T.C.

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE FİNANSAL DURUM ENDEKSİ OLUŞTURULMASI VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ İLİŞKİSİ: SİMETRİK VE ASİMETRİK NEDENSELLİK ANALİZİ

Hazırlayan

Selma Döndü ÇUBUK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Reyhan CAFRI

Çankırı – 2018

T.C.

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE FİNANSAL DURUM ENDEKSİ OLUŞTURULMASI VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ İLİŞKİSİ: SİMETRİK VE ASİMETRİK NEDENSELLİK ANALİZİ

Hazırlayan

Selma Döndü ÇUBUK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Reyhan CAFRI

Çankırı – 2018

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM……Vİ
ONAY ..... Vİİ
ÖNSÖZ..... Vİİİ
ÖZET..... İX
SUMMARY..... Xİ
KISALTMALAR ..... Xİİİ
TABLO LİSTESİ ..... XİV
ŞEKİL LİSTESİ..... XVİ

GİRİŞ 1

1. BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ..... 5

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ TANIMI VE ÖNEMİ..... 5

1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİNİN SINIFLANDIRILMASI..... 7

1.2.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri..... 7

1.2.1.1. Portföy Yatırımları ve Dolaylı Uluslararası Sermaye Hareketliliği..... 7

1.2.1.2. Doğrudan Uluslararası Sermaye Hareketleri 9

1.2.1.3. Diğer – Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri 11

1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ TARİHSEL SÜRECİ 11

1.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİNE NEDEN OLAN ETKENLER 18

1.4.1. İtici Faktörler(Push Effects)..... 18

1.4.2. Çekici Faktörler (Pull Effects) 19

1. 5. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİN GÖSTERGESİ VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI..... 21

2. BÖLÜM: FİNANSAL PİYASALAR 25

2.1. FİNANSAL PİYASALARIN TANIMI VE ÖNEMİ..... 25

2.2. FİNANSAL PİYASA TÜRLERİ 28

2.2.1.Fon Arz ve Talep Süresine/Vadesine Göre Finansal Piyasa Türleri..... 28

2.2.1.1. Para Piyasası 29

2.2.1.2. Sermaye Piyasası..... 30

2.2.2. Piyasaların Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri..... 31

2.2.2.1. Organize Piyasalar 31

2.2.2.2. Organize Olmamış Tezgâh Üstü Piyasalar 32

2.2.3. Finansal Varlığın İhraç Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri 32

2.2.3.1. Birincil Piyasalar..... 32

2.2.3.2. İkincil Piyasalar..... 33

2.2.4. Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Finansal Piyasa Türleri.... 33

2.2.4.1. Spot (Nakit) Piyasalar 33

2.2.4.2. Vadeli (Türev) Piyasalar 33

2.2.5. Piyasada İşlem Gören Finansal Varlıkların Türüne Göre Finansal Piyasa Türleri..... 34

2.2.5.1. Hisse Senedi Piyasaları 34

2.2.5.2. Devlet Tahvilleri Piyasaları..... 34

2.2.5.3. Özel Sektör Tahvilleri Piyasaları 34

2.3. FİNANSAL PİYASALARIN ÖZELLİKLERİ..... 35

2.4. FİNANSAL PİYASALARA ETKİ EDEN FAKTÖRLER 37

3.BÖLÜM: FİNANSAL DURUM ENDEKSİ..... 43

3.1. FİNANSAL DURUM ENDEKSİ TANIMI VE ÖNEMİ 43

3.2.FİNANSAL DURUM ENDEKSİ LİTERATÜR TARAMASI..... 44

3.3. FİNANSAL DURUM ENDEKSİ OLUŞTURULMASI/BELİRLEYİCİLERİ 52

3.3.1. Döviz Kuru ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 52

3.3.2. Faiz ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 53

3.3.3. Enflasyon ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 53

3.3.4. Hisse Senetleri/Borsa ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 53

3.3.5. Para Arzı ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 54

3.3.6. Dış Borç ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 54

3.3.7. Risk Primi (CDS) ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 54

3.3.8. Cari İşlemler Dengesi ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 55

3.3.9. Uluslararası Sermaye Hareketliliği ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi 55

4. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL DURUM ENDEKSİ OLUŞTURULMASI VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ İLİŞKİSİ: SİMETRİK VE ASİMETRİK NEDENSELLİK ANALİZİ 57

4.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI 57

4.2. TANIMLAYICI DEĞİŞKENLER 57

4.3. EKONOMETRİK YÖNTEM 60

4.3.1. Durağanlık/Birim Kök Analizi 60

4.3.1.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey-Fuller Testi: ADF) Birim Kök Testi 61

4.3.1.2. Zivot - Andrews Birim Kök Analizi 63

4.3.1.3. Lee- Strazicich Birim Kök Testi 65

4.3.2. Vektör Otoregresif Model (VAR) Analizi 66

4.3.2.1. Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi 67

4.3.3. Nedensellik Analizleri 69

4.3.3.1. Hatemi –J (2012) Nedensellik Analizi 72

5.BÖLÜM: AMPİRİK BULGULAR 74

5.1. VERİ SETİ VE TEMEL İSTATİSTİKİ GÖSTERGELER 74

5.2. MEVSİMSEL ETKİ ANALİZİ 75

5.3. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI 75

5.3.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi ADF Birim Kök Testi 75

5.3.2. Zivot - Andrews Birim Kök Analizi 77

5.3.3. Lee- Strazicich Birim Kök Analizi 78

5.4.ENDEKSİN OLUŞTURULMASI AŞAMASINDA YAPILAN ANALİZLER 79

5.4.1. Etki Tepki Fonksiyonları Analizi ile Endeks Oluşumu 80

5.3. HATEMİ – J NEDENSELLİK ANALİZİ (SİMETRİK (2006) – ASİMETRİK (2012) NEDENSELLİK) 85

6.BÖLÜM: SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER 97

KAYNAKÇA 103

ÖZGEÇMİŞ 116

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım *"Türkiye'de Finansal Durum Endeksi Oluşturulması ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği İlişkisi: Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi"* adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlanmasına kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

02 / 07 / 2018

Selma Döndü ÇUBUK

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Selma Döndü Çubuk tarafından hazırlanan *"Türkiye'de Finansal Durum Endeksi Oluşturulması ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği İlişkisi: Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi"* başlıklı bu çalışma *10.08.2018* tarihinde yapılan tez savunma sınavı sonucunda *oybirliği* başarılı bulunarak jürimiz tarafından *İktisat* Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Danışman : **Dr. Öğr. Üyesi Reyhan CAFRI** İmza:

Üye : **Doç. Dr. Pınar KAYA SAMUT** İmza:

Üye : **Dr. Öğr. Üyesi Murat Mustafa KUTLUTÜRK** İmza:

ONAY

Bu Tez, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun ...../..../ 2018 tarih ve ..... sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Yüksel ÖZGEN

Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Türkiye'de Finansal Durum Endeksi Oluşturulması ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği İlişkisi konusu; ülkelerin ekonomilerinin gücünü ortaya koyması, sürdürmesi ve sonrasında da geliştirmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Dünya ekonomilerinde piyasaların serbestleşmesi ile birlikte sermayeler sadece milli sermayeleri oluşturmak yerine, küresel sermaye halini almaktadır. Böylelikle ülkeler birbirleri ile sermayelerini paylaşmakta, bu paylaşma ile de sermaye hareketliliği ülkelerin ekonomilerinde ve finansal piyasalarında önemli değişmelere sebep olmaktadır. Bu nedenle de finansal durumu yansıtan bir finansal durum endeksin uluslararası sermaye hareketliliği ve ülkelerin finansal yapısı ile olan ilişkisi" araştırılması gereken bir konu halini almıştır.

Bu çalışmanın en başından sonuna kadar, büyük özveri ve itina ile gerekli yardımlarını esirgemeyen, her zaman yanımda olduğunu hissettiğim en başta kıymetli danışmanım *Dr. Öğr. Üyesi Reyhan CAFRI'* ya, tez savunma jürime katılmayı kabul ederek bilgi birikimlerini paylaşan *Doç. Dr. Pınar KAYA SAMUT*' a ve *Dr. Öğr. Üyesi Murat Mustafa KUTLUTÜRK'* e, tezin veri temininde yardımcı olan *Cem OKAT'* a, yazım aşamasında ve tashihinde katkılarını esirgemeyen *Güner DOĞAN*' a ve mesleki gelişimime katkı sağlamış, eğitim sürecim ve sonrasında da desteklerini esirgememiş başta *Prof. Dr. Ahmet Kibar ÇETİN*, *Doç. Dr. Harun YAKIŞIK* ve *Dr. Öğr. Üyesi Sevilay SARICA* olmak üzere, üzerimde emeği olan tüm öğretmenlerime teşekkürlerimi sunmayı kendime bir borç bilirim. Ayrıca dünyada geldiğim ilk anımdan bu yana, elimden tutan, beni koşulsuz seven, bana yol gösteren, beni eğiten, tüm eğitim-öğretim yaşamımda desteklerini yanımda hissettiğim çok değerli aileme şükran ve minnetlerimi sunarım.

10 / 08 /2018

Selma Döndü ÇUBUK

Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezin Başlığı: Türkiye'de Finansal Durum Endeksi Oluşturulması ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği İlişkisi: Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi
Tezin Yazarı: Selma Döndü ÇUBUK
Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Reyhan CAFRI
Anabilim Dalı: İktisat
Bilim Dalı: İktisat
Kabul Tarihi : 10.08.2018
Sayfa Sayısı : 16 (ön kısım) + 116 (tez)
Sermaye, ülkelerin ekonomik gücünü ortaya koyması, sürdürmesi ve sonrasında da geliştirmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Dünya ekonomilerinde piyasaların serbestleşmesi ile birlikte sermayeler sadece milli sermayeleri oluşturmak yerine, küresel sermaye halini almaktadır. Böylelikle ülkeler birbirleri ile sermayelerini paylaşmakta ve bu paylaşım sonrasında da ülkelerin ekonomileri değişim göstermektedir. Sermaye transferleri sürecine finansal piyasaların aracılık etmesi, sermayedarlar tarafından finansal piyasa koşullarının yakından takip edilmesine sebep olmaktadır. Ancak finansal piyasaların oldukça zor ve karmaşık yapısı sermayedarlar tarafından piyasaların tam olarak anlaşılmamasına ve piyasa hakkında eksik bilgiye sahip olmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda finansal piyasaları doğru ve güvenilir bir şekilde özetleyen finans veya finansal durum endeksi göstergesine ihtiyaç duyulmaktadır. Böylelikle finansal piyasalar daha doğru ve güvenilir analiz edilerek sermayedarlara, transfer süreçlerinde yardımcı olmaktadır. Çalışmada, Türkiye' de 2006-2016 yılları arasını kapsayan, çeyrek yıllık verilerle finansal piyasaları özetleyen kapsamlı bir endeks oluşturulması amaçlanmaktadır. Yapılan literatür çalışmalarında, finansal durum/baskı endeksi oluşumlarının yeni yeni araştırılıyor olması literatürde geniş yer bulmamasına neden olmuştur. Yapılmış olan az sayıdaki çalışmalarda ise endeksler, ya az sayıda değişkenlerle sınırlandırılmış ya da tek bir durumun ilişkisi incelenmiştir. Bu durum finansal piyasalara etkisi olan bazı değişkenlerin ihmal edilmesine neden olmuştur. Bu çalışmada ise önceki yapılmış olan çalışmalardan farklı

olarak finansal piyasalara etkisi olan daha çok değişkenle daha kapsamlı endeks oluşturulmakta ve toplu etki ifade edilmektedir. Öncelikle endeks içerisinde yer alması gereken değişkenlerin ağırlığı etki-tepki analizi yardımı ile belirlenerek elde edilen bu ağırlık ve değişkenlerin standartlaştırılmış halleri yardımı ile finansal durum endeksi oluşturulmaktadır. Sonrasında ise endeks ile sermaye hareketliliği arasındaki ilişki simetrik ve asimetrik nedensellik yöntemi ile analiz edilmektedir. Ayrıca endeks içerisinde yer alan her bir makroekonomik değişkenin uluslararası sermaye hareketliliği ile olan asimetrik ve simetrik nedensellik ilişkisi de incelenmektedir.

Bu çalışma, literatüre iki yönden katkı sağlamaktadır. Birincisi, ekonominin genelini yansıtan daha kapsamlı değişkenler kullanılarak finansal durum endeksinin oluşturulmasıdır. İkinci ise nedensellik analizinin yalnızca simetrik olarak değil aynı zamanda asimetrik olarak da dikkate alınmasıdır. Böylelikle, güncel finansal koşulların uluslararası sermaye hareketliliğiyle olan ilişkisi daha doğru analiz edilerek politika önerilerinde bulunulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: *Finansal durum endeksi, finansal piyasalar, uluslararası sermaye hareketliliği, Türkiye, simetrik ve asimetrik nedensellik analizi*

Çankırı Karatekin University Institute of Social Sciences Abstract of Master's Thesis

Title of the Thesis: The formation of a financial condition index in Turkey and its relationship with international capital mobility: symmetric and asymmetric causality analysis	
Author	**:** Selma Döndü ÇUBUK
Supervisor	**:** Dr. Lecturer Reyhan CAFRI
Department	**:** Economics
Sub-field	**:** Economics
Date	**:** 10.08.2018

Capital is of great importance in terms of bringing forth, sustaining and developing the economic power of the countries. With the liberalization of markets in world economies, capital is becoming a global capital, instead of creating only national capital. Thus, countries share their capital with each other and the economies of the countries change after this sharing. The intermediation of the financial markets in the capital transfer process causes the financial market conditions to be monitored closely by the investors. However, the rather difficult and complicated structure of financial markets is causing the investors to have an incomplete understanding of the markets and an incomplete knowledge of the market. In this context, a financial or financial position index that summarizes financial markets accurately and reliably is needed. In this way, financial markets are analyzed more accurately and reliably, help investors with their transfer processes.

In this study, it is aimed to create a comprehensive index that summarizes the financial markets with quarterly data covering 2006-2016 in Turkey. In the literature studies, the fact that the financial situation/pressure index formation is being newly researched has caused the literature to not find a large place. In a few studies, the indices were either limited by a few variables or the relationship of a single case was investigated. This has led to the neglect of some of the variables that have an impact on financial markets. In this study, a more comprehensive index is created and a collective impact is expressed with more variables that have an impact on the financial markets, unlike the previous

studies. Firstly, the weight of the variables that should be included in the index is determined by means of impact-response analysis and the financial status index is created with the help of standardized versions of these variables and weights obtained. Then, the relationship between the index and capital mobility is analyzed by the symmetric and asymmetric causality method. In addition, the relationship between each macroeconomic variable in the index and international capital mobility is examined by the asymmetric and symmetric causality.

This study contributes to the literature in two ways. The first is the creation of a financial position index using more comprehensive variables that reflect the overall economy. The second is that the analysis of causality is considered not only symmetrically but also asymmetrically. In this way, policy recommendations are made by analyzing the relationship between current financial conditions and international capital mobility.

Keywords: Keywords: *Financial condition index, financial markets, international capital mobility, Turkey, symmetric and asymmetric causality analysıs*

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey Fuller
A.Ş.	Anonim Şirket
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BM	Birleşmiş Milletler
BİST	Borsa İstanbul
CDS	Kredi Risk Primi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Seneti
FED	Federal Rezerv Sistemi
FDE	Finansal Durum Endeksi
Doç.	Doçent
Dr.	Doktor
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
LİBOR	London İnterbank Offered Rate
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OECD	Ekonomik Kalkınma İşbirliği Örgütü
s.	Sayfa
ss.	Sayfa sayısı
SPL	Sermaye Piyasası Lisanslama
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
vd.	Ve diğerleri
vb.	Ve benzeri
WTO	Dünya Ticaret Örgütü
YP	Yabancı Para
Yrd.	Yardımcı
y.y.	Yüzyıl

TABLO LİSTESİ

Tablo No **Sayfa**

Tablo 1.1: Sermaye Hareketliliği Göstergesi Ek Literatür Özeti 24

Tablo 3.1: Finansal Durum Endeksi Oluşumu Ek Literatür Özeti 51

Tablo 4.1: Analize Konu Olan Değişkenler 58

Tablo 5.1: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Göstergeler (2006Q01-2016Q4)..... 74

Tablo 5.2: Mevsimsel Etki Test Sonuçları 75

Tablo 5.3: Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi ADF Birim Kök Testi Sonuçları 76

Tablo 5.4: Zivot - Andrews - Birim Kök Analizi Sonuçları 77

Tablo 5.5: Lee - Strazicich Birim Kök Analizi Sonuçları..... 79

Tablo 5.6: Finansal Durum Endeksi Oluşumu..... 83

Tablo 5.7: Hatemi – J (Simetrik- Asimetrik) Nedensellik Analizi 85

Tablo 5.8: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve TLF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi..... 86

Tablo 5.9: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve EURF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi..... 87

Tablo 5.10: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve USDF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi..... 87

Tablo 5.11: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve CDS Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi..... 88

Tablo 5.12: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve BİST Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 89

Tablo 5.13: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve DKT Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 91

Tablo 5.14. Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve M3 Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 92

Tablo 5.15: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve DBRC Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 93

Tablo 5.16: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve ENF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 94

Tablo 5.17: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve CİD Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi 95

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil No **Sayfa**

Şekil 1.1: 2006'dan sonra Türkiye'de Yaşanan Sermaye Transferleri……...15

Şekil 2.1: Finansal Piyasalarda Fon Akışı…….….25

Şekil 2.2: Finansal Piyasaların İşleyişi……...38

Şekil 5.1: GSYH'nın Birikimli Etki Tepki Fonksiyonları..... 82

Şekil 5. 2: 2006-2016 Yılları Arasında Finansal Durum Endeksi..... 84

GİRİŞ

Bu çalışmada finansal göstergeler kullanılarak oluşturulacak bir endeksin, ülkeler arasında yaşanan sermaye hareketliliği üzerine etkisini incelemek amaçlanmaktadır. Böylelikle ülkelerin finansal piyasalarında meydana gelen değişiklerin sermaye hareketliliğine olan etkisi tespit edilerek ülke ekonomisinde yaratmış olduğu etkiler analiz edilip, politika önerilerinde bulunulacaktır. Günümüz dünyasında ülkeler arasında yaşanan krizler, soğuk savaşlar ve ekonomik yaptırımlar gibi siyasi olayların ekonomiye doğrudan etkisinin olduğu sıkça gözlemlenmektedir. Yaşanan olaylar sonucunda gelişmiş ülkelerin bu olumsuz etkilerden daha az hasar alırken, gelişmekte olan piyasaların domino etkisiyle daha fazla zarar görmesi hiç şüphesizdir ki gelişmekte olan ülkelerin güçlü ekonomileri, yüksek sermayeleri birikimi sayesindedir. Ülke ekonomilerinin gelişmiş- gelişmekte olan ülkeler diye ayrıldığı mevcut yapıda; bir ekonomiyi en gerçekçi haliyle yansıtan göstergelerin kullanılması büyük önem arz etmektedir. Karşılaştırmada kullanılan göstergeler ülkelerin sınıflandırılmasına olanak sağlamakta ve sınıflandırmada üst sıralarda yer alan ülkeler ulusal pazarlarda yer bulmaya çalışmaktadır. Analiz edilen her bir etken ulusal veya uluslararası birçok makroekonomik olaylara etki etmektedir. Çalışmada sermaye hareketliliğine sebep olan finansal piyasalardaki değişimlerin araştırılacak olması nedeniyle, finansal piyasalar göstergelerinden oluşturulan bir endeksle sermaye hareketliliğine neden olan faktörlerin daha geniş kapsamda ayrıntılı olarak analiz edilmesi sağlanacaktır.

Çalışmada birinci bölümde sermayenin tanımının, türlerinin, etki eden faktörlerin ve ülke ekonomilerindeki yerinin önemine yer verilmiştir. Ülkelerin temel amacı olan ekonomik gelişme ve kalkınma olgusu en temelinde üretim yoluyla gerçekleşmektedir. Üretimin devamlılığı, verimliliği ve etkinliği ile birlikte ülke üretimi gelişmektedir. Üretimin gelişmesi sonrasında da ekonomik gelişme beslendiğinden, ülkenin ekonomisi de olumlu olarak etkilenmektedir. Ekonomi biliminde üretimin gerçekleşmesi için dört temel üretim faktörü bulunmaktadır. Bunlar emek, sermaye, doğal kaynak ve müteşebbis olarak tanımlanmaktadır. Üretimin yapılabilmesi için gereken dört temel üretim faktörlerinden biri olan sermaye ülkenin üretiminde, ticaretinde ve ülke ekonomisinde büyük bir paya sahip

olmaktadır. Bir ülkede üretim yapılması, hem ülke içindeki ihtiyacı karşılaması hem de global serbestleşmeyle birlikte diğer ülkelerin ihtiyaçlarının karşılanması anlamına gelmektedir. Bu yüzden ülkeler üretim yapmayı istemekle birlikle, hem ulusal pazardan hem de dünya pazarlarından getiri sağlayarak ülke ekonomilerini geliştirmek istemektedir. Bunun için ise sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Sermaye talepleri de ülkelerin üretim yapmasıyla eşanlı olarak değişmektedir. Bir ülkede üretimin gerçekleşmesi, ticaretin gelişmesi dolayısıyla da ekonominin gelişmesi sermayeye bağlı olmaktadır. Ülkeler, üretimin devamlılığı için öncelikle yerli sermayeleri kullanmakta, yetmediği zaman ise yabancı sermaye girişi için düzenlemeler yapmakta, daha da yetersiz kalması durumunda uluslararası kurum ve kuruluşlardan borç almaktadırlar. Bu denli büyük öneme sahip olan sermaye hem reel hem de finansal piyasalarda büyük değişimlere sebep olmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, finans piyasalarının tanımına, çeşitlerine, özelliklerine ve etki eden faktörlerine yer verilmektedir. Finansal piyasalar, fon arz ve talep edenlerin, belirli bir düzen ve kural çerçevesinde yapılan aracılık işlemlerini kapsamaktadır. Finansal piyasalar ayrıca vadesine, örgütlenme ve ihraç durumuna, ödeme şekillerine ve finansal varlık türlerine göre farklılık göstermektedirler. Finansal piyasaların özelliklerine göre farklılık göstermesi ise finansal piyasalarda işlem yapanların talepleri doğrultusunda daha kolay işlem yapmasına neden olmaktadır. Bilindiği üzere finansal piyasalar ekonomik sistem içerisinde büyük bir öneme sahiptir. Finansal sistemin arz ve talepleri oluşturanların buluştuğu ve karşılıklı olarak isteklerin gerçekleştirildiği bir yapıya sahip olması nedeniyle ekonomik sisteme de büyük bir katkısı bulunmaktadır. Özellikle de tasarrufların birikimi olarak adlandırılan fonların, ihtiyaç sahipleri arasında transfer işlemine aracılık etmesiyle ekonomi piyasasında vazgeçilemez bir yeri vardır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, ekonomi içerisinde büyük bir paya sahip olan finansal sistemin mevcut durumunu özetleyen bir endeks oluşumuna yer verilmektedir. Bu endeks, finansal sistem içerisinde işlem yapanlar tarafından temel gösterge olarak kullanması, endeksi finansal sistem içerisinde önemli bir konuma getirmektedir. Bilindiği üzere ülkeler ekonomik yapılarına göre gelişmiş-gelişmekte

olan ülke olarak farklı sınıflandırılmaya maruz kalmaktadır. Bu karşılaştırmalarda kimi zaman ülke içerisinde oluşan birçok ekonomik göstergeler kullanırken kimi zamanda uluslararası hesaplanmış ülke gelirlerini ifade eden göstergeler kullanılmaktadır. Değişen ve gelişen ekonomik yapı ülke karşılaştırılmalarında kullanılan temel göstergelerde de değişime neden olmaktadır. Özellikle de ticarette ve finansal sistemde yaşanmış olan serbestlikle birlikte finansal göstergelerinde farklılık göstermeye başlaması beklenen bir durumdur. Bu çalışmada da değişen ve gelişen finansal sisteme farklı bir bakış açısı oluşturmak amacıyla yeni bir gösterge olan ‘‘finansal durum endeksi’’ oluşturulmaktadır. Bu endeks, 1990’lı yılların sonlarına doğru dünya ekonomisinde yerini alırken, ülkemizde ise son on yıl içerisinde yeni yeni kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, ülkemizde oluşturulan finansal endeksler, açıkladığı durumlara göre değişim göstermektedir. Bu sebeple yapılan çalışmada öncelikle finansal piyasalara etki eden faktörler tespit edilmiş ve sonrasında GSYH değişkeni yardımıyla ağırlandırma yapılarak endeks oluşumu sağlamıştır. Endeks temelinde döviz kuru, mevduat faizi, enflasyon, hisse senetleri getiri eğrisi, para arzı, dış borç, risk primi ve cari işlemler açığından oluşmaktadır. Daha sonrasında ise oluşturulmuş olan endeksin, uluslararası sermaye transferi ile olan simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisi incelenmektedir. Böylelikle finansal sistem içerisinde yaşanan değişimlerin uluslararası piyasalarda sermaye hareketliliğine hangi yönde etki yarattığı tespit edilmiş olacak ve ekonomik gelişme için talep edilen sermayelerin tedariki kolaylaşmış olacaktır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise çalışmanın temelini oluşturan finansal piyasaları özetleyen göstergenin oluşturulma aşamasında yararlanılan ekonometrik analiz yöntemlerine ve sonuçlarına yer verilmektedir. Yapılan çalışmada, çeşitli finansal göstergelerin içerdiği bilgi toplulaştırılarak Türkiye için “finansal koşullar (durum) endeksi” geliştirilecektir. Bu endeks; temelde döviz kuru, mevduat faizleri(3 aylık), enflasyon, dış borç, cari işlemler dengesi, para arzı(M3), hisse senetleri getiri eğrisi (BİST-Borsa İstanbul) ve ülkelerin uluslararası risk notu (CDS-Credit Default Swap) göstergelerin ülkelerin GSYH(Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) ile ağırlıklandırılmasından oluşturulmaktadır. Böylelikle hesaplanan ağırlıklı ortalamalar ile ilgili değişkenler kullanılarak uluslararası sermaye hareketliliği ile

karşılaştırma yapılacak olan veri seti elde edilmiş olunacaktır. Sermaye hareketleri göstergesi olarak da ülke içindeki portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımların toplamı alınmaktadır. Sonrasında ise oluşturulan endeks ve değişkenlerin, uluslararası sermaye hareketliliğiyle olan simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisi incelenmektedir. Analiz sonucunda, ülke ekonomilerinin finansal durum göstergeleri daha kapsamlı olarak incenmiş olmakta ve uluslararası sermaye hareketliliğinde değişime neden etkenlerin tespiti sağlanmış olmaktadır.

1. BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

1.1. Uluslararası Sermaye Hareketliliği Tanımı ve Önemi

Farsça bir kelime olan sermaye; Türk Dil Kurumuna göre anamal, başmal, kapital anlamına gelmektedir ve üretim sürecinde gerekli olan üretim faktörlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, sermaye, belli bir bedel ödendikçe sahip olunan ve alınan dönemin dışında da kullanılabilen, emeğin verimliliğini, etkinliğini arttıran ve kendisi de üretilmiş olan her türlü araç ve gereçler veya gelir yaratma gücü olan her türlü fiziksel varlık olarak da tanımlanmaktadır (Özen, 1993:42-46). Ancak halk arasında sermaye olarak bilinen para, iktisat literatüründe sermayenin tam karşılığı olarak kabul edilmemektedir. Parayı, sadece sermaye oluşumuna ya da artırımına katkı sağlayan finansal bir değişim aracı olarak tanımlamak daha doğru bir ifade olacaktır. Bu sebeple sermayeyi, para olarak değil, üretimin sağlanması için gerekli olan fiziksel her türlü makine-ekipman, araç-gereç olarak tanımlamak daha kabul gören bir tanım olacaktır (ekodiyalog.com., 01.11.2017).

Sermayenin üretimdeki payı düşünüldüğünde, bireyin sermayesi üretimin sermayesini, üretimin sermayesi de ülke sermayesini oluşturduğundan, hem ülke üretiminin artmasında hem de ülke ekonomisinin gelişmesinde sermaye önemli bir paya sahip olmaktadır. Bilindiği üzere sermaye, üretimin gerçekleşmesi için sahip olunması gereken dört temel üretim faktörlerinden biridir ve üretimin devamlılığının sağlanmasında itici kuvvet görevini üstlenmektedir. Bu sebeple üretim için büyük bir öneme sahip olan sermayenin artması, ülkeler tarafında desteklenen bir durumdur. Çünkü ülke üretimi için gerekli olan ulusal sermayesinin oluşması, ülke vatandaşlarının harcanmayan gelirinden (tasarruflarından) oluştuğundan, bireylerin sermayelerinin artması, otomatik olarak da ulusal sermayenin artması anlamına gelmektedir. Böylelikle ülkeler üretimde artışı sağlamak adına bireysel ya da ulusal sermaye artışlarına ihtiyaç duymaktadır. Çünkü ülkelerin gelişmesi, üretimin gelişmesine ve artmasına bağlı olarak değişmektedir. Üretim ise sermayeye bağlı olarak değiştiğinden sermaye birikimindeki yetersizlik ülkelerin ekonomik anlamda geri kalmasına neden olmakta ve üretimin aksamasına yol açmaktadır. Üretimi

aksayan ekonomilerde rekabetten uzak kalarak rakiplerine göre dezavantaj elde etmektedirler. Bu rekabette geri kalan ülkeler, avantaj sağlamak adına ülke üretimlerini arttırmak istemekte ve rakiplerine göre daha fazla sermaye birikimine ihtiyaç duymaktadırlar.

