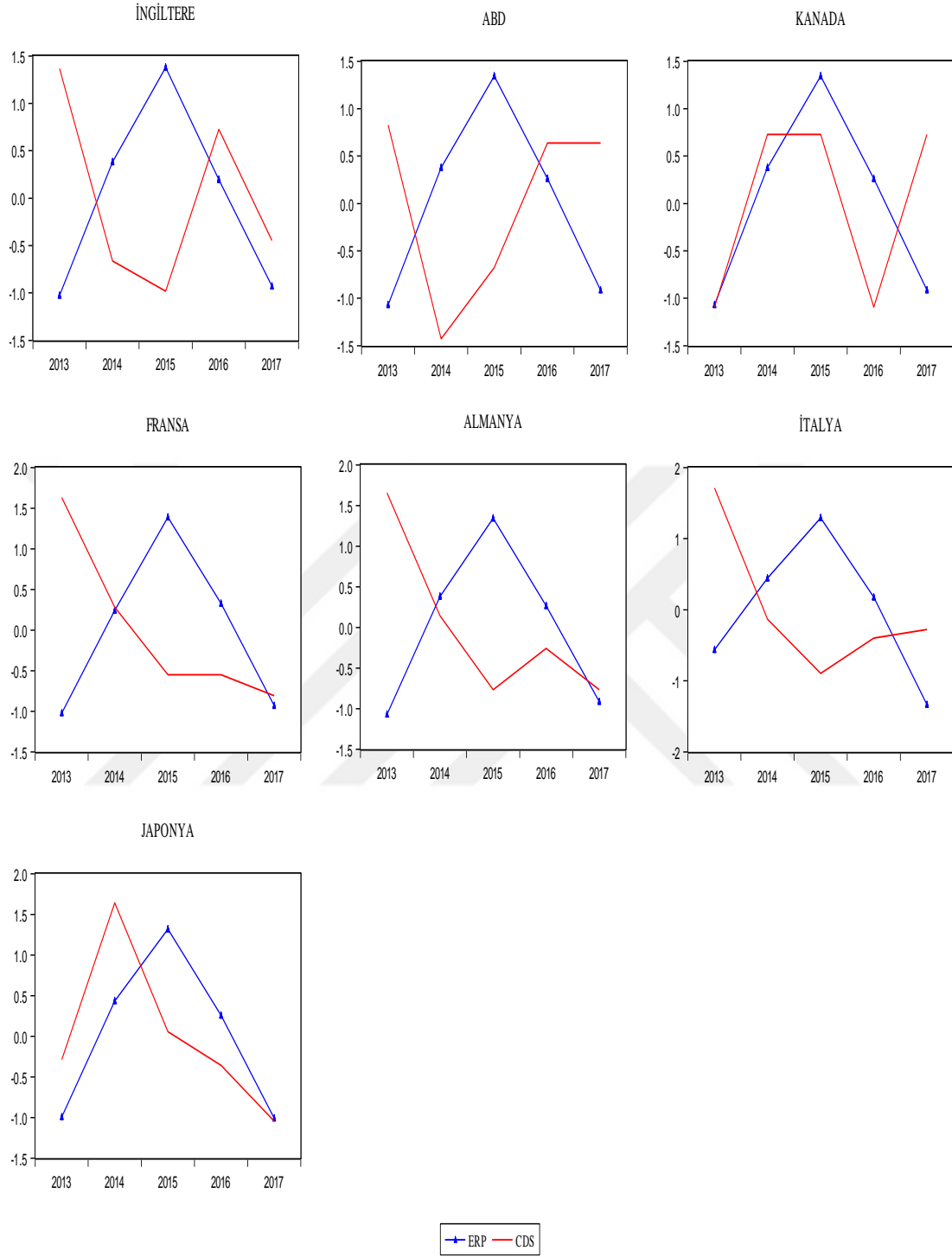
**Şekil 29:** Bütünleşik Risk: BRICS-T  
**Kaynak:** PRS Group, International Country Risk Guide

#### 5.4.7.6. Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması

Hisse senetlerine yatırım yapanlar uzun dönemde bu yatırım hazine tahvili gibi risksiz varlığa yapılan yatırımdan daha fazla getiri elde etmeyi beklerler. Bu ikisi arasındaki fark hisse senedi risk primi olarak bilinir. Kredi temerrüt swapları temel olarak dış piyasalarda ihraç edilen bonolar için koruma sağlayan enstrümanlardır. CDS, borç veren tarafın, alacağı riskini, borçlu haricindeki üçüncü bir tarafa, belli bir ücret yani prim karşılığında transfer etmesine olanak tanıyan bir türev enstrüman olarak da tanımlanabilir. Hem hisse senedi risk primi hem de kredi temerrüt swapları bir ülkede var olan ülke riskini göstermeleri açısından oldukça önemli göstergelerdir. Çalışmanın bu kısmında bir ülkenin toplam ülke riskini gösterebilen hisse senedi risk primi ile CDS'ler karşılaştırılıp, G7 ülkelerinde ve BRICS-T ülkelerinde hangi ülkede ne kadar örtüştüğü araştırılacaktır.

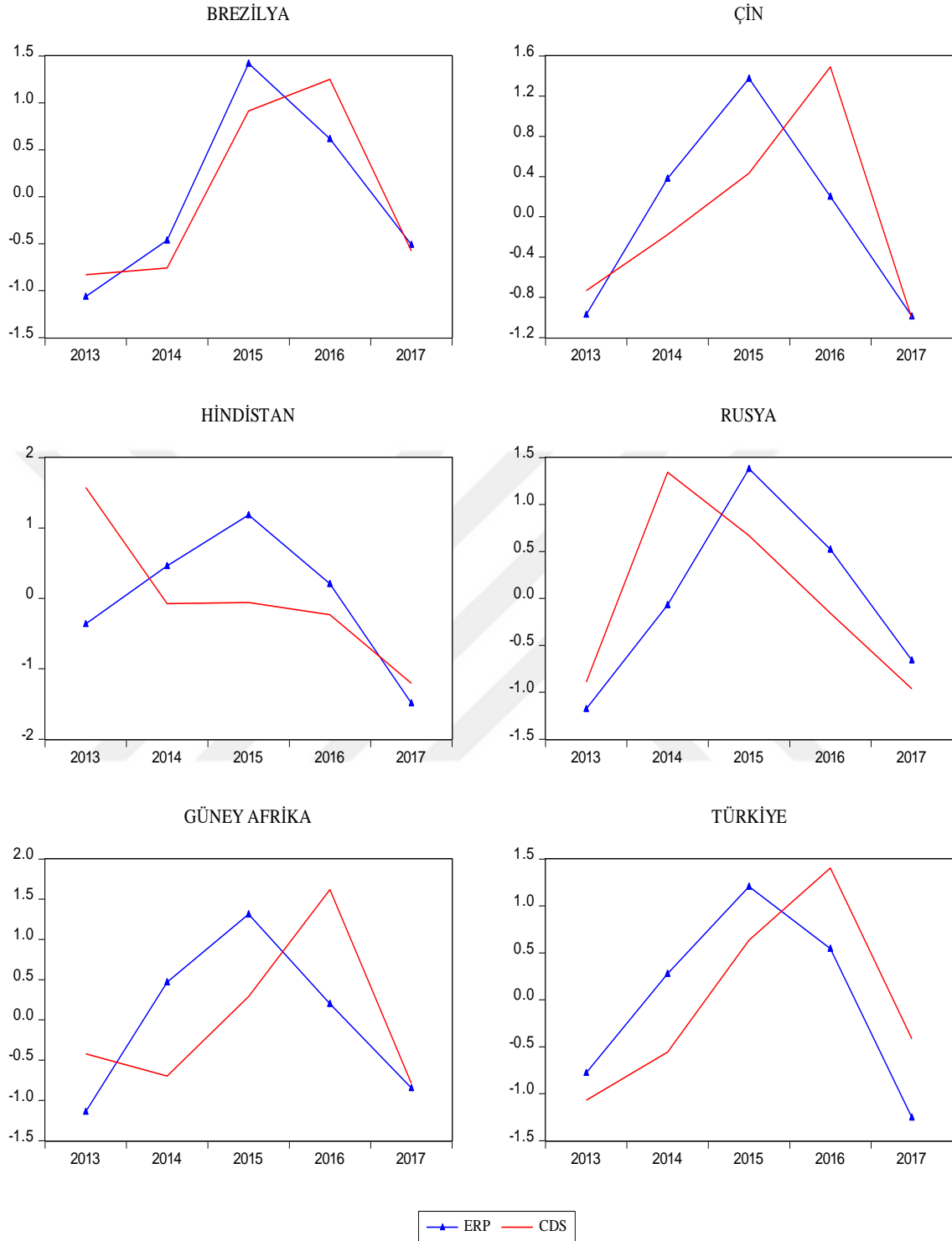
G7 ülkelerindeki hisse senedi risk primi ile CDS'leri karşılaştırdığımızda, hisse senedi risk primi ile CDS serilerinin en fazla Japonya'da örtüştüğünü söyleyebiliriz. Bu ülkede CDS değerleri 2014'te zirve yaptıktan sonra giderek azalmaya başlamış; hisse senedi risk primi ise 2015 yılında zirve yaptıktan sonra azalmaya başlamıştır. 2015 yılında İngiltere'de, Fransa'da, Almanya'da ve İtalya'da hisse senedi risk primi tavan yapmışken, CDS dip seviyesini görmüştür. ABD'de CDS 2014 yılında dip yaptıktan sonra yükselmeye başlamış, hisse senedi risk primi 2015 yılında zirve yaptıktan sonra azalmaya başlamıştır. G7 ülkeleri için, Japonya bu ülkelerden ayrı tutulursa, CDS ile hisse senedi risk priminin incelenen dönemde beraber hareket etmediği, uyuşmadıkları gözlenmektedir.

BRICS-T ülkelerindeki hisse senedi risk primi ile CDS'leri karşılaştırdığımızda, hisse senedi risk primi ile CDS serilerinin, Brezilya'da, Çin'de, Rusya'da, Güney Afrika'da ve Türkiye'de oldukça benzer şekiller aldığını söylemek mümkündür. Brezilya'da, Çin'de, Güney Afrika'da ve Türkiye'de hisse senedi risk primi 2015 yılında, zirve yaptıktan sonra düşmeye başlamıştır. CDS'ler ise bu üç ülkede 2016 yılına kadar artıp, zirve yaptıktan sonra düşmüştür. Rusya'da CDS 2014 yılında zirve yaptıktan sonra düşmeye başlamış, hisse senedi risk primi 2015 yılında zirve yaptıktan sonra azalmaya başlamıştır.



**Şekil 30:** Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması: G-7

**Kaynak:** CDS verileri Bloomberg ve Thomson Reuters Data Stream veri tabanlarından elde edilirken, hisse senedi risk primi değerleri ise Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Erişim Tarihi: 16.05.2017) tarafından ülkeler için hesaplanan hisse senedi risk primleridir.



**Şekil 31:** Hisse Senedi Risk Primi ile CDS'lerin Karşılaştırılması: BRICS-T

**Kaynak:** CDS verileri Bloomberg ve Thomson Reuters Data Stream veri tabanlarından elde edilirken, hisse senedi risk primi değerleri ise Aswath Damadoran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Erişim Tarihi: 16.05.2017) tarafından ülkeler için hesaplanan hisse senedi risk primleridir.

## 5.5. Genel Değerlendirme

Finansal piyasaların içinde bulunduğu hızlı değişime temel nedenler olarak sayabileceğimiz küreselleşme, liberalizasyon, deregülasyon, teknoloji, konsolidasyon ile birlikte bireysel ve kurumsal yatırımcıların, sermayeyi düşük maliyetli ve daha yüksek getirinin olduğu yerlere doğru hareket ettirmek istemesi, finansal faaliyetlerin giderek artan oranda ulusal sınırlar arasında yapılmaya başlamasına neden olmuştur. Hisse senedi risk primi, devlet tahvili gibi daha az riskli bir varlık almak yerine hisse senedi olarak yatırımcıların elde etkileri ilave primdir. Modern finans teorisi, yatırımcının ilave riskini telafi etmek için primin ortalamadan yeterince yüksek olması gerektiğini varsayar. Ancak yıllar içinde ortalama hisse senedi risk priminin, ortalama hisse senedi riskini haklı çıkaracak şekilde epey yüksek oranlarda olduğu araştırmalarda görülmüştür. Hisse senedi getirileri risksiz faiz oranı ile karşılaştırıldığında, hisse senedi getirilerinin beklenmedik şekilde yüksek getiri sağlaması yüksek derecede riskten kaçınan yatırımcılar tarafından şüphe ile karşılanmakta ve hisse senedi risk bulmacasını ortaya çıkarmaktadır. Bu bulmacayı çözmek için çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Bunlar, pazar ayrımlandırılması, kaybetmekten kaçınma miyopisi, sürdürme önyargısı, pişmanlıktan kaçınma olarak sayılabilir. Hisse senedi risk priminin belirleyicileri olarak riskten kaçınma, ekonomik risk, bilgi, likidite, katastrofik riskler ve davranışsal bileşen olarak sayılmaktadır

Hisse senedi riski primlerini tahmin etmek için kullanılan üç ana yaklaşım vardır. Birincisi, yatırımcıların ve yöneticilerin gelecekteki hisse senedi getirileri hakkındaki beklentilerini anlayabilmek için anket yapmaktır. İkincisi, geçmişte hisse senetlerinden elde edilen getirileri risksiz yatırımlara ilişkilendirerek hisse senedi risk primini hesaplanır ve bu tarihsel primler beklentiler olarak kullanılır. Üçüncüsü, bugün piyasada işlem gören varlıkların piyasa fiyatları veya piyasa oranlarına dayalı olarak ileriye dönük bir primi tahmin etmeye çalışmaktır; bunlar zımni, üstü örtülü hisse senedi risk primleri olarak kategori edilir. Çalışmanın buradaki kısmında G7 ülkelerindeki hisse senedi risk priminin seyri ardından BRICS-T ülkelerindeki seyri takip edilebilir.

G7 ve BRICS-T ülkelerinin ekonomi politik analizleri yapılırken ilk olarak ekonomik analiz yapılmıştır. Buna göre, ülkelerdeki 2017 yılına ait nüfus, GSYH, KGSYH, enflasyon, işsizlik, bütçe, kamu net borcu, cari işlemler dengesi verilerinden

oluşan ekonomik ve demografik göstergeler incelenmiştir. Ardından G7 ve BRICS-T ülkeleri için *toplam rezerv varlıklardaki değişim* 2013-2017 yılları arasında çeyreklik dönemler şeklinde değerlendirilmiştir. 2010-2016 yılları arasında *altın miktarındaki değişim* incelenmiştir. 2013-2017 döneminde *rezerv yeterliliği* yani rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı, kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bir bölümünün geri ödemesini rezervlerle gerçekleştirebileceği araştırılmıştır. Bu oranın “1”in üzerinde olması tercih edilmektedir.

Dünyada kullanılmakta olan enerjinin çoğu birincil enerji kaynaklarından elde edilmektedir. Ülkelerin enerji tüketimleri nüfuslarıyla doğru orantılıdır; nüfusu daha çok olan bir ülkenin daha fazla enerji tüketmesi beklenir. 2005-2017 yılları arasında G7 ve BRICS-T ülkelerinde enerji tüketimleri incelenmiştir. Ardından, ülkelerdeki silah harcamaları incelenmiştir. Ülkeler kendilerini muhtemel bir saldırıya karşı korumak veya düşmanı saldırıdan caydırmak amacıyla silahlanmaktadır. Ülkelerdeki silah harcamaları, 2016 ve 2017 yılları için kişi başına, kamu harcamalarının ve GSYH'nin yüzdesi olarak verilmiştir.

Birer finansal kaynak olan uluslararası tahvil piyasası, döviz piyasası ve hisse senedi piyasalarının işleyiş koşullarının, finansman araçlarının ve piyasalar arası ilişkilerin incelenmesi de uluslararası finansmanın konusunu oluşturmaktadır. G7 ve BRICS-T ülkeleri için 2002-2016 yılları arasında portföy giriş ve çıkışları gösterilmiştir. Ardından, doğrudan yabancı sermaye girişleri ve çıkışları gösterilmiştir. Geleneksel olarak merkez bankası ödemeler dengesinde sınır ötesi sermaye hareketleri olarak görünür. Gelişmekte olan bir ülkenin aldığı doğrudan yatırımın miktarı, ödemeler bilançosundan yararlanılarak hesaplanmaktadır. Daha sonra ise S&P, Moody's, Fitch'in ülkelere verdiği, uzun vadeli uluslararası döviz cinsinden ilan edilen son üç notu gösterilmiştir. Kredi notu, derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan, çeşitli finansal araçların risk ihtimalini gösteren kılavuzdur. Son olarak ise G7 ve BRICS-T ülkeleri için *ekonomik risk, finansal risk, politik risk, bütünleşik risk* değerlendirilmiştir. Ardından da bir ülkede var olan toplam ülke riskini gösterebilen değişkenler olan hisse senedi risk primi ile kredi temerrüt swapları karşılaştırılmıştır.

## 6. ULUSLARARASI FİNANSTA HİSSE SENEDİ RİSK PRİMİNİN BELİRLENMESİ: G7 VE BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Uluslararası finans modern dünya ekonomisinin bütünleşmesinde temel bir etkidir. Günümüzde çok uluslu kuruluşlar tarafından yapılan doğrudan yabancı yatırımlar sermaye akışının geleneksel araçlarını çeşitlendirmiştir. Hükümetler ve uluslararası organizasyonlar da borç vermek suretiyle veya özellikle azgelişmiş ülkelere resmi hibelerle önemli sermaye kaynakları haline gelmişlerdir. Bununla birlikte uluslararası finans, uluslararası ekonominin en zayıf bağıdır; çünkü spekülasyon ve uçucu sermaye akışı küresel ekonomik istikrarsızlığın temel kaynaklarından biri haline gelebilir. Bunun yanı sıra, rakip devletler arasında bölünmüş bir dünyada, uluslararası finansın ayrıca dikkat çekici sonuçlarını beraberinde getirebilir (Gilpin, 2015, s.371-372).

### 6.1. Literatür Taraması

Finans yazınında risk konusunda yapılan çalışmalar iki grupta toplanabilir. İlk gruptaki çalışmalar, riski tahmin etmeye yönelik çalışmalardır. *Otoregresif Koşullu Varyans* (ARCH), *Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Varyans* (GARCH) ve bu yöntemlerin değişik uyarlamaları ile JP Morgan tarafından geliştirilen *Üssel Olarak Ağırlıklandırılmış Hareketli Ortalamalar* (EWMA) yöntemleri birinci gruptaki çalışmalara örnek olarak gösterilebilir. İkinci grup çalışmalar ise risk ve getiri arasındaki ilişkiyi araştıran ve varlık fiyatlama modelleri olarak isimlendirilen çalışmalardır. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (SVFM), Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT) ve Fama-French Üç Faktör Modeli bu gruptaki çalışmalara örnek olarak gösterilebilir. Ancak hisse senedi yatırımlarında risk birden fazla alandan kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki, tüm hisse senetlerini çeşitli oranlarda etkileyen ve sistematik risk olarak da adlandırılan piyasa riskidir. Diğerleri ise menkul kıymetleri ihraç eden firmaların kendilerine özgü özelliklerinden kaynaklandığından özgün (spesifik) risk olarak da adlandırılan sistematik olmayan risktir (Doğanay vd., 2006, s.28).

Firmalar, yeni ihraç ettikleri hisse senetlerini daha uygun miktar ve maliyetle kaynak bulabilmek, faaliyette buldukları ülkenin hisse senedi piyasalarında var olmak



gibi nedenlerle uluslararası hisse senedi piyasalarında satışa sunarlar. Özellikle çok uluslu firmalar, yeni hisse senedi ihraçlarını uluslararası hisse senedi piyasalarında gerçekleştirmeyi tercih etmektedirler. Son yıllarda kendi ülkesinin dışındaki hisse senedi borsalarına kendilerini kota ettiren firmaların sayısı gün geçtikçe artmaktadır (Brigham ve Houston, 2014, s.742-743).