Uluslararası sermaye hareketi, bir ülke vatandaşlarının veya kurumların bir başka ülkede bulunan kurum veya kuruluşlara fon sağlanması ya da göndermesi ile ortaya çıkmaktadır (Uzunluğu vd.,1995:95). Uluslararası sermaye hareketliliği, bir ülkenin, alındığı dönemden daha sonraki dönemlerde karşılığını ödemek üzere dış kaynaklardan tedarik ettiği ve ulusal ekonomik dinamikleri ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgisel ve yönetsel kaynaklar olarak tanımlanmaktadır (ekodialog.com., 01.11.2017). Serbestleşen dünya ticareti ile ulusal sermayeler, uluslararası sermayelere dönüşerek dünya üretiminin değişmesine katkı sağlamaktadır. Böylelikle, bireylerin sermayelerinin artırması, başta ulusal ve sonrasında da uluslararası sermaye artışına neden olduğundan dünya üretiminde oldukça önemli bir paya sahip olmaktadır. Çünkü uluslararası sermaye hareketliliği ülkelerin çıkarları, birbirleriyle olan ilişkileri, ilkeleri ve dünya ekonomik dengelerine göre farklılaşmaktadır. Bu sebeple üretim artışı yapmak isteyen ülkeler önce ulusal sermayelere, sonrasında ise uluslararası sermayelere ihtiyaç duymaktadır. Böylelikle biriktirilen bireysel ve kurumsal sermayeler değişen ve gelişen piyasa koşullarına göre farklı kurum ve kuruluşlara transfer olmaktadır. Bilindiği üzere üretim piyasası sürekli değişen ve gelişen bir piyasadır. Bu değişim ve gelişim sonucunda yapılan sermaye transferleri de zamanla farklılaşmaktadır. Başlangıçta yapılan sermaye transferleri, fon fazlası olan ülkelerden, fon eksiği olan ülkelere doğru fonlarını doğrudan transfer etmekte iken, sonrasında fonların doğrudan transfer etmekle kalmayıp o ülkenin üretiminde de etkin olarak yer almaya başlamıştır. Bu transfer sonucunda fon gelirlerinin yanı sıra üretimden kar elde etmeye de başlamışlardır. Yaşanan bu değişimlerin sonucunda, amaçların aynı kalıp, gönderiş yöntemlerinin farklılaşması sonucu uluslararası sermaye hareketliliği iktisat literatüründe farklı sınıflandırmaları oluşturmuştur.

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketliliğinin Sınıflandırılması

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşen piyasa koşullarında ülkeler arasında transfer edilmesi dünya pazarlarında büyük öneme sahip olmuştur. Ülkelerin ortak ihtiyacı olan sermaye farklı ülkelerde farklı etkiler yaratmıştır. Ülkelerin ihtiyaçlarının çeşitlenmesi ve sermaye etkilerinin farklılaşması sebebiyle de uluslararası sermaye hareketleri sınıflandırılmıştır. Literatürde genel olarak uluslararası sermaye hareketliği özel ve resmi sermaye hareketliliği olarak iki ana başlıkta incelenmiştir. Özel kesim uluslararası sermaye hareketliliği ise dolaylı (portföy) ve doğrudan olmak üzere iki ana başlığa ayrılmıştır. Resmi uluslararası sermaye hareketliliği ise uluslararası kuruluşların kalkınmayı desteklemek için verdikleri karşılıksız hibe ve geri ödenmek üzere verilen krediler olarak kısaca tanımlanmaktadır (Acaravcı, 2000:6-8).

1.2.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri

Portföy yatırımları (dolaylı), doğrudan yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşan uluslararası sermaye hareketleri, uluslararası özel sermaye hareketleri olarak adlandırılmakta ve özel kesimin yapmış olduğu sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Serbest piyasa koşulları altında bir ülkenin vatandaşları, kurum ve kuruluşları tarafından, kişisel çıkarları doğrultusunda, kar sağlamak amacıyla, başka ülkede yapmış olduğu parasal ya da sermayedar aktarımlar olarak tanımlanmaktadır. Sermayeleri ülkelere transfer etme şekillerine göre ise doğrudan, dolaylı ve diğer yatırımlar olarak üç farklı gruplara ayrılmaktadır(Acaravcı,2000).

1.2.1.1. Portföy Yatırımları ve Dolaylı Uluslararası Sermaye Hareketliliği

Dolaylı uluslararası sermaye hareketliliği, piyasaya doğrudan etkisi olmayıp aracılar kullanarak ekonomiye dâhil olması anlamına gelmektedir. Sermaye sahiplerinin fon sahipleri olarak da adlandırıldığı belirli bir gelir sağlamak amacıyla sermaye eksiği olan kurumlara fon aktarım işlemi iki farklı piyasada gerçekleşmektedir. Bu piyasalar, para ve sermaye piyasaları olmak üzere iki farklı isimle adlandırılmaktadır. Para piyasası, kısa süreli olarak fon arz ve fon talep edenlerin işlemlerinin

yürütüldüğü piyasaları ifade etmektedir. Bir yıldan az vadeli işlemler, her türlü fon alım-satım işlemler bu tür piyasalara örnek teşkil edebilmektedir. Bunlar daha çok bir yıldan kısa süreli olması sebebiyle kalıcı olamayan sermaye hareketliliği arasında yer almaktadır. Ayrıca kısa süreli olarak yapılan fon transferleri sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Sıcak para, ülke vatandaşlarının başka bir ülkede ekonomisinde yüksek faiz, yüksek kazanç elde etmek amacıyla gönderilen fonları ifade etmektedir. Sıcak para da kısa vadeli fon transferleri arasında yer almasıyla, para piyasasında takip edilmektedir. Sermaye piyasası para piyasasının aksine bir yıldan daha uzun süreli fon arz ve fon talep edenlerin işlemlerinin yürütüldüğü piyasaları ifade etmektedir. Bu tür piyasa işlemlerine örnek olarak ise tahvil, fon alımı ya da hisse senedi, pay alım işlemleri gösterilebilmektedir (Karluk, 1996: 538-540).

Portföy yatırımları yabancıların başka ülke ekonomisinde hisse senedi veya kısa vadeli borç senedi (tahvil, bono ve benzeri(vb.)) alımları, o ülkenin özel ya da yerli bankaları aracılığıyla açılan kısa vadeli kredileri veya bankalarda açtırdığı mevduat hesaplarını içermektedir (Eğilmez, 2016). Portföy yatırımlarının ifade edilmesinde portföy teorisi önemli bir etkiye sahip olmaktadır. Bu teoriye göre; fon sahibi, sermayesini farklı menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyine göre en yüksek getiri sağlayacak şekilde dağıtmaktadır. Fon sahibi en yüksek getiriyi sağlamayı amaçlarken, fonları tek bir menkul kıymete bağlamayıp riski dağıtarak birçok menkul kıymet satın almayı istemektedir. Bu sebeple de fon sahibi yerli menkuller dışında yabancı menkul kıymet arayışına girerek uluslararası portföy yatırımlarını oluşturmaktadır (Eğilmez, 2016). Uluslararası portföy yatırımlarının esasen yüksek getiri(faiz) ya da yüksek pay getirisi edinmeyi amaçlamaktadır. Bu sebeple de bu tür yatırımlar genellikle faiz ve pay getirisi az, kar oranı düşük olan ülkelerden faiz ve pay getirisi fazla, kar oranı yüksek yerlere doğru hareketlidir. Dolaylı yoldan sağlanan fonlarda, portföy yatırımları da kısa süreliğine bir fonlama olması sebebiyle gelirinin azaldığını düşündüğü an daha karlı yerlere transfer olduğundan geçici bir fonlama yöntemi olmaktadır. Geçici sorunlarda anlık çözüm olabiliyorken ülke sermayesinde kalıcı bir çözüm getirememektedir (Kont, 1998). Portföy yatırımları da dolaylı yoldan yapılan yatırımlarla benzer özellik taşımaktadır. Dolaylı yoldan yapılan sermaye hareketliliği, yardım veya hibe benzeri olmaması sebebiyle resmi

sermaye hareketliliğinden, üretime yönelik yapılmış yatırım özelliği taşımaması sonucunda ise de doğrudan uluslararası sermaye hareketliliğinden ayrılmaktadır (Bay vd, 2007:254-256)

Birçok ekonomist tarafından eleştirilen kısa vadeli fonlar, ülke ekonomilerine girişlerde olumlu etki sağlarken, gelişimini tam olarak tamamlayamamış ekonomilerde sermayelerin çıkışları büyük olumsuz sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Ülkelerin ekonomik krizlerinin son dönemlerinde bir çıkar yolu olarak başvurduğu bir yöntem olmaktadır. Sermayenin geliş yöntemine bakılmaksızın, yüksek maliyetle ülkesine getirmeye çalıştığı bu sermayeler başlangıçta ülke ekonomisine olumlu katkılar sağlarken, ülkeden çıkış sürecinde gelişmekte olan ülkelerin kırılganlıklarını arttırdığından, ülkeleri ve dünya ekonomilerini büyük krizlere sürüklemektedir (Kregel, 2000). Bu doğrultuda 1991 yılında Meksika'da çıkan Meksika krizi, 1994 yılında çıkan ve kısa bir sürede bölgesel krize dönüşen Asya krizi, 1997 ve 1998 yıllarındaki Rusya ve Brezilya'da çıkan krizler ve 2001 yılında Türkiye'de baş göstermiş olan 2001 krizi kısa vadeli ve spekülatif sermaye hareketlerden kaynaklanan ve çok büyük hasarlara yol açmış krizler arasında gösterilmektedir (Elbir, 2010:5).

1.2.1.2. Doğrudan Uluslararası Sermaye Hareketleri

Doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği, bir ülkenin ulusal sınırları içerinde faaliyet gösteren firmaları yabancı sermaye sahipleri tarafından doğrudan satın almasını veya yeni kurulacak bir firmaya başlangıç sermayesi tedarik etmesini ifade etmektedir. Ayrıca faaliyetteki firmaya ortak olarak sermayesini arttırmasına yardımcı olmak şeklinde de tanımlanmaktadır. Doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği, sermayesi eksik olan ülkeye sermaye sağlamanın dışında, o ülkeye teknoloji, işletmecilik bilgisi ve fon sahibinin denetim ve yönetim yetisini de beraberinde getiren yatırımlardandır (Karluk, 2014:100).

Doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği, sermayesi eksik ülkelerin diğer sermaye girişlerinden daha çok tercih ettiği sermaye giriş şeklidir. Çünkü bu tür yatırımları ülkede kısa sürede bir fonlama yaratmaması ve ülke üretimine doğrudan katkı

sağlaması nedeniyle ülkenin ekonomisine olumlu katkı yapmaktadır. Bununla beraber sermayeleri ile birlikte yanlarında teknolojilerini getirdiğinden ulusal teknoloji sistemi de gelişmektedir. Ayrıca fon sahiplerine fonlarını yönetme hakkı da tanıdığından, ülkedeki işletmelerde yönetsel yetileri de geliştirmektedir (Romer, 1993). Bu sermayelerin gelmesi ile birlikte üretimde birebir yer alan fon sahibi ülkede çıkan spekülatif olaylar sonucunda ülkeyi hemen terk etmemekte, sorunlarla mücadele etmektedir. Üretimin devamlılığı ve yüksek kazanç elde etme amacıyla hareket eden sermaye sahipleri böylelikle o ülke ekonominde yerli sermaye gibi davranış sergilemektedir. Ayrıca, doğrudan uluslararası sermaye hareketliliğine girdikleri ülkelerden çıkmaları durumunda ülke ekonomilerine daha az olumsuz etki yaratmakta iken; ülkede kalması, ülke kalkınmasına daha çok olumlu etki yarattığı gözlemlenmektedir (Örnek, 2008:206)

Doğrudan uluslararası sermaye hareketliliğinin portföy yatırımlarından yada dolaylı yoldan sağlanan uluslararası sermaye hareketliliğinden daha çok tercih edilmesinin diğer bir sebebi de doğrudan sağlanan uluslararası sermaye hareketliliğinin ülkenin dış borcuna doğrudan eklenmemesidir. Diğer yollardan sağlanan sermayeler, sermaye girişi yapılan kurum ve kuruluşlarının muhasebesine doğrudan borç kaydı olarak yazılırken, doğrudan sermaye hareketleri direk borç kaydı olarak yazılmamaktadır. Bu da ülkenin dış borcuna doğrudan bir artışa neden olmamaktadır. Böylelikle doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği ülkelerini geldikleri ülkelerde uzun süre kalması, üretime doğrudan etki yaratması ve ülke ekonomine doğrudan borç olarak yansıtılmaması sebebiyle sermaye eksikliği yaşayan ülkeler tarafından en çok tercih edilen sermaye hareketliliği çeşididir.

Doğrudan uluslararası sermaye hareketliliğine etki eden birçok ekonomik, sosyal, coğrafi veya siyasi etkenler bulunmaktadır. Kimi zaman ülkedeki vergi avantajı, yatırım teşvikleri kimi zaman da işçi maliyetleri avantajı fon sahiplerinin yatırımlarını yönlendirmektedir. Bunların yanı sıra, kota uygulamaları, yüksek gümrük duvarları ya da çevreyi kirleten sanayiler için çevresel düzenlemeler negatif etki yaratarak sermayedarları kaçırmaktadır. Hammaddeye yakın olma isteği ya da mevcut ve faaliyette olan firmaya yapılan sermaye fonlaması ise daha kolay

doğrudan yatırım aracı olarak düşünülmektedir (Seyidoğlu 2001:398-400). Genel olarak düşünüldüğünde kota uygulamaları, vergi avantajları, yatırım teşvikleri, işçi maliyetleri, gümrük politikaları, çevresel düzenleme kuruluşları gibi birçok etki doğrudan uluslararası sermaye hareketliliğini doğrudan etkilemektedir (Kazgan, 1997:126-127).

1.2.1.3. Diğer – Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri, ekonomisi güçlü olan ülkelerin, ekonomileri henüz gelişmemiş ya da güçsüz olan ülke ekonomilerine doğrudan ya da dolaylı yoldan yaptıkları hibe, bağış veya kredi şeklinde yapmış oldukları yardımları kapsamaktadır. Yapılan bu yardımlar geri alınmamak üzere verilmiş ise bu işlem transfer ödemeler olarak adlandırılırken, geri alınmak üzere verilenler ise ülkeler arasında bir borçluluk durumu oluşturduğundan bu işlem de borçlanma olarak adlandırılmaktadır (Acaravcı, 2000:6-8).

Geri alınmak üzere verilen krediler ve geri alınmamak üzere verilen hibeler bilindiği üzere ülkeler arasında sağlanacak menfaatler, ulusal çıkarlar, ekonomik, sosyal ve siyasi birçok faktörler etkili olmaktadır. Genellikle sermaye eksiği olan ülkeler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankaları tarafından sağlanan hibe veya kredilerden faydalanan ülkeler, ülkelerindeki döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir ekonomik kalkınma hızına ulaşmaya çalışmaktadırlar (Seyidoğlu, 1999: 121).

1.3. Uluslararası Sermaye Hareketliliği Tarihsel Süreci

İnsanlar ihtiyaçlarını karşılayabilmek, yaşamlarını devam ettirebilmek için kimi zaman bir değişim aracına, kimi zamanda para ya da benzeri şeylere ihtiyaç duymaktadır. İnsanoğlu en temelinde ihtiyaçlarını takas denilen değişim yoluyla yapmaktadır.. Daha sonraları, dünya üzerindeki kıt kaynakları çeşitlenen gereksinimlerini takas yoluyla yapamamaya başladığında para icat edilmektedir. Paranın icat edilmesiyle birlikte gelişen ve değişen takas sistemi ülkelerin ticaretine, tarımına, sanayisine ve diğer ülke yönetimine de katkı sağlamaya başlamaktadır.

Dünya üzerinde ticaretin büyük değişimi ve gelişmesi, 19. Yüzyıl(yy) ilk yarısında İngiltere'nin öncü olduğu sanayileşme hareketi ile üretiminin gerçekleşmesi için gerekli olan hammaddeye sahip ülkelerde etkili olmuştur. İngiltere'nin yanına Almanya, Fransa ve ABD (Amerika Birleşik Devletleri) gibi ülkelerin katılmasıyla sanayileşme sürecinin hızlı bir gelişim gösterdiği gözlemlenmektedir. Ancak zamanla sanayileşme sürecini tamamlayan ülkelerdeki kıt olan hammaddeler azaldıkça yeni hammadde arayışlarına başlanmıştır. Bu arayış sanayisi güçlü ülkelerin, sanayisi gelişmemiş ancak hammaddesi olan ülkelere doğru hızla bir yatırım sürecine başlamalarına neden olmuştur. Dünya kaynaklarının kıt olması sebebiyle sanayisini geliştiren ülkeler kendi içinde sömürü devletler kurarak seri üretime başlamış ve dünya pazarlarında üretimi hayli arttırmışlardır (Akdiş, 1998:63). Bu arz artışları, 1929 yılında dünyayı etkisine alan Büyük Ekonomik Buhrana kadar devam etmiştir. 1929 yılında baş gösteren üretimdeki arz fazlalığının tüketimde aynı miktarda karşılığını bulamaması sonucu talep fazlalığı oluşmuştur. Talep fazlalığı oluşması sonucunda üretim aksamış ve küresel bir kriz meydana gelmiştir. Krizden kurtulabilmek için üretimi gerçekleşen malların fiyatlarında %60 civarında düşüş yaşanmış ve kriz atlatılmaya çalışılmıştır. Fiyatlar genel seviyesinde düşüş ile birlikte firmaların karlılıklarında da azalış gözlemlenmiştir. Ayrıca firmanın maliyetlerin, firma bütçesindeki payının artması, kimi firmaların üretimlerini azaltma yoluna gitmesine sebep olurken kimi firmaların da üretimini durdurarak yatırımlarını o ülkelerden geri çekmesine sebep olmuştur. Böylelikle sermaye sahibi olan yatırımcılar üretimdeki paylarını azaltarak üretim seviyelerinde ani düşüşlerin yaşanmasına sebep olmuştur. Bu azalış da İkinci Dünya Savaşı'na kadar devam etmiş ve bu süreçte ülkelerarası yapılan yatırımlar genellikle üretime yönelik olmayan, riski az ve paradan para kazanma duygusuyla gelişen dolaylı yatırımlar yani portföy yatırımlarından oluşmaktadır (Akdemir, 2017:9).

Dünya ekonomisinin yaşadığı bu girdap ve çıkar çatışmaları beraberinde 2. Dünya Savaşı'nı getirmiştir. Savaş dönemi ve sonrasından 1950'li yıllarına kadar ülkeler, ülkelerini koruma yoluna giderek kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmişlerdir (Eğilmez, 2012). Kısacası kotalar ve yasaklar koyarak sermayelerin kendi ülkelerinde kalması için uğraşmışlardır. 1950´li yıllara kadar azalan uluslararası

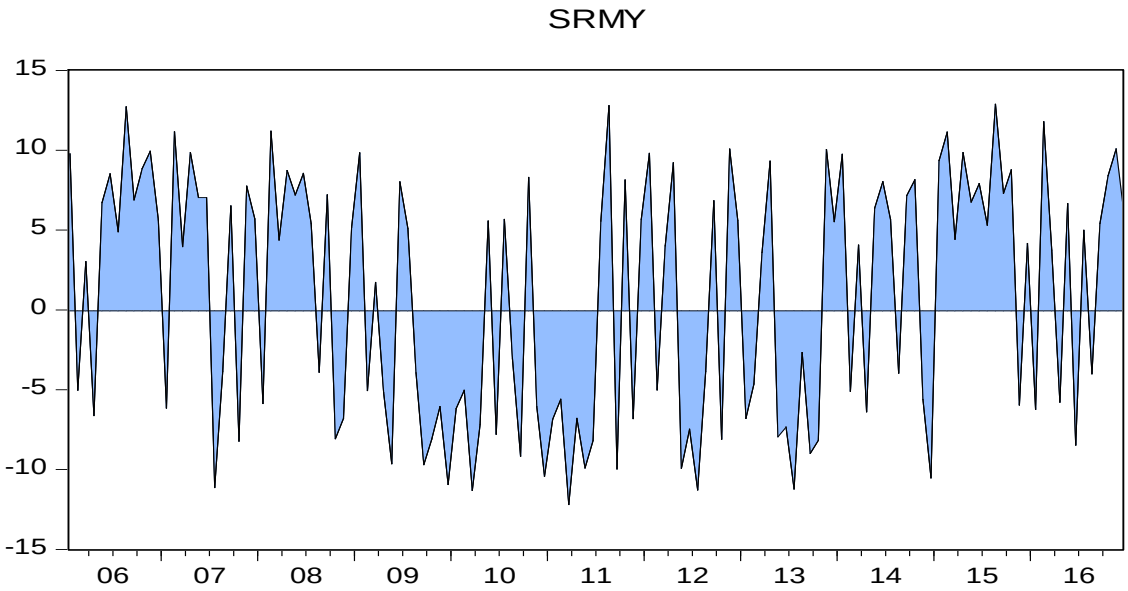
yatırımlar bu tarihlerde yerini doğrudan uluslararası yabancı yatırımlara bırakmıştır. Ülkelerinde sanayisi gelişmemiş, sermayesi eksik olan ülkeler, ulusal çıkarları doğrultusunda hammadde, ucuz iş gücü ve doğal kaynak ihracı karşılığında, sermayesi yeterli ve sanayisi gelişmiş ülkelerde işletmecilik bilgisi, teknoloji, yöneticilik yöntemleri, satış taktikleri gibi üretim faktörlerini sermaye ile birlikte almışlardır. Böylelikle ülkelerin arasında ihtiyaçlarının yön verdiği çıkar ilişkisi oluşmuştur. Bunlarla birlikte ülkeler arasında büyük bir rekabet başlamış ve sermayesi eksik ülkeler, sermaye girişleri için vergi indirimi, yatırım teşvik paketleri gibi çeşitli teşvikler sunarken, sermaye sahipleri açısından büyük çeşitlilik sağlanmış ve yatırım cazip hale getirilmiştir (Çetenak, 2006:5). Dünya pazarlarında gelişen ve değişen piyasa koşulları altında çıkar çatışmalarını azaltmak ve daha etkili ticaret yapabilmek adına dünya ekonomik gücü olan ülkeler kendi aralarında bazı ticari kuruluşların kurulmasını kararlaştırmışlardır. Özellikle de 1944´te Amerika´da toplanan Birleşmiş Milletler (BM), üye ülkelerin Uluslararası Para Fonu (IMF) ve bugünkü Dünya Bankası´nın selefi Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Gelişim Bankası´nın kurulmasını sağlamıştır. Bununla beraber, Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) imzalanması ile birlikte Dünya Ticaret Örgütü´nün (WTO) temeli atılmış ve küresel sermaye hareketliliği için büyük bir gelişme oluşturmuştur. Temelinde yoksul ülkelere yardım amacıyla kurulan bu kuruluşlarla korumacı olan ülke politikalarının karşısında durarak yasakları kaldırmak için uğraşlar vermiş ve 1970'li yıllara kadar bu doğrultuda ilerlemişlerdir (Akdemir, 2017: 10-11).

1970'li yıllar ve sonrasında dünya üzerinde küreselleşmenin yaygınlaşması, ülkelerin gereksinim duyduğu ya da ihtiyacından daha fazlası bulunan her türlü mal ve hizmetin ülkelerarasında daha kolay transferine olanak sağlamaktadır. Ülke içinde yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel anlamdaki her bir değişme sadece o ülkenin vatandaşlarını etkilemenin yanı sıra dünya ülkelerini de etkilemeye başlamıştır. Böylelikle ülkelerin birbirini etkilediği yeni bir dünya düzeni oluştuğu gözlemlenmektedir. Dünya üzerinde yaşanan küreselleşme/serbestleşme hareketleri temel olarak iki ayrı aşamada gerçekleşmektedir (Devlet Planlama Teşkilatı, 2000:55). Bunlardan birisi ticari serbestleşme, ikincisi ise finansal serbestleşme işlemleridir. Ticari serbestleşme hareketi kamu müdahalesinin az olduğu, devletin

ticari faaliyetlerden daha az pay aldığı, dış ticaretin serbestçe gerçekleştirildiği, kamu özelleştirmelerin çokça yaşandığı; ticarette uygulanan zorlaştırıcı işlemlerin, ürün kısıtlamalarının bölgelerarası engellerin olmadığı bir ekonomik düzendir. Bununla birlikte dünya pazarlarında mal ve hizmetlerin pazarlandığı, yeni bilgi, teknoloji ve fikirlerin üretildiği, rekabetin yüksek olduğu ve ülkelerin birbiriyle yarıştığı ve dünya ticaretinden en büyük paya sahip olma çabalarından oluşmaktadır (Seyrek, 2002:171). Ülkelerin birbiriyle daha rahat, hızlı ve kolay ticaret yapmasına olanak sağlayan ticari serbestleşme hareketi, dünya üzerinde yayılma etkisiyle birçok alanda yenilikler getirmiş ve ülke ekonomilerinde büyük değişmelere yol açmıştır.

İkinci serbestleşme aşaması ise finansal alanlarda yaşanmıştır. Ticaretin serbestleşmesiyle para transferi ihtiyacı oluşmuş ve parasal olarak da serbestleşme hareketi yaşandığı gözlemlenmiştir. Finansal serbestleşme hareketi ise, sermaye piyasası ve para piyasası olmak üzere iki farklı piyasada aşamalı olarak gerçekleşmiştir. Piyasalarda sermaye kavramı; ülkelerarası sermaye giriş çıkışlarının serbestçe yapılması, biriktirilen fonların daha etkin dağıtılmasını sağlayan finansal aracıların objektif değerlendirmelerde bulunduğu, baskı ve zorlama politikalarının olmadığı, yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması olarak açıklanmaktadır (Galindo vd., 2002). Para piyasalarının serbestleşmesi, hükümetlerin bankacılık sistemleri üzerindeki denetiminin azalmasını, kısıtlamalarının yok edilmesini veya azaltılmasını, bankaların birbiriyle rekabet etmesini, faiz oranları ve mal-hizmet fiyatlarının serbest piyasa koşullarında belirlenmesini ifade etmektedir. Bunun yanında uzmanlaşma yerine bilgi ve tecrübelerin yayılması veya çeşitlenmesinin teşvik edildiği, ulusal ve uluslararası alanda finansal piyasa ağının genişlemesi yönünde teşviklerin yaşandığı, finansal piyasalarda bilgi akışına dayalı, şeffaflık veya açıklığın sağlandığı, birleşme-sermaye katılımı yoluyla oluşacak rekabeti önleyici faaliyetlere engel olmanın amaçlandığı uygulamalarla gerçekleştirilmektedir (Onur, 2005:130). Özellikle de 1970'li yıllarda başlayan ve ülkemizde de 1980 yılından sonra etkisini gösteren finansal serbestleşme uygulaması beraberinde ülkelerin kendi aralarında sermaye transferlerine sebep olduğu gözlemlenmektedir. Finansal serbestleşme, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesine imkân vererek, fon arz ve talebinin, mali piyasa katılımcılarının

coğrafi sınırlamalara maruz kalmadan daha uygun piyasalarda işlem yapmasını sağlamaktadır (Williamson ve Mahar, 1998). 1990'lı yıllar ve sonrasında ise tüm dünyada yaşanan tam serbestlik hareketi sermaye başta olmak üzere bununla birlikte sanayide ve ticarette de tam serbestlik kazanarak, tüm dünyada işlem sayısı ve hacmi çok fazla artmış ve teknolojik yeniliklerin de etkisiyle işlem süresi daha da azalmıştır. Ülkeler sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmek adına hem finansal piyasalarda teknolojik altyapılarını düzenlemiş hem de finansal piyasalarında iyileşme yapmaya başlamıştır. Sermayedarlar ve yatırımcılar artık ortak özellik göstermekte ve toplu olarak milli çıkarlar yerine, bireysel çıkarları doğrultusunda işlem yapmaya ve global sermayeyi oluşturmaya başlamışlardır. Böylelikle sermaye eksikliği olan ülkeler ülke sermayeleri yerine uluslararası sermayeleri transfer etmeye başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler bunun için de kambiyo rejimlerinde, iç ekonomik yapılarında, kamu kurumlarının da özelleştirmeye giderek, elde ettikleri kazançları finansal piyasalarını güçlendirmeye aktarmış ve güçlü ekonomiler yaratmaya çalışmışlardır (Çetin, 2008:6).