**Tablo 37**  
**Literatür Taraması**

Yazar/ Yıl	Çalışmanın Adı	Ülke/ Dönem	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Murat Atik, Yaşar Köse ve Bülent Yılmaz/2017	Hisse Senedi Risk Primi Bulmacası: Borsa İstanbul BIST-100 Endeksi Üzerinde Bir Uygulama	Türkiye, 2003-2015 yıllık veriler	BIST-100 endeksi, tüketici fiyat endeksi, kişi başına düşen tüketim harcamaları büyüme oranı, pazar getirisi, risksiz faiz oranı	Tük. Dayalı Ser. Var. Fiy. Modeli (CCAPM) ve hisse senedi risk primi bulmacası	BIST 100'de hisse senedi risk primi bulmacasının varlığı tespit edilmiştir. Türk yatırımcısı gelecekteki tüketimi şimdiki tüketimi göre daha değerli bulmaktadır.
İ.Orkun Oral ve Cihan Yılmaz/2017	Finansal ve Politik Risk Endeksinin Bist Sınai Endeksi Üzerindeki Etkisi	Türkiye, 1992-2004 yıllık veriler	ICRG politik ve finansal risk dereceleri, BIST Sınai Endeksi kapanış verileri	Sınır testi (ARDL)	Borsa İstanbul Sınai Endeksi ile politik ve finansal risk arasında uzun ve kısa dönemli bir ilişkinin varlığına ulaşmıştır.
Esra N. Kılıcı/2017	CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği	Türkiye, 2010: 01- 2016:12 aylık veriler	5 yıllık CDS'ler, Enflasyon, işsizlik, büyüme oranı, reel efektif döviz kuru ve cari açık, bankacılık sektörü takipteki krediler artış oranı, sermaye yeterlilik oranı.	Engle- Granger ve Johansen Co. Testleri	5 yıllık CDS'ler ile büyüme, enflasyon, işsizlik, cari açık vb. makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin zayıf olduğu, reel efektif döviz kuru ile bankacılık sektörü sermaye yeterliliği, takipteki krediler/toplam krediler ve BIST 30 değerleri gibi finansal indikatörler ve CDS primleri arasında uzun dönemli ilişkiler tespit edilmiştir.
Hasan Ayaydın, Fahrettin Pala ve Abdulkadir Barut/2016	Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz	Türkiye, 2002:01- 2015:12 aylık veriler	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski değişkenleri ile BİST 100 endeksi	Engle- Granger ve Johansen Co. Testleri	Hisse senedi getirisi ile ekonomik, finansal, politik ve ülke risk arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Esen Kara ve Lale Karabıyık/ 2015	The Effect Of Country Risk On Stock Prices: An Application in Borsa İstanbul	Türkiye, 1999:01-2013:12 aylık veriler	ICRG tarafından hesaplanan ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riski değişkenleri ile BİST100 endeksi	Johansen Eşbütünleşme ve Vektör Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik	Risk primlerinden hisse senetlerine nedensellik vardır. Ekonomik, finansal, politik ve ülke risk primlerinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir.
Abdulkadir Kaya, Bener Güngör ve M. Suphi Özçomak/ 2014	Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk Midir: Borsa İstanbul Örneği	Türkiye, 1998:01-2012:12 aylık veriler	BİST 100 Endeksi, Politik Risk	Regresyon Analizi	BİST 100 Endeksi ile politik risk arasında uzun dönemli ve negatif yönlü bir ilişki vardır.
Vahdet Kaya İstemi Çömlekçi Oğuz Kara/2013	Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002-2012	Türkiye, Ocak 2002 ile Haziran 2012 aylık veriler	İMKB-100 Endeksi getirisi, faiz oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru	Çoklu regresyon modeli en küçük kareler tahmin yöntemi.	Hisse senedi getirileri ile para arzı (M2) arasında pozitif yönlü, döviz kuru ile negatif yönlü bir ilişki vardır.
Sevda Yapraklı ve Bener Güngör/ 2007	Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma	Türkiye, 1986:01-2006:12 aylık veriler	İMKB100 endeksi ile ekonomik, politik ve finansal risk primleri	Johansen-Juselius Eş Bütünleşme Testleri, Granger Nedensellik Testleri	Risk primleri ile İMKB100 endeksi arasında uzun dönemli bir ilişki vardır; riskler endeksi olumsuz yönde etkiler. Ekonomik ve politik risklerden İMKB100 endeksine doğru bir nedensellik ilişkisi varken finansal risk ile nedensellik ilişkisi yoktur.
Marc Oliver Rieger, Mei Wang, Thorsten Hens/2013	International Evidence on the Equity Premium Puzzle and Time Discounting	2013, Türkiye dâhil 27 ülke	Zaman ıskonto faktörleri (time discounting factors)	Anket yöntemi	27 ülkede zaman ıskonto faktörleri ile hisse sendi risk primleri arasında ilişki vardır.
Michael Donadelli ve Lorenzo Proserpi/ 2011	The Equity Risk Premium: Empirical Evidence from Emerging Markets	1994-2011, Türkiye dâhil 19 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, yıllık veriler	Ülkelerin borsa endeksleri ve hazine bonoları	Risk Primleri	Risk primleri dikkate alındığında; gelişmekte olan ülkelerin borsaları gelişmiş ülkelerin borsalarına kıyasla yatırımcılara daha fazla getiri fırsatları sunar.

Ignacio Warnes, Pablo E. Warnes/ 2014	Country Risk and The Cost of Equity in Emerging Markets	2001:01-2012:10, Arjantin, Brezilya, Meksika, Rusya, Türkiye, Güney Afrika, Venezüella aylık veriler	Ülke riskleri ve hisse senedi getirileri; ülke riski için, J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI+) ve aylık getirileri için Bloomberg toplam getiri endeksi	Regresyon Analizi (Cross sectional)	Brezilya ve Meksika'da ülke riski ile risk primi arasında anlamlı ilişki olup diğer ülkelerde ilişki yoktur.
Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad ve Stephan Siegel /2016	Political Risk and International Valuation	44 ülke için 1994-2009 aylık veriler	Kamu borç faizi, devlet tahvillerinin likiditesi, aylık getiriler ve politik risk değerleri	Regresyon Analizi	Kamu borç faizlerinin politik riskleri de içerdiğine dair yaklaşımın doğru olmadığı, spreadları etkilemekle beraber, politik risklerin bu spreadlar üzerinde dominant faktör olmadığı gösterilmiştir
M. Kabir Hassan, Neal C. Maroney, Hassan Monir El-Sady, Ahmad Telfah/2003	Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East And Africa	10 Orta Asya ve Afrika ülkesi, 1984-1999 yıllık veriler	Ekonomik, finansal ve politik risk primleri, aylık dolar bazında borsa getirileri, risksiz faiz oranları, dünya getirileri, ülkelere ait kredi reytingleri	GARCH	Ekonomik, finansal ve politik risk primlerinin borsa dalgalanmaları ve getiri tahminleri üzerinde belirgin bir etkiye sahip olduğu kanısına varmışlardır.
Güven Sayılğan ve Cemil Süslü (2011)	Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme	1996-2006 Arjantin, Brezilya, Endonezya Macaristan Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Şili, Türkiye ve Ürdün için yıllık veriler	Hisse senedi getirileri, para arzındaki, faiz oranlarındaki, GSYH'deki, döviz kurundaki, petrol fiyatlarındaki, tüketici fiyat endeksindeki yüzde değişimi ve Standard and Poors 500 getirisi.	Panel veri analizi	Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi getirilerinin; döviz kurundan, enflasyon oranından ve Standart and Poors 500 endeksinden etkilendiği tespit edilmiştir.

Raj Aggarwal, John W. Goodell/ 2008	Equity Premia in Emerging Markets: An Investigation of National Characteristics as Determinants	1996-2003, Türkiye dâhil 16 gelişmekte olan piyasa yıllık veriler	Bağımlı değişken hisse senedi risk primi, açıklayıcı değişkenler olarak ülke riski, volatilité, insan hakları, ekonomik eşitsizlik, mevzuat kalitesi gibi çeşitli değişkenler	Panel veri analizi	Hisse senedi risk primi risksiz getiri oranlarından bile daha düşük bulunmuştur.
Joshua D.Shackman /2006	The Equity Premium and Market Integration: Evidence from International Data	39 gelişen, gelişmekte olan için 1970-2000, ve 1980-2000 yıllık veriler	Hisse senedi getirileri, risksiz getiri oranları	Regresyon Analizi	Gelişmekte olan ülkeler gelmiş ülkelere kıyasla daha yüksek getirilere sahiptirler; ancak risk gelişmiş piyasalara uyarlanınca bu piyasalar daha yüksek getirilere sahip olmaktadır.
Michael Donadelli ve Lauren Persha/2014	Understanding Emerging Market Equity Risk Premia: Industries, Governance and Macroeconomic Policy Uncertainty	1995-2014, 19 gelişmekte olan ülke ve ABD yıllık veriler	Hisse senedi getirileri, hükümet kalitesi, ekonomik politika belirsizliği, mevzuat kalitesi, yolsuzluğun kontrolü, hükümet etkinliği	Regresyon ve DCC-GARCH	Asya piyasalarında, sağlık ve temel materyal sanayilerinin risk primi ile daha ilişkili olduğu, Doğu Avrupa, Amerika piyasalarının ise hazır tüketime yönelik sektörlerde risk primleri hisse senedi piyasaları ile daha yüksek ilişkilidir.

## 6.2. Modelin Tanıtılması

“Uluslararası yatırım ortamında ülkelerdeki hisse senedi risk primleri, ülke risk faktörleriyle; yani ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarıyla ilişkili mi? Uluslararası finansal piyasalarda hisse senedi risk primi bu unsurlar tarafından belirlenir mi? Ekonomik, finansal ve politik risk unsurlarındaki değişmeler ülke hisse senedi risk primlerini nasıl ve ne kadar etkiler?” bu ve benzeri sorular çalışmanın bu kısmında araştırılacaktır.

Uluslararası piyasalarda hisse senedi yatırımlarının getirilerindeki değişkenliği ve yatırımların tahmin edilebilirliği açısından ülkeye has faktörlerin etkilerini hisse senedi

risk primi aracılığıyla açıklamak bu çalışmanın temel amacı olarak ifade edilebilir. Bu amaçla ekonomik, politik ve finansal risk unsurlarını içeren ülke riski ile hisse senedi risk primi arasında ampirik bir ilişki olup olmadığı, oluşturulan ekonometrik modeller yardımıyla test edilmiştir.

Ülkeler arasındaki hisse senedi risk primini etkileyen ekonomik, politik ve finansal faktörler, G-7 ile BRICS-T için 2000-2016 yılları arası dönemde yıllık veriler kullanılarak incelenmiştir. Çalışmamızda yapılan panel veri analizi sonucunda, hisse senedi risk primi ile ekonomik, politik ve finansal risk unsurlarından oluşan bağımsız değişkenler arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışmada ekonomik, finansal ve politik riskin hisse senedi risk primi üzerindeki etkisini incelemek amacıyla *Yapraklı ve Güngör (2007)*, *Kara ve Karabıyık (2015)*, *Tükenmez ve Kutay (2016)*, *Ayaydın, Pala ve Barut (2016)* çalışmalarında kullanılan modeller dikkate alınarak dört model oluşturulmuştur.

Model 1: Ekonomik riskin (ER) hisse senedi risk primi (ERP) üzerine etkisi;

$$ERP = F(ER_{it}) \quad [1]$$

Model 2: Finansal riskin (FR) hisse senedi risk primi üzerine etkisi;

$$ERP = F(FR_{it}) \quad [2]$$

Model 3: Politik riskin (PR) hisse senedi risk primi üzerine etkisi

$$ERP = F(PR_{it}) \quad [3]$$

Model 4: Ülke riskinin (BÜR = Ülke Riski= (Ekonomik Risk + Politik Risk+ Finansal Risk) hisse senedi risk primi üzerine etkisi;

$$ERP = F(BÜR_{it}) \quad [4]$$

$i = 1,2,\dots,N$  ülke sayısını (G7 için 7, BRICS-T için 6 ülke),  $t = 1,2,3,\dots,T$  zaman dönemini (17 yıl, 2000-2016) göstermektedir. N x T veri setindeki toplam gözlem sayısını vermektedir. Buna göre; G7 için  $7*17 = 119$  ve BRICS-T için  $6*17 = 102$  tane gözlem bulunmaktadır.

### 6.2.1. Açıklanan ve Açıklayıcı Değişkenlerin Tanıtılması

Modelin bağımlı değişkeni, Aswath Damadoran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Erişim Tarihi: 16.05.2017) tarafından ülkeler için hesaplanan zımni, üstü örtülü (implied) hisse senedi risk primleridir. Sermayenin ülkeler arasındaki hareketinde kriterlerden birisi olan, bir ülkenin toplam riskini gösterebilen ERP'ler riske katlanmanın karşılığı olarak, elde edilen fazladan getiri ya da yatırımcının üstlendiği varsayılan ortalama bir risk miktarının karşılanması için gerekli olan ek getiri olarak tanımlanır. Modele hisse senedi risk primini açıklayacağını düşündüğümüz ve literatürde kullanılmış, ICRG (International Country Risk Guide) tarafından hesaplanan ekonomik, finansal, politik ve bütünlük risk primleri olarak 4 tane açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Bunlardan;

ER: Ekonomik risk primini oluşturur ve kişi başına gayri safi yurt içi hâsıla, reel GSYH'deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYİH ve cari hesap/GSYİH kalemlerinin toplamından oluşur.

FR: Finansal risk primini oluşturur ve dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ihracat, ithalata ödenen net likidite ve döviz kuru istikrarı kalemlerinin toplamından oluşur.

PR: Politik risk primini oluşturur ve hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi kalemlerinin toplamından oluşur.

BR: Ülke Riski, Ekonomik Risk, Politik Risk ve Finansal Risklerin toplamından oluşmaktadır. Modellerde yer alan ER, FR, PR ve BRP ile ERP arasındaki ilişkide beklenen katsayı işareti pozitifdir. Yani bu risk faktörlerindeki bir artışın ülkelerin hisse senedi risk primlerini artırması beklenmektedir\*. Panel veri analizi kapsamında

---

\* ICRG tarafından hesaplanan primlerinde büyük sayıdan küçük sayıya doğru risk unsurunun artması hali, incelemeye çalıştığımız ilişki bakımından sakıncalıdır. Bu sebeple çalışmada kullanılan ekonomik, finansal ve politik risk primleri, ERP endeksi ile pozitif ilişki gösterecek şekilde, yani risk unsurunun primin büyümesi ile artacağı, küçülmesi ile azalacağı şekilde düzeltilmiştir. Bunu yapmak için de bütün veriler 1'e bölünmüş ve normalleştirme yapılmıştır.

ekonomik, finansal ve politik riskin hisse senedi risk primi üzerindeki etkisini incelemek amacıyla oluşturulan ve yukarıda açıklanan ampirik modellerin tahmininde E-views 10.0 paket programından yararlanılmıştır. İzleyen bölümde araştırmanın yöntemiyle ilgili bilgi verilecektir.

### 6.3. Araştırma Yönteminin Tanıtılması

Ekonometrik veriler zaman serisi, yatay kesit ve panel verisi şeklinde ayrılmaktadırlar. Aynı birimin farklı zamanlara ait verilerine zaman serisi, sabit bir zaman kesitinde farklı birimlere ait verilere yatay kesit ve farklı birimler ve farklı zaman dilimlerinin yer aldığı veriler ise panel veri şeklinde nitelendirilmektedir. Bu çalışmada panel veri analizi kullanılacaktır. Panel veriler, firmalar, ülkeler ve hane halkı gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile de ifade edilmesi ile zaman serisi ve yatay kesit verileri bir arada bulundurlar. Bir panel veri regresyonunun bilindik zaman-serileri veya yatay kesit regresyonlarından farkı, değişkenlerinde çift indisin bulunmasıdır;  $i$  alt indisi birimleri (bireyler, firmalar, ülkeler gibi),  $t$  alt indisi ise zamanı (gün, ay, yıl gibi) göstermektedir. (Baltagi, 2014, s. 1, 14):

$$y_{it}, \quad x_{it} \quad [5]$$

$$i = 1,2,\dots,N, \quad t = 1,2,3,\dots,T$$

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it} \quad [6]$$

Eşitlikte  $x$  bağımsız değişkeni,  $y$  bağımlı değişkeni,  $t$  zaman kesitini,  $i$  birim kesitini,  $\alpha$  sabit katsayıyı ve  $\beta$  ise eğim katsayısını ifade etmektedir. Sonuç olarak panel veri regresyonu, zaman serisi ya da kesit regresyonundan farklı olarak  $i$  ve  $t$  gibi iki alt indisten oluşmaktadır (Hsiao, 2014, s.9).

Panel veri analizi yukardaki modelde yer alan hata teriminin ( $u_{it}$ ) bireysel ve zaman etkileri yönünden bileşenlerine ayrıştırılmasına dayanmaktadır. Panel veri uygulamalarının büyük çoğunluğu tek faktörlü modellerin hata terimini kullanır (Baltagi, 2014, s. 14):

$$u_{it} = \mu_{it} + v_{it} \quad [7]$$

burada  $\mu_i$  gözlemlenemeyen bireysel etkiyi ifade etmektedir.  $v_{it}$  geriye kalan hata terimini ifade etmektedir. Modeldeki sabit terim  $\alpha$ , birimden birime değişmektedir. Buna bireysel heterojenite (heterojenlik, firmalar, bireyler, hane halkları gibi bireysel etkilerin aynı olmaması) denilmektedir. Panel veride hata terimlerinin hem bireyler içinde hem de bireyler arası eşvaryansa sahip oldukları kabul edilir (Baltagi, 2014, s. 14). Panel veri modeli üçlü ayrıma tabi tutulabilir: Zaman boyutu ( $T$ ) uzun ve yatay kesit boyutu ( $N$ ) dar ise “uzun ve dar”, zaman boyutu kısa ve yatay kesit boyutu geniş ise “kısa ve geniş” ve son olarak zaman boyutu uzun ve yatay kesit boyutu geniş ise “uzun ve geniş” panel olarak adlandırılmaktadır. Yatay kesitteki birimler her bir zaman gözlemine eşit ve panel veri seti tam ise dengeli panel, yatay kesitteki birimler her bir zaman gözlemine eşit değilse ve panel veri seti eksikse dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Hill, Griffiths and Lim, 2011, s.538-539). Bu çalışmada G7 için ( $N=7$ ), BRICS-T için ( $N=6$ ) ve 17 yıl ( $T=17$ ) bulunduğu için, zaman boyutu uzun ve yatay kesit boyutu dar olan panel türüne girmektedir ( $T>N$ ); yatay kesitimizdeki birimler her bir zaman gözlemine eşit olduğundan ve panel veri seti tam olduğu için dengeli panel özelliği taşımaktadır.

**Tablo 38**  
**Panel Veri Analizinin Yararları ve Sakıncaları**

Yararları	Sakıncaları
Panel veri analizi grupların (şirketlerin, bölgelerin ve ülkelerin) homojen olmayabileceğini yani heterojen olabileceklerini de göz önüne almakta ve alternatif model önerileri sunmaktadır. Yatay kesit ve zaman serisi modellerinin aksine panel veri yönteminde yer alan modeller bireylerin bireysel farklılıkları ve değişkenlerin özel etkileri kontrol altındadır.	Panel verinin zaman boyutunu içermesi korelasyon sorununa ve dolayısıyla tahmin edicilerin sapmalı ve tahminlerin tutarsız olmasına neden olabilmektedir.
Panel veri analizi, araştırmacılara daha fazla bilgi sunabilen veri, değişkenler arasında daha az çoklu bağlantı, daha büyük bir serbestlik derecesi ve daha büyük bir etkinlik sunmaktadır.	Panel verinin yatay kesit boyutunun çok büyük olması buna karşın zaman kesitinin ise çok kısa kalması halinde sabit etkiler modelinin etkinliği azalmaktadır.
Panel veri analizinde kullanılan zaman boyutu yeterince uzun ise uyum hızlarına göre sektörler, şirketler ve ülkeler çalışma alanlarına göre zaman içerisindeki görece değişimleri daha iyi gözlemlenmektedir.	
Panel veri analizi ile yatay kesit ve zaman serilerinden daha karmaşık ilişkilerin ekonometrik modellenmesinin yapılmasına olanak vermektedir.	
Panel veri analizlerinin genelde bireysel verileri kullanması verilerin toplulaştırılması sonucunda görülebilecek bilgi kayıplarının ve sapmalarla ilgili sorunların görülmesini engellemektedir.	

**Kaynak:** Baltagi, B. H., (2014). *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th Edition. New York: John Wiley and Sons Inc, s. 6-9.



Panel veri modellerinde yatay kesit ve zaman serisi verilerinin her ikisinin de kullanılmasından dolayı gözlem sayısı oldukça artmaktadır. Gözlem sayısının yüksek olması serbestlik derecesini yükseltmekte ve açıklayıcı değişkenler arasında yüksek derecede doğrusal ilişki bulunma olasılığını azaltmaktadır. Bu nedenle panel veri yöntemi daha güvenilir ekonometrik tahminlerin yapılabilmesine olanak sağlamaktadır (Hsiao, 2014, s. 4). Panel veri analizinin yatay kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak sağlaması, zaman serisi ya da yatay kesit verileri kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında önemli sapmalara yol açan dışlanan değişkenlerin panel veri analizinde önemli bir probleme neden olmamasını sağlamaktadır (Hsiao, 2014, s. 6).

#### **6.4. Betimleyici İstatistikler**

Panel veri analizinde kullanılan ülkelere ait temel istatistikler aşağıdaki tablolarda verilmiştir. G7 ülkeleri içerisinde incelenen dönemde en yüksek hisse senedi risk primi İtalya'da (yüzde 13,51), en düşük ABD'de (yüzde 4,5); ortalaması ise yüzde 5,7'dir. En yüksek ekonomik risk ABD'de (yüzde 3,22), en düşük Almanya'da (yüzde 2,27); ortalaması ise yüzde 2,58'dir. En yüksek finansal risk ABD'de (yüzde 3,24), en düşük Japonya'da (yüzde 2,03); ortalaması ise yüzde 2,59'dur. En yüksek politik risk Fransa'da (yüzde 1,46), en düşük İngiltere'de (yüzde 1,10); ortalaması ise yüzde 1,23'tür. En yüksek bütünleşik risk Fransa'da (yüzde 7,42), en düşük Kanada'da (yüzde 5,77); ortalaması ise yüzde 6,40'tır. Medyan değerlerinin ortalama değerinden daha düşük olması ülkeler arasındaki hisse senedi risk primlerindeki farklılıktan kaynaklanmaktadır.

BRICS-T ülkelerinde en yüksek hisse senedi risk primi Türkiye'de (yüzde 17,3), en düşük ise Çin'de (yüzde 7,5); ortalaması ise yüzde 11,3'tür. En yüksek ekonomik risk Türkiye'de (yüzde 4,29), en düşük Rusya'da (yüzde 2,22); ortalaması ise yüzde 2,83'tür. En yüksek finansal risk Türkiye'de (yüzde 3,90), en düşük Çin'de (yüzde 2,08); ortalaması ise yüzde 2,57'dir. En yüksek politik risk Türkiye'de (yüzde 1,91), en düşük Güney Afrika'da (yüzde 1,41); ortalaması ise yüzde 1,59'dir. En yüksek bütünleşik risk Türkiye'de (yüzde 9,97), en düşük Rusya'da (yüzde 5,87); ortalaması ise yüzde 7,01'dir. Standart sapmasının yani volatilitenin de en yüksek olduğu ülke olarak Brezilya olarak görülmektedir.

**Tablo 39**  
**Özet İstatistikler: G7**

Ülkeler	Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
ABD	ERP	0,052165	0,05	0,0625	0,045	0,005365
	ER	0,026318	0,025918	0,032215	0,02381	0,001899
	FR	0,029918	0,030189	0,032476	0,027397	0,001501
	PR	0,012173	0,012232	0,012917	0,011184	0,000414
	BR	0,068409	0,068583	0,074276	0,064154	0,002480
Almanya	ERP	0,052165	0,05	0,0625	0,045	0,005365
	ER	0,024133	0,023976	0,027555	0,022706	0,00122
	FR	0,024614	0,024515	0,026403	0,02381	0,000754
	PR	0,011780	0,011811	0,012385	0,011142	0,000335
	BR	0,060527	0,060523	0,063714	0,058369	0,001428
İngiltere	ERP	0,053571	0,05	0,0688	0,045	0,007032
	ER	0,026758	0,025974	0,031209	0,023762	0,002312
	FR	0,026226	0,026374	0,028335	0,023881	0,001219
	PR	0,012101	0,012220	0,013086	0,011075	0,000634
	BR	0,065086	0,064133	0,069985	0,060331	0,003052
Fransa	ERP	0,053971	0,05	0,0703	0,045	0,007557
	ER	0,026161	0,025834	0,030496	0,022989	0,002102
	FR	0,026642	0,026345	0,029557	0,02529	0,001226
	PR	0,013205	0,012966	0,014643	0,012435	0,000712
	BR	0,066007	0,065165	0,069899	0,061345	0,003200
İtalya	ERP	0,071129	0,0582	0,1351	0,054	0,02112
	ER	0,026672	0,02649	0,029777	0,023857	0,001739
	FR	0,026902	0,027088	0,030651	0,023437	0,001963
	PR	0,013289	0,013122	0,014432	0,012177	0,000603
	BÜR	0,066863	0,066639	0,072622	0,061463	0,003596
Japonya	ERP	0,063247	0,0617	0,0736	0,054	0,005214
	ER	0,026045	0,026115	0,027972	0,023952	0,001104
	FR	0,022424	0,021858	0,025424	0,020391	0,001367
	PR	0,012199	0,012146	0,012780	0,011639	0,000376
	BR	0,060668	0,060872	0,064236	0,057914	0,002027
Kanada	ERP	0,052871	0,05	0,0625	0,045	0,006095
	ER	0,024479	0,024121	0,027335	0,022792	0,001371
	FR	0,025055	0,025105	0,02649	0,02346	0,000693
	PR	0,011517	0,011538	0,01173	0,011127	0,000151
	BR	0,061051	0,060564	0,064173	0,057719	0,001863
Tümü	ERP	0,057017	0,0554	0,1351	0,045	0,01175
	ER	0,025795	0,025586	0,032215	0,022706	0,001951
	FR	0,025969	0,025532	0,032476	0,020391	0,002504
	PR	0,012323	0,012226	0,014643	0,011075	0,000793
	BR	0,064087	0,063087	0,074276	0,057719	0,003982

**Tablo 40**  
**Özet İstatistikler: BRICS-T**

Ülke	Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
Brezilya	ERP	0,736	0,095	0,01097	0,075	2,637
	ER	0,02871	0,02814	0,035503	0,025696	0,002452
	FR	0,02828	0,02718	0,036036	0,023188	0,003968
	PR	0,01521	0,01516	0,016205	0,014475	0,00054
	BR	0,0722	0,07023	0,080803	0,064466	0,005596
Çin	ERP	0,064	0,065	0,072	0,058	0,004
	ER	0,025055	0,02513	0,02603	0,023976	0,000657
	FR	0,021421	0,02107	0,022514	0,020833	0,000612
	PR	0,015707	0,01551	0,018182	0,014252	0,001258
	BR	0,062183	0,06248	0,064174	0,059312	0,001564
Güney Afrika	ERP	0,071	0,068	0,092	0,06	0,01
	ER	0,028609	0,02784	0,031455	0,026287	0,001728
	FR	0,026358	0,0267	0,028037	0,024717	0,000918
	PR	0,015044	0,01499	0,015957	0,014159	0,000572
	BR	0,07001	0,07038	0,073982	0,06633	0,002377
Hindistan	ERP	0,09	0,088	0,11	0,07	0,009
	ER	0,029345	0,02978	0,03073	0,028037	0,001
	FR	0,02361	0,02339	0,025559	0,022451	0,000877
	PR	0,016634	0,01644	0,018209	0,015697	0,000821
	BR	0,069589	0,06944	0,073545	0,066404	0,002264
Rusya	ERP	0,082	0,08	0,11	0,065	0,015
	ER	0,026667	0,02623	0,036309	0,022284	0,003771
	FR	0,023773	0,02323	0,030418	0,021448	0,002255
	PR	0,016313	0,01587	0,019108	0,014634	0,001309
	BR	0,066753	0,06515	0,078938	0,058736	0,006272
Türkiye	ERP	0,107	0,098	0,173	0,083	0,024
	ER	0,031707	0,0297	0,042934	0,027842	0,00449
	FR	0,031103	0,03046	0,039088	0,026876	0,003084
	PR	0,017038	0,0173	0,019169	0,014423	0,001394
	BR	0,079848	0,07718	0,099747	0,074005	0,007229
Tümü	ERP	0,113	0,085	0,173	0,058	1,077
	ER	0,028349	0,02815	0,042934	0,022284	0,003391
	FR	0,025758	0,02512	0,039088	0,020833	0,003958
	PR	0,015991	0,01581	0,019169	0,014159	0,001255
	BR	0,070097	0,06926	0,099747	0,058736	0,007126

## 6.5. Model Uygulamasına Ait Sonuçlar

Zaman serilerinde sonuçların güvenilirliği için ilk olarak serilerin durağanlığı (stationary), zaman serisi verilerinin belirli bir zaman sürecinde sürekli artma veya azalmanın olmadığı, verilerin zaman boyunca bir yatay eksen boyunca dağılım göstermesi araştırılmaktadır. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler çıkabilmesi için analizi yapılan serinin durağan olması gerekir. Değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa, değişkenler arasındaki ilişki gerçek bir ilişki şeklinde değil de, sahte regresyon (spurious regression) olarak ortaya çıkabilir. Bu nedenle, regresyonun gerçek bir ilişkiyi mi, yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi ifade ettiği, zaman serilerinin durağan olup olmamalarıyla ilişkilidir. Değişkenlerin zaman içinde belirli bir değere doğru yaklaşımları olarak tanımlanan durağanlık, korelogram ve birim kök (unit root) testleriyle analiz edilmektedir (Tari, 2016, s.382). Panel veri modelleri de zaman boyutu içerdiğinden dolayı ilk olarak durağanlık analizi yapılması gerekmektedir. Çünkü zaman serisi analizlerinde olduğu gibi, sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için değişkenlerin birim köke sahip olup olmadıklarının belirlenmesi gerekmektedir.

Zaman serisinin durağan olmadığı durumda pek çok tahmincinin asimptotik dağılımı normale yakınsamayacaktır. Ancak birbirinden bağımsız bireyleri kapsayan panel veri kümesinde bireylere ait zaman serileri durağan olmasa dahi tahmincilerin asimptotik dağılımı normal dağılıma yaklaşacaktır. Ayrıca bu nedenden dolayı panel veri, daha az birim kök sorunu içermektedir (Hsiao, 2014, s. 9).

### 6.5.1. Yatay Kesit Testi

Birim kökün varlığını test etmek için panel verileri kullanıldığında, yatay kesit bağımlılığının (cross-section dependence) sınanması gerekmektedir. Panel verilerde yatay kesit bağımsızlığını tespit edebilmek için serinin zaman ve yatay kesit boyutunun göz önüne alınması gerekmektedir. Panelin zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda  $T$  (bu çalışmada yıl)  $>$   $N$  (bu çalışmada ülke) Breusch ve Pagan (1980) CD-LM testi; zaman boyutunun yatay kesit boyutundan küçük olduğu ( $T < N$ ) durumlarda ise Pesaran (2004) CD-LM testi kullanılabilir. Çalışmada 2000-2016 dönemini kapsayan 17 yıl ( $T$ ) ve G-7, 7 ülke, BRICS-T ise 6 ülke ( $N$ ), olduğu için Breusch ve Pagan

(1980) CD-LM1 testine gerekli koşulun gerçekleşmesini sağlamıştır ( $T > N$ ) (Güloğlu ve İvrendi, 2008, s.384). Breusch ve Pagan testi, grup ortalaması sıfır ve bireysel ortalama sıfırdan farklı olduğunda sapmalı olmaktadır. Pesaran vd. (2008) bu sapmayı, test istatistiğine varyansı ve ortalamayı da ekleyerek düzeltmişlerdir.

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (\hat{p}_{it}^2) \sim X^2 \frac{N(N-1)}{2} \quad [8]$$

$$LM_{adj} = \left( \frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \left[ \hat{p}_{ij}^2 \left( \frac{(T-K-1) \hat{p}_{ij}^2 - \hat{\mu}_{Tij}}{v_{Tij}} \right) \right] \sim N(0,1) \quad [9]$$

burada  $\mu_{Tij}$  ortalamayı,  $v_{Tij}$  varyansı temsil etmektedir. Yatay kesit bağımlılığını test etmek için;

$H_0$ : Yatay kesit bağımlılığı yoktur,

$H_1$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır, şeklinde hipotezler kurulmuştur. Test sonucunda elde edilecek olasılık değeri (değişkenler için bakılıyorsa, bakılan değişkenin olasılık değeri, model için bakılıyorsa, modelin olasılık değeri) 0.05'ten küçük olduğunda, % 5 anlamlılık düzeyinde,  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğuna karar verilmektedir.

**Tablo 41**  
**Modelde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları: G7**

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan LM	210,8476	0.291	216,4999	0,321	175,2613	0,412	202,2889	0,658
Pesaran scaled LM	29,29412	0.312	30,1663	0,301	23,80304	0,852	27,97348	0,951
Pesaran CD	14,14843	0.158	14,28679	0,142	12,65568	0,169	13,74899	0,858
$LM_{adj}$	39,403	0,657	41,201	0,785	30,802	0,891	35,602	0,303

Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı varlığı reddedilirse, Levin, Lin ve Chu, (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003), ADF-Fisher Ki-Kare (Maddala ve Wu, 1999), PP-Fisher Ki-Kare (Choi, 2001) gibi 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı yatay kesit bağımlılığı varsa, Taylor & Sarno 1998; Breuer vd., 2002; Pesaran 2007; Hadri & Kurozumi, 2012 gibi 2. nesil birim kök testlerini kullanılması daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapılmasını sağlamaktadır. G7 ülkeleri ve BRICS-T ülkeleri için modelde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına göre modellerin olasılık değeri 0.05'ten küçük olmadığı için % 5 anlamlılık düzeyinde,  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olmadığına karar verilmiştir. Sonuç olarak 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir.

**Tablo 42**  
**Modelde Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları: BRICS-T**

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri	İstatistik	Olasılık Değeri
Breusch-Pagan LM	340,3985	0.391	864,2662	0,621	106,9298	0,622	526,5913	0,697
Pesaran scaled LM	34,76785	0.202	13,04066	0,534	16,78401	0,319	68,75584	0,955
Pesaran CD	12,31983	0.257	73,78688	0,365	76,02483	0,187	45,68214	0,457
LM <sub>adj</sub>	44,589	0,554	23,668	0,897	36,776	0,785	88,341	0,201

### 6.5.2. Birim Kök Testi

Değişkenlerin durağanlıklarının araştırılması için literatürde çeşitli birim kök testleri bulunmakla beraber, en çok kullanılan testler; Levin, Lin ve Chu, (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003), Fisher ADF ve Fisher PP testleridir. Bu testlerin boş hipotezleri değişkenlerin birim kök içerdiklerini alternatif hipotez ise değişkenlerin durağan olduklarını ileri sürmektedir. Levin, Lin ve Chu (2002) testi, bireysel sabitler ve zaman trendlerini göz önüne alan testlerdir. Levin, Lin ve Chu (2002) geliştirdikleri testi üç farklı model üzerine kurmuşlardır:

$$\text{Model 1: } \Delta y = \delta y_{it-1} + \mu_{it} \quad [10]$$

$$\text{Model 2: } \Delta y_{it} = \alpha_{0i} + \delta y_{it-1} + \mu_{it} \quad [11]$$

$$\text{Model 3: } \Delta y_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i}t + \delta y_{it-1} + \mu_{it} \quad [12]$$

Yukarıdaki üç model sırasıyla sabitsiz, sabitli ve sabitli trendli modeli ifade etmektedir. Burada  $\mu_{it}$  ile gösterilen hata süreci, durağan çevrilebilir ARMA sürecini takip etmekte ve birimler boyunca korelasyonludur.

$$\mu_{it} = \sum_{j=1}^{\infty} \theta_{ij} \mu_{it-j} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [13]$$

Levin, Lin ve Chu (2002) panel birim kök testinde ana hipotez, model (2) dikkate alınarak genelleştirilirse;

$$\Delta y_{it} = \delta y_{it-1} + \sum_{L=1}^{P_i} \theta_{iL} \Delta_{it-L} + \alpha_{mi} d_{mi} + \varepsilon_{it} \quad m=1, 2, \quad [14]$$

$d_m$  ile deterministik değişkenlerin vektörü belirlenirken;  $\alpha_m$  ile bunların parametreleri gösterilmektedir (Levin, Lin ve Chu, 2002, s. 4-6). Denklemden L optimal gecikme uzunluğudur ve herhangi bir bilgi kriteri kullanılarak belirlenmektedir. Levin, Lin ve Chu (2002) panel birim kök testinde yatay kesit veride uzun dönem standart sapmanın kısa dönem standart sapmasına oranlanması ile standart sapma hesaplanmaktadır. Hesaplanan standart sapmalar düzeltilmiş t istatistiklerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Düzeltilmiş t istatistiğine ait formülasyon aşağıdaki denklemden gösterilmiştir.

$$t_{\delta}^* = \frac{t_{\delta} - N\tilde{T}\hat{S}_N \hat{\sigma}_{\varepsilon}^{-2} STD(\hat{\delta}) \mu_{m\tilde{T}}^*}{\sigma_{m\tilde{T}}^*} \quad [15]$$

buradan elde edilen t test istatistikleri ile tablo kritik değerleri karşılaştırılarak  $H_0$  hipotezinin kabulü veya reddine yani incelenen serilerin birim kök içerip içermediğine karar verilmektedir. Im, Pesaran ve shin (2003) Panel Birim Kök testi, Levin, Lin ve Chu (2002) testinden farklı olarak, paneldeki birimler (örneğin ülkeler) arasında hetorejenliğe izin vermektedir. Testte  $y_{it}$  birinci derece otoregresif süreç için üretilmiş olsun;

$$y_{it} = (1 - \theta_i)\mu_i + \theta_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2,\dots,N \quad t = 1,2,\dots,T \quad [16]$$

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad [17]$$

Im, Pesaran ve Shin (2003) testinde t istatistiği;

$$\tilde{t} - \bar{t}_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \tilde{t}_{iT} \quad [18]$$

şeklinde  $\tilde{t} - \bar{t}$  istatistiği elde edilir. Buna karşılık Im, Pesaran ve Shin (2003) testinde  $W_{tbar}$  şöyle hesaplanır:

$$W_{tbar} = \frac{\sqrt{N} \left\{ \bar{t}_{NT} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[t_{iT}(p_i, 0 | \beta_i = 0)] \right\}_{T,N}}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Var[t_{iT}(p_i, 0 | \beta_i = 0)]}} \Rightarrow N(0, 1) \quad [19]$$

Fisher türü testlerde (ADF-Fisher Ki-Kare (Maddala ve Wu, 1999), PP-Fisher Ki-Kare (Choi, 2001)) bireysel birim kökün varlığına dair boş hipotez test edilmektedir. Fisher testlerinde öncelikle her bir birim için birim kök testi yapılmakta ardından bu testlerden elde edilen  $\rho$  değerleri tüm testi üretmek için kullanılmaktadır.

Fisher ADF testi zaman serileri için klasik ADF testini; Fisher Philips ve Peron testi ise zaman serileri için klasik Philips ve Perron testini her birim için uygulamaktadır. Fisher ADF ve Fisher Philips ve Perron panel birim kök testlerinde test istatistikleri sırasıyla şöyledir:

$$\lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i) \rightarrow X^2_{2N} \quad \text{ve} \quad Z = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (-2 \ln(p_i) - 2) \rightarrow N(0,1) \quad [20]$$

Burada,  $p_i$  yatay kesit  $i$  için birim kök testinin olasılık değeridir. Yapılan testler için hesaplanan değerler % 5 anlamlılık düzeyinde incelendiğinde;

$H_0: p=0$  tüm  $i$ 'ler için-tüm seride bir birim kök vardır.

$H_1: p < 0$  tüm  $i$ 'ler için -tüm değişkenler sabittir ya da birim kök mevcut değildir.

$H_0$  hipotezi reddedildiğinde, birim kökün olmadığı yani değişkenlerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.