Şekil 1.1: 2006'dan sonra Türkiye'de Yaşanan Sermaye Transferleri

Şekil 1.1 'de 2006Q01 ile 2016Q04 arası Türkiye'de yapılan sermaye transferlerini gözlemlenmekteyiz. 2008-2010 yılları arasındaki dönemde gözle görünür bir sermaye azalışı yaşanmıştır. Oysaki 2008 yılına kadar olan sermaye transferleri, genelde pozitif yönlü iken o yıllarda genelde negatif yönde sermaye transferi

yaşanmıştır. 2013 yılına kadar sermaye transferleri dengeli bir seyir izlemiş iken sonrasında tekrardan genelde pozitif yönde bir seyir izlemiş denilebilir.

Uluslararası sermaye transferi/hareketleri finansal serbestleşme ile birlikte ülke ekonomilerine farklı iki yoldan dâhil edilmektedir. İlki doğrudan, ikincisi ise dolaylı yoldan ekonomiye dâhil olan sermaye girişleridir. Birinci yöntem olan doğrudan yatırımlarda, fon arz fazlası olan kişi veya kurumlar başka ülkede üretime doğrudan katkı sağlamaktadır. Sermaye girişinin yaşandığı ülkede fon arzı sahibi kimi zaman kendisi doğrudan fiziksel yatırım yapmakta (üretim tesisi kurulması veya yatırım harcamaları) kimi zaman da ülke içinde üretim yapan kurum veya kuruluşların satın alınmasıyla doğrudan sermaye girişi sağlamış olmaktadır. Doğrudan sermaye girişi ülke ekonomilerinde teknolojik yeniliği getirmekte, işsizliği azaltmakta, ülkenin yurtiçi hasılasına katkı sağlamakta ve gelen sermaye ülkede dolaylı sermaye yatırımlarına kıyasla daha kalıcı olmaktadır (Ekinci, 2011:89). İkinci yöntem ise; ülkeye finansal piyasalar aracılığı ile doğrudan satın alınan fonlardan, kısa süreli sermaye (para) girişidir. Bu sermaye girişlerine sıcak para da denilmektedir. Dolaylı olarak ülkeye giren sermaye ise; hisse senedi, tahvil, fon, repo, portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Doğrudan ve dolaylı sermaye girişlerinin temelinde bazı farklar bulunmaktadır. Bu temel farklardan en başta ve önemli olanı ise doğrudan yatırımların ülke ekonomisinde kalıcı ve ülke gelirini arttırıcı etki yaratırken, dolaylı yatırımların ülke ekonomisine geçici olarak katkı sağlamasıdır. Doğrudan yatırımlar ülke üretimine doğrudan katılması sebebiyle, yatırımcısında yönetim yetkisi bulundurmakta iken, dolaylı yatırımlar yatırımcısına müdahale imkânı tanımadığından yönetim yetkisi de vermemektedir. Doğrudan yatırımlar temelinde üretim yaparak maksimum kar, maksimum verim sağlamayı amaçladığından girdikleri ülkede, teknolojik yenilikler, işsizliğin azalması gibi olumlu etkiler yaratırken, dolaylı yatırımların geliş amacında üretim değil de paradan para elde etme istediği olduğundan ülkeye olumlu katkısı bulunmamaktadır (Eğilmez, 2016).

Dünya ekonomisinde olduğu gibi Türkiye Ekonomisinde de sıcak para girişlerine bağlı olarak birçok kriz yaşanmıştır. Bunlardan en temeli 1994 yılında yaşanan

ekonomik krizdir. 24 Ocak 1980 yılında IMF ile yapılan anlaşma sonrası tasarrufun arttırılması ve ihracatın özendirilmesi için faizlerde, döviz kurlarında iyileştirmeye gidilmesiyle, yüksek faizler paradan para kazanmak isteyenlerin iştahını kabartmış ve ülkeye sıcak para akışı olmuştur. Faizlerin yüksek olması ülkeye dolaylı yabancı yatırımların girişini arttırmış fakat yatırımları azaltmıştır. Bu da ekonomiyi durgunluğa sürüklemiştir. Durgunlukla mücadele kısmını ise kamu üstlenmiştir. Ancak kamu iç ve dış borçlanma yoluyla kamu harcamalarını arttırsa da piyasa canlanmamış ve ekonomiler çıkmaza sürüklenmiştir. 26 Ocak 1994 yapılan devalüasyonla da ülke uluslararası alanda güven kaybetmiş ve ülkeye giren sıcak para hızla ülkeden çıkmaya başlamıştır (Ç. Danışoğlu, 2007:6-8). Yine sonraki yıllarda yaşanan 2001 krizi de benzer sebeplerden Türkiye'yi derinden sarsmıştır. Bu sebeplerden dolayı ülkeler sıcak para girişleri yerine doğrudan yapılan yabancı sermaye girişlerini teşvik etmekte ve bunu teşvik eden politikalar geliştirmektedirler.

Ülkelerarası borç verme işlemleri, dolaylı yoldan ülkeye giren portföy yatırımları girdikleri ülkelerin ödemeler bilançosunun sermaye hesabına eklenmektedir. Böylelikle sermaye girişleri ülke bilançolarında takip edilmekte ve ona göre politika belirlenmektedir. Ülkeler genelde ekonomilerine doğrudan ya da dolaylı yoldan giren sermaye girişlerini arttırmaya yönelik teşvik edici politikalar yürütmektedirler. Özellikle de sermaye transferine imkân veren serbestleşme hareketiyle devletler, ülkesine gelen sermayelerin ülke ekonomisi içerisinde kalmasını ve finansal aracılık faaliyetlerini yürüten kurumların yabancılar tarafından kontrol edilmemesini istemektedirler. Ülkeler sermaye teşviklerinde birçok ülkelerle yarıştığından uluslararası rekabetin fazla olması sebebiyle de sermayenin ülkeye girişinin sağlanmasında büyük zorluklar yaşanmaktadır. Bu rekabet sermayenin transferi kısmında birçok yatırım ya da tüketim harcamalarının finansmanında da önemli rol oynamaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri kronolojik olarak ele alındıktan sonra özetle sermayenin dolaşımının, küreselleşme ve serbestleşme süreçleri ile bir bütün oluşturdukları görülmektedir. Tüm bunların sonucunda bu süreci özetlemek gerekirse gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmışlık seviyelerini arttırmak için

sermayelerinin finansmanında uluslararası yatırımcıların sermayelerinden yararlanıp kriz dönemlerde kısa vadeli planlar oluşturarak, doğrudan yatırımlar yerine ülkesindeki mevcut faiz-kur arbitraj avantajlarından faydalanarak paradan para kazanma yoluyla spekülatif gelir elde etmiştir. Ancak bu spekülatif amaçla gelen para çeşitli sebeplerden çıktığı o ülkeyi tekrardan finansal bir kriz eşiğine gelmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketliliğine Neden Olan Etkenler

Sermaye hareketliliğinin nedenlerini incelemek için öncelikle uluslararası sermaye hareketliliğine neden olan etkenleri incelemek gerekmektedir. Dünya ekonomilerinde kimi iktisatçılar uluslararası sermaye transferine sebep olan faktörlerin dış dünya koşullarından kaynaklandığını savunurken bu etkenleri itici faktörler (push effects) olarak sınıflandırmaktadır. Kimi iktisatçılara göre de uluslararası sermaye transferine sebep olan faktörlerin ülkelerin kendi iç piyasalarından kaynaklandığını savunarak bunları da çekici faktörler (pull effects) olarak sınıflandırmışlardır. Böylelikle uluslararası sermeye hareketliliği tüm dünya ekonomisinde iki farklı şekilde sınıflandırılmıştır.

1.4.1. İtici Faktörler(Push Effects)

Uluslararası sermaye hareketliliğine sebep olan itici etkenler genellikle dışsal etkenler olarak da ifade edilmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen dışsal (itici) faktörler; küresel ekonomik büyümeye ilişkin beklentiler, gelişmiş ülkelerde iktisadi büyümenin seyri, bu ülkelerde uygulanan para politikalarına bağlı olarak değişkenlik gösteren küresel piyasalardaki toplam para arzı ile risk algısı ve önde gelen ekonomilerin görünümünü yansıtan öncü göstergeler gibi faktörler olarak sıralanabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümenin hızı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının belirlediği kredi notları, reel faiz oranları ve bu ülkelerde ekonomilerin kırılganlık düzeyini yansıtan enflasyon, cari denge ve reel sektörün dış borçluluk seviyeleri gibi ekonomik göstergeler ise sermaye hareketlerini belirleyen içsel (çekici) faktörler olarak kabul edilmektedir (Yentürk, 1997: 58). Tüm

bu değişkenlerin dışında gelişmiş ülkelerin ortak çıkarları doğrultusunda pazar potansiyelini artırmak, yatırımların ve dünya ticaretinin önündeki engelleri kaldırmak ve kârlılığı artırmak amacıyla kurdukları kurum ve kuruluşların bölgesel veya tüm dünyadaki faaliyetleri uluslararası sermaye hareketliliğine neden olan etmenler arasında yer almaktadır. Bilindiği üzere resmi sermaye hareketliliği de bu kurum ve kuruluşların yönlendirmeleri veya onaylamaları sonucundan şekil almaktadır (Aktan, 2000: 32).

1.4.2. Çekici Faktörler (Pull Effects)

Uluslararası sermaye hareketliliğine sebep olan çekici etkenler genellikle içsel faktörler olarak da ifade edilmektedir. Uluslararası sermaye hareketliliğine sebep olan çekici faktörler, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerine kıyasla daha tahmin edilebilir olduğu düşünülmektedir. İçsel faktörlere bağlı bir seyir izleyen sermaye hareketleri, politika yapıcılar tarafından alınan kararlar doğrultusunda daraltılıp genişletilebilmektedir. Öte yandan, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinin yerel politika yapıcıların aldığı kararlara karşı duyarlılıklarının daha düşük olduğu düşünülmektedir (İnandım, 2005:24). Çekici faktörler arasında yer alan etkenler aşağıda sıralanmaktadır (Kar ve Tatlısöz, 2008):

- ***Bir ülkenin finansal, ekonomik, ticaret vb. alanlarda serbestleşmesi:*** Bir ülkede kota uygulamaları, döviz kuruna müdahale, ticarete engeller vb. gibi olumsuz uygulamalar ülke ekonomisine giren sermeye transferlerini doğrudan etkilemektedir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un liderliğini üstlendiği finansal serbestleşme hareketinin başlamasıyla, uluslararası finansal kuruluşların yönlendiricisi konumunda olan IMF gibi kurumlar serbestleşme hareketlerini engelleyen tüm etkenlerin azaltılmasına veya kaldırılmasına vesile olarak finansal serbestleşme hareketini hızlandırmışlardır. Böylelikle gelişmiş ülkelerden toplanan sermaye artıklarının daha hızlı ve yüksek oranda sermaye eksiği olan ülkelere doğru yönlendirildiği gözlenmektedir.
- ***Ulaşım ve Haberleşme Ağındaki Gelişmeler*:** Bu alanda yapılan yenilikler finansal piyasalarda işlem yapma süresini kısaltmış ve yatırımcılara büyük

kolaylık sağlandığı gözlemlenmektedir. Diğer bir yandan transfer sırasında yapılan işlem maliyetini azalttığından sermayenin uluslararası alandaki hareketliliğine hız katarak işlem hacmini artırmaktadır.

- ***Hammadde Kaynaklarındaki Fazlalık ve Ucuz İşgücü:*** Gelişmemiş ülkeler, gelişmiş ülkeler ve dünya ticaretinin önderleri için adeta keşfedilmemiş bir pazar durumunda olmaktadır. Bu ülkelerde teknoloji ile hammaddelerini entegre edememiş olmaması sebebiyle bol miktarda hammadde olmasına karşın sanayi düzeyi düşüktür. Ayrıca bu ülkelerde işgücünün bol ve ucuz olması üretimin maliyetini azalttığından başta doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği olmakla birlikte sermaye transferlerine sebep olmaktadır. Bunların dışında tek olumsuz durum olan ulusal pazarlara uzak olması taşımacılık maliyetlerini arttığından bazen negatif etki yaratabilmektedir (Özağ, 1994: 65).
- ***Vergi Oranları:*** Sermayesi eksik olan ülkelerde vergi oranları sermaye transferlerinde baş faktör olarak yer almaktadır. Sermayedarlar ya da fon sahipleri, düşük vergi oranlarının olduğu yerlere doğru sermayelerini yönlendirdiği bilinmektedir. Hem doğrudan üretim yapacak olan sermayenin girişinde hem de dolaylı yoldan portföy yatırımlarının girişinde vergi oranlarının düşük olduğu ülkeler sermaye transferi sürecinde avantajlı konumda yer almaktadır (Yazar, 2001: 14).
- ***Döviz Kuru:*** Uluslararası sermaye transferinde en temel değişkenlerin başında yer almaktadır. Bilindiği üzere her bir ülkenin para birimi birbirinden farklılık göstermektedir. İki farklı ülke ticareti söz konusu olduğunda da ortak bir para biriminde anlaşılması ve bu para birimiyle alışveriş yapılması gerekmektedir. Bundan dolayı döviz kurunda belirsizlik veya oynaklık iki ülke arasında çıkarlar arasında yüksek oynaklığa sebep olduğundan uluslararası ticarette büyük önem arz etmektedir (Kar ve Kara: 2004).
- ***Mali Teşvikler:*** Sermayesi eksik olan ülkeler sermaye girişlerinde avantajlı konumda olabilmek adına ülkelerinde yatırım yapmalarına karşılık, üretim aşamasında yapılması gereken rutin yükümlülüklerinden muaf

tutulmaktadırlar. Bu da mevcut üretimde firmaya hem maliyet hem de pazar avantajı sunmaktadır.

- ***Makroekonomik ve Siyasi İstikrar:*** Sermayesi eksik olan ülkelerin genel bir problemi olan küresel yatırımcılar tarafından ekonomilerine duyulan güven eksikliği sermaye transferlerinde önemli bir unsurdur. Makroekonomik istikrar kavramı, düşük enflasyon, yüksek ve istikrarlı ekonomik büyüme, minimum işsizlik, düşük reel faiz oranları ve bütçe açıklarının kontrol edilebilir düzeyde olması anlamına gelmektedir. Bu etmenlerle birlikte istikrarlı ve güvenilir bir siyasi ortamın oluşumunun talep edilen düzeyde olması o ülkeye duyulan güveni arttırmakta, üretimi yükseltmekte ve büyümeyi geliştirmektedir. Sermayedarlar veya fon sahipleri ülkelere güven duyması büyük önem taşımaktadır. Çünkü ülke ekonomilerinin güvenirliğine sermaye girişleri sırasında da oldukça önemlidir. Fon sahipleri, bir ülkenin başka bir ülke sermayesine yatırım yaparken parasının geri ödenmeme riskine karşılık korumak istemektedir. Bu sebeple de sigorta şirketlerine fonlarını sigortalatmaktadırlar. Sigorta primleri ise ülkelerin CDS (Kredi Risk Swapı) oranlarına göre oluşmaktadır. Bu sebeple ülke ekonomilerine güven duyulması sermaye girişleri sırasında sigorta maliyetlerini azalttığından sermaye transferinde olumlu etki yaratmaktadır. Bu ve bunun gibi birçok siyasi ve finansal etken doğrudan dolaylı yoldan ülkenin güvenirliliğine etki etmektedir. Bu sebeple tek değişkenle sınırlı kalmayıp birçok etkeni dikkate almanın daha doğru analiz sonuçları ortaya çıkaracağı düşünülmektedir.

1. 5. Uluslararası Sermaye Hareketliliğin Göstergesi ve Literatür Araştırması

Uluslararası sermaye hareketliliğinin gösteriminde farklı sınıflandırmalar bulunmaktadır. Bu farklılıklar uluslararası sermaye hareketliliğinin etkisinin incelendiği çalışmalarda ortaya konulmaktadır.

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri değişik dönemleri kapsayan çalışmalar ile ortaya konulmuştur. Türkiye'ye giren kısa vadeli sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerini analiz eden bir çalışmada İnsel ve Sungur (2003), 1989–1999 döneminde Türkiye'ye bu tür sermayenin ülkeye girişinin

büyüme üzerindeki etkisinin pozitif; çıkışında ise negatif olduğu sonucuna varmışlardır. Bu tür kısa vadeli sermaye akımları, ekonomi pozitif büyüme trendinde iken ülkeye gelmekte, ancak ekonomi negatif büyüme trendi içine girdiğinde ise ülkeden çıkmaktadır. Berument ve Dinçer (2004), 1992:01-2001:06 döneminde sermaye akımlarının Türkiye'nin makroekonomik performansı üzerindeki etkilerini analiz ettikleri araştırmalarında, sermaye miktarındaki artışın kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi artırıcı yönde, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürücü yönde etkide bulunduğu ve ulusal paranın reel olarak değerlenmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Benzer bir çalışma Yentürk ve Çimenoğlu (2002) tarafından 1987:1-2001:4 dönemleri için yapılmış, çalışma sonucunda uluslararası sermaye akımlarının tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediği ortaya konulmuştur. Terzi ve Sarıdoğan (2014) yaptıkları çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari açık arasında kısa dönemde iki yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Diğer yandan finansal piyasaların durumunun belirlenmesinden ziyade sermaye hareketliliğine neden olan etkenlerin de belirlendiği birçok çalışma bulunmaktadır. Kar ve Tatlısöz (2008) çalışmasında sermaye hareketliliğine neden olan bağımsız değişkenler olarak yatırımları ve ihracat teşvikleri, ithalat serbestliğini, işçi maliyetlerini, reel döviz kurunu ve GSMH kullanmaktadır. Yaptıkları çalışmanın sonunda ise GSMH ve teşviklerin sermaye hareketliliğini en çok katkı sağlayan değişkenler olduğunu vurgulamaktadırlar. Erdoğan (2015) ise yaptığı çalışmasında buna ek olarak krizlerden sonra yaşanan işsizliğin de sermaye hareketliliğine neden olduğunu öne sürerek aralarında pozitif bir ilişkinin var olduğunu savunmuştur. Aklan (2002) ise daha dar kapsamda bir veri seti kullanarak faiz oranı, enflasyon, döviz kuru ile sermaye hareketliliği arasındaki ilişkiyi incelemekte ve yarattığı değişimleri analiz etmektedir. Analiz sonucunda faizlerin düşük, enflasyonun yüksek olması doğrudan yatırımlarda, faizlerin yüksek olması ise dolaylı yatırımlara arttırmakta olduğunu dile getirmektedir. Emir ve Bank (2009) yaptıkları çalışmada ise yapılan tüm çalışmalardan farklı olarak makroekonomik değişkenlerin incelendiği veri setleri yerine ülkelerin uluslararası karşılaştırmalarında kullanılan risk puanları üzerine bir çalışma yaptığı gözlemlenmiştir. Ülkelerin risk puanlarına göre sermaye hareketliliği büyük ölçüde değişim göstermekte, fon arz edenlerin risk puanlarına

göre fonlama yaptıklarını dile getirmektedirler. Yapılan literatür taramalarından sermaye hareketliliğine neden olan değişkenlerin her bir araştırmacı tarafından farklı değişkenler üzerinden analiz edildiği gözlemlenmiştir.

Yapılan çalışmalar sonucunda uluslararası sermaye hareketliliği, sermayenin ülkeye giriş yöntemiyle ilgili olarak farklı sınıflandırmalara neden olmaktadır. Ülkelerin ihtiyaçlarının çeşitlenmesi ve sermaye etkilerinin çeşitlenmesi sebebiyle de uluslararası sermaye hareketleri sınıflandırılmaktadır. Çalışmamızda uluslararası sermaye hareketliliğin göstergesi ve bu konu ile ilgili yapılan literatür çalışması tabloda özet olarak verilmektedir. Tablomuzun içeriğinde ise yapılan çalışmaların kimin tarafından hangi yılda yapıldığı, çalışmanın adı ve uluslararası sermaye hareketliliği göstergelerine yer verilecektir. Bu çalışmalar sonucunda, çalışmamızda ki önemli bir gösterge olan uluslararası sermaye hareketliliğinin hangi değişkenlerden oluşması gerekliliği tespit edilmiş olunacaktır.

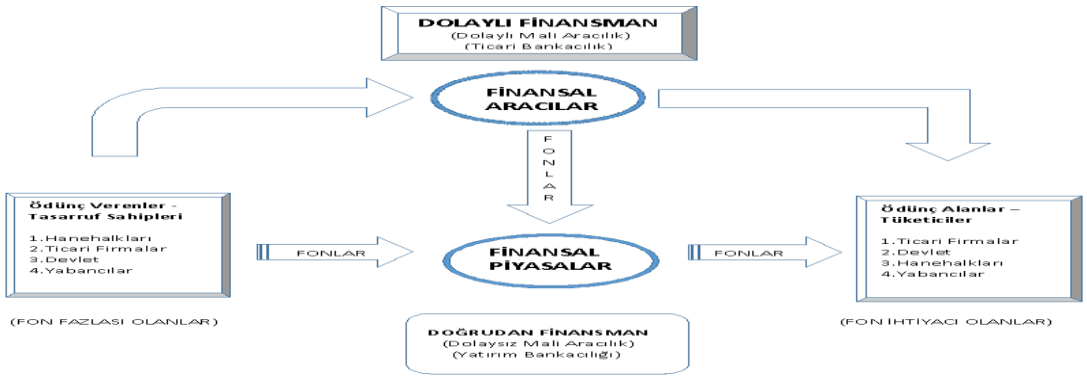
Tablo 1.1: Sermaye Hareketliliği Göstergesi Ek Literatür Özeti

YAZAR/ÇALIŞMA DÖNEMİ	ÇALIŞMANIN ADI	SERMAYE HAREKETLERİ GÖSTERGESİ
Ali Acaravcı / 2000	Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri	Özel Sermaye Hareketleri(Doğrudan ve dolaylı yatırımlar) Resmi Sermaye Hareketleri
Aysu İnsel- Nesrin Sungur / 2003	Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi'' Türkiye Örneği''	Resmi Sermaye Hareketleri Özel Sermaye Hareketleri (Doğrudan Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımlar, Banka Kredileri, Diğer Özel Krediler)
Şeyma İnandım /2005	Sermaye Hareketliliği ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi'' Türkiye Örneği''	Sıcak Para Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Doğrudan Yabancı Yatırımlar
İbrahim Örnek / 2008	Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi '' Türkiye Örneği''	Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımları Cari işlemler Bilançosu
Cafer Elbir / 2010	Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Etkisi '' Türkiye Üzerine Bir Uygulama''	Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımları Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri Kısa Vadeli Sermaye Hareket
Feyza Arıca / 2010	Tasarruf-Yatırım Eşbütünleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği	Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri Resmi Sermaye Hareketleri Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
Ayça Bayraktar / 2013	Ülke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketi Üzerine Etkileri '' Türkiye Örneği''	Özel Sermaye Hareketleri(Doğrudan yatırımlar, Portföy yatırımları) Resmi Sermaye Hareketleri Diğer Sermaye Hareketleri (Sıcak Para)
Necla Buruc Akdemir / 2017	Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri ''2001 Türkiye Krizi''	Özel Sermaye Hareketleri (Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Portföy Yatırımlar, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para) Resmi Sermaye Hareketleri

2. BÖLÜM: FİNANSAL PİYASALAR

2.1. Finansal Piyasaların Tanımı ve Önemi

Finansal piyasalar, ekonomideki fon arzını ve fon talebini dengede tutmaya çalışan ve fonları zaman, miktar ve kişilere göre kullanılabilir hale getiren piyasalardır (Akdiş, 2002;5). Finansal piyasalar, finansal sistem yardımıyla sermaye birikimlerinin oluşmasına doğrudan ya da dolaylı yoldan aracılık etmekte ve ülkelerin sermaye artışlarına katkı sağlamaktadır. Finansal piyasalarda fon transferi işlemleri sırasında işlemlerin gerçekleşmesi için sistem unsurlarına gerek duyulmaktadır. Finansal sistem ise elinde fon artığı olan kesimin, ellerindeki fonları çeşitli araçlar ve aracılar vasıtasıyla, yasal düzenlemelerin sağladığı güven ortamında, fon eksiği bulunan kesime ulaştırılma işlevini sağlayan sistemdir (Tunay, 2005:49). Finansal sistemin temel unsurları; fon arzı sağlayanlar, fon talebinde bulunanlar, finansal aracılar (kurumlar), finansal araçlar ve yasal düzenlenmeler olarak sıralanmaktadır (Afşar, 2007;189-190). En temel ifadeyle finansal piyasalar veya finansal sistem, fon fazlası olandan alıp fon eksiği olanlara fonların etkin, güvenilir ve en hızlı aktarılmasına aracılık eden mekanizma olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca finansal piyasalar ülkedeki tasarrufların (fon arz edenlerin), yatırımlara (fon talep edenlerin) dönüştürülme görevini üstlenmekte, aynı zamanda da ekonominin mikro ve makro durumunun belirleyicisi durumunda olmaktadır (Afşar, 2007;189-190).



Şekil 2.1: Finansal Piyasalarda Fon Akışı
Kaynak: https://www.slideshare.net/efinans/1-ekonomik-ve-finansal-sistem
Erişim:01.12.2017

Şekil 2.1.'de finansal piyasaların iş akış şemasına yer verilmiştir. Finansal piyasalar, fon piyasasında fonları ödünç veren ve ödünç verilen fonları talep edenler arasında doğrudan ya da dolaylı yoldan aracılık ederek köprü görevi üstlenmektedir. İş akış şemasından da belirtildiği gibi fonların, finansal piyasalar aracılığıyla ödünç vermek isteyenlerden ödünç almak isteyenlere doğru bir akışı söz konusudur. Bu akış şeması neticesinde de finansal piyasalar, fon talep edenlerin fonlara ulaşması sürecinde önemli bir görevi üstlenmektedir. Finansal piyasalar kimi zaman sermaye/fon transferine doğrudan aracılık etmekte iken, kimi zaman da dolaylı yoldan ülke ekonomisine dâhil edilmektedir. Böylelikle ülkelerdeki kişi veya kuruluşlar tarafından biriktirilen tasarrufların, ulusal ya da uluslararası alanlarda yatırımlara dönüşmesine aracılık edilmiş olunmaktadır.

Ülke ekonomilerinde makro ya da mikro ekonomik değişimlerin yaşanmasına sebep olan etkenlerden birisi de finansal piyasaların hızlı, etkin ve güvenilir çalışmasıdır. Çalışan ve sürekli bir gelişim içerisinde bulunan finansal piyasalarla birlikte ülkelerin tasarrufları artmakta ve ülke tasarrufları doğrudan ya da dolaylı yoldan yatırımcısıyla buluşarak ülkelerin ekonomilerine katkı sağlamış olmaktadır. Bilindiği üzere 1970-1980'li yıllarda serbestleşen dünya ticareti ve finansal piyasalarla birlikte, ülke içerisindeki kişi veya kurumların biriktirdiği fonların sadece ülke sınırları içinde kalmadığı, uluslararası piyasalarda da yatırımlara dönüştüğünü gözlemlenmektedir. Çünkü finansal serbestlikle birlikte gelen sermaye transferlerinin; ağırlıklı olarak finansal sistem üzerinden gerçekleştiği bilinmektedir. Böylelikle sermaye transferine aracılık eden finansal sistem, sermaye talep edenler açısından da dikkat edilen ve geliştirilmesi gereken bir piyasa unsuru haline gelmektedir. Ayrıca gelişmiş ve görevlerini etkin ve güvenilir bir şekilde yerine getiren finansal piyasaların varlığı sadece sermaye transferini kolaylaştırmamakla birlikte ülke ekonomisinin gelişimine de pozitif katkı yapmaktadır. Ülke ekonomilerinin büyümesi, kalkınması, yeni teknolojilerin dünyaya yayılması ise sermaye transferlerinin etkin ve kısa sürede gerçekleşmesine finansal piyasalarla daha da kolay hale gelmektedir. Böylelikle ülke ekonomilerinin gelişmesi, verimli ve etkin çalışan bir finansal sistemle desteklendiğinde güçlü bir dinamik etki yaratmaktadır (Küçükaksoy ve Aslan, 2006:26). Böylelikle finansman sistemlerinin

en temel amacı olan, işletmenin gereksinim duyduğu fonların en uygun koşullarda tedarik edilmesi ve elde edilen bu fonların en etkin şekilde kullanımının sağlanması da gerçekleştirmiş olacaktır. Bu amacıyla da finansal piyasalar ülke ekonomileri içerisinde önemli bir görevi üstlenmiş olmaktadır.