**Tablo 43**  
**Panel Birim Kök Testi Sonuçları: G7**

<b>ERP (Sabitli)</b>							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			Olasılık (p) değeri	
<b>I (0)</b>	Levin, Li & Chu	0.30885	0.6213	<b>I (1)</b>	Levin, Li & Chu	-9,64177	0.0000
	Im, Pesaran & Shin W	-0,64436	0.2597		Im, Pesaran & Shin W	-10,0549	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	167.159	0.2716		ADF-Fisher Chi-square	986.483	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	286.044	0.0118		PP-Fisher Chi-square	100.646	0.0000
<b>ER (Sabitli)</b>							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			Olasılık (p) değeri	
<b>I (0)</b>	Levin, Li & Chu	-1,7484	0.0402	<b>I (1)</b>	Levin, Li & Chu	-6,76252	0.0000
	Im, Pesaran & Shin W	-0,94494	0.1723		Im, Pesaran & Shin W	-4,88797	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	158.145	0.3248		ADF-Fisher Chi-square	494.553	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	228.058	0.0635		PP-Fisher Chi-square	916.138	0.0000
<b>FR (Sabitli)</b>							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			Olasılık (p) değeri	
<b>I (0)</b>	Levin, Li & Chu	-0,30997	0.3783	<b>I (1)</b>	Levin, Li & Chu	-3,88038	0.0001
	Im, Pesaran & Shin W	-0,16873	0.4330		Im, Pesaran & Shin W	-4,32253	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	145.992	0.4061		ADF-Fisher Chi-square	440.446	0.0001
	PP-Fisher Chi-square	181.871	0.1984		PP-Fisher Chi-square	843.937	0.0000
<b>PR (Sabitli)</b>							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			Olasılık (p) değeri	
<b>I (0)</b>	Levin, Li & Chu t.	-3,67059	0.0496	<b>I (1)</b>	Levin, Li & Chu	-3,44415	0.0003
	Im, Pesaran & Shin W	-3,79956	0.1146		Im, Pesaran & Shin W	-4,60425	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	422.456	0.1470		ADF-Fisher Chi-square	475.339	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	276.324	0.0454		PP-Fisher Chi-square	687.617	0.0000
<b>BÜR (Sabitli)</b>							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			Olasılık (p) değeri	
<b>I (0)</b>	Levin, Li & Chu	-1,90793	0.0282	<b>I (1)</b>	Levin, Li & Chu	-6,01398	0.0000
	Im, Pesaran & Shin W	-0,13589	0.4460		Im, Pesaran & Shin W	-5,28193	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	115.749	0.6404		ADF-Fisher Chi-square	534.089	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	177.595	0.2180		PP-Fisher Chi-square	921.695	0.0000

\* Prob(P) değeri % 1 anlamlılık düzeyinde incelenmektedir. Uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

**Tablo 44**  
**Panel Birim Kök Testi Sonuçları: BRICS-T**

ERP (Sabitli)							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			t istatistiği	Olasılık (p) değeri
I (0)	Levin, Li & Chu	-106.060	0.1444	I (1)	Levin, Li & Chu	-689.362	0.0000
	Im, Pesaran & Shin W	-133.673	0.0907		Im, Pesaran & Shin W	-605.349	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	214.823	0.0437		ADF-Fisher Chi-square	59.9360	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	56.8430	0.0230		PP-Fisher Chi-square	106.631	0.0000
ER (Sabitli)							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			t istatistiği	Olasılık (p) değeri
I (0)	Levin, Li & Chu	-279.581	0.0126	I (1)	Levin, Li & Chu	-185.166	0.0000
	Im, Pesaran & Shin W	-118.793	0.1174		Im, Pesaran & Shin W	-209.950	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	19.1241	0.0856		ADF-Fisher Chi-square	23.2155	0.0000
	PP-Fisher Chi-square	10.4025	0.5807		PP-Fisher Chi-square	69.0560	0.0000
FR (Sabitli)							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			t istatistiği	Olasılık (p) değeri
I (0)	Levin, Li & Chu	-0,30997	0.3783	I (1)	Levin, Li & Chu	-3,88038	0.0001
	Im, Pesaran & Shin W	-0,16873	0.4330		Im, Pesaran & Shin W	-4,32253	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	145.992	0.4061		ADF-Fisher Chi-square	440.446	0.0001
	PP-Fisher Chi-square	181.871	0.1984		PP-Fisher Chi-square	843.937	0.0000
PR (Sabitli)							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			t istatistiği	Olasılık (p) değeri
I (0)	Levin, Li & Chu	-155.670	0.0598	I (1)	Levin, Li & Chu	-215.102	0.0057
	Im, Pesaran & Shin W	0.01679	0.5067		Im, Pesaran & Shin W	-288.517	0.0020
	ADF-Fisher Chi-square	13.9332	0.3050		ADF-Fisher Chi-square	28.8559	0.0041
	PP-Fisher Chi-square	16.3893	0.1741		PP-Fisher Chi-square	610.610	0.0000
BÜR (Sabitli)							
		t istatistiği	Olasılık (p) değeri			t istatistiği	Olasılık (p) değeri
I (0)	Levin, Li & Chu	-0.97182	0.1656	I (1)	Levin, Li & Chu	-214.672	0.0059
	Im, Pesaran & Shin W	0.59679	0.7247		Im, Pesaran & Shin W	-179.658	0.0062
	ADF-Fisher Chi-square	9.44745	0.6643		ADF-Fisher Chi-square	20.1346	0.0046
	PP-Fisher Chi-square	7.42237	0.8285		PP-Fisher Chi-square	50.6900	0.0000

\* Prob(P) değeri % 1 anlamlılık düzeyinde incelenmektedir. Uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

G7 ve BRICS-T ülkeleri için panel birim kök test sonuçları tabloları incelendiğinde değişkenlerin seviyelerine uygulanan birim kök test sonuçlarında t istatistikleri ve olasılık sonuçları ekonometrik analizde kullanılacak olan hisse senedi risk primi ve ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve bütünleşik risk serilerinin düzeyde [I(0)] durağan olmadığını göstermektedir. Serilerin birim kök problemi içerdiği görülmektedir. Bu nedenle serilerin birincil farkları araştırılmış ve değişkenler için serilerin birincil farklarına bakıldığında, elde edilen bulgularda serilerinin birincil farklarının durağan oldukları [I(1)] görülmüştür. Hem açıklanan değişken ERP'nin hem de açıklayıcı değişkenlerin yüzde 5 anlamlılık düzeyinde I(I)'de durağan olduğu görülmüş ve H<sub>0</sub> hipotezi reddedilmiş ve birim kökün olmadığı yani değişkenlerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

### 6.5.3. Eş bütünleşme Testi

Durağan olmayan serilerde durağanlık sağlandıktan sonra uzun dönemli karşılıklı bir ilişkinin bulunup bulunmadığının analizi yapılacaktır. Panel veri setleri eş bütünleşme testlerinde literatürde en fazla kullanılan yöntem Pedroni (1999-2004) tarafından geliştirilmiş eş bütünleşme testidir. Bu test eş bütünleşme vektöründeki heterojenliğe izin veren bir test olmakla birlikte yalnızca dinamik ve sabit etkilerin panelin kesitleri arasında farklı olmasına izin vermekle kalmaz aynı zamanda alternatif hipotez altında eş bütünleşik vektörün kesitler arasında farklı olmasına da izin verir (Üçler ve Kızılkaya, 2014, s.35).

Pedroni (1999) tarafından geliştirilen panel eş bütünleşme testi, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımı altında yedi farklı test ile panel verilerinin eş bütünleşik olup olmadığının sınanmasında kullanılır. Bu yedi farklı testin dört tanesi gruplar içi tahmincisini üç tanesi ise gruplar arası tahmincisini kullanarak tahminlemede bulunur. Bu istatistiklere Phillips, P. ve Ouliaris (1990) istatistiğinin ortalaması ile ulaşmaktadır:

$$Z_p = N_{i=1} \frac{T_{t=1} \mu_{it-1} \Delta \mu_{it} - \lambda_{it}}{T_{t-1} \mu^2_{it-1}} \quad [21]$$

Tablo 45'te Pedroni tarafından geliştirilen eş bütünleşme testine ait grup istatistikleri ve panel istatistikleri gösterilmiştir.

**Tablo 45**  
**Pedroni Eşbütünleşme Testleri**

Panel İstatistikleri
Panel-p
$T\sqrt{N} Z_{\hat{\rho}_{N,T}^{-1}} \equiv T\sqrt{N} (\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$
Panel-pp
$Z_{tN,T} \equiv (\tilde{\sigma}_{N,T}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$
Panel – Adf
$Z_{tN,T}^* \equiv (\tilde{s}_{N,T}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2})^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^*$
Panel-v
$T^2 N^{3/2} Z_{\hat{\nu}_{N,T}} \equiv T^2 N^{3/2} (\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1}$
Grup İstatistikleri
Grup-p
$TN^{-1/2} \tilde{Z}_{\hat{\rho}_{N,T}^{-1}} \equiv TN^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$
Grup-pp
$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN,T} \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\hat{\sigma}_i^2 \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^2)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$
Grup-Adf
$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN,T}^* \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{s}_i^{*2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2})^{-1/2} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^*$

**Kaynak:** Pedroni, P. (1999). Critical Values For Cointegration Tests in Heterogeneous Panels With Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics And Statistics*. 61, s.8.

H<sub>0</sub>: Eşbütünleşme Yoktur

H<sub>1</sub>: Değişkenler Arasında Eşbütünleşme vardır. Şeklinde oluşturulan hipotezlerin ve ERP ile ER, PR, FR VE BÜR arasındaki uzun dönemli ilişkinin araştırıldığı Pedroni eşbütünleşme testi, Tablo 46’da G7 ülkeleri için, Tablo 47’de de BRICS-T ülkeleri için gösterilmiştir. Buna göre G7 ülkeleri için Model 1’de sabit ve trend’in olmadığı durumda panel istatistiklerinin üçü istatistiksel olarak anlamlıdır. Grup istatistiklerinden de bir tanesi istatistiksel olarak anlamlıdır. Sabitli durumda panel istatistiklerinin üçü istatistiksel olarak anlamlıdır. Grup istatistiklerinden de bir tanesi istatistiksel olarak anlamlıdır. Genel olarak değerlendirildiğinde sabit ve trend’in olmadığı durumda Pedroni Eşbütünleşme testindeki hem panel hem de grup istatistiklerini oluşturan yedi testin dördünün, sabitli durumda da yedi testin dördünün sonucu seriler

arasında eşbütünleşme ilişkisini göstermektedir ve Model 1 için H0 hipotezi (seriler arasında eş bütünleşme yoktur) reddedilmiştir. *Model 2*'de sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin üçü; grup istatistiklerinden bir tanesi; sabitli durumda panel istatistiklerinin ikisi, grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 2 için H0 hipotezi reddedilmiştir. *Model 3*'te sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin üçü; grup istatistiklerinden bir tanesi; sabitli durumda panel istatistiklerinin üç tanesi, grup istatistiklerinden de bir tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 3 için H0 hipotezi reddedilmiştir. *Model 4*'te sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin üçü; grup istatistiklerinden iki tanesi; sabitli durumda panel istatistiklerinin ikisi, grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 4 için H0 hipotezi reddedilmiştir ve uzun dönemde G7 ülkelerinde değişkenler arasında birlikte hareket söz konusudur ve yapılan tüm eş bütünleşme testlerinin sonuçları, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir.

*BRICS-T ülkeleri için Model 1*'de sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin ikisi; grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır. Sabitli durumda panel istatistiklerinin ikisi; grup istatistiklerinden iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır. Hem panel hem de grup istatistiklerini oluşturan yedi testin dördünün, sabitli durumda da yedi testin dördünün sonucu seriler arasında eş bütünleşme ilişkisini göstermektedir ve Model 1 için H0 hipotezi reddedilmiştir. *Model 2*'de sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin ikisi; grup istatistiklerinden iki tanesi; sabitli durumda panel istatistiklerinin ikisi, grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 2 için H0 hipotezi reddedilmiştir. *Model 3*'te sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin ikisi; grup istatistiklerinden bir tanesi; sabitli durumda panel istatistiklerinin iki tanesi, grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 3 için H0 hipotezi reddedilmiştir. *Model 4*'te sabit ve trend'in olmadığı durumda panel istatistiklerinin ikisi; grup istatistiklerinden üç tanesi istatistiksel olarak anlamıdır. Sabitli durumda panel istatistiklerinin ikisi, grup istatistiklerinden de iki tanesi istatistiksel olarak anlamıdır ve Model 4 için H0 hipotezi reddedilmiştir. Uzun dönemde BRICS-T ülkelerinde değişkenler arasında birlikte hareket söz konusudur ve yapılan tüm eş bütünleşme testlerinin sonuçları, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir.

**Tablo 46**  
**Panel Eş bütünleşme Test Sonuçları: G7**

<b>Model 1</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	1.672.529	0.0472*	0.697003	0.0429*
Panel- <i>p</i>	-2,956878	0.0016*	-1,998208	0.0228*
Panel- <i>pp</i>	-5,570984	0.0000*	-4,319529	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	-0,251941	0.4005	1.491056	0.9320
Group- <i>p</i>	-0,547214	0.2921	0.699706	0.7579
Group- <i>pp</i>	-3,665354	0.0001*	-1,779387	0.0376*
Group- <i>adf</i>	-1,567611	0.0585	0.187208	0.5743
<b>Model 2</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	1.929993	0.0268*	0.841721	0.2000
Panel- <i>p</i>	-3,083513	0.0010*	-2,518497	0.0059*
Panel- <i>pp</i>	-6,700305	0.0000*	-9,537587	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	-0,611428	0.2705	-0,847869	0.1983
Group- <i>p</i>	-0,039817	0.4841	-0,147329	0.4414
Group- <i>pp</i>	-4,163146	0.0000*	-6,812434	0.0000*
Group- <i>adf</i>	-1,063732	0.1437	-3,607998	0.0002*
<b>Model 3</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	1.260.372	0.0138*	0.291171	0.0455*
Panel- <i>p</i>	-2,929957	0.0017*	-1,546872	0.0409*
Panel- <i>pp</i>	-5,487718	0.0000*	-6,928737	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	-0,291227	0.3854	0.401707	0.6561
Group- <i>p</i>	-0,432736	0.3326	0.704103	0.7593
Group- <i>pp</i>	-3,063383	0.0011*	-2,482835	0.0065*
Group- <i>adf</i>	-0,344642	0.3652	0.712820	0.7620
<b>Model 4</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	2.459840	0.0069*	1.054026	0.1459
Panel- <i>p</i>	-3,086111	0.0010*	-2,356953	0.0092*
Panel- <i>pp</i>	-6,150637	0.0000*	-7,298649	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	-0,382981	0.3509	0.005663	0.5023
Group- <i>p</i>	-0,33089	0.3704	0.357795	0.6398
Group- <i>pp</i>	-4,152414	0.0000*	-4,460393	0.0000*
Group- <i>adf</i>	-2,241478	0.0125*	-3,266206	0.0005*

\*Olasılık Değerleri (Grup PP ve Panel PP) % 5 anlamlılık düzeyinde incelenmektedir.

**Tablo 47**  
**Panel Eş bütünleşme Test Sonuçları: BRICS-T**

<b>Model 1</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	-1.090294	0.8622	-1.931.149	0.9733
Panel- <i>p</i>	-3.769.592	0.0001*	-4.469.873	0.0000*
Panel- <i>pp</i>	-5.416.969	0.0000*	-8.500.064	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	0.853370	0.8033	2.575656	0.9950
Group- <i>p</i>	-1.599.440	0.0549	-0.882910	0.1886
Group- <i>pp</i>	-5.905.458	0.0000*	-7.887.754	0.0000*
Group- <i>adf</i>	-3.047.158	0.0012*	-2.749.969	0.0030*
<b>Model 2</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	0.193805	0.4232	-0.965899	0.8330
Panel- <i>p</i>	-3.565.272	0.0002*	-2.859.029	0.0021*
Panel- <i>pp</i>	-5.098.446	0.0000*	-5.374.992	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	1.156036	0.8762	2.274981	0.9885
Group- <i>p</i>	-1.203.451	0.1144	-0.204386	0.4190
Group- <i>pp</i>	-4.219.254	0.0000*	-5.027.841	0.0000*
Group- <i>adf</i>	-1.358.353	0.0472*	-0.942027	0.0731*
<b>Model 3</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	-0.988366	0.8385	-1.686.482	0.9541
Panel- <i>p</i>	-3.680.314	0.0001*	-4.476.641	0.0000*
Panel- <i>pp</i>	-5.278.309	0.0000*	-9.256.897	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	0.846869	0.8015	0.106550	0.5424
Group- <i>p</i>	-0.941772	0.1732	-0.787634	0.2155
Group- <i>pp</i>	-3.533.020	0.0002*	-1.019.851	0.0000*
Group- <i>adf</i>	0.084697	0.0337*	-3.008.665	0.0013*
<b>Model 4</b>				
	Sabit ve trend yok		Sabitli	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Panel- <i>v</i>	-0.128243	0.5510	-1.197.219	0.8844
Panel- <i>p</i>	-3.668.396	0.0001*	-2.922.659	0.0017*
Panel- <i>pp</i>	-5.259.009	0.0000*	-5.491.188	0.0000*
Panel- <i>adf</i>	0.969993	0.8340	3.588681	0.9998
Group- <i>p</i>	-1.658.865	0.0486*	-0.993417	0.1603
Group- <i>pp</i>	-5.343.593	0.0000*	-6.844.898	0.0000*
Group- <i>adf</i>	-2.312.939	0.0104*	-2.476.678	0.0066*

\*Olasılık Değerleri (Grup PP ve Panel PP) % 5 anlamlılık düzeyinde incelenmektedir.

#### 6.5.4. Eşbütünleşme Parametrelerinin Tahmini

Değişkenler arasında eş bütünleşmenin olduğu sonucuna varıldıktan sonra, eş bütünleşme parametrelerinin tahmin edilmesi gereklidir. Eş bütünleşme parametreleri Pedroni (2000 ve 2001) tarafından geliştirilen tam dönüştürülmüş en küçük kareler, FMOLS (Fully Modified Ordinary Least Squares) ve Kao ve Chiang (2001) tarafından geliştirilen dinamik en küçük kareler, DOLS (Dynamic Ordinary Least Squares) metotları ile elde edilecektir. FMOLS ve DOLS tahmincileri, aralarında uzun dönemli ilişki bulunan serilerin en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesi durumunda sapmalı sonuçların ortaya çıkması üzerine geliştirilmiştir. FMOLS yöntemi, oto korelasyon ile içsellik problemini parametrik olmayan bir yaklaşım ile düzeltmekte iken; DOLS yönteminde ise değişkenler gecikmeli değerleri ile alınarak oto korelasyon giderilmekte ve tahmin yapılmaktadır. Diğer taraftan FMOLS yönteminin özellikle küçük örneklerde sapmalı sonuçlar verdiği; bu nedenle örneklemin küçük olması durumunda DOLS tahmincisinin kullanılması gerektiği ifade edilmektedir (Vergil ve Ayaş, 2009, s.105).

Panel FMOLS tahmin edicisi:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \mu_{it} \quad [22]$$

$$x_{it} = x_{it-1} + e_{it} \quad [23]$$

panel regresyon modeline dayanmaktadır. Burada  $y_{it}$  bağımlı  $x_{it}$  bağımsız değişkeni ve  $\alpha_i$  sabit etkileri göstermektedir. Eşitlikte hata terimleri durağan bir süreçtir; dolayısıyla  $y_{it}$  birinci dereceden bütünleşikse  $y_{it}$  ve  $x_{it}$  arasında uzun dönem eş bütünleşme ilişkisi vardır. Panel için eş bütünleşme vektörü;  $\hat{\beta}_{GFM}^* = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{\beta}_{FM,i}^*$  olarak gösterilir. Buradaki  $\hat{\beta}_{FM,i}^*$  her ülke için zaman serileri FMOLS tahmininden elde edilmektedir.

Panel DOLS tahmin edicisi:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \sum_{k=-K_i}^{K_i} \gamma_{ik} \Delta x_{it} + \mu_{it} \quad [24]$$



burada  $-K_i$  ve  $K_i$  öncül ve gecikme sayılarını göstermektedir. Panel için eş bütünleşme vektörü ilk olarak yukarıdaki model her bir yatay kesit için tahmin edilir; ardından her bir yatay kesite ait bu DOLS tahmininden elde edilen eş bütünleşme katsayılarının aritmetik ortalaması alınmakta ve panel eş bütünleşme katsayısı hesaplanmaktadır:

$$\hat{\beta}_{GD}^* = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{\beta}_{D,i}^* \quad [25]$$

burada  $\hat{\beta}_{D,i}^*$  her bir yatay kesit için DOLS tahmininden elde edilen eş bütünleşme katsayısını göstermektedir (Ağır, Kar ve Nazlıoğlu, 2011, s.452).

FMOLS yöntemi standart sabit etkili tahminlerdeki (otokorelasyon, değişen varyans gibi sorunlardan kaynaklanan) sapmaları düzeltirken, DOLS yöntemi modele dinamik unsurları da dâhil ederek statik regresyondaki sapmaları da giderebilecek bir özelliğe sahiptir (Kök, İspir ve Arı, 2010, s.8).

Tablo 48 ve tablo 49, G7 ülkeleri için, tablo 50 ve tablo 51 ise BRICS-T ülkeleri için panel eş bütünleşme parametre tahmin sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 48’de, G7 ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri panel FMOLS test sonuçları G7’nin tamamı için değerlendirildiğinde, *Model 1*’de, bağımsız değişken ekonomik riskin işareti beklenildiği gibi pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Uzun dönemde ekonomik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, bağımlı değişken hisse senedi risk priminde, panel genelinde % 2.57’lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*’de; bağımsız değişken finansal riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk primini, yüzde 4.71 artırmaktadır. *Model 3*’te; bağımsız değişken politik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişken politik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk primini, yüzde 8.28 artırmaktadır. *Model 4*’te; bağımsız değişken bütünleşik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişken bütünleşik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk primine, yüzde 1.77 etki etmektedir. Uygulanan test sonuçlarına göre G7 ülkelerinin tamamı için hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan bağımsız değişken politik risktir faktörüdür.

**Tablo 48**  
**Panel Eşbütünleşme Parametreleri: G7 (FMOLS)**

			ABD	Almanya	Fransa	İngiltere	İtalya	Japonya	Kanada	G7 Genel
<b>Model 1</b>	ER	Katsayı	0.84***	2.86**	1.72***	1.40***	1.70***	1.61***	4.20**	2.57***
		t	0.74	2.21	1,63	1,49	0,61	4,56	3,88	3,36
<b>Model 2</b>	FR	Katsayı	0.76**	2.51**	4.18**	4.16***	5.75***	2.86***	5.72**	4.71***
		t	0.68	0.84	10,74	4,00	4,23	2,96	6,33	4,67
<b>Model 3</b>	PR	Katsayı	6.74**	7.76*	8.42***	2.89**	2.25**	3.29***	2.07**	8.28***
		t	1.56	3,44	3,19	4,67	2,66	3,52	0,63	3,99
<b>Model 4</b>	BR	Katsayı	1.67**	2.46*	1.29***	1.84**	2.96**	1.61***	2.42***	1.77***
		t	0.42	1.29	4,10	3,4	1,23	4,03	4,56	3,98

\*FMOLS tahminlerinde Newey-West varyans-kovaryans tahmincisi kullanılmıştır.  
\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 49’da, G7 ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri panel DOLS test sonuçları G7’nin tamamı için değerlendirildiğinde, *Model 1*’de, bağımsız değişken ekonomik riskin işareti beklenildiği gibi pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Uzun dönemde bağımsız değişken ekonomik riskte % 1 birimlik bir artış, bağımlı değişken hisse senedi risk priminde, panel genelinde % 2.78’lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*’de; bağımsız değişken finansal riskin işareti beklenildiği gibi pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde, yüzde 3.01’lik bir artışa neden olmaktadır. *Model 3*’te; bağımsız değişken politik riskin işareti beklenildiği gibi pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişken politik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk primini, yüzde 1.70 artırmaktadır. *Model 4*’te; bağımsız değişken bütünleşik riskin işareti beklenildiği gibi pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişken bütünleşik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde, yüzde 3.06 etki etmektedir. Uygulanan test sonuçlarına göre G7 ülkelerinin tamamı için hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan bağımsız değişken bütünleşik risktir faktördür.

**Tablo 49**  
**Panel Eşbütünleşme Parametreleri: G7 (DOLS)**

			ABD	Almanya	Fransa	İngiltere	İtalya	Japonya	Kanada	G7 Genel
<b>Model 1</b>	ER	Katsayı	6.42**	3.54*	6.14**	2.23**	4.09***	0.91***	2.22***	2.78**
		t	3,21	2.52	2.34	4.68	2,46	0.85	1,02	2,8
<b>Model 2</b>	FR	Katsayı	2.56*	5.76**	4.91*	4.55***	6.24**	1.60***	4.93***	3.01**
		t	1.46	1.48	11,22	3,66	1,14	6,37	3,96	3,66
<b>Model 3</b>	PR	Katsayı	2.19*	3.34**	1.55**	5.88**	2.45***	3.58***	3.55*	1.70**
		t	0.45	3,21	7,71	5,96	4,22	3,67	0,56	4,30
<b>Model 4</b>	BR	Katsayı	1.40*	3.89*	3.04***	2.27*	4.63***	2.25***	3.33**	3.06**
		t	0.38	6.40	2,55	4,55	1,24	1,87	6,74	5,22

\*DOLS tahmininde öncül ve gecikmeler için maksimum gecikme sayısı 1 olarak ve optimal uzunluklar Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.  
\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 50’de, BRICS-T ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri panel FMOLS test sonuçları BRICS-T’nin tamamı için değerlendirildiğinde, *Model 1*’de, bağımsız değişken ekonomik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Uzun dönemde ekonomik riskte % 1’lik bir artış, bağımlı değişken hisse senedi risk priminde, panel genelinde % 3.77’lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*’de; finansal riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk priminde, yüzde 4.96’lık bir artışa yol açmaktadır. *Model 3*’te; bağımsız değişken politik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk primini, yüzde 2.74 artırmaktadır. *Model 4*’te; bütünleşik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk primine, yüzde 1.77 etki etmektedir. Uygulanan test sonuçlarına göre BRICS-T ülkelerinin tamamı için hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan bağımsız değişken finansal risktir faktörüdür.

**Tablo 50**  
**Panel Eşbütünleşme Parametreleri: BRICS-T (FMOLS)**

			Brezilya	Çin	Güney Afrika	Hindistan	Rusya	Türkiye	BRICS-T Genel
<b>Model 1</b>	ER	Katsayı	4.52***	0.96***	5.79**	0.89**	2.86**	3.43**	3.77**
		t	2,6	0.16	3,57	0.53	2,42	4,10	3,03
<b>Model 2</b>	FR	Katsayı	3.33***	0.37*	3.83**	1.87***	6.08**	4.77*	4.96**
		t	2,25	0.59	4,71	0.96	2,23	1,51	3,22
<b>Model 3</b>	PR	Katsayı	2.45***	2.42**	1.86*	1.68***	8.77*	4.67***	2.74**
		t	1,78	1,53	3,3	1.77	3,44	4,52	0.19
<b>Model 4</b>	BR	Katsayı	4.09**	1.11**	3.39**	2.19**	2.93*	1.21***	2.74**
		t	3,32	4,67	1,58	1.27	4,45	1,47	1,63

\*FMOLS tahminlerinde Newey-West varyans-kovaryans tahmincisi kullanılmıştır.

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 51’de BRICS-T ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri *panel DOLS* test sonuçları panelin tamamı için değerlendirildiğinde, *Model 1*’de, bağımsız değişken ekonomik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Uzun dönemde ekonomik riskte % 1’lik bir artış, bağımlı değişken hisse senedi risk priminde, panel genelinde % 3.21’lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*’de; finansal riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk priminde, yüzde 4.87’lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 3*’te; bağımsız değişken politik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk primini, yüzde 2.26 artırmaktadır. *Model 4*’te; bütünleşik riskin işareti pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskte yüzde 1 birimlik bir artış, panel genelinde hisse senedi risk primine, yüzde 3.74 etki etmektedir. Uygulanan test sonuçlarına göre BRICS-T ülkelerinin tamamı için hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan bağımsız değişken finansal risktir faktörüdür.

**Tablo 51**  
**Panel Eşbütünleşme Parametreleri: BRICS-T (DOLS)**

			Brezilya	Çin	Güney Afrika	Hindistan	Rusya	Türkiye	BRICS-T Genel
<b>Model 1</b>	ER	Katsayı	8.12**	5.02***	6.01***	0.42**	3.05*	6.18***	3,21***
		t	3,39	2.52	5,21	0.96	4,25	2,14	1,25
<b>Model 2</b>	FR	Katsayı	5.01**	2.58**	1.28***	0.52*	6.57*	5.75**	4.87***
		t	1,21	1.48	4,23	0.06	2,39	3,27	3,21
<b>Model 3</b>	PR	Katsayı	3.85**	2.67**	2.74***	1.84**	7.52*	3.46**	2.26***
		t	2,25	3,74	3,41	2,01	2,13	1,84	3,22
<b>Model 4</b>	BR	Katsayı	4.89**	0.52***	1.27**	0.51*	1.42**	4.12***	3.74***
		t	2,03	4,12	5,56	0.07	1,23	1,12	3,52

\*DOLS tahmininde öncül ve gecikmeler için maksimum gecikme sayısı 1 olarak ve optimal uzunluklar Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

### 6.5.5. Nedensellik Testi

Eş bütünleşme ilişkisi, değişkenler arasında en az bir yönlü nedensellik ilişkisinin olabileceğinin bir göstergesidir. Panel nedensellik analizleri ise Dumitrescu ve Hurlin (2012) yöntemi kullanılarak elde edilecektir. Bu yöntemin üstün yanları; paneli oluşturan ülkeler arasındaki hem yatay kesit bağımlılığını hem de heterojenliği göz önünde bulundurabilmesi, zaman boyutu, yatay kesit boyutundan (N) büyük olduğunda da küçük olduğunda da kullanılabilmesi ve dengesiz panel veri setlerinde de etkin sonuçlar üretebilmesidir Dumitrescu ve Hurlin testinin bir diğer özelliği de hem eşbütünleşik ilişkinin varlığında hem de olmadığı durumda analiz yapabilmesidir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Panel Granger nedensellik testinde, T döneminde N tane birim için gözlemlenen iki durağan süreci  $x$  ve  $y$  gibi değişkenler ifade ettiğinde, aşağıdaki doğrusal heterojen model dikkate alınmaktadır (Dumitrescu-Hurlin, 2012, s.1453-1456):

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K Y_i^{(k)} y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} x_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad [26]$$

burada  $\beta_i = (\beta_i^{(1)}, \beta_i^{(2)}, \dots, \beta_i^{(K)})$  şeklindedir. Bireysel etkiler  $\alpha_i$ 'nin zaman boyutunda sabit olduğu varsayılmaktadır. Hem  $y_{i,t}$  hem de  $x_{i,t}$ 'nin başlangıç koşulları  $(y_{i-k}, \dots, y_{i,0})$  ve  $(x_{i-k}, \dots, x_{i,0})$ 'ın verilmiş ve gözlenebilir. Gecikme uzunlukları (K) panelin tüm yatay kesit birimleri için özdeştir ve panel dengelidir. Otoregresif parametreler  $\gamma_i^{(k)}$  ve regresyon eğim parametreleri  $\beta_i^{(k)}$ 'nin birimler arasında değiştiği varsayılmaktadır. Yukardaki denklemde test edilen temel ve alternatif hipotezler ise aşağıdaki gibidir:

$H_0$ : Nedensellik Yoktur

$H_1$ :Değişkenler Arasında Nedensellik vardır; şeklinde oluşturulan Dumitrescu ve Hurlin Panel nedensellik testinde, temel hipotez altında Granger nedensellik ilişkisinin yokluğu, en az bir yatay kesitte bu ilişkinin var olduğu alternatif hipotezine karşın sınanmaktadır. Temel hipotezi test etmek için kullanılan test istatistiği  $W_{N,T}^{Hnc}$  bireysel Wald istatistiğinin aritmetik ortalamasıdır.

$$W_{N,T}^{Hnc} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_{i,T} \quad [27]$$

denklemde  $W_i$ , terimi i. yatay kesit birimi için bireysel Wald istatistiklerini göstermektedir. Eğer  $T \rightarrow \infty$  ve sabit bir N ise başka bir ifade ile  $N > T$  olduğu durum için standardize edilmiş  $Z_{N,T}^{Hnc}$  istatistiği şu şekildedir.

$$Z_{N,T}^{Hnc} = \sqrt{\frac{N}{2K}} (W_{N,T}^{Hnc} - K) \sim (0,1) \quad [28]$$

eğer  $N \rightarrow \infty$  ve sabit bir T ise başka bir ifade ile  $T > N$  için standardize edilmiş  $\tilde{Z}_{N,T}^{Hnc}$  test istatistiği kullanılır (bu çalışmada G7 için (N=7), BRICS-T için (N=6) ve 17 yıl (T=17) bulunduğu için, (T>N):

$$\tilde{Z}_{N,T}^{Hnc} = \sqrt{\frac{N}{2 \times K} \times \frac{(T-2K-5)}{T-K-3}} \times \left[ \frac{(T-2K-3)}{T-2K-1} W_{N,T}^{Hnc} - K \right] \sim (0,1) \quad [29]$$

Son iki denklemde  $W_{N,T}^{Hnc} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_{i,T}$  'dir.

Tablo 52 ve Tablo 53, G7 ve BRICS-T ülkeleri için panel nedensellik sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 52’de, G7 ülkeleri için panel nedensellik sonuçlarına göre, % 5 anlamlılık düzeyinde *Model 1* için hisse senedi risk primi değişkeninden ekonomik risk değişkenine doğru panel nedensellik ilişkisi yoktur ve temel hipotez kabul edilmektedir. Ancak, ekonomik riskten, hisse senedi risk primine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı söz konusu olduğu için temel hipotez reddedilmiştir. Yani, ekonomik risk, hisse senedi risk priminin nedenidir. *Model 2* için, hem finansal riskten, hisse senedi risk primine doğru, hem de hisse senedi risk priminden finansal riske doğru bir nedensellik vardır; finansal risk, hisse senedi risk priminin nedeni aynı zamanda sonucudur. *Model 3* için, politik risk, hisse senedi risk priminin nedenidir. *Model 4* için, bütünleşik risk, hisse senedi risk priminin nedeniken, hisse senedi risk primine, bütünleşik riskin nedeni değildir.

**Tablo 52**  
**Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi: G7**

Boş Hipotez	W İstatistiği	Z-bar İstatistiği	Anlamlılık Değeri	Karar
<b>Model 1 (ERP-ER)</b>				
ERP, ER’nin nedenseli değildir	1.08979	-1.15603	0.2477	ERP $\neq$ ER
ER, ERP’nin nedenseli değildir	13.9016	9.34652	0.0000	ER $\Rightarrow$ ERP
<b>Model 2 (ERP-FR)</b>				
FR, ERP’nin nedenseli değildir	4.93923	1.99957	0.0455	FR $\Rightarrow$ ERP
ERP, FR’nin nedenseli değildir	5,37795	2.35921	0.0183	ERP $\Rightarrow$ FR
<b>Model 3 (ERP-PR)</b>				
PR, ERP’nin nedenseli değildir	6.31864	3.13035	0.0017	PR $\Rightarrow$ ERP
ERP, PR’nin nedenseli değildir	2.37966	-0.09865	0.9214	ERP $\neq$ PR
<b>Model 4 (ERP-BR)</b>				
BR, ERP’nin nedenseli değildir	14.2429	9.62629	0.0000	BR $\Rightarrow$ ERP
ERP, BR’nin nedenseli değildir	2.11349	-0.31684	0.7514	ERP $\neq$ BR

\*Gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

Tablo 53’te BRICS-T ülkeleri için panel nedensellik sonuçlarına göre, % 5 anlamlılık düzeyinde *Model 1* için hisse senedi risk primi değişkeninden ekonomik risk değişkenine doğru panel nedensellik ilişkisi vardır ve temel hipotez kabul edilmektedir. Aynı şekilde, ekonomik riskten, hisse senedi risk primine doğru bir nedensellik ilişkisinin

varlığı söz konusu olduğu için temel hipotez reddedilmiştir. Yani, ekonomik risk, hisse senedi risk priminin nedeni olduğu gibi, hisse senedi risk primi de ekonomik riskin nedenidir. *Model 2* için, finansal riskten, hisse senedi risk primine doğru bir nedensellik vardır; finansal risk, hisse senedi risk priminin nedenidir. *Model 3* için, politik risk, hisse senedi risk priminin nedenidir; aynı zamanda hisse senedi risk primi de politik riskin nedenidir. *Model 4* için, bütünleşik risk, hisse senedi risk priminin nedeniyken, hisse senedi risk primi de, bütünleşik riskin nedenidir.

**Tablo 53**  
**Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi: BRICS-T**

Boş Hipotez	W İstatistiği	Z-bar İstatistiği	Anlamlılık Değeri	Karar
<b>Model 1 (ERP-ER)</b>				
ERP, ER'nin nedenseli değildir	9.69728	5.46235	5.E-08	ERP ⇒ ER
ER, ERP'nin nedenseli değildir	6.92135	3.35557	0.0000	ER ⇒ ERP
<b>Model 2 (ERP-FR)</b>				
FR, ERP'nin nedenseli değildir	4.05257	1.17831	0.0000	FR ⇒ ERP
ERP, FR'nin nedenseli değildir	4.14114	1.24554	0.2129	ERP ≠ FR
<b>Model 3 (ERP-PR)</b>				
PR, ERP'nin nedenseli değildir	11.6527	6.94639	4.E-12	PR ⇒ ERP
ERP, PR'nin nedenseli değildir	6.53663	3.06358	0.0022	ERP ⇒ PR
<b>Model 4 (ERP-BR)</b>				
BR, ERP'nin nedenseli değildir	5.86361	2.55280	0.0107	BRP ⇒ ERP
ERP, BR'nin nedenseli değildir	7.69497	3.94271	8.E-05	ERP ⇒ BRP

\*Gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

## 6.6. Genel Değerlendirme

Firmalar, yeni ihraç ettikleri hisse senetlerini daha uygun miktar ve maliyetle kaynak bulabilmek, faaliyette buldukları ülkenin hisse senedi piyasalarında var olmak gibi nedenlerle uluslararası hisse senedi piyasalarında satışa sunarlar. Özellikle çok uluslu firmalar, yeni hisse senedi ihraçlarını uluslararası hisse senedi piyasalarında



gerçekleştirmeyi tercih etmektedirler. Son yıllarda kendi ülkesinin dışındaki hisse senedi borsalarına kendilerini kota ettiren firmaların sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Uluslararası piyasalarda hisse senedi yatırımlarının getirilerindeki değişkenliği ve yatırımların tahmin edilebilirliği açısından ülkeye has faktörlerin etkilerini hisse sendi risk primi aracılığıyla açıklamak bu çalışmanın temel amacı olarak ifade edilebilir. Bu amacı gerçekleştirebilmek için hisse senedi risk priminin bağımlı, açıklanan değişken olduğu ve ekonomik riskin, finansal riskin, politik riskin ve bütünleşik riskin bağımsız, açıklayan değişken olduğu dört model oluşturulmuştur. Ülkeler arasındaki hisse senedi risk primini etkileyen ekonomik, politik ve finansal faktörler, G-7 ile BRICS-T için 2000-2016 yılları arası dönemde yıllık veriler kullanılarak, diğer yöntemlere kıyasla daha güvenilir ekonometrik tahminlerin yapılabilmesine olanak sağlayan panel veri analizi ile incelenmiştir.

Panel veri modelleri de zaman boyutu içerdiğinden dolayı ilk olarak durağanlık analizi yapılması gerekmektedir. Değişkenlerin durağanlıklarının araştırılması için hangi testlerin yapılması gerektiğini gösteren bir bakıma ön test diyebileceğimiz yatay kesit bağımlılığı testi yapılmaktadır. Bu testin sonuçlarına göre, panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı varlığı reddedilirse, Levin, Lin ve Chu, (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003), ADF-Fisher Ki-Kare (Maddala ve Wu, 1999), PP-Fisher Ki-Kare (Choi, 2001) gibi 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığı yatay kesit bağımlılığı varsa, Taylor & Sarno 1998; Breuer vd., 2002; Pesaran 2007; Hadri & Kurozumi, 2012 gibi 2. nesil birim kök testlerini kullanılması daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapılmasını sağlamaktadır. G7 ülkeleri ve BRICS-T ülkeleri için modelde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına göre modellerin olasılık değeri 0.05'ten küçük olmadığı için % 5 anlamlılık düzeyinde,  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olmadığına karar verilmiştir. Sonuç olarak, G7 ve BRICS-T ülkeleri için modelde bakılan test sonuçlarına göre 1. nesil birim kök testleri kullanılabilir. Değişkenlerin durağanlıklarının araştırılması için literatürde çeşitli birim kök testleri bulunmakla beraber, en çok kullanılan testler; Levin, Lin ve Chu, (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003), Fisher ADF ve Fisher PP testleridir.

G7 ve BRICS-T ülkeleri için panel birim kök test sonuçlarına göre değişkenlerin seviyelerine uygulanan birim kök test sonuçlarında t istatistikleri ve olasılık sonuçları ekonometrik analizde kullanılacak olan hisse senedi risk primi ve ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve bütünleşik risk serilerinin düzeyde  $[I(0)]$  durağan olmadığını ve serilerin birim kök problemi içerdiği görülmektedir. Bu nedenle serilerin birincil farkları araştırılmış ve değişkenler için serilerin birincil farklarına bakıldığında, elde edilen bulgularda serilerinin birincil farklarının durağan oldukları  $[I(1)]$  görülmüştür. Hem açıklanan değişkenin hem de açıklayıcı değişkenlerin yüzde 5 anlamlılık düzeyinde  $I(1)$ 'de durağan olduğu görülmüş;  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve birim kökün olmadığı yani değişkenlerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Durağanlık sağlandıktan sonra uzun dönemli karşılıklı bir ilişkinin bulunup bulunmadığının analizi yapılmıştır.

Pedroni (1999) tarafından geliştirilen panel eş bütünleşme testi, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımı altında yedi farklı test ile panel verilerinin eş bütünleşik olup olmadığının sınanmasında kullanılır. Bu yedi farklı testin dört tanesi gruplar içi tahmincisini üç tanesi ise gruplar arası tahmincisini kullanarak tahminlemede bulunur. G7 ve BRICS-T ülkeleri için sabit ve trendin olmadığı durumda ve sabitli durumda, oluşturulan modellerde Pedroni eşbütünleşme testindeki hem panel hem de grup istatistiklerini oluşturan testlerin çoğunluğunun sonucu, seriler arasında eşbütünleşme ilişkisini göstermektedir ve  $H_0$  hipotezi (seriler arasında eş bütünleşme yoktur) reddedilmiştir ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu anlaşılmaktadır.

Değişkenler arasında eş bütünleşmenin olduğu sonucuna varıldıktan sonra, eş bütünleşme parametrelerinin tahmin edilmesi gereklidir. Eş bütünleşme parametreleri Pedroni (2000 ve 2001) tarafından geliştirilen tam dönüştürülmüş en küçük kareler, FMOLS ve Kao ve Chiang (2001) tarafından geliştirilen dinamik en küçük kareler, DOLS metotları ile elde edilmiştir.