Bilindiği üzere sermaye birikimi, iktisat biliminde, iktisadi gelişmenin ve kalkınmanın temel dinamiği olarak kabul edilmektedir (Eğilmez, 2016). Sermaye ise ülkedeki üretiminin en temel ihtiyacıdır. Ayrıca ekonomik karar vericilere göre yatırımların yapılabilmesi, üretimin arttırılması için, birtakım kişi veya kuruluşların sermaye biriktirmesi ve gelirlerinden bir kısmını tüketmeyerek tasarruf etmesi gerekmektedir (Eğilmez, 2016). İktisat biliminde üretim için gerekli olan dört temel faktörden birisi olan sermaye, üretimin gerçekleşmesi sürecinde de önemli bir konumdadır. Ülkede üretim yapan firmaların, üretimi gerçekleştirmesi aşamasında ihtiyaç duyduğu birçok gereksinimi bulunmaktadır. Bunların en başında makine - ekipman, nakit para ve emek ihtiyacı gelmektedir. Sermaye ise bu ihtiyaçların tamamını doğrudan ya da dolaylı yoldan kapsamayabilmektedir. Özellikle de sanayileşmeyle süreci sonrasında, gelişen üretim teknikleriyle üretim miktarının artmış olması sermayeye olan ihtiyacı artırmaktadır. Böylelikle ülkeler tasarruf sahiplerinden yoğun bir şekilde sermaye talep etmeye başlamışlardır. Sermayesi eksik olan ya da sermaye transfer edemeyen ülkeler ise sanayileşme sürecinde geri kalmış ve ekonomik gelişmelerini tamamlayamamışlardır. (Eğilmez, 2016). Öyleyse sermaye üretim için, sermaye birikimi de ülkenin gelişmesi için oldukça önemli bir konumdadır. Çünkü birçok yenilikçi ve gelişme yaratacak yatırım fırsatı, sermaye veya tasarruf eksikliğinden ertelenmekte ya da hiç ekonomiye dâhil edilememektedir.

Finansal piyasalar ülkelerin üretim için ihtiyaç duyduğu sermaye birikiminin ulusal ya da uluslararası alanlarda transfer edilmesinde aracılık faaliyetini üstlenen merkez olması sebebiyle, ülke ekonomilerinde büyük önem arz etmektedir (Coşkun, 2013). Çünkü finansal piyasalar ekonomi içerisinde hem üretimde, hem ticarette hem de tasarruf birikimlerinde oldukça önemli bir yere sahiptir. Gelişmiş, etkin ve global bir finansal sistemin varlığı dünya vatandaşları veya kurumlarından elde edilen

tasarrufların daha etkili kullanılmasını sağlarken, tasarrufların yatırıma dönüşmesine büyük katkı sağlamaktadır. Tasarrufların yatırıma dönüşmesi de ülke kalkınmasına büyük katkı yarattığı anlamına gelmektedir.

2.2. Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasalar en temel ifadesiyle fon talep edenleri, fon arz edenlerle buluşturan ve belli düzenlemeler çerçevesinde buna aracılık eden sisteme denilmektedir (SPL, 2017). Bu sistem çerçevesinde fonların en objektif ve etkin olarak dağıtılmasını sağlamak durumundadır. Üretim sürecinde fon talep edenlerin talepleri kimi zaman benzer nitelik taşısa da çoğu zaman birbirinden farklıdır. Finansal piyasalar da fon talep tipine göre farklı uygulamalar, farklı araçlar, farklı vadeler, farklı koşullar ve farklı hizmetler sunmaktadır. Böylelikle hem fon arz edenlerin hem de fon talep edenlerin beklentilerine en yakın ve en verimli aracılık hizmetini sunmuş olmaktadır. Taleplerin ve ihtiyaçların farklılaşmasından dolayı da finansal piyasamalar da beş farklı şekilde sınıflandırılmıştır (Coşkun, 2013). Bunlar;

- *Fon Arz ve Talep Süresine/Vadesine Göre Finansal Piyasa Türleri*
- *Piyasaların Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri*
- *Finansal Varlığın İhraç Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri*
- *Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Finansal Piyasa Türleri*
- *Piyasada İşlem Gören Finansal Varlıkların Türüne Göre Finansal Piyasa Türleri* şeklindedir.

2.2.1.Fon Arz ve Talep Süresine/Vadesine Göre Finansal Piyasa Türleri

Fon talep edenlerle fon arz edenlerin buluştuğu piyasada, fonların ne kadar süreyle ödünç verilip- geri alınacağının belirlendiği bir piyasa türüdür. Finansal piyasalara fonlarını ödünç verenlerin, ne kadar süreyle fonlarından vazgeçmesine göre ya da finansal piyasalardaki fonları ödünç alanın bu fonlara ne kadar süreyle kullanım ihtiyacının doğmasına göre sınıflandırılmış finansal piyasa türüdür. Sürelerine/vadelerine göre finansal piyasalar ise iki ana grupta incelenmektedir (Yalta,2011).

2.2.1.1. Para Piyasası

Para piyasası genellikle bir yıl ya da bir yıldan daha az süre zarfında finansal piyasalarda fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluştuğu piyasalardır. Bu tür piyasalara kısa vadeli fon transfer piyasası da denilebilmektedir (Yalta, 2011). Fon sahipleri sermaye birikimlerinden, tasarruflarından uzun vadeli olarak değil de kısa süreli olarak fonlarından vazgeçmesi anlamına gelmektedir. Fon talep edenler açısında ise anlık gereksinimleri neticesinde ihtiyaç duydukları, kısa süreli ihtiyaçlarını karşıladığı piyasalardır. Bu tür piyasaların belli başlı özellikleri, olumlu ya da olumsuz etkileri bulunmaktadır.

Finansal piyasalarda işlem gören fonların az ya da çok işlem gördüğü piyasa türü ve onun piyasa araçlarına göre belirli bir finansal riski bulunmaktadır. Para piyasasında işlem gören fonların ise diğer piyasa türlerinde işlem gören finansal araçlara göre finansal riski daha azdır. Fon sahiplerinin vade sonunda öngörmediği sonuçlarla karşılaşma olasılığı oldukça düşüktür. Finansal piyasaların özelliği aşağıda belirtilmiştir. Bunlar;

- Para piyasalarında işlem gören finansal araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına özellikle de uzun vadeli menkul kıymetlere göre daha çok talep edilmekte ve işlem hacmi daha fazla olmaktadır. Çünkü fon sahipleri uzun vadeli riskleri almayı çok tercih etmemesinden dolayı para piyasası araçları daha fazla talep görmektedir.
- Para piyasalarında işlem gören finansal araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına nispeten daha az finansal risk taşıdığından fiyat dalgalanmaları daha az olmakta dolayısıyla da daha güvenilir finansal araçlar arasında bulunmaktadır.
- Para piyasalarında işlem gören finansal araçlar, diğer finansal piyasa araçlarına göre daha kısa sürede alınıp satılabilir. Para piyasası araçları çok hızlı likit değere dönüşebilmesinden dolayı diğerlerine göre likiditesi daha yüksek piyasa araçlarındandır.

- Para piyasası araçları kısa süreli olmasından dolayı anlık etkiler yaratmaktadır. Uzun vadeli ve kalıcı etki yaratmamasından dolayı devamlılık arz etmemektedir.
- Para piyasalarında işlem gören finansal araçlar, bir yıl ve bir yıldan daha az vadeli işlemler, hazine ve finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo ve ters repo işlemleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve kambiyo senetlerinden (çek, senet) oluşmaktadır (Yalta, 2011).

2.2.1.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası genellikle bir yıldan daha uzun süre zarfında finansal piyasalarda fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluştuğu piyasalardır. Bu tür piyasalara uzun vadeli fon transfer piyasası da denilebilmektedir (SPL,2017). Fon sahipleri sermaye birikimlerinden, tasarruflarından kısa vadeli olarak değil de uzun vadeli olarak vazgeçmesi anlamına gelmektedir. Fon arz edenler açısından; düşük gelir sağlayacak bir menkul kıymeti tek başlarına satın almak yerine, getirisi daha yüksek bir menkul kıymeti birleşerek satın almaya imkân da sağlamaktadır.

Sermaye piyasaları para piyasalarına göre daha kalıcı etki yaratan piyasalardır (SPL, 2017). Çünkü ülke içerisinde bulunan az, dağınık ve minimal düzeyde bulunan tasarrufların menkul kıymetler satın alınmasına yönelterek sermaye birikimini arttırmakta, tek başına etki yaratamayan tasarrufların yatırımlara dönüşme sürecinde toplu olarak büyük etki yaratmasına olanak sağlamaktadır (Yalta, 2011). Fon arz edenler açısından; düşük gelir sağlayacak bir menkul kıymeti tek başına satın almak yerine, getirisi daha yüksek bir menkul kıymeti birleşerek satın almaya imkân da oluşturmaktadır. Böylelikle fonların daha profesyonel, uzmanlaşmış, bilgili ve tecrübeli kişi-kurum veya kuruluş tarafından yönetilmesine olanak sağlamaktadır. Bu tür piyasalarda çoğunlukta halka arz edilmiş ve birden çok ortaklı işletmelerin yer almasından dolayı fonların bu piyasalara yönlendirilmesiyle en temelinde ülkedeki işletmeler desteklenmiş olmakta ve sonunda da ülke ekonomine katkı sağlanmış olmaktadır. Bu tür piyasaların belli başlı özellikleri, olumlu ya da olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi belirtilmektedir:

- Sermaye anlamı iktisat literatüründe, işletmecilik alanında ve halk dilinde farklı kavramlar çağrıştırmaktadır. Ancak iktisat literatüründe üretimde kullanılan tesis, bina makine-ekipman gibi her türlü unsurları kapsamaktadır ve ekonomide sermayenin önemi oldukça önemli olmaktadır. Sermaye piyasasında işlem gören finansal piyasa araçları, tedarik edilen fonları genellikle iktisat literatüründe geçerli olan sermaye finansmanı olarak kullanılmaktadır. Kısacası daha çok duran varlık satın alımı yapılmakta sağlanan fonlardan uzun vadede fayda sağlanmaktadır.
- Sermaye piyasasında işlem gören finansal araçlar genellikle ülke ekonomisinde üretim yapan işletmeler tarafından talep edilmektedir. Özetle işletmesinde sermaye açığı olanlar fon talep etmekte ve böylelikle fon açığını gidermekte, böylelikle de üretim artarken ülke ekonomisi de gelişmektedir. Bunun karşılığında da fonlarını sermaye piyasası araçlarınca arz edenler kar payı kazanmakta ve faiz geliri elde etmektedirler.
- Sermaye piyasasında işlem gören finansal araçlar genellikle fon arz edenler tarafından, risk yapısı veya getiri oranına göre kişisel olarak tercih edilerek fon arzlarına yön vermektedir.
- Sermaye piyasasında işlem gören finansal araçlar; tahviller, hisse senetleri kar-zarar ortaklığı belgeleri, gelir ortaklığı senetleri, Euro-Bondlardan oluşmaktadır (Coşkun, 2013).

2.2.2. Piyasaların Örgütlenme Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasalarda işlem gören finansal araçlar, piyasaların düzenli şekilde, belirli kurallara bağlı kalınarak işlemlerin yürütülmesine göre iki farklı grupta sınıflandırılmaktadır (Coşkun. 2013).

2.2.2.1. Organize Piyasalar

Bu tür finansal piyasalarda yapılan işlemler, belirli kurum ve kuruluşlar tarafından belirtilen kurallar çerçevesinde fon arz ve talep edenlerin resmi olarak belirlenerek işlemlerin yürütüldüğü piyasalardır. Bu piyasalarda işlemler tamamıyla organize olmuş kurum ve kuruluşların belirttiği kurallar neticesinde işlem görmektedir.

Bundan dolayı da bu piyasalarda şeffaflık söz konusu olduğundan piyasa araçları hakkında bilgi daha kolay elde edilmekte ve güvenilir sonuçlar vermektedir (Coşkun, 2013). Çünkü bu tür piyasalar sürekli denetim ve gözetim altındandır. Bu tür piyasalara örnek vermek gerekirse BDDK kuralları çerçevesinde işlemlerini yürüten bankalar en güzel örneği teşkil etmektedir.

2.2.2.2. Organize Olmamış Tezgâh Üstü Piyasalar

Bu tür finansal piyasalarda yapılan işlemler, belirli kurum ve kuruluşlar tarafından belirtilen kuralların bulunmadığı kuralsız olarak işlemlerin yürütüldüğü piyasalardır. Bu piyasalarda resmi kurumlarca belirlenen kuralların ve fiziki bir yerin var olma zorunluluğu bulunmamaktadır. İşlemler tamamıyla organize olmamış piyasalarda gerçekleşmektedir. Bu piyasalar işlemler yapılırken ne bir denetim ne de bir gözetim söz konusu olmaktadır (Coşkun,2013). Finansal piyasalarda işlem gören fon fiyatları ise alıcı ve satıcının karşılıklı çıkarları doğrultusunda belirlenmektedir. Genellikle bu piyasalarda alım satım işlemleri teknolojik alt yapı kullanılarak yürütülmektedir. Bu piyasalara örnek olarak Amerika'da faaliyetini devam ettiren NASDAQ örnek olarak gösterilebilmektedir.

2.2.3. Finansal Varlığın İhraç Durumuna Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasaların sınıflandırılması için kullanılan yöntemlerden biri de finansal varlıkların ihraç edilme şekline göre belirlenmesidir. Bu sınıflandırma biçimine göre ise iki farklı sınıflandırma yapılmaktadır (Yalta, 2011).

2.2.3.1. Birincil Piyasalar

Bu tür piyasada tasarruf sahipleri tarafından finansal piyasa araçlarının aracısız olarak alınıp-satıldığı ya da bu tür finansal piyasa araçlarını alıp-satmaya yetkili olan birimler tarafından yapıldığı bir piyasadır. Böylelikle arada aracı olan kurumlar olmaması durumunda başarı oranı azalırken komisyon ödenmemekte, aracı kurum ya da kuruluşlar kullanıldığında ise başarı oranı artarken bu kurum ya da kuruluşa komisyon ödemesi yapılmaktadır. Bu piyasanın en temelinde satışa çıkarılan fonların ilk kez piyasada satışa çıkarılmış olması gerekmektedir (Yalta, 2011). Aracısız

yapılan finansal işlemlere örnek olarak şirketler tarafından halka arz edilen hisse senetleri gösterilebilir. Aracılı olarak yapılan finansal işlemler ise birincil olarak yatırım bankalarınca yapılmaktadır.

2.2.3.2. İkincil Piyasalar

Bu tür piyasalar; tasarruf sahiplerinin birincil piyasada işlem görmüş finansal piyasa araçlarının, tekrardan el değiştirmesini kapsamaktadır. Daha öncesinde alınıp-satılan fonların, farklı yatırımcılara tekrardan satışına imkân tanımaktadır. Bu piyasalar daha çok sermaye piyasası araçlarının uzun vadedeki getirisinin yerine, bu fonların kısa sürede nakde çevrilmesine imkân veren piyasalardır. Ayrıca sağlıklı işleyen birincil piyasaların varlığı ikincil piyasaların gelişmesine bağlıdır. Çünkü ikincil piyasalarda sağlanan her bir olumlu etki birincil piyasalardaki menkul değerlerin likiditesine ve pazarlanabilme sürecine olumlu katkı yapmaktadır. Böylelikle daha etkin, objektif ve verimli çalışan bir birincil piyasanın oluşmasına olanak sağlamaktadır (Yalta, 2011). Bu piyasalara örnek verilmesi gerekirse döviz piyasaları, futures ve menkul kıymetler piyasası söylenebilmektedir.

2.2.4. Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasaların sınıflandırılması için kullanılan diğer yöntemlerden biri de borçlanmaların ne şekilde ve nasıl yapıldığının belirlenmesidir. Bu sınıflandırma biçimine göre ise iki farklı sınıflandırma şekli söz konusudur (Konuralp, 2005).

2.2.4.1. Spot (Nakit) Piyasalar

Bu piyasalarda her türlü finansal işlemler peşin alım-satım yoluyla yapılmaktadır. Fon piyasası dışında ticari işletmelerde kullanılmak üzere satın alınan her türlü mallar ise bu piyasanın özelliği gereği fiziki olarak malların teslim edilmesinin ardından en geç iki gün içinde yapılması gerekmektedir (Konuralp, 2005).

2.2.4.2. Vadeli (Türev) Piyasalar

Bu piyasalarda her türlü finansal işlemler taraflar arasında yapılan sözleşme çerçevesinde şekillenmektedir. Sözleşme koşullarında belirtilen tarihlerde fiziki

teslimler yapılmakta, ödemeler ise yine sözleşmede yer alan koşullara göre vadeli olarak yapılmaktadır (Konuralp, 2005).

2.2.5. Piyasada İşlem Gören Finansal Varlıkların Türüne Göre Finansal Piyasa Türleri

Finansal piyasaların sınıflandırılması için kullanılan yöntemlerden sonuncusu ise finansal varlıkların türlerine göre sınıflandırıldığı piyasalardır. Bu sınıflandırma biçimine göre ise üç farklı sınıflandırma şekli söz konusudur (Aydın, 2010).

2.2.5.1. Hisse Senedi Piyasaları

Bu tür piyasalar genellikle uzun vadeli olarak yapılan fon transferleri sürecini kapsamaktadır. Halka arz olan veya çok ortaklı şirketlerin başlangıçtaki ana sermayesinden belli bir oranda satışına olanak sağlandığı bir piyasadır. Şirketler böylelikle fon açığını tedarik etmekte iken, fon arz edenler ise şirketlere fon sağlayarak, karşılığında şirket karlarından pay almakta ya da faiz getirisi elde etmektedir (Aydın, 2010).

2.2.5.2. Devlet Tahvilleri Piyasaları

Bu tür piyasalar genellikle orta ve uzun vadeli olarak yapılan fon transferleri sürecini kapsamaktadır. Devlet tarafından piyasa dengeleyicisi olarak kullanılan bu tür piyasa araçları ekonominin durumuna göre ya piyasaya fon arzı sağlanmakta ya da fon sahiplerinden fonları talep etmektedir. Böylelikle devlet politikası neticesi şekillenen bu tür piyasa araçları, fon arz edenlere de fon getirisi sağlamaktadır (Aydın, 2010).

2.2.5.3. Özel Sektör Tahvilleri Piyasaları

Bu tür piyasalar genellikle orta ve uzun vadeli olarak yapılan fon transferleri sürecini kapsamaktadır. Bu kez piyasaya çıkan fonlar devlet tarafından değil de özel sektör tarafından satışa çıkarılan tahvillerden oluşmaktadır. Böylelikle özel sektör şirket hisselerini kesin satışa çıkarmamış olmaktadır (Aydın, 2010).

2.3. Finansal Piyasaların Özellikleri

Finansal piyasalar, ekonomideki fon arzını, fon talebini dengede tutmaya çalışan ve fonları zaman, miktar ve kişilere göre kullanılabilir hale getiren piyasalardır (Akdiş, 2002:5). Finansal piyasalar, finansal sistem yardımıyla sermaye birikimlerin, fonların, tasarrufların oluşmasına veya biriktirilmesi, doğrudan ya da dolaylı yoldan aracılık etmekte ve ülkelerin sermaye artışlarına neden olmaktadır. Finansal piyasaların en temel işlevi, fon fazlası olan kişi ve kurumlarla fon eksiği olan kişi veya kurumları bir araya getirip etkin ve verimli fon transferini sağlamasıdır (Akdiş, 2002:5).Finansal piyasaların fon piyasasında aracılık işlevi ülke ekonomisine doğrudan ya da dolaylı yoldan müdahil olduğu anlamına gelmektir. Finansal piyasaların bu denli önemli bir etkiye sahip olması nedeniyle finansal piyasaların işlevlerinin de neler olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Bir ekonomide, finansal sistemin en temel işlevleri aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir:

- Ülkelerdeki malların, hizmetlerin ve varlıkların dünyadaki bireyler arasında el değiştirmesi gerekmektedir. Finansal piyasalar bu değişim sürecinde taraflar arası aracılık etme işlemini üstlenmektedir. İnsanların, kurumların, devletlerin ömürlerini devam ettirebilmesi için ticaret yapması gerektiğinden buna aracılık eden finansal piyasaların varlığı büyük önem taşımaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Ülkede yapılacak olan büyük- küçük yatırım harcamalarının finansmanını kolaylaştırmak amacıyla, tasarrufunu arz edenlerin fonlarını adil ve güvenilir bir risk dağıtım sistemi oluşturarak tasarrufların en az riskle genele yayılmasını sağlamaktadır. Çünkü fon fazlası olanlar piyasa hakkında gerekli bilgi ve deneyime sahip değillerdir. Fon sahipleri finansal piyasalarda işlem yapabilmek adına finansal piyasalar aracılığıyla riski tek başına üstlenmeyerek işlem riskini daha uzman ve bilgili kişilere aktarmış olacaktır. Böylelikle işlem riskleri etkin dağılmış olacak ve fon sahipleri en az riskle kazanç elde etmiş olacaklardır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Ülkedeki genel fiyat düzeyinin belirlenmesi, istikrarlı bir piyasa fiyatının oluşmasını sağlamaktadır (Özince, 2008).

- Bilindiği üzere kaydi para yaratma işlemi mevduat toplayan bankalar tarafından oluşturulmaktadır. Bu süreçte tasarruf sahipleri, biriktirdikleri fonları bankaya yatırmaktadırlar. Bankalar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenen oranla yatırılan fonların bir kısmını TCMB nezdinde tutması ve fonların tamamı finansal piyasalarda değerlendirilmesi koşulunda kaydi para yaratma durumunu tamamlanmış olacaktır. O halde finansal piyasalar kaydi para yaratma gücüne sahiptir ve bundan dolayı da reel piyasaya likidite sağlamış olmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Asimetrik bilgi sorunu piyasada işlem yapan her bir tarafın eşit düzeyde bilgi ve deneyime sahip olmaması, piyasa işlemlerine herkesin eşit düzeyde hâkim olmaması olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalarda işlem yapanlar hiçbir zaman tam bilgiye sahip olamamaktadır ve bu da taraflar arasında eşitsizlik oluşturmaktadır. Finansal piyasalar tam da bu süreçte fon sahiplerinin eksik bilgiye sahip olmasından kaynaklanan yanlış seçimler yapmasını önlemek amacıyla şeffaflık ilkesi gereği piyasaya bilgi aktarımı yapmaktadır. Piyasaya aktarılan bilgiler sonucu, asimetrik bilgi sorununun azaltılması veya çözümünün kolaylaştırılmasına yardımcı olunmaktadır ve finansal piyasaların daha etkin, verimli ve adil işlemesine olanak sağlanmaktadır. Finansal piyasalar fon aktarım işlemine aracılık etmekte ve bu transferleri genellikle teknolojik altyapı sayesinde gerçekleştirmektedir. Transfer işlemlerinin en doğru, hızlı ve güvenilir gerçekleştirilmesi için teknolojik altyapının gelişmiş olması ve sürekli bu altyapının gelişen piyasa koşullarına uyum sağlaması gerekmektedir. Bu sebeple de finansal piyasalar teknolojik gelişmeye yardımcı olmakta ve bilginin daha hızlı ve güvenli dağıtılmasına imkân tanımaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Finansal piyasaların fon aktarım işlemine aracılık ettiği bilinmektedir. Finansal piyasaların var olmaması durumunda fon transfer işlemleri, doğrudan fon arz ve talep edenler arasında gerçekleşmesine neden olarak, her bir işlem için taşımacılık maliyeti oluşacak ve zaman kaybı yaşanabilecekti. Finansal piyasalar hem bu işlemleri daha hızlı ve güvenli yaparak işlem

maliyetini azaltmakta hem de zaman tasarrufu sağlamaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).

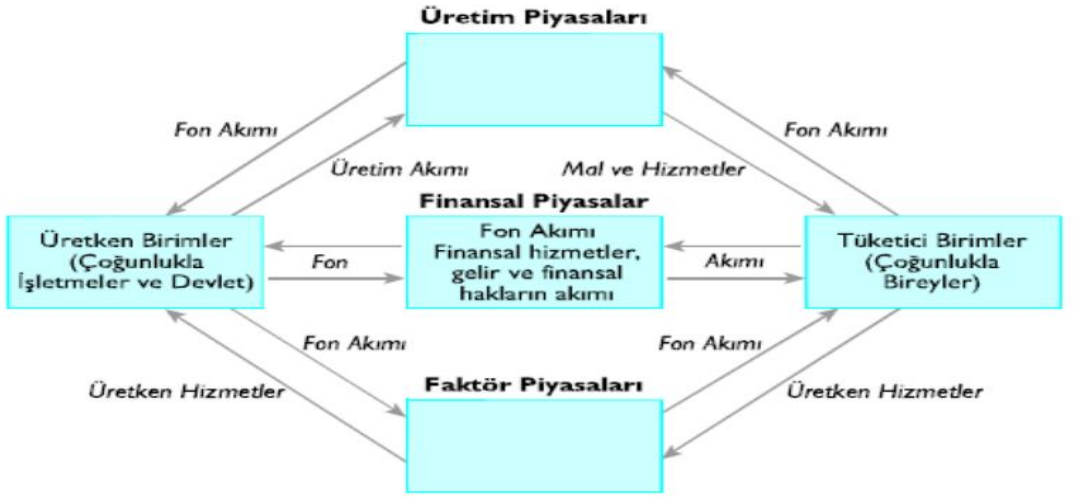
- Finansal piyasalar birçok farklı alıcı ve satıcıya hitap eden bir piyasa olmaktadır. Bu farklılık kimi zaman vade kısmında kimi zaman da miktar kısmında yaşanmaktadır. Vade, fonların arz edenden talep edene geçmesi ve sonrasında tekrardan fon arz eden kişiye fonun ulaşma sürecini ifade eden kısmı tanımlamaktadır. Bu süreç fon arz eden kişi tarafından kısa vade yüksek kazanç olarak tercih edilmekte iken, fon talep eden açısından ise uzun vade yüksek fayda olarak tercih edilir. Bu istekler ve tercihler doğrultusunda finansal piyasalar bu vadeyi çeşitlendirerek hem fon arz edenin hem de fon talep edenin beklentisini karşılamaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).
- Finansal piyasalarda işlem yapanlar deneyimli insanlar olabileceği gibi deneyimsiz insanlar da olabilmektedir. Genellikle gerekli bilgi ve deneyime sahip olmayanlar bu piyasalarda talep ettiklerini bulamayınca gömüleme yoluna gider. Gömüleme yolu ise ekonomideki her bir tarafın kendi ihtiyaçlarını gelişmiş yöntemlerle değil de geleneksel yöntemlerle yapmasını ifade etmektedir. Geleneksel yöntemle yapılan işlemlerde risk fazla, vadeler ve miktarlar sınırlı, güvensiz ve yavaş işlemektedir. Finansal piyasaların varlığı ile gömüleme yolu azalmakla birlikte birikimler daha doğru, güvenli ve verimli olarak yönlendirilmektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:14).

Finansal piyasaların etkileri incelendiğinde sadece bankacılık sektörüne etki etmediği, bunun dışında birçok makro ve mikro etkileri de olduğu gözlemlenmiştir. Finansal piyasaların sadece fon piyasasında fon transferlerine aracılık etmesinden bile birçok sektör etkilenmektedir. Reel sektör, teknoloji, üretim ve en nihayetinde ekonomik kalkınma doğrudan ya da dolaylı yoldan desteklenmektedir. O halde finansal piyasalar dikkat edilmesi, araştırılması ve geliştirilmesi gereken bir piyasa düzenleyicileri arasında yer almaktadır.

2.4. Finansal Piyasalara Etki Eden Faktörler

Finansal sektörün etkin ve verimli çalışması ülke ekonomisinde büyük önem arz etmektedir. Finansal piyasalardaki etkin ve verimli çalışma koşulları finansal sektöre

doğrudan etki etmektedir. Bu etkileşim sebebiyle finansal piyasaların belirleyicileri tarafından oluşturulan kurallar ve yasal düzenlemelerle piyasa, görevlerini yerine getirmeye çalışmaktadır. Ekonomik sistemin verimli ve etkin çalışabilmesi için en temel koşul finansal piyasalarda meydana gelen istikrar ortamıdır. Finansal bir istikrardan söz edilebilmesi için ise hem ekonomik, hem politik hem de siyasal bir istikrar ortamının oluşması gerekmektedir. Bu sektörler arasındaki kuvvetli ve etkin işbirliği ile finansal piyasalarda verimli işleyişler sağlanmakta ve ekonomik büyümeye olumlu etkiler yapmaktadır (Özince, 2008:26-29).



Şekil 2.2: Finansal Piyasaların İşleyişi
Kaynak: http://web.karabuk.edu.tr/muratyildirim/H1_ISF404.pdf
Erişim Tarihi: 21.12.2017

Şekil 2.2'de görüldüğü üzere finansal piyasalar üreticileri, tüketicileri, faktör ve üretim piyasalarında buluşturan ve temelinde fon transferi yapan bir piyasadır. Finansal piyasalarda tek bir unsurdan söz edilmemesinin nedeni bu piyasalara birden çok etki eden unsurların varlığından kaynaklanmaktadır. Bu sektörde alıcı ve satıcı olarak iki farklı taraf vardır. Her iki tarafın da birbirinden farklı birçok istek ve ihtiyaçları vardır. Bunları karşılamak için tek bir değişkene bağlı kalınmaması, birçok değişkeni dikkate alarak değişen piyasa şartlarına uyum sağlanması gerekmektedir (Yıldırım, 2016:3-5). Finansal piyasalara etki eden değişkenleri belirleyebilmek için fon arz edenler ve fon talep edenlerin oluşturduğu bir sınıflandırma yapılmaktadır. Yapılan sınıflandırma sonucunda buna etki eden faktörler aşağıda yer almaktadır.