G7 ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri panel FMOLS test sonuçları ülke bazında değerlendirildiğinde, *Model 1*'de; açıklayıcı değişken ekonomik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlıdır. Ekonomik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke Kanada, en az etkili olduğu ülke ise ABD'dir. Kanada'da uzun

dönemde ekonomik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 4.20'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*'de; açıklayıcı değişken finansal riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla, İtalya, Kanada, Fransa, İngiltere ve Japonya'dır. *Model 3*'te; açıklayıcı değişken politik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla Fransa, Almanya, ABD, Japonya, İngiltere ve İtalya'dır. Fransa'da uzun dönemde politik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 8.42'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 4*'te; açıklayıcı değişken bütünleşik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke ise Japonya'dır. *Panel DOLS test sonuçları ülke bazında değerlendirildiğinde, Model 1*'de; açıklayıcı değişken ekonomik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Ekonomik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke ABD, en az etkili olduğu ülke ise Japonya'dır. ABD'de uzun dönemde ekonomik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 6.42'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*'de; açıklayıcı değişken finansal riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke ise Japonya'dır. *Model 3*'te; açıklayıcı değişken politik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla İngiltere, Japonya ve Kanada'dır. İngiltere'de uzun dönemde politik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 5.88'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 4*'te; açıklayıcı değişken bütünleşik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke ise Japonya'dır.

BRICS-T ülkeleri için değişkenler arasındaki eş bütünleşme parametreleri panel FMOLS test sonuçları ülke bazında değerlendirildiğinde, *Model 1*'de; açıklayıcı değişken

ekonomik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlıdır. Ekonomik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke Güney Afrika, en az etkili olduğu ülke ise Hindistan'dır. Güney Afrika'da uzun dönemde ekonomik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 5.79'luk bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*'de; açıklayıcı değişken finansal riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla, Rusya, Türkiye ve Güney Afrika'dır. *Model 3*'te; açıklayıcı değişken politik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla Rusya ve Türkiye'dir. Rusya'da uzun dönemde politik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 8.77'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 4*'te; açıklayıcı değişken bütünleşik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke Brezilya, en az etkili olduğu ülke ise Çin'dir. *Panel DOLS test sonuçları ülke bazında değerlendirildiğinde, Model 1*'de; açıklayıcı değişken ekonomik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Ekonomik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler Brezilya ve Türkiye'dir; en az etkili olduğu ülke ise Hindistan'dır. Brezilya'da uzun dönemde ekonomik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 8,12'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 2*'de; açıklayıcı değişken finansal riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Finansal riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler Rusya, Türkiye ve Brezilya'dır; en az etkili olduğu ülke ise Hindistan'dır. *Model 3*'te; açıklayıcı değişken politik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Politik riskin, hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülkeler sırasıyla Rusya, Brezilya ve Türkiye'dir. Rusya'da uzun dönemde politik riskte % 1 birimlik bir artış, hisse senedi risk priminde % 7.52'lik bir artışa yol açmaktadır. *Model 4*'te; açıklayıcı değişken bütünleşik riskin katsayısı bütün ülkelerde beklenildiği gibi pozitif ve istatistiki olarak % 1, % 5 ve % 10

düzeyinde anlamlıdır. Bütünleşik riskin hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olduğu ülke Brezilya, en az etkili olduğu ülke ise Hindistan'dır.

Eş bütünleşme ilişkisi, değişkenler arasında en az bir yönlü nedensellik ilişkisinin olabileceğinin bir göstergesidir. Dumitrescu ve Hurlin (2012) Panel Granger nedensellik test sonuçlarına göre G7 ve BRICS-T ülkeleri için; hisse senedi risk priminin bağımlı değişken olduğu ve ekonomik riskin, finansal riskin, politik riskin ve bütünleşik riskin açıklayan değişken olduğu dört modeli destekler niteliktedir. Çünkü, Panel Granger nedensellik test sonuçlarına göre, ekonomik, finansal ve politik risklerden hisse senedi risk primine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu yani, bu değişkenlerin hisse senedi risk priminin nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

## 7. SONUÇ

Uluslararası ekonomi politik dünya arenasındaki devletler ve piyasaların karşılıklı ilişkilerini araştırır ve bu yüzden dar anlamdaki iktisat ve politikanın kendilerine ait sınırlarını aşar. Ekonomi ve politika alanları çerçevesinde, ekonomi alanında atılan her adımda bir politik gaye olduğu gibi; politik olarak yapılan her hamlede de ekonomik bir amaç olduğu açıkça söylenebilir. Uluslararası sistemdeki aktör sayısında artışın gerçekleşmesiyle barış, güvenlik ve işbirliği gibi konularda, küreselleşmeyle beraber, zaman içerisinde algı dönüşümünün yaşanması uluslararası ekonomi politiğin etkinliğini göstermektedir. Küreselleşme, özellikle kapitalist üretim biçimi ve sanayi kapitalizmiyle beraber etki alanını ve hızını artırdığı son iki yüzyılda, mekân ve zaman fark etmeksizin devletlerin, toplumların ve bireylerin davranışları ve tercihleri üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olagelmıştır. Gerek ulusal gerekse uluslararası çapta ekonominin ve politikanın karşılıklı etkileşimlerinden meydana gelen değişimlerin doğası gereği, savaşlardan krizlere, ulusal para politikalarından uluslararası ticaret anlaşmalarına ve birliklerine kadar her gelişme uluslararası politik ekonominin inceleme konusunu oluşturmaktadır. Uluslararası güçler, iç politikayı hatta ülkelerin politik kurumlarını etkilemekte ekonomik gelişme, küresel çapta büyüme ve gelir dağılımı, borç sorunları, çevre ile ilgili problemler, uluslararası ticaret ve finans sistemiyle ilgili belirsizlik ve kriz gibi birçok küresel konuları ile ilgilenmektedir.

Uluslararası finansın yapı taşlarından biri olan uluslararası ticaret ve üretim, özellikle 1980’li yıllardan itibaren neoliberal politikaların uygulanmaya başlanması ve küreselleşmenin hız kazanmasının da etkisiyle daha önemli hale gelmiştir. En temel anlamda ekonomik olarak görülen ticaret ve üretim kavramlarının uluslararası finans üzerindeki etkilerini ve ayrıca bu faaliyetlerin uluslararası boyutlarının da göz önünde bulundurulmaya başlanması, uluslararası ticaret ve üretimin eskisine göre daha ciddi bir şekilde incelenmesini gerekli kılmıştır. Bunun yanı sıra bilgi ve teknoloji alanındaki hızlı ilerleme ve bilginin kontrolü ilgili meseleler uluslararası politik ekonominin temelinde yer almaya başlamıştır. İster liberal ister yapısalcı ister merkantilist perspektiften bakılırsa bakılsın bu alanlardaki ilerlemeler refah ve gücün en önemli ayaklarını oluşturmaktadır. Uluslararası bilgi yapısının aktörleri (bireyler, şirketler, devletler,

uluslararası örgütler) bilgi ve teknoloji alanındaki ilerlemelerin ve bunlar üzerindeki hegemonyanın rekabette avantajlar sağladığının farkındadırlar.

Ekonomi ve politikaya ilişkin her konu ve özne uluslararası ekonomi politığın inceleme alanını oluşturur. Finansın ulusal sınırlarla sınırlı olmayıp uluslararasılaşması, piyasaya yeni katılımcılar, ürünler ve hizmetlerin girmesine zemin hazırlamakta, böylece, sistemde yer alan katılımcılar için yeni fırsatlar doğarken, etkinlikten uzak çalışan piyasa katılımcıları ile sıkı kontroller ve aşırı düzenlemeler yapan politika yapımcıları için tehditler gündeme gelmektedir. Çünkü sermaye için en uygun ortama sahip olan merkezlerle hareket etmek, artık çok hızlı ve düşük maliyetlidir.

Yatırım, bir ülkenin üretim kapasitesinde artış sağlayan faaliyetlerdir. Yabancı yatırım ise, kaynakların, üretim faktörlerinin kişi ve/veya kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Doğrudan yatırımlar, gelişen ülkelere sermaye ve teknoloji sağlama, uluslararası yönetim ve pazarlama tekniklerini ve deneyimlerini sunma ve bazı ülkeler için de finansal gelişim ve ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasına katkıda bulunma gibi yararlar sunmaktadır. Portföy yatırımları ise, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar kalemleri altında gösterilenler dışındaki alım satımı yapılan menkul kıymetleri kapsamaktadır. En temel özellikleri devredilebilir olmalarıdır. Devletler açısından bakıldığında son dönemlerdeki belirsiz ortam, doğrudan yabancı yatırım çekmeyi daha önemli hale getirmiştir. Doğrudan yabancı yatırım demek, herkesin istediği daha fazla iş, teknoloji ve ekonomik büyüme demektir. Bölgesel ve küresel piyasalarda rekabet etmek ve ekonomik kalkınma için iş, teknoloji ve kaynak peşinde koşan hükümetlerin çokça arzu ettiği doğrudan yabancı yatırım faaliyetleri ulus ötesi şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Ulus ötesi şirketler, üretim ve ticareti, para ve finansı, güvenliği ve de bilgi teknoloji yapılarını ciddi şekilde etkilemektedirler. Dünyada gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri arasında bir yarış vardır. Hepsi, uluslararası sermayeyi kendi ülkelerine çekmeye çalışmaktadırlar. Beklentileri, bu sermayenin ülke ekonomilerini büyütüp, istihdam seviyesini artırmasıdır. Ulus ötesi şirketlerden birinin önemli bir yatırımı için iki farklı ülke ciddi teşvik rekabetine (bedava arsa, liman, vergi muafiyeti vs.) girebilmektedir. Her biri diğerinin önüne geçmeye çalışmaktadır.

Dünyada, bugün bütün ülkeler tarafından paylaşılan, anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı uluslararası bir para sistemi yoktur. Her bir kur sisteminin kendine has özellikleri, avantajı-dezavantajının olması, ülke ekonomisinin istikrarı üzerinde belirleyici rol oynar. Bu nedenle doğru döviz kuru sisteminin seçimi ülkelerin ekonomik performansı açısından önemli olmaktadır. Yabancı paralara kolaylıkla çevrilebilen ve ülkelerin sahip olduğu altından oluşan uluslararası kıymetler olarak tanımlanan rezervler, finansal sistemde istikrarın sağlanmasına katkı sağlarlar. Ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin kompozisyonu, ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiği gibi ülke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle yıllar içinde de değişebilmektedir. Günümüzde ülkelerin uluslararası rezerv kompozisyonu içinde en büyük payı her an kullanıma hazır tutulabilmesi ve getiri sağlaması nedeniyle döviz oluşturmaktadır. Rezervlerin önemli bir bölümünü altının oluşturması, geçmiş alışkanlıklarının bir sonucu olabileceği gibi, altının dövize göre daha fazla prim yapacağı veya daha az değer kaybına uğrayacağı biçimindeki beklentilerin sonucu olması muhtemeldir. Zaman zaman döviz kuru politikasının oluşturulmasında bile, döviz çıkışının kontrol altına alınabilmesi amacının etkin olduğu (serbest kur) görülebilmektedir. Bütün bu politikalarda neo-merkantilist izler görülmektedir.

Enerji kaynaklarının sınırlı oluşu ve giderek artan enerji ihtiyacı karşısında devletlerin adeta dostluklarını ve düşmanlıklarını tayin eden son derece stratejik bir madde olması, enerjiyi dış politikadan, ekonomi politikasından, sanayi politikasından ve savunma politikasından bağımsız düşünmeyi pek mümkün kılmamaktadır. Bununla birlikte; bir devletin üretim faaliyetleri ile ticari ve finansal faaliyetleri tüm rakip devletlere üstünlük sağladığı zaman o devlet hegemoniktir. Hegemonyalar ekonomik, politik ve ideolojik hâkimiyeti kapsamaktadır; fakat bunlar ekonomik üstünlüğün gelişmesine sıkı sıkıya bağlıdır. Dünyanın jeopolitik yapısının şekillenmesi tarihine baktığımızda ise, yeryüzünde jeopolitik yapılanmanın tarihiyle uluslararası ilişkilerin tarihinin birbirine uyduğunu görürüz. Uluslararası silahlanmanın da içinde yer aldığı güvenlik yapısı, belki de uluslararası ekonomi politikteki en önemli yapıdır, çünkü ticaret, finans ve teknoloji ağları, faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için istikrarlı ve güvenli bir temele ihtiyaç duyarlar. Küresel güvenlik yapısı ulus-devlet, uluslararası örgütler, hükümetler dışı örgütler, uluslararası iş dünyası gibi temel aktörleri birbirine bağlar.



Silahlanmada atılan her adım, dünya siyasi haritasını değiştirmiş ve daha üstün silahlara sahip olan milletler hükmeden büyük güç olmuşlardır.

Ülkelerin temel ekonomik dengesizliklerinin ortaya çıkardığı finansman ihtiyacı ve piyasalar arası getiri oranı farklılıkları uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedenlerindedir. Uluslararası hisse senedi piyasalarının son yirmi yıl içerisinde büyük bir gelişim sergilemesi, firmaları ve hükümetleri yeni finansman kaynaklarına kavuştururken, bireysel ve kurumsal tasarruflara da yeni yatırım alanları yaratmıştır. Dünya üzerinde faaliyette bulunan hisse senedi piyasaları uluslararası kurumsal yatırımcılar ile yatırım kuruluşları tarafından nicel ölçütler ve nitel faktörlere göre üç ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar sırasıyla; gelişmiş piyasalar, gelişmekte olan piyasalar ve sınırdaki piyasalardır. Piyasaların sınıflandırılmasında genellikle ekonomik büyüklük, zenginlik, piyasaların kalitesi, derinliği ve genişliği gibi ölçütler kullanılmaktadır.

Bir ülkenin sermaye piyasasına ilişkin olarak oluşturulan hisse sendi risk primi sadece uluslararası alanda doğrudan yatırım ve portföy çeşitlendirmesinde ülke seçimi kararı vermek durumunda olan yatırımcılar için önemli olmamakta, akademisyenlerin de teorik ve uygulamalı çalışmalarında temel ilgi alanlarından biri olmaktadır. Risk, istenmeyen olayların meydana gelme olasılığıdır. Bireyler ve firmalar gelecekte ilave fonlar kazanma beklentisi ile bugünden fonları yatırımlara aktarırlar. Devlet tahvili ve yüksek dereceli şirket tahvilleri elde tutmak göreceli olarak daha düşük getiri sunar; fakat riskleri de daha düşüktür. Hisse senetleri daha yüksek getiri şansı sunarlar fakat genellikle bonolardan daha risklidirler. Bir menkul kıymete yatırım yaparken göz önünde bulundurulması gereken en önemli unsur, söz konusu menkul kıymete ait risk ve kazanç arasındaki ilişkidir. Çünkü yatırım araçlarının seçimi, büyük ölçü de bu iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasında uygun bir değişimin saptanmasını gerektirir. Genellikle yatırımcılar, kazanç oranı hakkında oldukça bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu nedenle, risk türleri ve toplam riskin kaynaklarının neler olduğunun bilinmesi, bilinçli ve rasyonel yatırım kararlarının alınması bakımından büyük önem taşımaktadır

Hisse senedi risk primi hem bir ülkedeki toplam riski göstermesi açısından hem de hisse senetleri piyasasındaki genel gidişat ve yapılacak olan değerlendirmeler

açısından oldukça önemlidir. Finansal piyasaların içinde bulunduğu hızlı değişime temel nedenler olarak sayabileceğimiz küreselleşme, liberalizasyon, deregülasyon, teknoloji, konsolidasyon ile birlikte bireysel ve kurumsal yatırımcıların, sermayeyi düşük maliyetli ve daha yüksek getirinin olduğu yerlere doğru hareket ettirmek istemesi, finansal faaliyetlerin giderek artan oranda ulusal sınırlar arasında yapılmaya başlamasına neden olmuştur. Hisse senedi risk primi, devlet tahvili gibi daha az riskli bir varlık almak yerine hisse senedi olarak yatırımcıların elde etkileri ilave primdir. Modern finans teorisi, yatırımcının ilave riskini telafi etmek için primin ortalamadan yeterince yüksek olması gerektiğini varsayar.

Uluslararası finans sistemi ekonomik küreselleşmenin itici gücü ve ekonominin de temel yapıtaşıdır. Sermayenin hızlı hareketi, onu daha volatil yaparken, ülke riskini izlemeyi de zorlaştırmıştır. Tüm yatırımların geleceğe dönük olması nedeniyle yatırımın getirisinin ne olacağını gelecekteki olaylar ve koşullar belirler. Buna göre, sağlayacağı getiri gelecekteki durumlarla ilgili olan yatırım riskli yatırımdır. Bu riskin yanında, uluslararası sermaye piyasalarında değişik ülke hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkenin ülke riskini de kabul etmiş sayılırlar. Ülke riski ise politik, finansal ve ekonomik risk kavramlarına ait değişkenler dikkate alınarak belirlenir. Ekonomik risk; bir ülkenin ekonomik güçlerini ve zayıflıklarını değerlendirme imkânı sunar. Bu risk türü, kişi başına gayri safi yurt içi hâsıla, reel GSYH'deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYH ve cari hesap/GSYH gibi makroekonomik değişkenler göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. Finansal risk; bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borcunu ödeyebilme kabiliyetini değerlendirme imkânı sunar. Finansal risk; dış borç/GSYH, dış borç servisi/ihracat gibi dış borç göstergeleri, ithalata ödenen net likidite ve döviz kuru istikrarı gibi makro değişkenleri içermektedir. Politik risk; ev sahibi ülkenin politik durumunun birçok makro değişken kapsamında ölçümünü sağlar. Hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi değişkenleri göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. Bundan başka farklı ülkelerin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar aynı zamanda tahvil ve hazine bonosu getirilerine nazaran getirilerinin daha değişken olan hisse senetlerinin riskini de kabul etmiş sayılırlar.

Hisse senedi risk primi bir ülkedeki toplam riski gösterebilir. Bu çalışmada, uluslararası piyasalarda ülkeler arasındaki hisse senedi risk primleri, ekonomik, politik ve finansal risk faktörleri dikkate alınarak, G7 ve BRICS-T ülkeleri için incelenmiştir. BRICS-T olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye ile G7 olarak adlandırılan ABD, Kanada, Almanya, Fransa, Japonya, İtalya, İngiltere ülkeleri üzerine uygulama yapılmıştır. Ekonomik göstergeler baz alınarak yapılan analizlerde global ekonomik gücün yakın gelecekte geleneksel ekonomik lider olarak gösterilen G7 grubundan, BRIC grubuna geçebileceği ve dünyanın ekonomik liderliğine BRIC ülkelerinin oturabileceği tartışmaları yaşanmaktadır (Frank ve Frank, 2010:46-54). BRIC ülkeleri dışında son yıllarda başka ülkelerinde, Güney Kore, Güney Afrika, Meksika, Türkiye, Endonezya, bazı Arap ülkeleriyle Doğu Avrupa ülkeleri, uluslararası alanda “yükselen piyasalar” olarak adlandırılmaya başlanmasıyla bu ülkelerinde BRIC’e dâhil edilme fikri ortaya atılmıştır. Nitekim 2010 yılında Güney Afrika BRIC’e dahil olmuş ve BRIC, BRICS halini almıştır.

G7 ve BRICS-T ülkeleri verileri kullanılarak, 2000-2016 dönemi için, hisse senedi risk primi ve ekonomik, politik ve finansal risk arasındaki karşılıklı ilişki, yıllık verilerinden oluşan değişkenlere panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışmada, ilk olarak serilerin belirli bir zaman sürecinde sürekli artma veya azalma gösterip göstermedikleri yani serilerin durağanlığı birim kök testi yapılarak araştırılmıştır. Birim kökün varlığını test etmek için ise panel veriler kullanıldığında, yatay kesit bağımlılığının test edilmesi gerekir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığının varlığı reddedilirse; 1. nesil geleneksel, reddedilmezse 2. nesil birim kök testlerini kullanmak, daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminleme yapılmasını sağlamaktadır. Test sonuçlarına göre, paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olmadığına karar verilmiş ve 1. nesil birim kök testleri kullanılmıştır. Yapılan panel birim kök testine göre, serilerin düzeylerinde durağan olmadıkları, birincil farklarında durağan oldukları [I(1)] görülmüştür.

İkinci aşamada eşbütünleşme testine geçilmiştir. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişki Pedroni eşbütünleşme testleri ile incelenmiş ve G7 ve BRICS-T ülkelerinde değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenler arasında tespit edilen uzun dönemli eş-bütünleşme ilişkisinin

katsayıları, FMOLS ve DOLS yöntemleri ile araştırılmıştır. Sonuç olarak, hisse senedi risk pirimi üzerinde G7 ülkelerinde, FMOLS test sonuçlarına göre, ekonomik riskin en fazla etkili olduğu ülke Kanada, en az etkili olduğu ülke ise ABD'dir. Finansal riskin en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke yine ABD'dir. Politik riskin en fazla etkili olduğu ülke Fransa, en az etkili olduğu ülke, Kanada'dır. Bütünleşik riskin en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke ise Japonya'dır. G7'de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. ABD' de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör finansal risktir. Almanya da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. Fransa'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. İngiltere'de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. İtalya'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. Japonya'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik ve ekonomik risktir. Kanada'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör politik risktir.

Hisse senedi risk pirimi üzerinde G7, ülkelerinde DOLS test sonuçlarına göre, ekonomik riskin en fazla etkili olduğu ülke ABD, en az etkili olduğu ülke Japonya'dır. Finansal riskin en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke Japonya'dır. Politik riskin en fazla etkili olduğu ülke İngiltere, en az etkili olduğu ülke Fransa'dır. Bütünleşik riskin en fazla etkili olduğu ülke İtalya, en az etkili olduğu ülke ABD'dir. G7'de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör bütünleşik risk, en az etkili olan faktör politik risktir. ABD'de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. Almanya da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör politik risktir. Fransa'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör politik risktir. İngiltere'de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. İtalya'da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az

etkili olan faktör politik risktir. Japonya’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. Kanada’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal, en az etkili olan faktör ekonomik risktir.

Hisse senedi risk pirimi üzerinde BRICS-T ülkelerinde, FMOLS test sonuçlarına göre, ekonomik riskin en fazla etkili olduğu ülke Güney Afrika, en az etkili olduğu ülke Hindistan’dır. Finansal riskin en fazla etkili olduğu ülke Rusya, en az etkili olduğu ülke Çin’dir. Politik riskin en fazla etkili olduğu ülke Rusya, en az etkili olduğu ülke İtalya’dır. Bütünleşik riskin en fazla etkili olduğu ülke Brezilya, en az etkili olduğu ülke Çin’dir. BRICS-T’de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör politik ve bütünleşik risktir. Brezilya’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör politik risktir. Çin’de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör finansal risktir. Güney Afrika’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör politik risktir. Hindistan’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör bütünleşik, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. Rusya’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. Türkiye’de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir.

Hisse senedi risk pirimi üzerinde BRICS-T, ülkelerinde DOLS test sonuçlarına göre, ekonomik riskin en fazla etkili olduğu ülke Brezilya, en az etkili olduğu ülke Hindistan’dır. Finansal riskin en fazla etkili olduğu ülke Rusya, en az etkili olduğu ülke Hindistan’dır. Politik riskin en fazla etkili olduğu ülke Rusya, en az etkili olduğu ülke Hindistan’dır. Bütünleşik riskin en fazla etkili olduğu ülke Brezilya, en az etkili olduğu ülke Hindistan’dır. BRICS-T’de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör finansal risk, en az etkili olan faktör politik risktir. Brezilya’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör politik risktir. Çin’de hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. Güney Afrika’da hisse senedi risk pirimi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik

risktir. Hindistan’da hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik, en az etkili olan faktör ekonomik risktir. Rusya’da hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan faktör politik risk, en az etkili olan faktör bütünleşik risktir. Türkiye’de hisse senedi risk primi üzerinde en fazla etkili olan faktör ekonomik risk, en az etkili olan faktör politik risktir.

Eş bütünleşme ilişkisi, değişkenler arasında en az bir yönlü nedensellik ilişkisinin olabileceğini göstermektedir. Bunun için de son olarak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Dumitrescu ve Hurlin (2012) yöntemi kullanılarak elde edilmiştir. Buna göre hem G7 ülkeleri hem de BRICS-T ülkeleri için oluşturulan modellerde ekonomik, politik, finansal ve bütünleşik risklerden hisse senedi risk primine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu yani, ekonomik, politik, finansal ve bütünleşik risklerin hisse senedi risk priminin nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak, yapılan çalışmada hisse senedi risk primi ve ekonomik, politik, finansal ve bütünleşik risk değişkenleri arasında uzun dönemde karşılıklı olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu belirtilebilir. Bu sonuçlar aynı zamanda kurduğumuz modelleri de destekler niteliktedir.

Küreselleşmenin dünya ekonomisine getirdiği en büyük katkı sermaye hareketlerinin serbest kalmasıdır. Bu yolla sermaye dünyaya yayılmış ve her tarafta büyümeyi körüklemiştir. Üretim ve dolayısıyla toplam geliri ve gideri temsil eden dünya GSYH’indeki artış, sanayi devrimine kadar nüfus artışının gerisinde kalmış olsa da sonrasında onu geçmiş ve hızlanmıştır. Kitleli üretimin devreye girmesi, istihdamın yaygınlaşması, pek çok yeni iş alanının ortaya çıkması, harcama kalıplarını değiştirerek toplumların hızlı birer tüketim toplumu haline gelmesi gibi nedenler GSYH artışından çok etkili olmuştur. Tıpkı nüfus artışında olduğu gibi İkinci Dünya Savaşı’ndan sonraki dönem, yani dijital devrimin devreye girdiği dönem, dünya GSYH’sinin en hızlı arttığı dönem olmuştur. Nüfustaki artışa karşılık dünya GSYH’sinin daha hızlı artması kişi başına gelirden hızlı artış yaratmış, dünya refahı yükselmiştir.

Dünya ekonomisinin küreselleşmesi iki alanı en açık şekilde etkilemiştir. Bu alanlar; sermaye akımlarının serbestleşmesi ve üretimin yer değiştirebilmesidir. Sermaye akımlarının serbestleşmesinin sonucu olarak sermaye, en çok para kazanabileceği alanlara ve yerlere gitmeye başlamıştır. Üretimin yer değiştirebilmesinin sonucu olarak

da üretim, en ucuza gerçekleşebileceği alanlara kaymıştır. Gelişmiş ekonomiler arasında başlayan sermayenin uluslararası dolaşımının serbestliği, yirminci yüzyılın son çeyreğinde çok daha geniş bir coğrafyaya yayılmıştır. Günümüzde ise neredeyse tüm dünya sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir düzen içinde bulunmaktadır. Bu dolaşım vergi uygulamaları kapsamı dışında bırakılmaktadır. Bugün sermaye hareketleri kısıtlanmak istenildiğinde eskiden yapıldığı gibi kurlarla oynanmaktadır. Bir ekonominin ihracatında düşüş, ithalatında artış, dolayısıyla dış ticaret açığında yükseliş varsa o ülke parasının değerini düşürme yoluna gitmektedir.

Merkantilizmden sanayi kapitalizmine geçişin sancuları sonucunda ortaya çıkan 1873 tarihli “Uzun Depresyon”, ticaretin bütün dünyada serbestleştiği ve finansal kapitalizme geçiş aşamasının yaşandığı dönemde ortaya çıkan 1929 tarihli “Büyük Depresyon”, kapitalizmin küreselleşmesinin ardından çıkan 2008 tarihli “Küresel Kriz”, gibi krizlerle karşılaşmamamın tek yolu kuralları ve denetimi önceden düzenlemekten geçmektedir. Ne var ki, kapitalizmin yönlendiricisi konumundaki büyük devletler, yaratıcılığı öldürebileceği gerekçesiyle, sistemi baştan bu tür kurallara bağlamaya taraftar görünmüyorlar. Genellikle bu tür kurallara bağlanma eğilimleri kriz yaşandıktan sonra güncellik kazanmaktadır.

Sonuç olarak neler beklenebilir? İyi bir küresel finansal sistem, iyi dizayn edilmiş risk yönetimine sahip olmalıdır. Risk kavramları, kırılma, risksiz yatırım gibi iki karşıt düşünceyi hesaba katanlar için değişmeye başlayacaktır. Yatırımların algılanan risklerine odaklananlar göreceli risk fikirlerinin yolunu açacak ve riskin yatırımcıdan yatırımcıya değiştiği göze alındığında, kalıcı zararlara yol açan aşırı olaylara daha çok odaklanılmasına ve risk ile belirsizlik arasında ayırım yapılmasına yol açacaktır. Bu tür tartışmalar, küresel piyasalarda sistemik risklerin önüne geçilmesine yardım edecek ve sistemin karmaşık yapısının olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesini sağlayacaktır. Küresel finans, ekonomik küreselleşmenin arkasındaki itici güç ve ekonominin de temel yapıtaşıdır. Ancak sermayenin hızı hareketi, onu daha volatil yaparken, ekonomik riskini izlemeyi de zorlaştırmıştır. Yükselen piyasaların küresel finans sistemindeki rolü giderek artmaktadır.

## KAYNAKÇA

### *Kitaplar*

- Acaroğlu, M. (2007). *Alternatif Enerji Kaynakları*. 3. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Adaçay, F. R. ve H. İslatince. (2009). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. 1. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Aksoy, A. ve C. Tanrıöver. (2013). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. 4. Baskı. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması*. 1. Baskı. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- Altay, E. (2015). *Bankacılıkta Risk: Piyasa Riski, Kredi Riski ve Operasyonel Riskin Ölçümü ve Yönetimi*. 2. Baskı. İstanbul: Derin Yayınları.
- Fabozzi, F. J., M. Choudhry, M.J.P. Anson ve R. Chen. (2004). Credit Derivatives Primer. F. J. Fabozzi ve M. Choudhry (Ed.). *The Handbook of European Structured Financial Products* içinde. New Jersey: John Wiley and Sons Inc., 57-77.
- Apak, S. ve A. Aytaç. (2009). *Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*. 1. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Arı, T. (2010). *Uluslararası İlişkiler Teorileri, Çatışma, Hegemonya, İşbirliği*. 6. Baskı. Bursa: MKM Yayıncılık.
- Arıkan, D. (2006). *Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*. 1. Baskı. İstanbul: Arıkan Basım Yayın Dağıtım.
- Arrighi, G. (2000). *Uzun Yirminci Yüzyıl*. R. Boztemur (çev.). Ankara: İmge Kitabevi (orijinal baskı tarihi 1997).
- Aslan, N. ve N. Terzi. (2013). *Küresel Finans*. 1. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aslan, N. (1990). *Uluslararası Para Sisteminin İstikrar Sorununa Alternatif Çözüm Önerileri*. 1. Baskı. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Ataman, M. (2007). Uluslararası Ekonomi Politik: Kavramları, Dinamikler ve Son Gelişmeler. M. Ataman (Ed.) *Küresel Güç ve Refah: Uluslararası Ekonomi Politik Teorileri ve Alanları* içinde. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 3-11.
- Aydın, L. (2014). *Enerji Ekonomisi ve Politikaları*. 1. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Aykan, C. (2006). *Dünya'da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileyen Faktörler*. 1. Baskı. İstanbul: YASED Yayınları.



- Bakırtaş, T. (2014). *Ekonomik Kalkınma*. 1. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Balaam, D. N. ve B. Dillman. (2015). *Uluslararası Ekonomi Politiğe Giriş*. N. Uslu (çev.). Ankara: Adres Yayınları (orijinal baskı tarihi 2011).
- Baltagi, B. H. (2014). *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th Edition. New York: John Wiley and Sons Inc.
- Barber, W. J. (2007). *İktisadi Düşünce Tarihi*. İ. Durdu (çev.). İstanbul: Metropol Yayınları (orijinal baskı tarihi 1967).
- Bekaert, G. ve R. Hodrick. (2012). *International Financial Management*. 2nd Edition. New Jersey: Pearson.
- Bell, J. F. (1967). *A History of Economic Thought*. 2nd Edition. New York: The Ronald Press.
- Berber, M. (2011). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma*. 4. Baskı. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Bishop, M. (2013). *A'dan Z'ye Ekonomi Sözlüğü*. Ş. Akın, B. Akın ve C. Yıldız (çev.). Ankara: Adres Yayınları (orijinal baskı tarihi 2009).
- Bocutoğlu, E. (2016). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. 3. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Bolak, M. (2016). *Risk ve Yönetimi*. 2. Baskı. İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014). *Finansal Yönetimin Temelleri*. N. Aypek (çev.). Ankara: Ankara: Nobel Yayın Dağıtım (orijinal baskı tarihi 2012).
- Brue, S.L. ve R.R. Grant. (2007). *The Evolution of Economic Trought*. 7th Edition. Ohio: Thomson.
- Bulut, E. ve B. Demirel. (2012). *Uluslararası Para Sisteminin Evrimi*. 1. Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Canbaş, S. ve H. Doğukanlı. (2007). *Finansal Pazarlar*. 4. Baskı. Adana: Karahan Kitabevi.
- Caporaso, J. A. ve D. P. Levine, (1996). *Theories of Political Economy*. 5th Edition. New York: Cambridge Universty Press.
- Ceylan, A. ve T. Korkmaz. (2012). *Finansal Teknikler*. 7. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chanda, N. (2009). *Küreselleşmenin Sıra Dışı Öyküsü*. D. Cenkçiler (çev.). Ankara: ODTÜ Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2007).

- Civan, M. (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. 1. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Cohen, B. J. (2008). *International Political Economy: Intellectual History*. 1st Edition. New Jersey: Princeton University Press.
- Çıtak, O. S. (2016a). *Finansal Yatırım Analizi*. 1. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Çıtak, O. S. (2016b). Uluslararası Portföy Yönetimi. N. Eroğlu, H. Dinçer ve Ü. Hacıoğlu (Ed.). *Uluslararası Finans Teori ve Politika* içinde. Ankara: Orion Kitabevi, 569-612.
- Dağdemir, Ö. (2015). *Çevre Sorunlarına Ekonomik Yaklaşımlar ve Optimal Politika Arayışları*. 3. Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Delice, G. (2016). Kavramsal ve Tarihsel Düzlemde Para. G. Delice ve İ. Ege (Ed.). *Para-Banka-Kredi ve Finansal Sistem* içinde Ankara: Gazi Kitabevi.
- Dilek, S. (2016). *Oyun Teorisi Eşliğinde Sanayi Ekonomisi*. 1. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Doğukanlı, H. (2015). *Uluslararası Finans*. 3. Baskı. Adana: Karahan Kitabevi.
- Hunt, E. K. (2005). *İktisadi Düşünce Tarihi*. M. Günay (çev.). Ankara: Dost Kitabevi Yayınları (orijinal baskı tarihi 1968).
- Eğilmez, M. (2009). *Makroekonomi*. 6. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2013). *Küresel Finans Krizi*. 9. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2018). *Dünya Ekonomisi*. 2. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eken, E. M. (2014). Feminizm, Maskülinite ve Uluslararası İlişkiler Teorisi: Uluslararası Siyasetin Toplumsal Cinsiyeti. R. Gözen (Ed.). *Uluslararası İlişkiler Teorileri* içinde. İstanbul: İletişim Yayınları, 443-491.
- Eralp, A. (2007). Hegemonya. A. Eralp (Ed.). *Devlet ve Ötesi* içinde İstanbul: İletişim Yayınları, 155-181.
- Erdoğan, A. (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*. 2. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ersoy, A. (2008). *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*. 3. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ertuğrul, A. (2014). *Ekonomik Teori ve Analizin Tarihi*, 1. Baskı. Ankara: Efil Yayınevi.

- Flint, C. ve P. J. Taylor. (2014). *Siyasi Coğrafya Dünya – Ekonomisi, Ulus-Devlet ve Yerellik*. F. Ereker (çev.). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım (orijinal baskı tarihi 2011).
- Giddens, A. (2000). *Üçüncü Yol: Sosyal Demokrasinin Yeniden Dirilişi*. M. Özey (çev.). İstanbul: Birey Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1999).
- Gilpin, R. (2015). *Uluslararası İlişkilerin Ekonomi Polisiği*. M. Duran, S. Oktay, M. K. Ceylan ve G. Polat (çev.). Ankara: Kripto Kitaplar (orijinal baskı tarihi 2008).
- Görmez, K. (2003). *Çevre Sorunları ve Türkiye*. 3. Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Graht, A. (2014). *Uluslararası Ticaret ve Finans El Kitabı*. T. Y. Öztürk ve M. Düzgün (çev.). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım (orijinal baskı tarihi 2008).
- Griffiths, M., S. C. Roach ve M.S. Solomon. (2011). *Uluslararası İlişkilerde Temel Düşünürler ve Teoriler*. 2. Basımdan Çeviri. C. Esran (çev.). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım (orijinal baskı tarihi 2000).
- Gujarati, D. N. (1999). *Temel Ekonometri*. G. G. Şenesen ve Ü. Şenesen (çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 1995).
- Han, E. ve A. A. Kaya (2012). *Kalkınma Ekonomisi: Teori ve Politika*. 7. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Hasanov, A. (2012). *Jeopolitik*. A. Ağaoğlu ve F. Şammedov (çev.). İstanbul: Babıali Kültür Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2010).
- Hilferding, R. (1995). *Finans Kapital*. Y. Öner (çev.). İstanbul: Belge Yayınları (orijinal baskı tarihi 1981).
- Hill, R. C., W. E. Griffiths ve G. C. Lim. (2011). *Principles of Econometrics*. 4th Edition. New York: John Wiley and Sons Inc.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data*. 3rd Edition. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hull, J.C. (2009). *Options, Futures and Other Derivatives*. 7th Edition. New Jersey: Pearson.
- İlbaş, M. (2014). *Enerji-Politik Dünya ve Türkiye*. 1. Baskı. Ankara: Berikan Yayınevi.
- İlhan, S. (2003). *Jeopolitik Duyarlılık*. 1. Baskı. İstanbul Ötüken Neşriyat.
- Kalyoncuoğlu, Y. A. (2018). *Mayıs Çiçeği ve Hazine Yelkenlileri*. 1. Baskı. İstanbul: Scala Yayıncılık.

- Karacan, A. R. (2012). *Çevre Ekonomisi ve Politikası: Ekonomi, Politika, Uluslararası ve Ulusal Çevre Koruma Girişimleri*. 2. Baskı. İzmir: Ege Üniversitesi Yayınları.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. 4. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kazgan, G. (2009). *Küreselleşme ve Ulus-devlet Yeni Ekonomik Düzen*. 5. Baskı. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kazgan, G. (2012). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. 17. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi
- Kennedy, P. (2010). *Büyük Güçlerin Yükseliş ve Çöküşleri*. B. Karanakçı (çev.). İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları (orijinal baskı tarihi 1990).
- Kırımhan, S. (2005). *Çevre Yönetimi: Nüfus, Kaynak ve Çevre İlişkileri*. 1. Baskı. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Kindleberger, C. P. (2008). *Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi*. H. Tunalı (çev.). İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları (orijinal baskı tarihi 2007).
- Korkmaz, T. (2015). Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları. G. Delice ve İ. Ege (Ed.). *Uluslararası Finans Teori, Politika ve Uygulama* içinde. Ankara: Gazi Kitabevi, 163-194.
- Krugman, P. (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*. N. Domaniç (çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2009).
- Küçük, M. (2014). Uluslararası İlişkilerde Sosyal İnşacılık. R. Gözen (Ed.). *Uluslararası İlişkiler Teorileri* içinde. İstanbul: İletişim Yayınları, 325-378.
- Lacoste, Y. (2008). *Büyük Oyunu Anlamak Jeopolitik: Bugünün Uzun Tarihi*. İ. Akça (çev.). İstanbul: NTV Yayınları (orijinal baskı tarihi 2007).
- Mishkin, F. S. (2011). *Para, Bankacılık, ve Finansal Piyasalar*. S. Şahin ve S. Çiçek (çev.). Ankara: Akademi Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2007).
- Mishkin, F. S. (2014). Para Politikası Stratejisi. Ö. F. Çolak ve A. Zengin (çev.). Ankara: Efil Yayınevi (orijinal baskı tarihi 2007).
- Okçuoğlu, İ. (2009). *Emperyalist Küreselleşme ve Jeopolitika*. İstanbul: Ceylan Yayınları.
- Okka, O. (2006). *Finansal Yönetime Giriş*. 2. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Orhan, O. Z. ve S. Erdoğan (2015). *Para Politikası*. 2. Baskı. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

- Özaslan, R. K. ve A. Akbulut (2017). Küreselleşme ve Uluslararası Politik Ekonomi İlişkisi. A. Al, M. Balcı ve İ. B. Kanlı (Ed.). *Uluslararası Politik Ekonomi I* içinde. Ankara: Savaş Yayınevi, 73-114.
- Özatay, F. (2013). Mali Varlık Fiyatlarının Belirlenmesi. N. Ç. Uslu ve B. Kağan (Ed.). *Para ve Banka* içinde. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 30-56.
- Özey, R. (2007). *Küresel Silahlanma : Dünyanın Silah Depoları*. 1. Baskı. İstanbul: Aktif Yayıncılık
- Özgüven, A. (1984). *İktisadi Düşünceler–Doktrinler ve Teoriler*. 1. Baskı. İstanbul: Filiz Kitapevi.
- Özsabuncuoğlu, İ. H. ve A. Uğur (2005). *Doğal Kaynaklar Ekonomi, Yönetim ve Politika*. 1. Baskı. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Öztürk, N. (2017). *Para, Banka, Kredi*. 4. Baskı. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Özyurt, H. (2003). *Para Politikası ve Teorisi*. 1. Baskı. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Pamir, N. (2016). *Enerjinin İktidarı*. 3. Baskı. İstanbul: Hayykitap.
- Paya, M. (2013). *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*. 1. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pınar, A. ve B. Erdal (2011). *Para-Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem*. 2. Baskı. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Pieterse, J. N. (2010). *Development Theory*. 2nd Edition. Londra: Sage Publication Ltd.
- Roskin, M.G. ve N. Berry (2014). *Uluslararası İlişkiler: UI'nin Yeni Dünyası*. Ö. Şimşek (çev.). Ankara: Adres Yayınları (orijinal baskı tarihi 2012).
- Savaş, V.F. (2007). *İktisatın Tarihi*. 5. Baskı. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Savaş, V.F. (2008). *Politik İktisat*. 6. Baskı. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Savaş, V.F. (2010). *Uluslararası Para Sistemi*. 1. Baskı. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Seval, B. (2014). *Kredi Derecelendirmesi*. 1. Baskı. Ankara: Sermaye Piyasası Yayınları.
- Sevüktekin, M., ve M. Nargeleçekenler (2007). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi (EViews Uygulamalı)*. 2. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Seyidoğlu, H. (2002). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*. 3. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. 4. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları.