Finansal Piyasalarda Fon Talep ve Arz Edenlere Etki eden Faktörler (*Ticari Firmalar, Devlet, Hanehalkı, Yabancılar****);***

- ***Faiz oranları ilişkisi;*** Ekonomik faaliyetlerin finansmanı veya şirketler kesimi mali sistem ilişkisi özellikle finansal piyasalarda faiz değişkeniyle ilgilenmektedir. Çünkü şirketler yeterli ölçüde ve uygun maliyetli fon temin etmek için faiz oranları önemli ölçüde dikkat çekmektedir. Bu durum özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde mali derinliğin sağlanamadığı ve kamu kesimi borçlanma sorununun maliye piyasalarını önemli ölçüde etkilediği ülkelerde daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır (Güven,2002:99). Faiz oranları bilindiği üzere hem fon talep eden kesime hem de arz eden kesime hitap eden bir belirleyicisi olmaktadır. Fon talep edenler açısından bakıldığında faiz oranları fonlanma maliyetini oluştururken, fon arz edenler açısından ise fon transfer getirisi anlamına gelmektedir. Faiz oranları hane halkının tasarruf birikimi ve tüketim tercihlerini; ticari firmaların ise yatırım kararları ve harcama tercihlerini doğrudan ya da dolaylı yoldan etkilemekte, ekonomik sektöre hem üretim hem de tüketim açısından doğrudan etkisi bulunmaktadır. TCMB tarafından belirlenen para politikası kararı neticesinde faiz oranları ekonomi sektöründe de eşanlı değişim yaratmaktadır. Örneğin TCMB'nin doğrudan bir müdahaleyle faiz oranlarını düşürmesi, kısa ya da uzun vadede piyasa faiz oranlarını etkilemekte ve piyasa faizlerinin aşağı yönde hareketlenmesine neden olmaktadır. Bu durum uzun vadede faiz oranlarının düşük olacağı ya da faiz oranları değişimin aşağı yönde olacağı beklentisini getirmektedir. Reel faizlerin düşeceği beklentisi sonucunda firmalar fonlama maliyetinin düşmesini fırsat bilerek sermaye artışı için fon talep edeceklerdir. Bu talepler neticesinde firmalar üretimi arttırarak, ülke ekonomisine olumlu etki yaratmış olmaktadır (KanalıcıAkay ve Nargeleçekenler, 2009:130). Faiz oranlarının düşmesinin diğer bir etkisi de sermaye transferinde yaratmış olduğu olumsuz etkidir. Faiz oranlarının düşmesi, tasarruf sahiplerinin fon getirilerini azaltacağından, fon transfer getirilerini düşürmektedir. Bu düşük getiri de ülkeye giren fonların, daha karlı fon transferleri sağlayan ülkelere yönlenmesine sebep olmaktadır. Ülkeden

çıkan fonlarla da o ülkenin ulusal parası yabancı para karşısında değer kaybedecek, döviz kuru artacaktır ve ülkenin enflasyonunu değiştirecektir(TCMB Faaliyet Raporu,2013).

- ***Döviz kuru ilişkisi;*** Döviz kuru ülke para biriminin yabancı para birimi karşısındaki oransal durumudur. Temelinde ülkenin kendi para rezervi ile yabancı para rezervinin oransal durumu olarak tanımlanmaktadır. Döviz rezervleri ile birlikte döviz kurları ülke ekonomilerinin istikrarında öncü faktör olarak adlandırılmaktadır. Döviz kuru, özelliklede ticaretin serbestleşmesi ile birlikte daha da önem kazanmaktadır. Fon piyasasında fon arz ve talep edenlerin içerisinde en başta ticari firmalar ve devletin, etkileşim içerisinde olduğu gözlemlenmektedir. Özellikle de ticari firmalar açısından döviz kurları çok büyük önem arz etmektedir. Bilindiği üzere firmalar üretim yaparken belli bir hammadde ya da ara mala ihtiyaç duymaktadır. Ülkelerin iklimi, coğrafi koşulları ve diğer koşulları gereği üretim için gerekli olan girdilerin ya da hammaddelerin tamamı ülke içerisinde bulunmamaktadır (Aslan vd., 2014). Bu sebepten dolayı firmalar üretim için girdi temininde sıkıntı yaşamaktadır. Ülkede bulunmayan girdilerin temini ise uluslararası pazarlardan tedarik edilmektedir (ithalat). Ülkelerin bu piyasalarda alışveriş yapabilmesi kendi ulusal parasının dışında uluslararası geçerliliği olan para birimlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sebeple ülkeye uluslararası geçerliliği olan paraların transfer edilmesi gerekmektedir. Döviz kurunun diğer bir önemi ise ülkelerin üretmiş olduğu malların ve hizmetlerin ülke dışına transferi sırasında gerçekleşmektedir. Ülkeler arası malların ve hizmetlerin pazarlanması ve alınması işlemleri sırasında da döviz kuru ana gösterge olduğundan finansal piyasalarda büyük önem arz etmektedir (Mutluay ve Turaboğlu, 2013:59-62).
- ***Enflasyon ilişkisi;*** Ülke üretimi için en önemli faktörlerden birini de enflasyon oranları oluşturmaktadır. Özellikle de TCMB'nin 2005 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçmesi ile birlikte finansal sektörde, enflasyon verilerinin önemi daha da artırmaktadır. Özellikle bu yıldan sonra açık hedefleme halini alan enflasyon, piyasa düzenleyici olarak kullanılmakta,

para politikalarına bu doğrultuda yön vermektedir. Enflasyon bilindiği üzere fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışları ifade etmektedir. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışlar reel piyasalarda istenilen bir durum olmamaktadır. Çünkü üreticiler açısından maliyetlerdeki artış, tüketiciler açısından ise tüketim mallarının fiyatlarındaki artışlar anlamına gelmektedir. Tüketiciler açısından ise gelirden tüketim için ayrılan her bir harcama kaleminin artması, tasarruf olarak ayrılan gelirinin azalmasına neden olduğundan bireylerin tasarruflarında azalmaya neden olmaktadır. Bu sürece bütünüyle baktığımızda bireylerin tasarruflarının azalması ülkenin tasarruflarında azalmaya neden olmaktadır. Bu da fon piyasasında istenilen bir durum olmamaktadır. Diğer tarafta üretici açısından bakıldığında enflasyondaki değişim beklenen enflasyonda da bir değişim gerçekleştireceğinden, ülke üretimi için planlanan yatırım kararlarında değişikliğe neden olmaktadır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış beklentisi girdi maliyetlerini arttırmakta ve firmalar sektör hakkında belirsizliğe sürüklenmektedir. Bu belirsizlik ortamında ülke kurum ve kuruluşlarından toplanan fonlar, karşılığında yatırımlara dönüşmeyerek ülke üretimini olumsuz yönde etkilenmektedir. Enflasyondaki değişimin, belirtildiği gibi üreticiye ve tüketiciye yapmış olduğu doğrudan etkilerin dışında makroekonomik göstergelere dolaylı etkisi de bulunmaktadır. Her iki durumda da enflasyon finansal ve reel sektörde oynaklığa sebep olan bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. (Soylu vd., 2014:92-100).

- ***Hisse senedi fiyatları ilişkisi:*** Hisse senetleri ile ekonomik ya da finansal sektör arasındaki ilişki yıllardır dikkat edilen bir konu halini almaktadır. Hisse senetleri fiyatları, finansal sektör içerisinde tek bir değişkine etki etmeyip, dolaylı ve doğrudan etkili olduğu birçok değişkene yansımaktadır. Bilindiği üzere faiz oranları finansal sektör içerisinde domino etkisi yaratan değişkenler arasında yer almaktadır. Faiz oranlarını ile hisse senetleri fiyatları arasında ters yönlü sıkı bir ilişkisi bulunmaktadır**.** Hisse senetlerinin faizlerle bu kadar sıkı bir ilişki içerisinde olması her ikisinin de fon piyasasında içerisinde yer almasından kaynaklanmaktadır (Albeni ve Demir, 2005:16).

Bilindiği üzere fon piyasası ülkenin üretim sektörüne, tasarruf birikimine, sanayisine vb. birçok makro ve mikro değişkene etki etmektedir. Hisse senedi ise ticaret içerisinde yer alan kurum ve kuruluşların, ticari firmaların kendi sermayelerinin belli kısımlarını reel sektörde alış-satış işlemleri için fonlama aracı olmaktadır. Böylelikle fon talep edenler şirketlerine kısmi zamanlı ortaklar bulup, ticari faaliyet karlarını paylaşarak ticari hayatlarını devam ettirebilmektedirler. Ticari firmalar, şirketler açısından hayati önem taşıyan hisse senetleri alış satışı işlemleri, finansal sektörlere yön vermektedir.

- ***Risk primi ilişkisi:*** Risk primi ilişkisi aslında istikrar ve güven ortamı ile finansal piyasalar ilişkisini açıklamaktadır. İstikrar ve güven ortamı sadece finansal piyasalarda değil ülke ekonomisinde her bir alana ayrı ayrı etkisi bulunmaktadır. Finansal piyasalar, finansal ve ticari serbestlikle birlikte ülke ekonomileri için kontrolü zor bir durum halini oluşturmaktadır. Günümüz uluslararası finansal koşulları altında bir ülkede meydana gelen istikrarsız ve güvensiz bir mali ortam etkisini uluslararası alanda zincirleme olarak gösterebilmektedir. Özellikle de gelişmekte olan ülkelerde bu etkinin uzun sürmesi veya çözüm bulunulmaması finansal ve reel krizlere bile neden olmaktadır. Bunların dışında istikrarsız ve güvensiz bir ortam, ülkenin hem üretim hem de tasarruf planlarını olumsuz etkilemektedir. Çünkü fon sahipleri belirsiz bir ortamda tasarruflarını koruma yoluna giderek, birikimlerini güvenli ortamlara yönlendirmektedir. Diğer durumda da ise güvensiz bir ortamda üretim yapmak isteyenler geleceklerini bilinçli tahmin edememekte, yatırım tercihlerini ya ertelemekte ya da daha güvenli ortamlara yönlendirmektedir. Bu durumda ülke gelişimlerini olumsuz etkilemekte ve üretimi aksatmaktadır (Delice, 2003:57-81).

3.BÖLÜM: FİNANSAL DURUM ENDEKSİ

3.1. Finansal Durum Endeksi Tanımı ve Önemi

Finansal sistemin işlevleri dikkate alındığında ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişiklik gösterdiği gözlemlenmektedir. Ülkelerde var olan bu değişiklikler ise ülkelerin birbirleriyle karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. Son zamanlarda oldukça gündeme gelen finansal baskı/koşul/durum endeksi oluşturulması bilimsel çalışmalara yeni bir bakış açısı katarak literatürde yerini almaya başlamaktadır. Ancak, kimi zaman bu karşılaştırmalar finansal durum/baskı/koşul endeksi gibi farklı başlıklarda yer edinse de genel olarak ülkeler için oluşturulan bu endekslerin hangi değişkenlerle oluşturulması gerektiği yapılan çalışmalarda belirli sınırlar çerçevesinde ele alınmış olup tam olarak yansıtılamamaktadır.

Finansal durum/koşullar/baskı endeksi; finansal piyasaların ekonomiye daraltıcı veya genişletici yönde katkıda bulunup bulunmadığını değerlendirmek için oluşturulan bir göstergedir (Kara vd., 2015:13-15). 1980'li yıllardan 1990'lı yıllara kadar bazı resmi kurum ve kuruluşlar tarafından birkaç endeks oluşturulmuş ancak bu endeksler finans sektörünün bir göstergesi olarak kullanılmamıştır. Daha sonrasında gelişen finansal piyasalar ve finansal piyasaların reel sektörlere etkisi arttıkça finansal piyasalar üzerine endeksler oluşturulmaya, sektörün etkisi analiz edilmeye başlanmış, reel sektörlerde düzenleyici faaliyetlerin belirlenmesinde kullanılmıştır.

Ülkelerin gelişmişlik durumu, finansal piyasa özetleri ve diğer makroekonomik göstergeler başta olmak üzere uzun yıllardır ülke içerisinde yetkili kurumlar tarafından objektif olarak değerlendirilen piyasa verileri, düzenli aralıklarla açıklanmaktadır. Açıklanan veriler sonucunda ise ülkeler birbirleri ile karşılaştırılarak ekonomileri yarıştırılmaktadır. Özellikle de finansal serbestlikle birlikte başlayan fon transferleri sonucunda bu göstergeler daha da önem arz etmektedir. Çünkü fon sahiplerinin bu göstergeler doğrultusunda fonlarına yön vermeye çalışması, fon eksiği olan ülkeleri ekonomik göstergelerinin pozitif etki yaratması adına hem politik düzenlemeler hem de bilimsel çalışmalar yapmaya yönlendirmektedir. Özellikle de mevcut piyasa koşullarında teknolojinin gelişmesi

finansal piyasaların etki alanını arttırmış ve adeta ekonomi piyasanın öncü güçleri arasında yer almasını sağlamıştır. Bu da birçok bilim insanını finansal piyasalarda araştırma yapmaya yönlendirmiş ve finans sektörünü cazip hale getirmiştir. Genellikle de yurtdışında yapılan çalışmalar sonucunda finans sektörünün mevcut yapısını özetleyen farklı değişkenlerle oluşturulmuş bazı endeksler ortaya konulmuştur. Bunların en başında gelen finansal durum/baskı/koşul endeksi ekonomi literatürüne katılarak finansal piyasaların karşılaştırılmasında kullanılmaya başlanmıştır. Böylelikle uzun bir süreçtir ülkelerin karşılaştırılmasında kullanılan makroekonomik göstergelerin dışında, farklı karşılaştırma yöntemleri de ekonomi literatürüne eklenerek gelişen piyasa koşullarına uyum sağlamaktadır. Endeksin geliştirilmesiyle de birçok gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler, endeksi kullanarak finansal piyasa analizi yapmış ve politika önerilerinde bulunmuşlardır. 2000'li yıllara gelindiğinde de bu endeks geliştirilerek finansal piyasaların karşılaştırılmasında daha da çok kullanılmaya başlanmıştır. Hatta finansal piyasaların karşılaştırılmasında kullanılan endeks; gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra IMF ve Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) gibi uluslararası kurumlar tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

3.2.Finansal Durum Endeksi Literatür Taraması

Finansal piyasa durumunu ölçmek için geçmişten günümüze gelene kadar çeşitli finansal faktörlerinden oluşturulmuş finansal piyasa göstergeleri geliştirilmiştir. Ancak geniş anlamda finansal durum endeksi ilk olarak 1990'lı yılların sonuna doğru oluşturulması ve endeksin yeni yeni fark edilmesi nedeniyle literatürde geniş bir yere sahip olamamaktadır. Özellikle de Türkiye'de yeni tanınmaya başlanmış bir endeks olması, bilimsel ve akademik çalışmalarda çok yaygın olarak kullanılamaması neden olmaktadır. Bu sebeple finansal durum endeksi yeni yeni gelişen, dinamik bir endeks olması, ileriki dönemlerde daha çok akademik ve bilimsel çalışmalarda yer edinmeye başlamasıyla ekonomi literatürüne büyük etki sağlayacağı düşünülmektedir. Genellikle finansal sektör göstergesi olarak oluşturulan endekslerin çoğu Türkiye dışında yabancı ülkeler, ulusal kurum ve kuruluşlar tarafından oluşturulmuştur. Finansal piyasalarını özetlemek amacıyla oluşturulan ilk endeks 1990'lı yılların

sonlarına doğru Kanada Merkez Bankası tarafından oluşturulmuştur. Oluşturulan bu endeks finansal koşullar/baskı endeksi olarak tanımlanmış ve finansal piyasaların analizinde öncü gösterge olarak kullanılmıştır (Kara vd., 2015:15-16). Kanada Merkez Bankası tarafından oluşturulmuş olan bu endeks, finansal piyasalarda parasal durumu özetleyen ve ülke yöneticilerine politika önerisinde bulunulurken dikkate aldıkları bir endeks olması, onu diğer endekslerden farklı kılan yanı olmuştur. Bu farklılık onun finansal piyasalarda aktif kullanımına ve zamanla yenilenerek geliştirilmesine sebep olmuştur (Hatzius vd., 2010:9-16). Finansal durum endeksinin ilk temel örneği olan Kanada Merkez Bankasının oluşturduğu endeks temelinde döviz kurunun, enflasyonun, uzun vadeli faiz oranlarının, hisse senedi ve konut fiyatlarının ağırlıklı ortalaması alınarak oluşturulmuştur. Endeks, ülkenin finans sektörünü özetleyen bir gösterge olarak kabul edilmiş, para politikası önerilerinde bulunulurken ülke temsilcileri tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Daha sonrasında bu endeks Kanada dışında birçok farklı ülkede öncü olmuş ve endeks geliştirilmeye başlanmıştır. Hatta yapılan çalışmaların birkaçında finansal piyasalardaki hareketliliğin ölçülmesi adına oluşturulan endeks yardımıyla parasal koşulları düzenlemek adına faiz oranı tahminlerinde bulunulmaya çalışılmaktadır.

Uluslararası yapılan çalışmalardan Guichard ve Turner (2008) tarafından yapılan çalışmada kısa ve uzun dönem reel faiz oranlarını, reel efektif döviz kurunu, borsa işlem hacmini, reel konut fiyatlarını ve hisse senetleri getiri eğrisini endekse dahil etmiş ve değişkenleri GSYH değişkeni ile ağırlıklandırma yaparak VAR analizini uygulamıştır. Swiston (2008) ise yaptığı çalışmada Guichard ve Turner (2008)'un çalışmasındaki değişkenlere ek olarak petrol fiyatlarını ekleyerek endeks oluşturmuş ve GSYH değişkeni ile ağırlıklandırma yaparak VAR analizi uygulamıştır. Böylelikle endeks oluşumuna farklı değişkenlerin eklenmesi akademik çalışmalarda yerini almaya başlamıştır. Hatzius ve diğerleri (2010) yaptıkları çalışmada Swiston (2008) tarafından yapılan endekse kısmen benzeyen bir endeks oluşturmuştur. Endekste, hazine fon oranları ile federal fon oranları farkı, M2 para arzı, S&P 500 hisse senetleri eğrisi, federal fon oranları ve ticari kağıt oranı ile hazine bonosu arasındaki fark yer almaktadır. Oluşturdukları yeni endeks ile finansal piyasalarının yarattığı etkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda ise endekse yeni değişken olarak

S&P 500 hisse senetleri eğrisinin, finansal piyasaları doğrudan etkileyen bir değişken olduğunu dile getirmişlerdir. Montagnoli ve Napolitano (2006) Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Kanada, Euro Bölgesi ve Birleşik Krallıklarına kapsayan bir endeks oluştururken Kalman filtresi yöntemini kullanarak bir çalışma oluşturmuşlardır. Kalman filtresi yaklaşım ile finansal değişkenlerin ağırlıklarının, zaman içerisinde değişen piyasa koşullarının oluşturulan endeks uyum sağlaması açısından oldukça önemlidir. Kısa dönem faiz oranları, reel efektif döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, konut fiyatları, sanayi üretimi ve hisse senedi endekslerinin, oluşturulan endekste değişken olarak kullanıldığı çalışmada, kısa dönem faiz oranlarının araştırmanın yapıldığı ülkeler içerisinde anlamlı ve pozitif işaretli olduğu sonucu ortaya konulmaktadır (Akdeniz ve Çatık, 2017, 101). Maurin vd.,(2014) ise oluşturdukları endekste, göstermelik faiz oranı, banka kredilerinde ve mevduatlarındaki artış oranı, para arzı, tahvil getirileri, döviz kuru, hisse senetleri – borsa getirileri veri setleri yer almaktadır. Topladıkları bu verilerin finansal piyasalardaki etkisini tespit etmiş ve diğerlerinden daha kapsamlı bir endeks oluşturmuş olmaktadır. Uluslararası oluşturulmuş en son endekslerden biri olan Davis, Kirby ve Warren (2016) endeksinde ise reel GSYH, enflasyon, faiz oranı, devlet tahvil getirisi, kredi büyüme oranı, kredi risk primine ev fiyatlarını ekleyerek yeni bir çalışma yapmış ve finansal durumu bu değişkenlerle eşleştirerek finansal durum analizi yapmıştır.

Finansal durum endeksi akademik çalışmaların dışında bazı resmi kurum ve kuruluş tarafından da finansal gösterge olarak ta kullanılmıştır. Hatta oluşturulan endeksler zamanla ulusal kabul görmüş finansal verilerin yanında yerini almaya başlamıştır. Endeksin reel sektör üzerindeki ilk etkileri bankacılık sektöründe gözlemlenmektedir. Aşağıda bankalar tarafından oluşturulmuş bazı endeksler yer almaktadır. Bunlar;

- ***Bloomberg Finansal Koşullar Endeksi:*** Endeks, finansal piyasada işlem yapanlar tarafından kolayca erişilebilir durumdadır ve günlük olarak güncellenmekte, finansal koşulları izlemek için başvurulmaktadır. Endeks, üç ana alt endeksin eşit ağırlıklı bir toplamıdır: para piyasası göstergeleri (üçte

bir oranında), tahvil piyasası göstergeleri (üçte bir oranında) ve hisse senedi piyasası göstergeleri (üçte bir oranında) (Rosenberg, 2009:12-20). Her bir ana alt endeks daha sonra bu alt endekste eşit bir ağırlık alan bir dizi temel göstergeden oluşur. Her gösterge, endeksin 1991 yılının üstündeki veya altındaki ortalamanın standart sapma sayısını (Z-skoru) göstermek için standartlaştırılmıştır (Rosenberg, 2009:12). Endeks, 1991'den itibaren ABD'de mevcut olan toplam 10 değişkenden oluşan bir endekstir. Bu değişkenlerin başında para piyasası göstergesi olarak para arzı (m2), libor faiz oranları, döviz kuru ve enflasyon değişkenleri bulunmaktadır. Tahvil piyasası göstergesi olarak tahvil ve bono işlem hacmi ve hisse senedi piyasası göstergeleri olarak ise hisse senedi alım-satımı işlem hacmi, kredi temerrüt oranları, S&P 500 indeks verileri ve FED Anketi (Federal Reserve Senior Loan Officer Survey) dikkate alınarak oluşturulmuştur.

- ***Citi Finansal Koşullar Endeksi:*** Endeks ABD'de, ağırlıklandırma yöntemi ile oluşturulmuş, Karşılıklı Gösterge endeksinin (azalan endekste altı aylık yüzde değişim) indirgenmiş tahmin denklemlerine göre belirlendiği altı finansal değişkenin ağırlıklı toplamından oluşmaktadır (Hatzius, vd., 2010:8). Endeks, temelde şirket karları, para arzı, öz kaynak değerleri, mortgage oranları, ticaret ağırlıklı dolar ve enerji fiyatlarından oluşan değişkenlerden oluşmaktadır. Citi Finansal Koşullar Endeksi ABD'de 1983'ten günümüze kadar bulunmaktadır.
- ***Deutsche Bank Finansal Koşullar Endeksi:*** Endeks Almanya'da temel bileşenler analizi kullanılarak oluşturulmuş bir endekstir (Hooper, Mayer ve Slok, 2007; Hooper, Slok ve Dobridge, 2010). İlk ana bileşen olan, döviz kuru ve tahvil getiri oranının yanında varlık ve konut piyasası göstergelerini içeren yedi standart finansal değişken yer almaktadır. Endeksin seviyesi negatif veya pozitif olup olmadığına bağlı olarak, bir noktada mali koşulların GSYH' yı frenleyicisi ya da tetikleyicisi olarak yorumlanabilmektedir (Hatzius, vd., 2010:8). Deutsche Bank endeksi Almanya için 1983'ten günümüze kadar kullanılan bir endekstir.

- ***Goldman Sachs Finansal Koşullar Endeksi:*** Endeks ABD'de ağırlıklandırma yöntemi kullanılarak oluşturulmuş bir endekstir. Endeks; kısa vadeli bono getirileri, uzun vadeli, uzun dönem şirket tahvil faizleri, döviz kuru ve borsadaki değişim endeksi değişkenlerinden oluşmaktadır. Model GSYH ile ağırlıklandırması yapılarak oluşturulmuştur (Dudley ve Hatzius, 2000:44) Goldman Sachs endeksindeki artış finansal koşulların zorlaşmasını, azalışın ise finansal piyasaların rahatlamasını gösterdiğini ifade etmektedir.
- ***Makroekonomik Danışmanlar Parasal ve Finansal Koşullar Endeksi***: Endeks ABD'de, makroekonomik danışmanların, mali değişkenlerin zaman içindeki GSYH üzerindeki dinamik etkilerini hesaba katmak için 1990'ların sonlarında parasal ve mali koşullar endeksini oluşturmasından hareketle çıkmaktadır. Kısa dönem reel faiz oranı, uzun dönem reel faiz oranı, temettü faiz oranı, reel döviz kuru ve reel borsa sermayesinden oluşan beş farklı finansal değişkenden oluşan endeks, etki-tepki fonksiyonları yöntemi ile geliştirmiştir. Endeks, büyük ölçekli makroekonomik modellerde simülasyon yöntemi kullanılarak zaman içindeki makroekonomik değişimlerin, reel GSYH büyümesinin kısmi etkilerini tahmin etmek için oluşturulmuştur. Endeks ABD'de 1998 yılından bu yana kullanılmaktadır (Hatzius, vd., 2010:8).
- ***OECD Finansal Koşullar Endeksi*:** Endeks, ilk olarak 2008 yılında oluşturulmuştur. Üç ve altı aylık değişkenlerle, ağırlıklandırma yöntemi kullanılarak GSYH üzerindeki etkilerini incelemektedir (Guichard ve Turner, 2008:15). Elde edilen OECD endeksi sonucunda mali göstergelerin kredi şartlarını zorlaştırdığı, orta ve büyük ölçekli firmalarda olumsuz etki yarattığı ve bundan dolayı da finansal sektörün olumsuz etkilendiğini ifade edilmiştir. Bu sebeple endekste FED Anketi (Federal Reserve Senior Loan Officer Survey) başta olmakta kredi koşulları değişken olarak kullanılmaktadır. Ağırlıklar, faiz oranlarındaki değişime göre normalleştirilmiştir. Dolayısıyla endeksteki bir birimlik artışın, GSYH etkileyerek 0,6 puan düşürdüğü ifade edilmektedir. OECD Finansal Koşullar Endeksi'nin geçmişi 1995'e kadar uzanmaktadır.

Finansal durum endeksi sadece bunlarla sınırlı kalmamıştır. Türkiye'de de bu endeksin oluşturulduğu ulusal çalışmalar bulunmaktadır. Bunlardan en önemlilerinden biri olan Saraçoğlu vd. (2005) yaptığı çalışmada krizlerin verdiği etkiyle, kırılganlık dönemleri ya da kriz dönemlerini önceden saptayabilmek adına bir endeks oluşturmuşlardır. Sinyal yaklaşımı kullanılarak, Logit ve Probit modelleri yardımıyla da tahminde bulunmuşlardır. Endekste, cari işlemler açığı/net uluslararası rezervler, yıllık göstergelerle oluşturulan ihracatın ithalatı karşılama oranı, sıcak para/net uluslararası rezervler ve reel kredi hacmi genişlemesi değişkenleri kullanarak finansal durumu özetleyen bir gösterge olan Finansal Kırılganlık Endeksi oluşturmuşlardır. Çalışmanın sonucunda ise Türkiye'de yaşanabilecek krizlerin 2-4 ay öncesinden tahmin edilebileceği ifade edilmektedir. Başka bir çalışmada Kaya ve Yılmaz (2005) finansal serbestlikle birlikte yaşanan para arzındaki değişimler arasında olabilecek bir nedensellik ilişkisini açıklamak ve finansal kriz dönemlerini tahmin edebilmek adına oluşturulmuştur. Endeks; bütçe dengesi/GSMH, dış faiz ödemeleri/vergi gelirleri, iç borç stoku/GSMH, para arzı(M2Y)/GSMH, dış ticaret dengesi/GSMH, kısa vadeli dış borç stoku/net uluslararası rezervler, kısa vadeli dış borç stoku/GSMH, enflasyon(tüfe)ve reel efektif döviz kuru değerlendirme oranı değişkenlerinden oluşturulmuştur. Sonucunda ise Saraçoğlu vd.(2005) gibi finansal kriz dönemlerinin önceden belirlenebildiği görüşünü savunmuşlardır. Tosuner (2005) finansal krizlerin öngörülmesi adına yaptığı çalışmada, diğerlerinden farklı olarak krizlerin öncesinden tahmin edilebilir olduğunu savunmuştur. Endeks, krizleri önceden tahmin edebilmek amacıyla oluşturulmuştur. Endeksteki değişkenler para arzı(M2)/GSYH, mevduat bankalarının özel yurtiçi kredileri/GSYH, İhracat/İthalat, net uluslararası rezervler/İthalat, cari denge/GSYH, portföy yatırımları/GSYH, reel döviz kuru ve ABD-Türkiye Reel Faiz farkı olarak belirlenmiştir (Tosuner, 2005: 42).