- Skousen, M. (2014). *İktisadi Düşünce Tarihi Modern İktisadın İnşası*. M. Acar ve E. Erdem (çev.). Ankara: Adres Yayınları (orijinal baskı tarihi 2001).
- Strange ,S. (1996). *The Retreat of the State: The diffusion of Power in World Economy*. 1st Edition. Cambridge: Cambridge University Press.
- Şaylan, G. (2003). *Değişim, Küreselleşme ve Devletin Yeni işlevi*. 2. Baskı. Ankara: İmge Yayınları.
- Şişman, M. (2011). *Uluslararası Paranın Ekonomi Politikası ve Kriz*. 1. Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayıncılık.
- Şöhret, M. (2011a). Soğuk Savaş Sonrası Avrasya'nın Değişen Jeopolitiği ve Türkiye için Önemi. H. Çomak (Ed.). *Dünya Jeopolitiğinde Türkiye* içinde. İstanbul: Hiperlik Yayınları, 85-157.
- Tanrısever, O. F. (2007). Güç. A. Eralp (Ed.). *Devlet ve Ötesi* içinde. İstanbul: İletişim Yayınları, 53-71.
- Tarı, R. (2016). *Ekonometri*. 12. Baskı. İstanbul: Kocaeli Üniversitesi Vakfı Yayınları.
- Terzi, N. (2009). *Hedge Fonlar, Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*. 1. Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Terzi, N. (2017). *Küresel Finansa Güncel Konular*. 1. Baskı. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Toprak, M. (1996). *İktisatta Yeni Yaklaşımlar*. 1. Baskı. Ankara: Vadi Yayınları.
- Tosun, T. (2007). Devlet, Nereden Nereye? Z. Dağı (Ed.). *Uluslararası Politikayı Anlamak: Ulus Devlet'ten Küreselleşmeye* içinde İstanbul: Alfa Yayınları, 1-42.
- Ünsal, E. (2014). *Mikro İktisat*. 10. Baskı. Ankara: Big Bang Yayınları.
- Ünsal, E. (2017). *Makro İktisat*. 11. Baskı. Ankara: Murat Yayınları.
- Yalçın, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. 2. Baskı. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Viotti, P. R. ve M. V. Kauppi. (2016). *Uluslararası İlişkiler Teorisi*. M. Aksoy (çev.). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık (orijinal baskı tarihi 2012).

### ***Sürekli Yayınlar***

- Aggarwal, R. ve J. W. Goodell. (2008). Equity Premia in Emerging Markets: An Investigation of National Characteristics as Determinants. *Journal of Multinational Financial Management*. 18.4, 389-404.
- Ağır, H., M. Kar ve Ş. Nazlıoğlu (2011). Do Remittances Matter for Financial Development in The MENA Region? Panel Cointegration and Causality Analysis. *Empirical Economics Letters*. 10.5, 449-456.
- Aka, A. (2009). Antonio Gramsci ve Hegemonik Okul. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 12.21, 329-338.
- Akay, H. K. (2003). Hisse Senetleri Piyasasında Risk Türleri ve İMKB’de Bir Uygulama. *İktisat İşletme ve Finans*. 18.213, 115-131.
- Aktaş, R. ve M. M. Doğanay. (2007), Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Verilerine Göre Gruplandırılması. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 1.2, 77-91.
- Akyurt, İ. Z. (2011). Ülke Derecelendirme Sisteminin Markov Zincirleme Analizi. *Yönetim Dergisi*. 22.69, 45-60.
- Akyüz, Y. (2011). Küresel Kriz ve Yükselen Ekonomilerde Büyüme ve İstikrar: Çift Şeritli Yol mu, Yoksa Yolun Sonu mu?. *İktisat ve Toplum*. 2.13, .20-25.
- Al, A. (2015). Politika-Ekonomi Kesişmesi: Yeni Bir Bilim Dalı Olarak Uluslararası Politik Ekonomi. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 2.1, 143-159.
- Aras, G. (2004). Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü. *İktisat, İşletme ve Finans*. 19. 225, 81-88.
- Ateş, G. (2004). Gelişmekte Olan Piyasalarda Kredi Temerrüt Swapları. *Active Dergisi*. 6-34, 9-20.
- Ayaydın, H., F. Pala ve A. Barut. (2016). Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Global Journal of Economics and Business Studies*. 5.10, 66 – 75.
- Bakırtaş, T. ve S. Karbuz. (2004). Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerinin Durumu. *İktisat İşletme ve Finans*. 19-215, 92-107.
- Bayraktar, C. (2012). Keynes ve Refah Devleti. *CBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 10.2, 247-261.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, C. T. Lundblad ve S. Siegel (2016). Political Risk and International Valuation. *Journal of Corporate Finance*. 37 (2016), 1-23.

- Biber, A. E. (2008). Değişen Devlet Anlayışı, Müdahalecilik ve Piyasa Ekonomisi. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 1.16, 56-69.
- Breuer, B., R. Mcnown ve M. Wallace. (2002). Series-Specific Unit Root Test with Panel Data. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 64.5, 527-546.
- Breusch, T. S. ve Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test And Its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies*. 47.1, 239-253.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. *Journal of International Money and Finance*. 20.2, 249-272.
- Cinel, E. A. (2015). Türkiye’de Döviz Rezervleri Yeterli mi?. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7.12, 131-144.
- Çeçen, A. A. (2003). Savaş, Hegemonya ve Küreselleşme. *İktisat, İşletme ve Finans*. 18.213, 6-23.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20, 57-81.
- Demiray, M. ve İ. H. İşcan, (2008). Uluslararası Sistemde Güvenlik Kavramının Değişimi Ekonomik ve Jeopolitik Arka Planı. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 21, 141-170.
- Demirel, D. (2014). Fârâbi’nin İdeal Devleti: Erdemli Şehir. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*. 7.1, 358-369.
- Doğanay, M., R. Aktaş ve Ü. Ban. (2006). Hisse Senetlerinde Risk Ayırışımı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir Uygulama. *İktisat, İşletme ve Finans*. 21.242, 27-33.
- Donadelli, M. ve P. Lauren. (2014). Umdersstanding Emerging Market Equity Risk Premia: Industries, Governance and Macroeconomic Policy Uncertainty. *Research in International Business and Finance*. 30 (C), 284-309.
- Dumitrescu, E. I. ve Hurlin, C. (2012). Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels. *Economic Modelling*, 29.4, 1450-1460.
- Eroğlu, İ., H. Şeker ve B. Demirel. (2017). IMF’nin Değişim Süreci: 2008 Finans Krizi Sonrası Dönüşüm ve Yeniden Yapılanma. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*. 6.12, 53-61.
- Frank, W. P. ve E. C. Frank. (2010). International Business Challenge: Can The BRIC Countries Take World Economic Leadership Away From The Traditional in The Near Future?. *International Journal of Arts and Sciences*. 3.13, 46-54.



- Godfrey, S. ve Espinosa, R. (1996). A Practical Approach to Calculating Costs of Equity for Investments in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*. 9.3, 80–90.
- Grossekettler, H.G. (1994). On Designing an Institutional Infrastructure for Economies. *Journal of Economic Studies*. 21.4, 9-24.
- Güloğlu, B. ve M. Irvendi. (2008). “Output Fluctuations: Transitory or Permanent? The Case of Latin America. *Applied Economic Letters*. 17.4, 381-386.
- Günsoy, B. (2006). Küreselleşme Bütüncül Bir Süreç Midir?. *İktisat, İşletme ve Finans*. 21.246, 54-65.
- Gür, T. H. (2000). Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 18.2, 119-139.
- Hadri, K. ve E. Kurozumi (2012). A Simple Panel Stationarity Test in The Presence of Serial Correlation and a Common Factor. *Economics Letters*. 115.1, 31-34.
- Hassan, M. K., N.C. Maroney, H. M. El-Sady, ve A. Telfah. (2003). Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in the Middle East and Africa. *Economic Systems*. 27.1, 63-82.
- Im, K.S., M. H. Pesaran ve Y. Shin. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*. 115.1, 53-74.
- Kara, E. ve L. Karabıyık (2015). The Effect of Country Risk on Stock Prices: An Application in Borsa İstanbul. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20.1, 225-239.
- Kaya, A., B. Güngör ve M. S. Özçomak, (2014). Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk Midir? Borsa İstanbul Örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 16.1, 74 – 87.
- Kaya, V., İ. Çömlekçi ve O. Kara (2013). Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002-2012. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 35, 167-176.
- Kılıcı, E. N. (2017). CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği. *Global Journal of Economics and Business Studies*. 6.12, 145 – 154.
- Kırankabeş, M.C. (2006). Ülke Riski Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi. *Mevzuat Dergisi*. 8.102, (internet dergisi).
- Kibrıçoğlu, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*. 1.27, 174-182.

- Koç, E. ve M. C. Şenel. (2013). Dünya’da ve Türkiye’de Enerji Durumu - Genel Değerlendirme. *Mühendis ve Makine*. 54.639, 32-44.
- Koç, İ. Ö. (2008). Dünyada Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasaların ve Türkiye’de Gelişen İşletmeler Piyasasının (GİP) Karşılaştırılması. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*. 45.515, 92-102.
- Levin, A., C. Lin, ve C. J. Chu, (2002). Unit Roots Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties. *Journal of Econometrics*. 108 (2002), 1-24.
- Maddala, G. G. ve S. Wu. (1999) A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 61.Special Issue, 631-652.
- Mundel, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*. 51, 657-665.
- Oral, İ. O. ve C. Yılmaz (2017). Finansal ve Politik Risk Endeksinin Bist Sinai Endeksi Üzerindeki Etkisi. *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*. 9.33, 192-202.
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 10.23, 53-80.
- Pazarlıoğlu, M. V. ve Ö. K. Gürler (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*. 44.508, 35-43.
- Pedroni, P. (1999). Critical Values For Cointegration Tests in Heterogeneous Panels With Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics And Statistics*. 61, 653–670.
- Pedroni, P. (2000). Fully Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels. *Advances in Econometrics*. 15, 93–130.
- Pedroni, P. (2001) Purchasing Power Parity Tests in Cointegrated Panels, *Review of Economics and Statistics*. 83.4, 727-731.
- Pesaran, M. Hashem (2007). A Simple Panel UnitRoot Test in The Presence of Cross-SectionDependence. *Journal of Applied Econometrics*. 22.2, 265-312.
- Pesaran, M. H., A. Ullah, ve T. Yamagata. (2008). A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence. *Econometrics Journal*. 11.1, 105-127.
- Phillips, P. ve S. Ouliaris. (1990). Asymptotic Properties of Residual Based Testsfor Cointegration. *Econometrica*. 58.1, 165-193.

- Rieger, M. O., M. Wang ve T. Hens. (2013). International Evidence on the Equity Premium Puzzle and Time Discounting. *Multinational Finance Journal*. 17.3-4, 149-163.
- Sayılın, G. ve C. Süslü (2011) Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 5.1, 73-96.
- Shackman, J. D. (2006). The Equity Premium and Market Integration: Evidence from International Data. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 16.2, 155-179.
- Şen, A. (1998). Uluslararası Politik Ekonomi (UPE) Nedir?. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*. 12.1-2, 393-409.
- Şimşek, H. A. (2008). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*. 13.1, 183-208.
- Şişman, M. (2006). Parasal Kriz Teorileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 11.1, 15-35.
- Taylor, M. ve Sarno, L. (1998) The Behaviour of Real Exchange Rates During the Post-Bretton Woods Period. *Journal of International Economics*. 46 (1998), 281-312.
- Uluğbay, H. (2003). Dünya’da ve Türkiye’de Enerjinin, Suyun Ekonomi Politikası ve Geleceği, *İktisat İşletme ve Finans*. 18.208, 10-18.
- Ulusoy, A. ve B. Karakurt (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans*. 19.223, 103-115.
- Ulusoy, A. ve H. Yılmaz. (2017). Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: Cds Primleri. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 13.1, 61-77.
- Üçler, G. ve O. Kızılkaya. (2014). Kadın İstihdamının Boşanma ve Doğurganlık Üzerine Etkileri: Türkiye Üzerine Bölgesel Panel Veri Analizi. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 2.2, 28-43.
- Vergil, H. ve N. Ayaş. (2009). Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği. *İktisat İşletme ve Finans*. 24.275, 89-114.
- Warnes, I. ve P. E. Warnes (2014). Country Risk and the Cost of Equity in Emerging Markets. *Journal of Multinational Financial Management*. 28 (C), 15-27.
- Yapraklı, S. ve B. Güngör (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 62.2, 200-218.

Yay, G. G. (2001). 1990'lı Yıllarda Finansal Krizler ve Türkiye Krizi. *Yeni Türkiye Dergisi*. 42.7, 1234-1248.

Yay, T. (2009). Küreselleşme Karşısında Piyasa ve Devlet. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 1.1, 1-11.



## ***Diğer Kaynaklar***

- Akışoğlu, B. (2013). Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü.
- Akyüz, Y. (2009). Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries. *South Centre Research Paper 24*. Geneva.
- Akyüz, Y. (2015). Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies. *South Centre Research Papers 60*. Geneva.
- Arant, W. J. (2014). Determinants of Cross-Country Differences in the Equity Risk Premium: A Cross-Sectional Analysis. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. University of South Carolina.
- Atik, M., Y. Köse ve B. Yılmaz. (18-21 Ekim 2017). Hisse Senedi Risk Primi Bulmacası: Borsa İstanbul BIST-100 Endeksi Üzerinde Bir Uygulama. *21. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi, 371-383.
- Biröl, Y. E. (2010). Kamusal Bir Mal Olarak Savunma ve Türkiye’de Savunma Harcamaları Ekonomik Büyüme İlişkisinin Analizi. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Erzincan: Erzincan Üniversitesi SBE.
- Canan, G. (2015). Equity Risk Premium in Turkey, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: Koç Üniversitesi SBE.
- Çağlı, E. Ç. (2014). Forecasting The Equity Risk Premium with Macroeconomic and Technical Indicators: International Evidence. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi SBE.
- Donadelli, M. ve P. Lorenzo (2012). The Equity Risk Premium: Empirical Evidence from Emerging Markets, Working Papers CASMEF 1201. Roma.
- Durgan, S. (2016). Türkiye’nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi, *Uzman Yeterlilik Tezi*. Ankara: Kalkınma Bakanlığı.
- Erdoğan, B. (2006) Gelişmekte olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi* Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi SBE.
- Erpek, S. (2007) Sigorta Şirketlerinin Alternatif Risk Finansmanı Yöntemlerinden AFET Tahvilleri ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği. *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

- İç, S., M. B. Kahyaoğlu, M. Kızılcıoğlu. (31 Mayıs- 2 Haziran 2012). Hisse Senedi Yatırımları Sonucunda Elde Edilen Karın Veya Katlanılan Zararın Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *1. Uluslararası Muhasebe ve Finansa Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi 347-356.
- Kök R., M. S. İspir ve A. A. ARI. (11-13 Eylül 2006). Zengin Ülkelerden Azgelişmiş Ülkelere Kaynak Aktarma Mekanizmasının Gerekliliği ve Evrensel Bölüşüm Parametresi Üzerine Bir İnceleme *Türkiye Ekonomi Kurumu, Uluslararası Ekonomi Konferansı Bildiri Kitabı*. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu, 1-25.
- Tanriverdi, Evren (2010). Silahlanma ve Çevresel Güvenlik. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Ankara: Ankara Üniversitesi SBE.
- Yaman, B. (2003). Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması. *Uzmanlık Yeterlik Tezi*. Ankara: Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü.
- Yavuzarslan, E. (2007). Artık Kar Yöntemi ve Şirket Değerlemesinde Kullanımı. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Ankara Üniversitesi SBE.

## *İnternet Kaynakları*

- Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/professional/> (10 Mart 2018).
- BM Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstatistikleri. [http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?CS\\_ChoosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?CS_ChoosenLang=en) (05 Mayıs 2018).
- BM. (2017). *World Investment Report*. [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf) (02 Mayıs 2018).
- BP. (2017). *Statistical Review of World Energy*. <https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/downloads.html> (15 Mayıs 2018).
- Damadoran, A. (2015). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition. <http://ssrn.com/abstract=2581517> (07 Temmuz 2017).
- Damodaran Online. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (05 Mayıs 2017).
- Fitch. <http://www.standardandpoors.com/home/en/eu> (15 Eylül 2018).
- Ghosh, A. (2006). Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention. *IMF Seminar*. <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/cpem/pdf/overvi.pdf> (07 Temmuz 2017).
- <https://countryeconomy.com/ratings> (07 Temmuz 2018).
- <https://www.rose-hulman.edu/~casey1/PGE%20Structuralism.pdf> (12 Aralık 2017).
- IMF. (1993). *International Monetary Fund: Balance of Payments Manual*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf> (01 Şubat 2017).
- IMF. (2017). *Annual Report*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/index.htm> (02 Mayıs 2018).
- IMF. (2017). *World Economic Outlook Database*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx> (05 Mayıs 2017)
- IMF. (2018). <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#total> (05 Mayıs 2018).
- International Financial Statistics. <https://www.imf.org/en/Data> (02 Mayıs 2018).
- Moody's. [http://www.moodys.com/pages/default\\_tu.aspx](http://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx) (15 Eylül 2018).

- MSCI. (2018). *Market Classification*. <https://www.msci.com/market-classification> (07 Temmuz 2018).
- Pesaran, H. (2004). General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence in Panels. Cambridge University Working Paper No 0435 University of Cambridge.
- S&P. <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp> (15 Eylül 2018).
- SIPRI. <https://www.sipri.org/databases> (15 Eylül 2018).
- Şöhret, M. (2011b). Hegemonik İstikrar Teorisi Üzerinden Halk Hareketleri Sürecinde Orta Doğu ve Kuzey Afrika'yı Yeniden Okumak. *Uluslararası Orta Doğu Kongresi*. Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi. [https://www.academia.edu/34338522/HEGEMON%C4%B0K\\_%C4%B0ST\\_%C4%B0KRAR\\_TEOR%C4%B0S%C4%B0\\_%C3%9CZER%C4%B0NDEN\\_HALK\\_HAREKETLER%C4%B0\\_S%C3%9CREC%C4%B0NDE\\_OR\\_TADO%C4%9EU\\_VE\\_KUZEY\\_AFR%C4%B0KAYI\\_YEN%C4%B0DEN\\_OKUMAK](https://www.academia.edu/34338522/HEGEMON%C4%B0K_%C4%B0ST_%C4%B0KRAR_TEOR%C4%B0S%C4%B0_%C3%9CZER%C4%B0NDEN_HALK_HAREKETLER%C4%B0_S%C3%9CREC%C4%B0NDE_OR_TADO%C4%9EU_VE_KUZEY_AFR%C4%B0KAYI_YEN%C4%B0DEN_OKUMAK) (22 Şubat 2018).
- TCMB. (2011). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Rezerv ve Risk Yönetimi*. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4925cf22-00ff-415e-84ea-04d861c1315e/117.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4925cf22-00ff-415e-84ea-04d861c1315e-m3fB7Ju> (02 Mayıs 2018).
- The PRS Group. (2016). *ICRG Methodology*. [http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx#CompRiskRating](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx#CompRiskRating) (12 Haziran 2016).
- Thomson Reuters Data Stream <https://infobase.thomsonreuters.com/infobase/login/?next=/infobase/> (10 Mart 2018).
- Uluslararası Enerji Ajansı. <http://www.iea.org/topics/energysecurity> (02 Mayıs 2018).
- World Federation of Exchanges. (2017). *WFE Annual Statistics Guide*. <https://focus.world-exchanges.org/statistics> (20 Mayıs 2018).