Türkiye'de finansal piyasalarda değişime dikkat çeken diğer çalışmalardan biri olan Süslü ve Dişbudak (2012), oluşturdukları endekste finansal piyasaları ve makroekonomik olayları etkileyen faizi, döviz kurunu, özel sektör kredi hacmini, cari işlemler açığını ve varlık fiyatlarını ekleyerek ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK) (2012)

oluşturduğu endekste tamamen farklı bir bakış açısıyla misyonu gereği üç rasyo yardımıyla finansal piyasaları analiz etmiştir. Bunlar; etkinlik rasyoları, likidite rasyoları ve sermaye yeterlilik rasyolarıdır. BDDK yaptığı çalışmada tamamen banka bilançosuna odaklanmış ve diğer makro ekonomik göstergeleri endekse dahil etmeden sadece bankalardaki değişimi esas alınmıştır. Böylelikle finansal piyasalardaki değişimi, bankalardaki değişime denk tutarak ekonomik göstergeyle ilişkilendirmemektedir.

Çakır ve Tekmen (2014), yaptıkları çalışmada finansal piyasalardaki değişimi para piyasasındaki değişmeye bağlı tutarak bir endeks oluşturmuşlardır. Endeks içerisine değişkenler olarak, hisse senedi fiyatları, Devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) getirileri, geniş tanımlı para arzındaki büyüme (M3), reel faiz oranları, 3 aylık TR/LIBOR ve reel efektif döviz kurundaki değişikleri katmış, para piyasasındaki gevşek ya da sıkı para politikasının uygulanmasından bahsetmektedirler. Sonuç olarak ise 2005-2010 yılları arasında Türkiye'de gevşek para politikasının uygulandığı sonucuna ulaşılmaktadır. Kara vd. (2016) yaptıkları çalışmada yapılmış diğer çalışmalardan farklı olarak endeksi, kredilerin ve uluslararası etkenlerin önemi açıklamak için oluşturmuşlardır. Endeks içerisinde için BİST getiri eğrisi, sermaye akımları farkı, reel efektif kur, kredi faizleri, kısa vadeli faizler, mevduat faizleri, M3 para arzı, konut fiyatları, kredi standartları, gösterge bono faizleri ve risk primi(CDS) yer almaktadır. Çalışma sonrasında ise oluşturdukları endeks ile finansal piyasalarda kredi kullanımın finansal piyasaları bütünüyle etkileyen bir değişken olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca 2011 yılından sonra uluslararası hesaplanan göstergelerin Türkiye'de finansal piyasalardaki değişimleri tam olarak yansıtamadığı dile getirilmektedir.

Finansal piyasalarda, gözlemlenmiş endekslerin dışında benzer çalışmalarda yer almaktadır. Oluşturulmuş olan finansal durum endeksi v.b çalışmalar Tablo 3.1'de görüldüğü üzere aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.1: Finansal Durum Endeksi Oluşumu Ek Literatür Özeti

YAZAR/ÇALIŞMA DÖNEMİ/ADI	YÖNTEM	FİNANSAL DURUM ENDEKSİ GÖSTERGELERİ
C.GOODHART ve B. HOFMANN / 2003 / Varlık Fiyatları ve Para Politikası Davranışları	Faktör/VAR(etki-tepki) Analizi - Ağırlıklandırma Yöntemi	Kısa Dönem Reel faiz oranı, Uzun Dönem Reel Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Reel Konut Fiyatları ve Reel Hisse Fiyatları
YAPRAKLI, Sevda / 2007 / Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki' Türkiye Üzerine Bir Uygulama'	VAR(etki-tepki) Analizi- Johensen-Juselius Koentegrasyon Testi	GSYİH, İMKB İşlem Görme Oranı, İMKB İşlem Hacmi, İMKB İşlem Piyasa Dengesi
ÇAKIR, Selim ve TEKMEN, Emre / 2010 / Finansal ve Parasal Durum Endeksi	VAR(etki-tepki) Analizi- Ağırlıklandırma Yöntemi	Hisse Senedi Fiyatları, DİBS Getirileri, Para Arzı(m3), Reel Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru ve TRLİBOR Faiz Oranları
SÜSLÜ, Bora ve DİŞBUDAK, Cem / 2012 / TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi	VAR(etki-tepki) Analizi- Ağırlıklandırma Yöntemi	GSYH, Faiz Oranları, Döviz Kuru, Özel Sektör Kredileri, Cari İşlemler Açığı, Varlık Fiyatları
ÖZTÜRK, Harun- TÜRKMEN, Göksel / 2013 / Türkiye İçin Finansal Baskı Endeksi Oluşturulması /	VAR(etki-tepki) Analizi- Ağırlıklandırma Yöntemi	GSYH, Yükselen Tahvil Endeksi, Ticaret Dengesinin Rezervlere Oranı, Döviz Kuru Oynaklığı, İthalat vi İhracat Farkı, MB Rezervleri
KARA, Hakan- ÖZLÜ Pınar ve Ünalmış Deren / 2015 / Türkiye İçin Finansal Durum Endeksi	VAR(etki-tepki) Analizi- Ağırlıklandırma Yöntemi	Gösterge Faizleri, Kredi Faizleri, Kredi Standartları, EMBI, Reel Efektif Kur, Sermaye Girişleri Toplamı ve Borsa Getiri Eğrisi, Faiz Getirisi Eğrisinin Eğimi
E. KADIOĞLU ve N. TELÇEKEN / 2017 / Bankalarda Aktif Yapıyı Etkileyen Faktörler	VAR(etki-tepki) Analizi- Ağırlıklandırma Yöntemi	Nominal Faiz, İşsizlik Oranları, Ortalama Mevduat Faiz Oranları, Toplam Kredi Miktarı, Toplam Mevduatlar

ORAL, Orkun İ. - YILMAZ, Cihan / 2017 / Finansal ve Politik Risk Endeksinin BİST Sınai Endeksi Üzerine Etkisi	VAR(etki-tepki) Analizi	Bist Sınai Endeksi, Politik Risk, Finansal Risk,
AKDENİZ, Coşkun ve ÇATIK, Abdurrahman Nazif / 2017 / Türkiye için Finansal Koşulların Bir Analizi: Faktör ve VAR Modellerinden Bulgular	Faktör/VAR(etki-tepki) Analizi-Ağırlıklandırma Yöntemi	Reel Döviz Kuru, TCMB Gecelik Borçlanma Faiz Oranları, M1 Para Arzı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Özel Sektör Toplam Krediler, Reel Sektör Güven Endeksi, S&P 500 endeksi, BİST100 endeksi ve Petrolün varil fiyatı

3.3. Finansal Durum Endeksi Oluşturulması/Belirleyicileri

Finansal gelişme sürecini belirlemek için kullanılan birçok gösterge bulunmaktadır. Ancak piyasaların sürekli değişim içerisinde olması ile finansal piyasa kullanıcılarının değişen zevk ve ihtiyaçları bu göstergelerin doğru ve tam olarak belirlenememesine neden olmaktadır. Çünkü bu ülkelerde verilerin toplanması ve ölçümü birbirlerinden farklılık göstermektedir. Bundan dolayı finansal durumu özetleyen tam ve doğru bir endeks oluşturulması zorlaşmaktadır.

Günümüze kadar oluşturulmuş olan endekslerde mevcut piyasa koşulları altında değişim sürecini özetleyen durumlar aktarılmaktadır. Bundan dolayı oluşturulmuş olan endeks göstergelerini takip etmek finansal gelişme süreci hakkında bilgiler vermekte ve ilerisi hakkında çıkarımda bulunmaya yol açmaktadır. Dolayısıyla oluşturulan endekslerde, göstergelerdeki artışların finansal piyasalardaki, yaratmış olduğu derinleşme süreci olarak yorumlanabilmesine olanak tanımaktadır.

3.3.1. Döviz Kuru ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Bilindiği üzere döviz kuru, iki farklı ulusal para biriminin birbirleri arasındaki oransal durumunu ifade etmektedir. Özellikle de ticaretin serbestleşmesiyle birlikte büyük önem arz eden döviz kuru, hem ülke üretiminde hem de ülke tasarrufları birikiminde dikkat edilen unsurlardan biri olmaktadır. Döviz kuru ile finansal piyasaların etkisi finansal piyasaların anlatıldığı kısımda belirtilmiştir. Bu sebeple finansal durum endeksinde döviz kurunun yer alması oldukça önem arz etmektedir.

Endekste döviz kuru etkisini ölçmek adına çeyreklik TÜFE(2003=100) bazlı reel döviz kuru endeksi veri seti kullanılmıştır.

3.3.2. Faiz ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Faiz başta finansal sektör olmak üzere birçok sektöre doğrudan ya da dolaylı yoldan etki etmektedir. Özellikle de finansal piyasaların durumunu özetleyen bir gösterge endeksi oluşturulduğundan, finansal piyasalara doğrudan etkisi olan faiz oranlarının, endeks içerisinde yer alması gerekmektedir. Faiz oranlarının göstergesi olarak, piyasalardaki gerçek etkilerinin analiz edilmesi adına nominal faizlerin değil reel faizlerin kullanılması söz konusudur. Endeks içerisinde faiz oranları değişkenlerini temsilen ise TÜRKLİRASI, EURO ve DOLAR para cinslerinden üç aylık mevduatlara uygulanan faiz oranları kullanılmıştır.

3.3.3. Enflasyon ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Enflasyon bilindiği üzere mal ve hizmet fiyatlarındaki sürekli artışı durumunu ifade etmektedir. Enflasyonun ülke üretimi ve ülke sanayisi adına oldukça önemli bir etkisi olduğu bilinmektedir. Hem yeni yatırımcılar tarafından yatırımların yapılması hem de mevcut yatırımcıların yatırımlarını devam ettirmesi adına dikkat edilen bir gösterge olmaktadır. Ayrıca TCMB tarafından temel hedef olarak tanımlanan fiyat istikrarının(enflasyon hedeflemesi) sağlanma politikası doğrultusunda, enflasyon göstergesinin de oluşturulacak olan endeksin içerisinde yer alması gereken bir değişken olduğu düşülmektedir. Endekse yer alan enflasyon değişkeni olarak gerçekleşen enflasyon verileri, çeyreklik TÜFE(2003=100) bazlı fiyat istikrarı göstergesi şeklinde kullanılmaktadır.

3.3.4. Hisse Senetleri/Borsa ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Hisse senetleri satışı, şirketlerin kendi öz sermayelerini paylara ayırarak, paylar halinde belirli bir süreliğine ya da kalıcı olarak satışını ifade etmektedir. Fon ihtiyacı olan şirketlerin kısa süreliğine ya da uzun süreliğine fon eksiklerinin tedarik edildiği piyasaların finansal durum endeksi içerisinde de yer alması gerekmektedir. Hisse senetleri göstergesi olarak ise çeyreklik BİST100 getiri eğrisi kullanılmaktadır.

3.3.5. Para Arzı ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Finansal piyasa göstergesi olarak oluşturulacak olan endekste parasal durumu gösteren bir değişkeninin olması zorunlu bir hal almaktadır. Para piyasası göstergesi olan para arzı; piyasalardaki toplam parasal durumu ifade etmektedir. Oluşturulacak olan endekste ise para arzı göstergesi olarak üç aylık M3 para arzı göstergesi kullanılmaktadır. Kullanılan para arzı türü ise; dolaşımdaki para, banka kasalarındaki para, Türk Lirası (TL) ve yabancı para (YP) vadesiz – vadeli mevduat, repo ve para piyasası fonları ve bankalarca ihraç edilen menkul kıymetlerin toplamından oluşmaktadır.

3.3.6. Dış Borç ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Dış borç, ülkelerin yapmış olduğu faaliyetleri ve görevleri sonucunda gelirlerinin giderlerin az olduğu durumu ifade etmektedir. Bir ülkenin dış borcu ne kadar fazla olursa, o ülkenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için piyasadan talep ettikleri fon/tasarruf miktarı da o kadar fazla olmaktadır. Bu sebeple oluşturulacak olan endekste dış borç göstergesi bulunması gerekmektedir. Dış borç göstergesi olarak da üç aylık dönemlerde ülkenin kredi ve tahvil satımı yoluyla borçlanma göstergeleri kullanılmaktadır.

3.3.7. Risk Primi (CDS) ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Finansal piyasalara etki eden tespit edilmiş değişkenlerin dışında, tespiti henüz gerçekleşmemiş değişkenlerinde varlığı bilinmektedir. Oluşturulacak olan endekste tespit edilmemiş, ihmal edilmiş değişkenlerin endeks içerisindeki olumsuz etkisini azaltmak adına, endeks içerisine risk primi değişkenin dâhil edilmesi söz konusu olmaktadır. Ayrıca fon fazlası olan kişi ve kurumların, fonlarını belli bir süreliğine emanet edebilecekleri güven ortamının oluşmasına gerek duyulmaktadır. Uluslararası yatırımcıların bir ülkeye fonlarını yönlendirirken o ülkedeki, ekonomik, siyasi, politik güven ortamının oluşması büyük önem arz etmektedir. Bu sebeple fon talep edenlerin, fon arz edenlerin talep ettiği güven ortamını sağlaması gerekmektedir. Bu talepler üzerine ülkelerin güven ortamlarını analiz edip, bunları gösterge olarak ulusal basınlarda yayımlayan kurumlar bulunmaktadır (Bloomberg, S&P, Fitch v.b).

Oluşturulacak olan endekse risk durumu göstergesi olarak CDS (Kredi Temerrüt/risk Swapları) kullanmaktadır. Bir ülkenin kredi riskinin artması demek, o ülkede oluşan güvensiz piyasa koşullarını ifade etmektedir. Temelde fon sahiplerinin, fon talep edenlere, fonları belli bir süreliğine vermesi durumda, geri alamaması durumuna karşılık alacağını belli bir ücret karşılığında sigortalatması anlamına gelmektedir. Ulusal yatırımcılar genellikle bu sigortalatma sürecine 10-20 milyon dolarlık, 5-10 yıl vadeli fon transfer işlemlerinde başvurmaktadırlar. Sigortalama ücretleri üçer aylık dönemler halinde ödenirken, ödeme tutarı 100 baz puan, %1'lik prim tutarı olarak belirlenmektedir.

3.3.8. Cari İşlemler Dengesi ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Cari işlemler, bir ülkenin dış ticaret (ihracat-ithalat dengesi), hizmet alım-satım, dış yatırım gelir-gideri (net faktör geliri) ve cari transferler (karşılıksız elde edilmiş dış gelir-gider) olarak yapmış olduğu işlemleri ifade etmektedir. Bu işlemlerin toplamından elde edilen negatif farka ise cari işlemler açığı denilmektedir (Şahin, 2011:48-49).Cari işlemler sonucunda elde edilen negatif fark ne kadar fazla olursa, o ülkenin de sermaye talebi kadar artmaktadır. Çünkü ülkeler aniden alışmış olduğu yaşantılarından ve ihtiyaçlarından vazgeçememektedirler. Bu sebeple ülkeler sermaye taleplerinde cari işlemler dengesi ya da ödemeler dengesini dikkate aldığından dolayı, oluşturulacak olan endekste de bu değişkenin yer alması gerekmektedir.

3.3.9. Uluslararası Sermaye Hareketliliği ile Finansal Durum Endeksi İlişkisi

Uluslararası sermaye hareketliliği göstergesi doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplamından oluşmaktadır. Oluşturulmuş değişken, sermaye hareketliliğinin temsili göstergesi olarak ele alınmakta ve analizlerde bağımlı değişken olarak kullanılmaktadır.

Çalışmada kullanılacak faktörler sonucunda oluşturulacak finansal endeksin, yapılmış olan diğer çalışmalardan farklı ve daha geniş kapsamlı olması sebebiyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Genel olarak yapılmış çalışmalarda reel faiz, döviz kuru, BİST (hisse senedi fiyatları) getiri eğrisi ve para arzı ile analiz

edilmişken bu çalışmada ek olarak enflasyon, dış borç, cari işlemler açığı, risk primi (CDS)de eklenerek daha geniş kapsamlı bir endeks oluşturulmaktadır. Endeks oluşturulurken kullanılan değişkenler ayrı ayrı incelendiğinde finansal piyasalarda sermaye transferine neden olan değişkenler olarak görülmekte, fakat bütünüyle birlikte yarattığı etkilerin sonucu belirtilmemektedir. Böylelikle sermaye transferine neden olan faktörlerin, ihmal edilmemiş ve daha gerçekçi olması ile güvenilir sonuçlar elde edileceği düşünülmektedir. Oluşturulacak olan endeks, Türkiye'de ilk kez, değişen ve gelişen piyasa koşulları altında, güncel finansal piyasalara etki eden değişkenlerin tespit edildiği geniş kapsamlı bir endeks olacaktır. Böylelikle sermaye hareketliliğinin finansal piyasalarla olan ilişkisinin daha doğru analiz edilmesine olanak sağlayacağı düşünülmektedir.

4. BÖLÜM: TÜRKİYE'DE FİNANSAL DURUM ENDEKSİ OLUŞTURULMASI VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ İLİŞKİSİ: SİMETRİK VE ASİMETRİK NEDENSELLİK ANALİZİ

Türkiye'de finansal piyasa verilerinden elde edilmiş olan değişkenlerle oluşturulan finansal durum endeksi ile sermaye hareketliliği ilişkisinin zaman serisi analizi yardımıyla incelendiği bu bölümde ilk olarak bu çalışmanın yapılma nedeni ve kapsamı tanıtılmaktadır. Sonrasında yapılan ekonometrik analiz çalışmaları ve analiz sonuçlarına yer verilmektedir. En son aşamasında ise çalışmanın sonuç kısmının yer aldığı analiz sonuçları üzerinde çıkarımda bulunulmakta ve bu sonuçlara önerilerde bulunulmaktadır.

4.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Finansal piyasalar, finansal sistem yardımıyla sermaye birikimlerinin oluşmasına doğrudan ya da dolaylı yoldan aracılık etmekte ve ülkelerin sermaye artışlarına katkı sağlamaktadır (Tunay, 2005:49). Ülke ekonomilerinin büyümesi, kalkınması, yeni teknolojilerin dünyaya yayılması ise sermaye artışları ve sermaye transferlerinin etkin ve kısa sürede gerçekleşmesi finansal piyasalarla daha da kolay hale gelmektedir. Böylelikle ülke ekonomilerinin gelişmesi, verimli ve etkin çalışan bir finansal sistemle desteklendiğinde güçlü bir dinamik etki yaratmaktadır (Küçükaksoy ve Aslan, 2006). Bu çalışmanın amacı zamanla değişen ve gelişen finansal piyasa koşullarını özetleyen finansal durum endeksi yardımıyla sermaye hareketliliğinin ilişkisini incelemektir. Çalışma, Türkiye'de 2006Q1-2016Q4 yılları arasını kapsayan çeyreklik(üçer aylık) veri setlerinden oluşmaktadır.

4.2. Tanımlayıcı Değişkenler

Çalışmamızda yer alan ekonometrik analiz aşamasında kullanılan değişkenler Eviews (9.0) ve Gauss (2010) programlarında analiz edilmiş ve değişkenlere ait veri seti hakkındaki bilgiler aşağıda verilmiştir.

Tablo 4.1: Analize Konu Olan Değişkenler

Değişken	Tanım	Kaynak
Srmy	Toplam Sermaye = Doğrudan + Portföy + Diğer Yatırımlar (Milyon Dolar)	TCMB
Dkt	Döviz Kuru Endeksi (2003:100)	TCMB
Tlf	TL Üç Aylık Mevduat Faiz Oranları (%)	TCMB
Usdf	USD Üç Aylık Mevduat Faiz Oranları (%)	TCMB
Eurf	EUR Üç Aylık Mevduat Faizler Oranları (%)	TCMB
Enf	TÜFE Bazlı Fiyat Endeksi(2003:100)	TUİK
Bist	Borsa İstanbul Getiri Eğrisi Kapanış Fiyatları ST 100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre (27-12-1996=976)-Düzey	TCMB
m3	M3 Toplam Para Arzı (Bin Türk Lirası)	TCMB
Dbrc	Toplam Kamu Net Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)	Hazine Müsteşarlığı
Cds	Kredi Risk Swapı (100 Baz Puan=%1 Prim Bedeli)	T.C. Ziraat Bankası A.Ş.
Cdi	Cari İşlemler Hesabı (Milyon Dolar)	TCMB
Gsyh	Reel Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (2010 Baz yılı, Milyon USD	İMF

Toplam Sermaye: Çalışmada sermaye, uluslararası sermaye transferleri sonucunda Türkiye'deki toplam sermaye miktarlarını göstermektedir. Toplam sermaye; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar toplamından oluşmaktadır. Değişken, TCMB'den temin edilen çeyrek yıllık (üç aylık) veri setinden oluşmakta ve logaritması alınarak analize dâhil edilmektedir.

Döviz Kuru: Döviz kuru göstergesi olarak TCMB'den temin edilen baz yılı 2003 olarak belirlenmiş, çeyrek yıllık (üç aylık) TÜFE bazlı reel döviz kuru endeksi değişkeni kullanılarak analize dahil edilmektedir.

TL Faiz Oranları: Türk Lirası faiz oranları göstergesi olarak TCMB'den temin edilen doksan güne kadar vadeli mevduatlara uygulanan üç aylık düzey faiz oranları analize dâhil edilmektedir.

USD Faiz Oranları: : Birleşik devletler dolar faiz oranları göstergesi olarak TCMB'den temin edilen doksan güne kadar vadeli mevduatlara uygulanan düzey üç aylık faiz oranları analize dâhil edilmektedir.

EUR Faiz Oranları: : Avrupa Birliği para birimi faiz oranları göstergesi olarak TCMB'den temin edilen doksan güne kadar vadeli mevduatlara uygulanan üç aylık düzey faiz oranları analize dâhil edilmektedir.

Enflasyon: Fiyat endeksi göstergesi olarak TÜİK'den temin edilen baz yılı 2003 olarak belirlenmiş, çeyrek yıllık (üç aylık) özel kapsamlı tüketici fiyatları göstergeleri kullanılarak analize dahil edilmektedir.

Hisse Senetleri Getiri Oranları: Hisse senetleri getirilerinin göstergesi olarak TCMB'den temin edilmiş, çeyrek yıllık (üç aylık) veri setinden oluşmakta ve BİST getiri oranları (kapanış fiyatlarına göre (ST 100)) endeksi göstergeleri kullanılarak analize dâhil edilmektedir.

Para arzı: Toplam para arzı, dolaşımdaki para, TL ve YP vadesiz- vadeli mevduat, repo ve para piyasası fonları, bankalarca ihraç edilen menkul kıymetler, yurtiçi ve yurtdışı kuruluşlardan sağlanan YP ve TL cinsinde toplanan mevduatları, fonları, bankalar arası ödünç alınan fonları, repo ile sağlanan fonları ve emanet menkul kıymetlerin toplamını gösteren M3 para arzı göstergesi kullanılmaktadır. Çünkü M2 veya M1 para arzına göre daha geniş kapsamlıdır. Değişken TCMB'den temin edilen çeyrek yıllık (üç aylık) veri setinden oluşmakta ve logaritması alınarak analize dâhil edilmektedir

Dış Borç Toplamı: Toplam dış borç göstergesi olarak Kamu Net Dış Borç (Kamu Brüt Toplam Borç Stoku +TCBM Net Varlıkları + Kamu Varlıklar + İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları) stoku göstergesi kullanılmaktadır. Değişken, Hazine Müsteşarlığı'ndan temin edilen üç aylık veri setinden oluşmakta ve logaritması alınarak analize dâhil edilmektedir.

Ülke Riski Göstergesi: Ülke riski göstergesi olarak TC. Ziraat Bankası A.Ş'den (Bloomberg kaynaklı) temin edilmiş, çeyrek yıllık (üç aylık) CDS risk primi göstergeleri kullanılarak analize dâhil edilmektedir (100 CDS puanı, ilave %1 maliyet anlamına gelmektedir).

Cari İşlemler Hesabı: Cari işlemler hesabı göstergesi olarak kullanılan cari işlemler dengesi (ithalat+ ihracat + hizmet gelirleri+ hizmet giderleri + birincil yatırım gelirleri+ birincil yatırım gelirleri + ikincil yatırım gelirleri) kullanılacaktır. Değişken, TCMB'den temin edilen çeyrek yıllık (üç aylık) veri setinden oluşmakta ve logaritması alınarak analize dâhil edilmektedir.

Gelir/Hâsıla: Hasıla göstergesi olarak 2010 bazlı reel GSYH göstergesi kullanılacaktır. Değişken, IMF'den temin edilen 2010 baz yıllı çeyrek yıllık (üç aylık) veri setinden oluşmakta ve logaritması alınarak analize dahil edilmektedir.

4.3. Ekonometrik Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde, finansal piyasalara etkisi olan birçok değişkenin bir endeks içerisinde toplulaştırarak, toplam etkini gösteren bir endeks oluşumuna yer verilmektedir. Daha sonrasında oluşturulan endeksin uluslararası sermaye hareketliliği ile olan ilişkisi incelenmektedir. Bu analiz süreci içerisinde sırasıyla değişkenlere uygulanmış olan analizler aşağıda ayrıntılı olarak belirtilmektedir.

4.3.1. Durağanlık/Birim Kök Analizi

Zaman seri analizinde değişkenlerin sahip olduğu en temel varsayım random (tesadüfü) veya stokastik olarak oluşmasıdır. Zaman serilerindeki diğer bir varsayım ise değişkenlerin deterministik özellikte olmasıdır. Stokastik özellik değişkenlerde durağanlık durumunu ifade etmekte iken değişkenlerin zamanla belli bir değere yaklaşmasını ifade etmektedir. Ayrıca değişkenlerin sabit bir ortalama ve varyansının yanı sıra gecikme düzeyine de bağlı olarak kovaryansının zamandan bağımsız olduğu anlamına gelmektedir. Deterministik özellik ise sabit katsayı, trend ve mevsimsel etkinin varlığını ortaya koymaktadır. Durağanlık sınaması, zaman serisi olarak yapılan analizlerde, güvenilir sonuçlar vermesi için değişkenlere öncelikte uygulanması gereken bir aşamadır. Özellikle de makroekonomik değişkenlerden oluşan veri setlerinde, değişkenleri durağanlaştırmak, yapılan analizlerin güvenilir sonuç vermesi için oldukça önemlidir. Yapılan çalışmamızda kullanılan veri setinin makroekonomik değişkenler olması ve zaman serisi analizi yapılması sebebiyle,

değişkenlerimizi durağanlaştırmamız ve analize uygun hale getirmemiz gerekmektedir (Emeç, t.y.). Değişkenlere durağanlık sınaması yapılırken faydalanılan analizler sırasıyla belirtilmiştir.

4.3.1.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey-Fuller Testi: ADF) Birim Kök Testi

Bir veri setindeki değişkenin uzun dönem içerisinde gösterdiği özellik, bir önceki dönemindeki değere göre ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla serinin değişiminin anlaşılması için, her dönemde almış olduğu değerin bilinmesi ve bir önceki dönemiyle regresyonu hesaplanması gerekmektedir. Dickey-Fuller bu durumun çözümü için bağımlı değişkenin gecikmelerini, bağımsız değişken olarak modele ekleyerek yeni bir analiz geliştirmiştir. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi olarak adlandırılan bu analiz, zaman serisi analizlerinde durağanlık sınamasına öncelikli başvurulan bir yöntem olmakta ve zaman serisi analizi ile yapılan çalışmalarda da karşımıza çıkmaktadır (Tarı, 2011: 387-393). Yapılan bu analizle değişkenlerin durağan olup olmadığı sınanmaktadır. Ayrıca ADF Analizi yapısal kırılmaların dikkate alınmadan analiz edildiği bir yöntemdir. Bu sebeple yapısal kırılmadan kaynaklı olarak durağanlaştırılmayan değişkenlerde yetersiz kalmaktadır (Enders,1995;225). Bu analiz temelinde; Y_t değişkeninin hesaplandığı dönemde aldığı değer ile bir önceki dönemdeki değeri olan Y_{t-1} ile ilişkisi denklem (1.1)'de verildiği gibi oluşturulmaktadır.

$$Y_t = \theta Y_{t-1} + e_t \qquad (1.1)$$

Burada belirtilen ''e_t'' stokastik olan hata terimini ifade etmektedir. Oluşturulan model birinci dereceden otoregresif (AR(1)) modelidir. Yine modelde belirtilmiş olan θ katsayısı bire eşit olursa eğer birim kök sorunu olmakta ve serinin durağan olmadığı, serinin bir önceki dönemde maruz kaldığı şokun etkisinde kaldığı anlaşılmaktadır. θ katsayısının birden küçük olması durumunda ise, değişkenin önceki dönemlerde maruz kaldığı şok etkisi kalıcı olarak devam etmemekte ve belli bir süre sonrasında da ortadan kalktığı anlamına gelmektedir. Yukarıdaki 1.1

numaralı denklemin sağ ve sol tarafından değişimi anlamamız için Y_t -1 çıkarılarak denklem (1.2.)'deki ilişki elde edilmiş olmaktadır.

$$\Delta Y_t = (\rho - 1)Y_{t-1} + e_t \qquad (1.2)$$

Burada, $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ olup değişkenin birinci farkını ifade etmektedir. ρ -1 ise δ olarak ifade edilirse formül denklem (1.3)'deki halini almaktadır.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + e_t \qquad (1.3)$$

ρ'nin bire eşit olması durumunda δ sabiti sıfıra eşit olacak ve $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = e_t$ olacaktır. Bu durumda da seri birinci farkta durağan hale gelmiş olacaktır. Böylelikle orijinal değişkenlerde birinci farkı aldığımızda değişken durağanlaşıyor ise orijinal değişkene birinci dereceden entegre olmuş denmekte ve I(1) olarak gösterilmektedir.

Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi trendli ve sabitli ya da sabitli tahmin edilebilmektedir. Değişkenin zaman serisi boyunca gözlemlenen değerlerine bakılarak analize konu edilmektedir. Trend ve sabitin modele dahil edilmesi durumunda ise formüller denklem (1.5) ve (1.6)'da belirtilmektedir. Sabitsiz ve trendsiz olarak tahmin edilen model denklem (1.4.) gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + e_t \qquad (1.4)$$

Sabitli olarak tahmin edilen model denklem (1.5.) gösterilmektedir

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + e_t \qquad (1.5)$$

Sabitli ve trendli olarak tahmin edilen model ise denklem (1.6.) gösterilmektedir

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + e_t \qquad (1.6)$$

Bütün durumlardabirim kök sınaması değişmemekte, sadece sabit ya da trendin anlamlı olup olmama durumu değişmektedir. Yapılan analiz sonuçlarında ''β_1'' katsayının anlamlılık (*prob*) durumuna bakılarak seriye sabitin gerekliliği hakkına

yorum yapılabilmektedir. Trendin seriye gerekliliğine ise ‘‘t’’ katsayının anlamlılık (*prob*) durumuna bakılarak karar verilmektedir.

4.3.1.2. Zivot - Andrews Birim Kök Analizi

Yapılan zaman serilerinde durağanlık sınaması yapılırken başvurulan birim kök analizlerinde büyük önem taşıyan birkaç unsur bulunmaktadır. Bunlardan biri, birim kök analiz yapılma aşamasında, regresyonun sabitli ya da sabitli trendli olarak tahmin edilirken değişkenin özellikleriyle paralel yapılması gerekmektedir. Diğeri ise değişkenlerdeki olabilecek yapısal kırılmaların olabilme durumudur (Tıraşoğlu, 2014:76-42). Bu durumun göz ardı edilmesi analiz edilen veri setlerinde olumsuz sonuçları istatistiki sorunlara sebep olmaktadır.

Zivot ve Andrews (1992) ve Perron (1989) yaptıkları benzer çalışmalarda durağanlık sınamalarında yapısal kırılmanın ihmal edilmesi, yapılan çalışmalarda istatistiki sorunlarına yol açtığını ifade ederek ihmal edilmemesini dile getirmektedirler. ADF Analizini eleştirerek alternatif hipotez olarak en yüksek kırılma dönemini ifade eden kırılma dönemini modele ekleyerek yeni bir durağanlık sınaması analizi geliştirmişlerdir (Keskin, 2008: 217-228). ADF testlerinden Zivot ve Andrews (1992) testi kullanılmaya kadar geçen süreçte yapılan analizlerde serilerde kırılmanın olabileceği düşüncesi hâkim olduğunda seriye dışsal olarak kırılma yılı eklenerek test edilmekteydi. Zivot ve Andrews (1992) tarafından geliştirilen teste bu testlerden farklı olarak yapısal kırılma yılının öngörülmemesine karşın modele içsel olarak eklemektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017:445-447). Böylelikle birim kök tespit edilen değişkenlerde yapısal kırılmanın olup olmadığı ya da yapısal kırılmadan kaynaklı birim kökün varlığı sınanmaktadır. Yapısal kırılmadan kaynaklı birim kökün olmadığı ve yapısal kırılma yokken denklem (2.1)’deki halini almaktadır.

$$Y_t = \mu + Y_{t-1} + e_t \qquad (2.1)$$

Hesaplamada kullanılan μ sembolü sabit değişkeni Y_{t-1} ise değişkenin bir dönem önceki değeri ifade etmektedir. Serinin durağan olduğu ve yapısal kırılmanın olmadığın göstermektedir. Geliştirin modelde yapısal kırılma kaynaklı birim kökün

var olabilmesi üç farklı şekilde analiz edilmektedir. Model A, Model B ve Model C olarak tahmin edilen modellerin temelinde sabitli, trendli ve sabitli ve trendli olarak formüle edilmiş halleri ise;

Model A (Sabitli olarak tahmin edilen model) formülü denklem (2.2)'de gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \gamma_1 DVU_t(\lambda) + \sum_{j=1}^{p} \delta_j \Delta Y_{t-1} + e_t \qquad (2.2)$$

Model B (Trendli olarak tahmin edilen model) formülü denklem (2.3)'de gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \gamma_2 DVT_t(\lambda) + \sum_{j=1}^{p} \delta_j \Delta Y_{t-1} + e_t \qquad (2.3)$$

Model C (Sabitli ve trendli olarak tahmin edilen model) formülü denklem (2.4)'de gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \gamma_1 DVU_t(\lambda) + \gamma_2 DVT_t(\lambda) + \sum_{j=1}^{p} \delta_j \Delta Y_{t-1} + e_t \qquad (2.4)$$

Yapılan analizde $\delta = \rho - 1$ olarak ifade edilmektedir. ρ'nin bire eşit olması durumunda δ sabiti sıfıra eşit olacak ve $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = e_t$ olacaktır. Bu durumda da seri birinci farkta durağan hale gelmiş olacaktır. Böylelikle orijinal değişkenlerde birinci farkı aldığımızda değişken durağanlaşıyor ise orijinal değişkene birinci dereceden entegre olmuş denilmekte ve I(1) olarak gösterilmektedir (Tarı, 2011: 387-393).

Kırılma dönemi, δ katsayısının, t değerini en düşük olduğu noktada belirlemektedir ve λ olarak gösterilmektedir. DVU_t ortalamadaki kırılma dönemiyle ortaya çıkan kukla değişkeni, $\gamma_1$ise bu değişkenin katsayısını göstermektedir. DVT_t'de trenddeki kırılma dönemiyle ortaya çıkan kukla değişkeni, γ_2 ise bu değişkenin katsayısını göstermektedir. μ modeldeki sabiti, β trendin parametresini, e_t hata terimini, Y_{t-1} ise bağımlı değişkenin bir dönem gecikmesini ifade etmektedir. Modele sonradan eklenen $\sum_{j=1}^{p} \delta_j \Delta Y_{t-1}$ ifadesi ise otokorelasyon sorununa neden olmamak adına uygun bağımlı değişken gecikmelerini içermektedir.

4.3.1.3. Lee- Strazicich Birim Kök Testi

Zaman serilerinde karşımıza çıkan sorunlardan biri olan durağan olmayan değişkenlerin varlığı ve analizlerde uzun vadeyi kapsayan zaman diliminin olması değişkenler üzerinde bazı düzenlemelerin yapılması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Analiz süresi uzadıkça bu zaman zarfında karşılaşılabilecek şokların, yaşanma olasılığı da artmaktadır. Yapısal kırılmaların dikkate alınmadığı analizlerde tespit edilen yapısal kırılmalar, kırılma dönemlerini dışsal olarak modele dâhil ederek analiz etmekteydi.

Zivot-Andrews (1992) ve Lee-Strazicich (2003) geliştirdikleri analizde, yapısal kırılma dönemi bilinmese bile tespit edebileceğini ve bunu modele içsel olarak dâhil edilebildiğini ifade etmektedirler. En fazla bir dönem yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot-Andrews (1992) testi sonrasında yapısal kırılma döneminin fazla olabilme olasılığı düşüncesiyle bazı analizler ortaya çıkmaktadır. Bu testlerden biri de Lee-Strazicich tarafından geliştirilen ve en fazla iki dönem yapısal kırılmayı dikkate alan Lee- Strazicich (2003) birim kök testidir. Lee-Strazicich(2003) geliştirmiş olduğu modelini, Zivot-Andrews birim kök analizi sınamasındaki trend ve sabitteki kırılmayı gösteren C modeli birim kök sınamasını, diğer modellere göre daha başarılı bulmakta ve analizini bu modele dayandırmaktadır (Tıraşoğlu, 2014:74-76). İlgili birim kök testinin temel alındığı modelin formüle edilmiş hali ise denklem (3.1) gibidir.

$$Y_t = \delta Z_t + X_t \qquad (3,1)$$

Bu model saf modeli ifade etmektedir. Y_t'nin bağımlı değişken olduğu formülasyonda Z_t dışsal değişkenler vektörünü, δ bu vektörün parametresini ve $X_t = \beta X_{t-1} + e_t$ yi ifade etmektedir. O halde (3.1) formülünde X_t ifadesinin açılımı yerine yazıldığında denklem (3.2) halini almaktadır.

$$Y_t = \delta Z_t + \beta X_{t-1} + e_t \qquad (3,2)$$

Daha öncesinde belirtildiği üzere Lee- Strazicich analizi, Zivot-Andrews analizinin C modelini esas aldığından formülün son hali denklem (3.3)'deki halini almaktadır.

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + d_1 D_{1t} + d_1 D_{2t} + DT_{1t} + DT_{2t} + e_t \qquad (3.3)$$

Sabitli ve trendli tahmin edilen modelde ikinci kırılmayı da ekleyerek analiz edilmektedir (Tıraşoğlu, 2014:74-76). Ayrıca bu analiz iki farklı durumda test edilebilmektedir. İlk test biçimi, değişkende meydana gelen yapısal kırılma döneminde yaşanmış olan yapısal şoktan sonra değişkenin eski seyrini geri kazandığını ifade etmektedir. İkinci analiz ise yaşanmış olan yapısal kırılmalardan sonra değişkenin eski seyrini geri kazanamadığını ifade etmektedir. Analiz veri yaratma sürecini esas almaktadır. Analiz sonuçları yorumlanırken dikkat edilmesi gereken unsurlardan biri hesaplanan test istatistikleri (t_h) dışında, kırılma kuklalarını ifade eden D1 ve D2'nin anlamlılıklarının dikkate alınması durumudur. Aksi halde kırılma kuklalarından D_1 ve D2'den birinin anlamsız çıkması halinde iki kırılmalı birim kök testine ihtiyaç duyulmayacaktır.

4.3.2. Vektör Otoregresif Model (VAR) Analizi

Ekonomi ülke yönetiminde büyük bir öneme sahiptir. Ülkenin üretimi, tüketimi, kaynak dağılımı, kaynak yönetimi başta olmak üzere birçok alana etkisi bulunmaktadır. Bu alanda üretilmiş ekonomik göstergelerin de ekonomi içerisinden birden çok alana etkisi olmaktadır. Ekonomik göstergelerin eşanlı etkiye sahip olması sebebiyle ekonomi üzerine yapılan çalışmalarda tek bir etkiden ya da tek bir etkenden söz edilmesi mümkün olmamaktadır. Ekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin belirli bir kural çerçevesinde incelenmesi analiz modeli üzerinde bazı kısıtlamalar koymasına neden olabilmektedir. Analizde yer alan değişkenlerin modele içsel ya da dışsal olarak dahil edilmesine karar verilmesi test sonuçlarını doğrudan etkilemektedir. Analizin doğru sonuçlar vermesi ise değişkenlerin içsel ya da dışsal olarak modele eklenmesine doğru karar vermekle doğru orantılıdır. Değişkenlerin model içerisine içsel ya da dışsal olarak dahil edilmesi aşamasında yaşanan karmaşaları önlemek için geliştirilen Vektör Otoregresif Modellerle (VAR) bu sorun ortadan kaldırılmaktadır. Böylelikle değişkenler arasında yaşanan eşanlı etki ihmal edilmeyerek, yaşanan dinamik ilişkiler kısıtsız olarak analizde incelenebilmektedir (Tarı ve Bozkurt, 2006:15).

VAR modelleri, ilk olarak Sims (1980) tarafından geliştirilmiştir. VAR modelleri, bir denklem içerisinde yer alan tüm içsel değişkenlerin hem kendi, hem de model içerisindeki diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer aldığı eşitlikler sistemidir. Model içerisinde analiz edilen değişkenlerin durağan olması koşuluyla, analiz edilen hipotez politika belirlemekten ziyade, değişkenler arasındaki etkileşimi ortaya koymaktadır. Bu analiz temelinde tek değişkenli zaman serilerinden hareketle çok değişkenli zaman serilerine geçiş sürecini göstermektedir. Yani otoregresif AR(p), hareketli ortalama MA(q) ve otoregresif hareketli ortalama ARMA(p,q) modelleri bu teste önemli bir yere sahiptir. Geliştirilen vektör otoregresif model VAR(p) yapısı da AR(p) yapısına benzemektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017:495-497). Birden fazla değişkenli model ise denklem (4.1) ve (4.2.) gösterilmektedir.

$$Y_{1t} = \delta_{1t} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{1i} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{1i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (4.1)$$

$$Y_{2t} = \delta_{2t} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{2i} Y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{2i} Y_{2t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (4.2)$$

Y_{1t} ve Y_{2t}ifadeleri durağan olan değişkenleri, ε_{1t} ve ε_{2t} modelin hata terimlerini, p gecikme dönemlerini ifade etmektedir. (4.1) ve (4.2) olarak formüle edilmiş modellerin VAR(p) olarak modellenmesi ise;(bir gecikmeli, iki değişkenli)

$$Y_{1t} = \delta_{1t} + \beta_{11} Y_{1t-1} + \beta_{12} Y_{2t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (4.3)$$

$$Y_{2t} = \delta_{2t} + \beta_{21} Y_{1t-1} + \beta_{22} Y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (4.4)$$

$$Y_t = \delta_t + A1 Y_{t-1} + A2 Y_{t-2} + \cdots \ldots + Ap Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (4.5)$$

halini almaktadır. Belirlenen gecikme sayısına (p) göre model şekillendiğinden analize başlanmadan önce gecikme sayısını doğru ve optimal belirlenmesi model içerisinde büyük bir öneme sahip olmaktadır.

4.3.2.1. Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi

Çoğunlukta VAR model sonuçlarının iktisadi açıdan yorumlanması oldukça zordur. Bu güçlük neticesinde çoğu zaman yapılan analizlerde VAR analizi, model

parametreleri belirlenmesi sırasında değil de, etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırma için kullanılmaktadır.

Etki tepki fonksiyonu VAR modelindeki içsel değişkenlerin hata terimlerindeki rassal şoklara karşı tepkisini ölçmektedir. Bu model analiz içerisindeki hata terimine verilen bir birimlik rassal şok sonrasında, içsel olarak analiz edilen değişkenin nasıl tepki verdiğini ölçmektedir. Bilindiği üzere VAR(p) modeli denklem (5.1.)'deki gibidir.

$$Y_t = \delta_t + A1Y_{t-1} + A2Y_{t-2} + \cdots \ldots + ApY_{t-p} + \varepsilon_t \qquad (5.1)$$

Buradan hareketle ε_t'de yaşanan her değişim doğrudan Y_t'de değişime neden olmaktadır. Etki tepki fonksiyonları ise; hata terimlerine verilen bir birimlik şokların, değişkenlerde ne yönde ne kadar etkilendiğini ortaya koymaktadır. Bu süreçte VAR(p) den hareketle model oluşturulmaktadır. Oluşturulan model ise Vektör Hareketli Ortalama ((VMA(∞)) adını almakta ve bu oluşum ise denklem (5.2.)'de gösterilmektedir.

$$Y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} A_1^i \varepsilon_{t-i} \qquad (5.2)$$

Burada $\mu = \begin{pmatrix} \bar{Y}_1 \\ \bar{Y}_2 \end{pmatrix}$ ve $A_1^i = \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} \\ \beta_{21} & \beta_{22} \end{pmatrix}^i$ ifade etmektedir. Matrisleri yerine yazıldığında denklem (5.3)'deki olacaktır.

$$\begin{pmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \bar{Y}_1 \\ \bar{Y}_2 \end{pmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} \\ \beta_{21} & \beta_{12} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t-1} \\ \varepsilon_{2t-1} \end{pmatrix} \qquad (5.3)$$

Rassal şoklar altındaki hata terimleri için denklem (5.4.)'deki ilişki kullanılarak denklem (5.5) elde edilmektedir.

$$\begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} = \frac{1}{1-\alpha_{12}\alpha_{21}} \begin{pmatrix} 1 & \alpha_{12} \\ \alpha_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \end{pmatrix} \qquad (5.4)$$

$$\begin{pmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \bar{Y}_1 \\ \bar{Y}_2 \end{pmatrix} + \frac{1}{1-\alpha_{12}\alpha_{21}} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} \\ \beta_{21} & \beta_{22} \end{pmatrix}^i \begin{pmatrix} 1 & \alpha_{12} \\ \alpha_{21} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} u_{1t-1} \\ u_{2t-1} \end{pmatrix} \qquad (5.5)$$

Buradan hareketle u da yaşanan şokların Y_t değişkenlerinin üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. β katsayıları etki çarpanlarını göstermektedir. u da yaşanan bir şok durumunda β'larda göstermiş olduğu katsayı kadar Y_t değişime neden olmaktadır denilebilmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017:510-513).

4.3.3. Nedensellik Analizleri

Zaman serisi analizinde, durağan olmayan (birim kök içeren) değişkenlerin varlığı güvenilir sonuçların ortaya çıkmamasına diğer bir ifadeyle sahte regresyon oluşmasına sebep olabileceği ifade edilmektedir. Analizde sahte regresyon oluşması, yüksek R^2 ve t istatistikleri, düşük Durbin Watson anlamına gelmektedir ($DW<R^2$). Böylelikle güvenilir olmayan sonuçlar ortaya çıkmakta ve çalışma sonucunda yanlış tahminlerde bulunmaya neden olmaktadır. Yapılmış olan çalışmalarda, serilerin durağanlık sınamaları yapıldıktan sonra durağan olmayan değişkenlerin birinci farkını alarak durağan hale getirilmektedir. Ancak bu yöntem veri kaybına neden olduğundan Granger (1969), yaptığı çalışmaya bunun önüne geçerek yeni bir çalışma ortaya koymaktadır. Granger nedensellik analizi olarak isimlendirilen bu analize öngörülebilirlik testi de denilebilmektedir.

Granger nedensellik analizine göre, değişkenler tek tek incelendiğinde durağanlığa sahip olmasa bile serileri durağanlaştırdıktan sonra, iki değişkenin doğrusal birleşmesi sonucunda yeni oluşturulan seriyi durağan hale getirebilmektedir. Bu da değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişki olduğu anlamına gelirken, serileri durağanlaştırdığından analiz sırasında karşımıza çıkan sahte regresyon sorununu ortadan kaldırmış olmaktadır (Keskin, 2008: 217-228). Bu analizde iki değişkenin de durağanlık kriterini sağlaması ya da sağlamaması gerekmektedir. Yani iki değişkeninde durağanlılık durumu aynı olmalıdır. Ancak bu koşul sağladıktan sonra Granger Nedensellik Analizi uygulanabilmektedir.

Granger nedensellik analizi, β_t ve Y_t değişkenlerinin gecikmeleri birbirlerini tahmin etmede başarılı olması üzerine oluşturulmaktadır. Y değişkeninin tahmini değerini, kendi gecikmesinden kaynaklı olarak öngörülmemesi, yani $Y = f(Y_{t-1})$ yerine

$Y_t = (Y_{t-1}, \beta_{t-1})$ olarak tahmin edilmesi anlamına gelmektedir. Oluşturulan model denklem (5.1)'deki gibidir.

$$Y_t = \sum_{i=1}^{k} \beta i \, Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \delta i \, X_{t-1} + e_t \qquad (5.1)$$

Sonuç $\sum_{i=1}^{m} \delta i$ toplamının sıfır olması durumunda Granger Nedensellik olmadığı anlamına gelmekte ve X değişkenin Y değişkenini tahmin etmekte başarılı olduğu anlaşılmakta, "X değişkeni, Y'nin Granger nedenidir" olarak ifade edilmektedir (Köprücü, 2017: 115-116) Ayrıca Granger Nedensellik analizi hipotezi ise;

H_0: Granger Nedeni değildir. **H_1:** Granger Nedenidir.

Sonuç, F istatistik değerine göre yorumlanmaktadır. F istatistiki değer, kritik değerden büyük ise H_0 hipotezi ret edilmektedir. Yani, ''seride Granger nedensellik bulunmaktadır'' denilebilmektedir.

Granger nedenselliği analizi nedenselliği diğer değişkenin gecikmelerine bakılarak yorumlanmaktadır. Bunun dışında nedensellik analizi farklı yöntemlerle de test edilmektedir. Granger nedenselliği analizinden sonra ortaya çıkan diğer bir yöntem Toda ve Yamamoto (1995) tarafından önerilen dönüştürülmüş Wald analizidir. Bu analiz, Granger nedensellikteki gibi değişkenin durağanlık durumlarının aynı olması gerekmemektedir. Her durumda eşbütünleşme durumuna bakılmadan analiz edilmektedir ve pozitif negatif nedensellik ayrımı yapılmamaktadır. Bu analizde en temel özellik modelin en uygun gecikme sayısını (k) belirlemekte ve sadece tek dönemlik gecikmeye dikkat etmemektedir. Bununla birlikte en yüksek bütünleşme derecesi(d) ortaya konulmaktadır. Yapılan analiz sonucunda ise modelin gecikme sayısı, hesaplanan k ve d değerlerinin toplamı olmaktadır (Bilgin ve Şahbaz, 2009: 177-198). Analizin modellenmiş hali ise denklem (5.2.) ve (5.3.) gösterilmektedir.

$$Y_t = \delta_{10} \sum_{i=1}^{m} \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=m+1}^{m+d_{max}} \emptyset_{1i} \; Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{m} \vartheta_{1i} \; X_{t-i} + \sum_{i=m+1}^{m+d_{max}} \partial_{1i} \; X_{t-i} + e_{1t} \qquad (5.2)$$

$$X_t = \delta_{20} \sum_{i=1}^{m} \alpha_{2i} X_{t-i} + \sum_{i=m+1}^{m+d_{max}} \beta_{2i}\ X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k} \mu_{2i}\ Y_{t-i} + \sum_{i=m+1}^{m+d_{max}} \rho_{2i}\ Y_{t-i} + e_{2t} \quad (5.3)$$

Denklem (5.1)'de. X değişkeninin geçmiş değerlerinden Y değişkenine doğru, (5.2)'de ise Y değişkenin geçmiş değerlerinden X değişkenine doğru nedenselliği ortaya koymaktadır. ϑ_{1i}veya μ_{2i} katsayıların sıfıra eşit olması durumunda hipotez;

H_0: Serilerde Nedensellik bulunmamaktadır. (ϑ_{1i}=0 veya μ_{2i}=0)

H_1: Serilerde Nedensellik bulunmaktadır. (ϑ_{1i}≠0 veya μ_{2i}≠0)

olduğundan H_0 hipotezi ret edilemeyerek nedensellik ilişkisinin olmadığını ifade edilmektedir. Sıfırdan farklı olması durumunda ise H_0 ret edilerek ilgili değişkenlerin aralarında nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Nedensellik üzerine yapılmış diğer bir analiz olan Hatemi-j (2006) analizidir. Bu analizde Toda ve Yamamoto analizini, çok fazla gözlemler altında test edilmesi durumunda güvenilir sonuçlar verdiği, gözlem sayısı azaldığında ise güvenilirliğinin azaldığını ifade ederek eleştirilmiştir. Bu sebeple testi geliştirmek adına boostrap (öz yineleme) dağılımıyla yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. Boostrap dağılımı, gerçek gözlemlerden elde edilerek yapılmaktadır. Gözlem sayısı kadar ilave gözlem eklemesi yapılmaktadır. Bu dağılımı temelinde denklem (5.4)'den hareketle oluşturulmaktadır.

$$F(x) = \frac{X_i : X_i \leq x, i = 1,2,3 \ldots n}{n} \quad (5,4)$$

F burada boostrap dağılım sonrasında alabilecek gözlem değerlerini ifade etmekte, n gerçekleşmiş gözlem sayısını göstermektedir. Hatemi –J (2006) analizi diğer analizlerden farklı olarak sadece gözlem sayıları yeterli düzeyde olmayan veri setinde gözlem sayısını artırma tekniği geliştirerek Toda- Yamamoto nedensellik analizini uygulamıştır. Yani Toda- Yamamoto nedensellik analizinde olduğu gibi nedenselliklerin pozitif ya da negatif yönde etki eden nedensellik ayrımı yapamamakta ve her ikini de aynı eşdeğer saymaktadır. Bu ayrımı, sonrasında

geliştirdiği Hatemi-J (2012) nedensellik analizinde ortaya koymaktadır (Öztürk, 2006).

4.3.3.1. Hatemi –J (2012) Nedensellik Analizi

Granger nedensellik, Toda- Yamamoto nedensellik analizleri temelinde pozitif ve negatif şokların belirlenemediği içeriğe sahiptir. Pozitif ve negatif şokların homojen niteliğe sahip olmaması ve yapılan analizlerde aynı etkiye sahip gibi değerlendirilmesi üzerine yeni çalışmalar ortaya çıkmaktadır. Bunun ilk çalışma örneği olan Granger ve Yoon (2002), pozitif ve negatif şoklar ile saklı eşbütünleme analizini gerçekleştirmişlerdir. Saklı eşbütünleşme analizinden esinlenerek bunu nedensellik analizine ilk kez Hatemi- J (2012) uyarlamıştır. Hatemi- J finansal piyasalarda asimetrik bilginin var olduğunu, farklı zaman zarfında yaşanan aynı tür şoklara bile farklı tepkiler verildiğini dile getirerek pozitif ve negatif etkilerin farklı olabileceğini dile getirmektedir. Ayrıca piyasa katılımcıların farklı özelliğe sahip olmasının da bu etki ayrımının yapılmasında belirleyici olduğunu söyleyerek önceki yapılmış olan analizlerin doğru sonuçlar veremeyebileceğini dile getirmektedir. (Çevik ve Zeren, 2014:202-204) Böylelikle Hatemi-J (2012) ile durağan olmayan değişkenlerde bir dönem gecikmesi alınarak veri kaybına neden olan analizlerin yerine geliştirdiği nedensellik analizi ile bu sorun ortadan kaldırılmış olmaktadır. Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik analizi, Toda-Yamamoto nedensellik analizin temellerine dayandığından uygun gecikme sayısı ve bütünleşme derecelerin bilinmesi gerekmektedir. Analizin temelinde Y_{1t} ve Y_{2t} gibi iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin incelendiği düşünüldüğünde model denklem (6.1.) ve (6.2).'deki gibidir.

$$Y_{1t} = Y_{1t-1} + e_{1t} = Y_{10} + \sum_{i=1}^{t} e_{1i} \qquad (6.1)$$

$$Y_{2t} = Y_{2t-1} + e_{2t} = Y_{20} + \sum_{i=1}^{t} e_{2i} \qquad (6.2)$$

Y_{10} ve Y_{20} başlangıç seviyesini göstermektedir ve pozitif –negatif şoklar ise;

$$e_{1i}^{+} = \max(e_{1i}, 0) \quad e_{2i}^{+} = \max(e_{2i}, 0) \qquad e_{1i}^{-} = \min(e_{1i}, 0) \quad e_{2i}^{-} = \min(e_{2i}, 0)$$

dir. Pozitif ve negatif şoklar formülde yerine yazıldığında sırasıyla denklem (6.3), (6.4) ve (6.5.) halini almaktadır.

$$Y_{1t} = Y_{1t-1} + e_{1t} = Y_{10} + \sum_{i=1}^{t} e_{1i}^{+} + \sum_{i=1}^{t} e_{1i}^{+} \quad (6.3)$$

$$Y_{2t} = Y_{2t-1} + e_{2t} = Y_{20} + \sum_{i=1}^{t} e_{2i}^{+} + \sum_{i=1}^{t} e_{1i}^{-} \quad (6.4)$$

$$Y_{1i}^{+} = \sum_{\mathrm{i}=1}^{t} e_{1i}^{+}, Y_{1i}^{-} = \sum_{i=1}^{t} e_{1i}^{-}, \; Y_{2i}^{+} = \sum_{i=1}^{t} e_{2i}^{+} \quad (6.5)$$

Bu formülasyona göre, ‘‘yaşanan bir birimlik şoklar, değişkenler üzerinde gözlenen katsayılar doğrultusunda negatif ya da pozitif etkiye neden olmaktadır’’ şeklinde yorumlanmaktadır.

5.BÖLÜM: AMPİRİK BULGULAR

5.1. Veri Seti ve Temel İstatistiki Göstergeler

Finansal piyasa göstergesi olarak oluşturulmuş olan finansal durum endeksi ile uluslararası sermaye hareketliliği göstergesi arasındaki ilişkiyi incelemeden önce, ekonometrik model içinde kullanılan değişkenlere ilişkin istatistiksel bazı göstergeler ele alınmıştır. Bu göstergelerden sonra ilgili dönemde değişkenlerin ortalamaları, standart sapmalarını, minimum ve maksimum değerlerini gösteren genel bilgi Tablo 5.1'de özet olarak verilmektedir.

Tablo 5.1: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Göstergeler (2006Q01-2016Q4)

Değişken	Ortalama	Std. Sapma	Min.	Maks.	Gözlem Sayısı
Srmy	-3678,90	2778,13	-9194	1879	44
Dkt	109,03	8.97	90,89	127.92	44
Tlf	12,11	3,91	6,77	19,99	44
Usdf	3,32	0,99	1,97	5,45	44
Eurf	2,75	0,87	1,25	4.88	44
Enf	197,18	48,37	123,86	288,89	44
Bist	82864,78	28463,64	32070,78	123835,9	44
m3	7,15e+08	3,33e+08	2,67e+08	1,41e+09	44
Dbrc	242,69	52,70	145,53	319,52	44
Cds	267,38	57,90	170,20	419,52	44
Cdi	-3472,87	1661,63	-7560,33	-327,67	44
Gsyh	113,57	21,68	79,06	159,79	44

Tablo 5.1. göre her bir değişkenler 44 gözlem sayısından oluşan ve 11 yılı kapsayan veri setinden oluşmaktadır. 2006-2016 yılları arasında sermaye hareketliliği ve cari işlem dengesi ortalamalara bakıldığında negatif olduğu gözlemlenmektedir. Yani o yıllar arasında Türkiye'de cari açık verildiği ve sermayenin başka ülkelere transfer olduğu anlaşılmaktadır.

5.2. Mevsimsel Etki Analizi

Çalışmada kullanılan değişkenlerin çeyreklik (üçer aylık) olması sebebiyle, değişkenlerde mevsimsel etkinin varlığı göz ardı edilememektedir. Bu sebeple doğru ve güvenilir analiz sonuçları için mevsimsel etkinin arındırılması gerekmektedir. Logaritmaları alınması gereken değişkenlerin logaritmaları alınıp mevsimsel düzeltmeleri yapıldıktan sonra Tablo 5.2.'de özet olarak belirtilmektedir.

Tablo 5.2: Mevsimsel Etki Test Sonuçları

Değişken	**Sonuç**
srmy*	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
Dkt	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
Tlf	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
Usdf	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
Eurf	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
Enf	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
Bist	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
m3*	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
dbrc*	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
Cds	Mevsimsel etki bulunmamaktadır.
cdi*	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
gsyh*	Mevsimsel etki tespit edilmiş ve düzeltme yapılmıştır.
Not: * logaritması alınmış değişkenlerdir.	

Tablo 5.2.'de ifade edildiği gibi uluslararası sermaye hareketliliğinde, enflasyonda, BİST getiri eğrisinde, kamu dış borcunda, cari işlem dengesinde ve GSYH'da mevsimsel etki tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarının daha güvenilir sonuçlar vermesi için değişkenlere mevsimsel düzeltme uygulanmıştır. Böylelikle mevsimsel etkinin olumsuz etkileri ortadan kaldırılmış olmaktadır.

5.3. Birim Kök Testi Sonuçları

5.3.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi ADF Birim Kök Testi

Durağanlık yani birim kök içeren değişkenlerin tespiti ve mevsimsel düzeltmesi yapılırken başvurulan ilk yöntem Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizidir. Analiz sonuçlarının sınandığı hipotez ise şu şekildedir:

H_0: Seri durağan değildir. - I(1)-(Seri en az bir birim kök içermektedir)

H_1: Seri durağandır - I(0)-(Seri birim kök içermemektedir)

Sonuç aşamasında hesaplanan değer (t_h) mutlak değer içerisinde kritik değerden büyük olması durumunda Ho hipotezi ret edilir Yani serinin durağan olduğu ve birim kökün olmadığı anlaşılmaktadır. Tersi durumunda ise H_0 hipotezi ret edilemeyerek serinin en az bir birim kök içerdiği anlamına gelmektedir.

Tablo 5.3: Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye	1.Fark	Sonuç
srmy **	-4.306758	-	I(0)
dkt ***	-2.999780	-	I(0)
tlf *	-1.817635	-4.238473	I(1)
usdf ***	-0.843765	-6.346536	I(1)
eurf ***	-0.954919	-4.917405	I(1)
enf *	1.301876	-5.585108	l(1)
bist ***	1.612844	-4.202317	I(1)
m3*	-3.449166	-4.581570	l(1)
dbrc *	-3.613217	-	I(0)
cds ***	0.022740	-6.055828	I(1)
cid **	-3.161242	-	I(0)
gsyh**	0.125139	-6.462276	I(1)

Not: Sabit ve trendli için %1, %5 ve % 10'de sırasıyla kritik değerler; -4.186, -3.518 ve 3.190. Sabitli için %1, %5 ve % 10'de sırasıyla kritik değerler; -3.592,-2,931, -2,603. Sabitsiz ve trendsiz %1, %5 ve % 10'de sırasıyla kritik değerler; -2,629, -1,950, -1,611 *: Sabit ve trendli olarak tahmin edilmektedir. **: Sabitli olarak tahmin edilmektedir. ***Sabitsiz ve trendsiz tahmin edilmektedir. Sonuç % 5 kritik değere göre belirlenmiştir.

Tablo 5.3.'te yapılan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi sonuçlarına göre; srmy, dkt, dbrc ve cid değişkenlerinin birim kök içermediği yani durağan olduğu anlaşılmaktadır. Birim kök içeren değişkenlerden usdf, eurf, cds ve bist değişkenleri sabitsiz ve trendsiz olarak tahmin edilmiş ve sonrasında birinci farkını aldığımızda şoklardan kalıcı etkilendiği ve durağan olmadığı anlaşılmaktadır. Gsyh değişkeni ise sabitli tahmin edilmiş ve birinci farkını aldığımızda şoklardan kalıcı etkilendiği ve durağan olmadığı anlaşılmaktadır. Diğer değişkenimizden olan m3, tlf, enf ise trendli ve sabitli tahmin edilmiş ve birinci farkını aldığımızda şoklardan kalıcı etkilendiği ve durağan olmadığı anlaşılmaktadır.

5.3.2. Zivot - Andrews Birim Kök Analizi

Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi yapısal kırılmaları dikkate almadığından, kırılmadan kaynaklı bir birim kökü varlığı durumunu göz ardı etmektedir. Bu sebeple değişkenlerin en az bir dönem yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök içermesi durumda Zivot – Andrews analizi uygulanmaktadır. Yapısal kırılma tespit edilen değişkenlerde Zivot – Andrews birim kök analizi uygulanmış ve sonuçlar Tablo 6'de sunulmaktadır. Analiz sonuçlarının sınandığı hipotez ise aşağıdaki gibidir:

H_0: I(1)-(Seri bir birim kök içermektedir)

H_1: I(0)-(Seri yapısal kırılma altında durağandır.)

Sonuç aşamasında seviyedeki değer (t_h) mutlak değer içerisinde kritik değerden büyük olması durumunda Ho hipotezi ret edilmektedir. Tersi olması durumunda ise H_0 hipotezi kabul edilir ve bu durumda serinin bir dönemlik kırılmadan kaynaklı birim kök içerdiği sonucu ortaya çıkmaktadır. H_1 hipotezinin kabul edilmesi durumunda ise yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök bulunmadığı yorumlaması yapılmaktadır.

Tablo 5.4: Zivot - Andrews - Birim Kök Analizi Sonuçları

Değişken	t Hesaplanan Değer	Prob	Kırılma Dönemi	Sonuç
tlf*	-7,4640	3,22E-08	2009Q01	I(0)
usdf*	-3,7844	0,0418	2011Q11	I(1)
eurf*	-1,8517	0,0010	2011Q11	I(1)
enf*	-2,1293	0,3558	2011Q11	I(1)
m3*	-4,433831	0,0077	2011Q4	I(1)
bist*	-4,5039	0,1372	2010Q01	I(1)
gsyh**	-5,1111	2,55E-05	2008Q02	I(0)
cds*	-5,2875	2,82E-05	2009Q02	I(0)

Not: Zivot-andrews testi (Both) kritik değerler sırasıyla; %1= -5,57 %5= -5,08 %10= -4,82
Zivot-andrews testi (İntercept) kritik değerler sırasıyla; %1= -5,34 %5= -4,93 %10= -4,58
Zivot-andrews testi (Trend) kritik değerler sırasıyla; %1= -4,80 %5= -4,42 %10= -4,11

*: Sabitli ve trendli (both) tahmin edilmektedir. ** Sabitli (İntercept) tahmin edilmektedir. ***: Trendli tahmin edilmektedir. Sonuç % 5 kritik değere göre belirlenmiştir.

Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Analizi sonucunda birim kök içermeyen değişkenler olarak tespit edilen srmy, dkt, m3, dbrc ve cid değişkenlerine Zivot-Andrews testi uygulanmamıştır. Bu sonuçlar Tablo 5.3'te I(0) olarak sembolize edilmiştir. Birim kök içeren diğer değişkenlere ise Zivot-Andrews analizi uygulanmış ve sonucunda bir dönem kırılmadan kaynaklı birim kök tespit edilen değişkenler enf, bist, cds, eurf, usdf, tlf ve gsyh olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar ise Tablo 5.4'te I(1) olarak sembolize edilmiştir. Yapılan analiz sonrasında bist, m3, usdf, eurf ve enf değişkenlerinde, bir dönem yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök içeren değişkenlerin varlığı tespit edilmiştir. Tlf, gsyh ve cds değişkenlerinde Zivot-Andrews test sonucundan birim kök içeren sonuçların, yapısal kırılma altında olmasından dolayı kaynaklandığı sonucuna ulaşılmaktadır.

5.3.3. Lee- Strazicich Birim Kök Analizi

Zivot - Andrews Birim Kök Analizi sadece bir dönem yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök sınaması yaptığından birden fazla birim kök içermesi durumda yetersiz kalmaktadır. Bu sebeple değişkenlerin en az bir dönem yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök içermesi durumda Lee- Strazicich analizi yapılmaktadır. Bir dönem yapısal kırılma tespit edilen değişkenlerde Lee- Strazicich birim kök analizi uygulanmış ve sonuçlar Tablo 7'de sunulmaktadır. Çalışmada analizin hipotezi aşağıdaki gibidir:

H_0: I(1)-(Seri iki birim kök içermektedir)

H_1:I(0)-(Seride iki dönem yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök bulunmamaktadır.)

Sonuç aşamasında seviyedeki değer (t_h) mutlak değer içerisinde kritik değerden büyük olması durumunda Ho hipotezi ret edilmektedir. Tersi olması durumunda ise H_0 hipotezi kabul edilir ve serinin iki dönemlik kırılmadan kaynaklı birim kök içerdiği sonucu ortaya çıkmaktadır. H_1 hipotezinin kabul edilmesi durumunda ise iki dönemlik yapısal kırılmadan kaynaklı birim kök bulunmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Tablo 5.5: Lee - Strazicich Birim Kök Analizi Sonuçları

Değişken	t Hesaplanan Değer	Kırılma Dönemleri/ t hesaplanan değerleri	Sonuç
Enf	-1,4796	2011Q03 / 2014Q03 (2,0521/ 2,2816)	I(1)
Krdi	-3,1846	2010Q01 / 2014Q2 (-0.4866/ 1,9731)	I(1)
Usdf	-3,4087	2008Q03 / 2010Q03 (4,7671 / -1.5801)	I(1)
Eurf	-3,4791	2008Q03 / 2014Q01 (3,2950 / -1,3908)	I(1)
m3	-3.096648	2009Q3 / 2011Q4 (1.5552 / -1.4807)	I(1)
Bist	-2,9953	2009Q02/2012Q02 (0,6410 / 1.2012)	I(1)

Not: Lee- Strazicich testi kritik değerler sırasıyla; %1= -4,10 %5= -3,59 %10= -3,34 (Cross olarak tahmin edilmektedir.) Sonuç % 5 kritik değere göre belirlenmiştir.

Yapılan çalışmada bir dönem kırılma çıkan değişkenlerde Lee- Strazicich analizi uygulanmış ve t hesaplanan değerlere göre kritik değerler karşılaştırılmıştır. Karşılaştırılan sonuçlara göre, m3, enf, kredi, eurf, usdf ve bist değişkenlerinin birim kök içerdiği tespit edilmiştir. İki yapısal kırılmayı analiz eden bu teste göre sadece enf değişkeninde iki yapısal kırılma istatistiki açıdan anlamlı olarak çıkmıştır. Ancak enf değişkeni de iki yapısal kırılmaya rağmen birim köklü çıkmıştır. Durağan olmayan değişkenlerin ise farkları alınarak analize devam edilmektedir.

5.4.Endeksin Oluşturulması Aşamasında Yapılan Analizler

Ekonomi bilindiği üzere karmaşık ve çok yönlüdür. Çünkü ekonomi tek bir değişken ya da etkenden değil, birçok değişkenden etkilenmektedir. Bu yüzden ekonomik göstergelerde, ekonomi içerisinde birçok makro ve mikro olaylara etki etmektedir (Darnell, 1990:114-116). Endeks, göstergelerin daha güvenilir sonuçlar vermesi amacıyla bilgi toplulaştırılması şeklinde oluşturulmaktadır. Ancak endeks oluşturulurken dikkat edilmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Bunların en

başında toplulaştırma işleminin nasıl yapılacağı gelmektedir. Genel olarak yapılan endeks oluşumları üç farklı yöntemle yapılmaktadır. Bu yöntemler ise; Ortak Bileşenler, Dinamik Faktör Modeli ve Vektör Otoregresif Modelleri (VAR)'dir. Ortak Bileşenler ve Dinamik Faktör Modeli, finansal piyasalarda etkisi olan değişkenlerin ortak etkilerini önemsemekte ve gelecekteki değişimi açısından bir çıkarımda bulunmamaktadır. Buna karşılık VAR analizi ise incelediği değişkenin değişimine neden olan etkenlerin kat sayısal olarak tespit edilmesine ve gelecekteki değişimi hakkında çıkarımda bulunmaya imkân tanımaktadır. Buna rağmen VAR analizi çok sayıda değişken kullanımını sınırlayarak analiz ederken, diğer analizler ise çok sayıda değişkenli analize imkân tanımaktadır. Özellikle de finansal piyasalarda geçmişe dönük uzun süreli veri setlerinin elde edilmesi durumunda ise VAR analizinden daha çok diğer yöntemler kullanılmaktadır. Yapılan çalışmada ise hem temin edilen veri setinin çok kapsamlı ve geriye dönük olmaması hem de değişkenler arasında etki–tepkinin tespit edilebilmesi adına VAR analizi kullanılmaktadır (Kara vd.,2015).

5.4.1. Etki Tepki Fonksiyonları Analizi ile Endeks Oluşumu

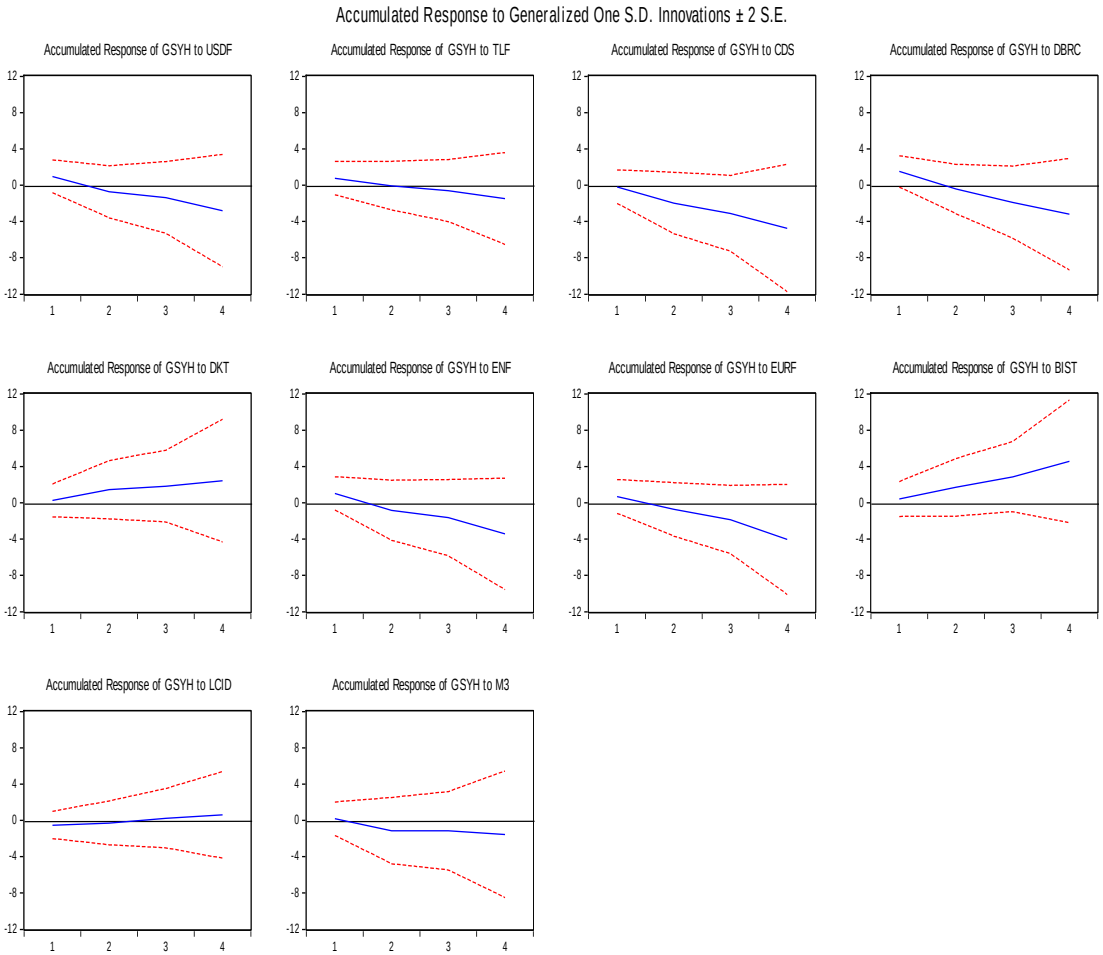
Endeks oluşturmak, finansal piyasalara etki eden birçok değişkeni belirli bir düzene göre toplayıp özetlemektir. Bunun sonucunda ise finansal piyasaların üzerinde baskının olup olmama durumunu ortaya koymaktır. Bu sebeple endeks oluşturmadan önce değişkenlerin standardize edilmesi yani standartlaştırılması gerekmektedir. Bu kapsamda n değişken kullanılarak oluşturulacak olan endeks denklem (7.1) formülasyonundan elde edilmektedir.

$$FDE_t = \sum_{j=1}^{n} \alpha_j \frac{Y_{j,t} - \bar{Y}_j}{\sigma_{Y_j}} \qquad (7.1)$$

Burada α_j olarak gösterilen katsayı değişkenlerin standartlaştırılması yapıldıktan sonra endeks içerisinde olan ağırlık katsayısını göstermektedir. $\frac{Y_{j,t} - \bar{Y}_j}{\sigma_{Y_j}}$ ise endeks içerisinde yer alan her bir değişkenden ortalamasını çıkarıp, standart sapmasına bölünmesini ifade etmektedir. Çalışmada ağırlıklandırma GSYH değişimi ve birden

çok finansal piyasa göstergelerinden oluşan VAR analizi, birikimli tepkilere göre oluşturulmaktadır. Ancak değişkenlerin ilişkisi incelenirken değişkenlerin analiz sıralarına göre değişim göstermemesi adına genelleştirilmiş etkiler (Generalize impulses) dikkate alınmaktadır. Böylelikle değişkenlerin analiz sıralamasının, etki-tepki fonksiyonları içerisindeki etkisi de yok edilmiş olmaktadır.

Oluşturulan model, dört dönemlik çeyreklik verilerden oluşması ve yıllık değişimi göstermesi nedeniyle dört gecikmeli olarak oluşturulmaktadır. Ancak bu gecikme sayısı yeteri kadar gözlemi kapsamadığından veri kaybına neden olması sebebiyle iki dönem gecikme dikkate alınmıştır (Kara, vd., 2015).Yapılan incelemeler neticesinde oluşturulan etki–tepki fonksiyonlarının analizi ve değişkenler arasındaki ilişki ise Şekil 5.1.'de ifade edilmektedir.



Not: Düz (mavi) olarak gösterilen çizgiler birikimli etki-tepki fonksiyonlarını, kesikli (kırmızı) olarak gösterilen çizgiler ise negatif/pozitif standart hata sınırlarını ifade etmektedir.

Şekil 5.1: GSYH'nın Birikimli Etki Tepki Fonksiyonları

Şekil 5.1.'de ifade edilen sonuçlara göre GSYH büyümesinin endeks içerisinde yer alan finansal göstergelere verdiği tepkilerin yönü gösterilmektedir. Buna sonuçlara göre GSYH, döviz kuru, BİST getiri eğrisi ve cari işlem dengesi ile doğru orantılı olarak değişmekte iken; usd, eur ve tl faizleri, cds, dış borç, enflasyon ve m3 para arzı ile ters orantılı olarak değişmektedir. Yani döviz kuru, BİST getiri eğrisi ve cari işlem dengesinde meydana gelen pozitif bir şok GSYH'yi genişletici etki yaparken diğer değişkenlerdeki artış daraltıcı bir etki yaratmaktadır. Finansal piyasa göstergelerinin GSYH ile ilişkisi ayrıntılı olarak incelendiğinde ise;

- ✓ Dolar faiz oranlarını ifade eden USDF değişkeni ve Euro faizlerini ifade eden EURF, GSYH'ya olan tepkisi ortalama 4,5 ay (1,5 çeyrek) süresinde pozitif iken sonrasında ilişki negatife dönüşmektedir. Yani başlangıçta dolar ve euro faizlerindeki pozitif bir şok ya da artış, GSYH'da pozitif bir etki yaratırken, sonrasında negatif etki yaratmaya başlamaktadır.
- ✓ Türk Lirası faiz oranlarını ifade eden TLF değişkenin GSYH'ya olan tepkisi ortalama 6 ay (2 çeyrek) süresinde pozitif iken sonrasında ilişki negatife dönüşmektedir. Yani başlangıçta TL faizlerindeki pozitif bir şok ya da artış GSYH'da pozitif bir etki yaratırken, sonrasında negatif etki yaratmaya başlamaktadır.
- ✓ CDS ve M3 değişkelerinin GSYH'ya olan etkisi dört çeyrekte de negatiftir. Yani CDS oranlarındaki veya M3 para arzındaki pozitif şok GSYH'yı azaltıcı etkiye sahip olmaktadır.
- ✓ Kamu dış borçluluğunu temsil eden DBRC ve ENF değişkenleri, GSYH'ya olan tepkisi ortalama 4,5 ay (1,5 çeyrek) süresinde pozitif iken sonrasında ilişki negatife dönüşmektedir. Yani başlangıçta dış borç stoku veya enflasyondaki artışlar, GSYH'da pozitif bir etki yaratırken sonrasında negatif etki yaratmaya başlamaktadır.
- ✓ DKT ve BİST değişkenlerinin GSYH'ya olan etkisi dört çeyrekte de pozitiftir. Yani döviz kuru veya BİST getirisindeki pozitif şoklar, GSYH'yı da arttırıcı yönde etkisi olmaktadır.

- ✓ Cari işlem dengesini temsil eden LCİD değişkenin, GSYH'ya olan tepkisi ortalama 6 ay (2 çeyrek) süresinde negatif iken sonrasında ilişki pozitife dönüşmektedir. Yani başlangıçta cari işlem dengesindeki artışlar, GSYH'da negatif bir etki yaratırken sonrasında pozitif etki yaratmaya başlamaktadır.

Etki–tepki fonksiyonları yardımıyla analiz edilmiş birikimli etki katsayıları ve ağırlıkları rakamsal ifadelerle Tablo 5.6. ifade edilmektedir (Ağırlıklar oluşturulurken, her bir değişkenin katsayıları mutlak değer içerisine alınarak toplanmakta ve toplam katsayı, yüzdelik dilim içerisinde katsayıları kadar oranlanmaktadır).

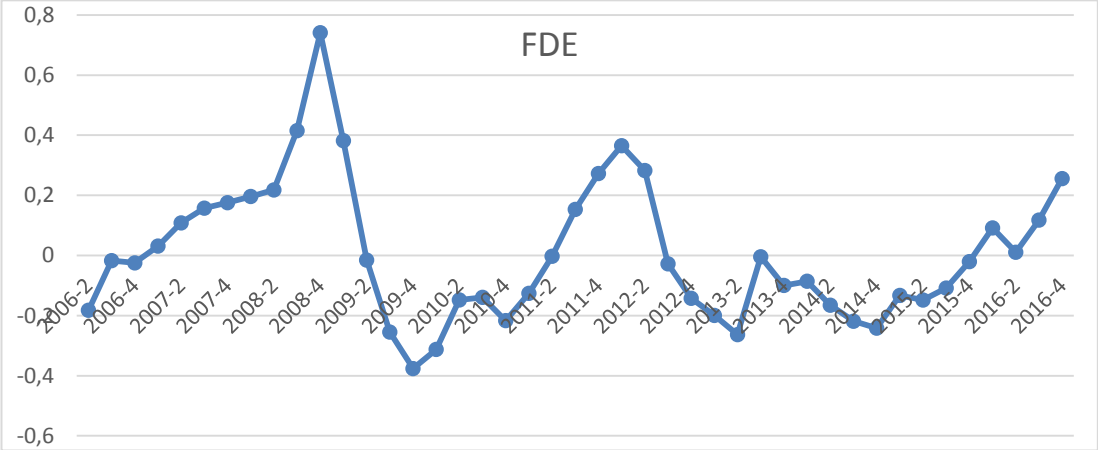
Tablo 5.6: Finansal Durum Endeksi Oluşumu

Değişken	Katsayı	t İstatistiği	Ağırlık
USDF	-2.80619	-3.28577	10%
TLF	-1.46819	-2.46534	5%
CDS	-4.7453	-3.19675	17%
DBRC	-3.21295	-3.5936	11%
DKT	2.43175	-3.31205	8%
ENF	-3.42801	-3.70747	12%
EURF	-4.04621	-3.12346	14%
BIST	4.568706	-2.97628	16%
CID	0.590557	-2.04005	2%
M3	-1.54137	-3.5818	5%

Analiz sonuçları sonrasında çıkan t istatistiki değerlerine bakıldığında tümünün %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ve hiçbir değişkeninin endeks içerisinden dışlanmaması gerekliliği anlaşılmaktadır. Ayrıca endeks içerisinde en fazla ağırlığı olan CDS değişkeni olarak tespit edilmiş iken en az ağırlığı olan değişken ise LCİD olduğu anlaşılmaktadır. Yani CDS değişkenimiz finansal durum endeksine %17 düzeyinde bir katkı sağlarken, LCİD değişkenimizin endekse %2 düzeyinde bir katkı sağlamasıyla endeks içerisinde en az ağırlığı olan değişkenimiz olmasına neden olmaktadır. Fon sahiplerinin ülke ekonomilerine katkı sağlarken dikkat ettikleri CDS

oranları, finansal piyasalar içerinde de büyük değişime neden olması sebebiyle ülke yöneticileri tarafından dikkat edilmesi gereken bir gösterge olduğu anlaşılmaktadır.

Diğer bir yandan CDS oranları kadar endekse katkı sağlayan diğer bir değişken ise BİST getiri eğrisidir. Ağırlık oranı %16 gibi yüksek bir orana sahip olmasıyla finansal durum endeksine en çok katkıyı sağlayan ikinci bir gösterge olduğu anlaşılmaktadır. Analizden çıkan sonuçlarına göre fon arz ve talep edenler açısından hisse senedi satış karlılığı, transfer aşamasında dikkat edilen başlıca bir unsur olduğu anlaşılmaktadır.



Şekil 5. 2: 2006-2016 Yılları Arasında Finansal Durum Endeksi

Şekil 5.2'de oluşturulan finansal durum endeksinin incelenen zaman dilimindeki değişim grafiğini göstermektedir. Grafiğe bakıldığında 2008 yılına kadar finansal durum endeksinde düzenli bir artış göstermektedir. 2008 yılında ise endekste normal artış seyrinde daha fazla bir artış göstermiş ve en yüksek seviyesine çıkmıştır. Bu dönemde ABD'de yaşanmış olan finansal krizin, Türkiye'deki finansal piyasalara da olumsuz etki yarattığı ve piyasalardaki baskıyı artırdığı gözlemlenmektedir.2008'den sonra ise krizin etkisinin geçmesi ve piyasaların normal seyrine geri dönmesiyle birlikte endeks hızlı bir düşüş göstermektedir. Ancak finansal durum endeksinde, 2011:04-2012:01 arasında da ani bir artış yaşanmıştır. Bakıldığında o dönemlerde Ortadoğu ve Avrupa ülkelerinde yaşanmış olan olumsuzlukların etkisi Türkiye'de

gözlemlenmiştir. Bu olumsuzluklar finansal piyasalardaki baskıyı da artırmıştır. 2013 yılı itibariyle de finansal durum endeksi tekrardan artış eğilimine girmektedir.

5.3. Hatemi – J Nedensellik Analizi (Simetrik (2006) – Asimetrik (2012) Nedensellik)

Finansal durum endeksi oluşumunun tamamlanmasından sonraki aşama ise, endeksin uluslararası sermaye hareketliği ile olan ilişkinin incelenmesi ve ilişkinin yönünün belirlenmesidir. Bu ilişkinin incelenmesinde iki değişken arasında sıralama fark etmeksizin çift yönlü ilişkinin incelendiği, negatif pozitif bileşenler yardımıyla değişkenler arasında meydana şokun negatif ya da pozitiflik durumunu belirleyen asimetrik nedensellik (Hatemi- J (2012)) analizinden faydalanılmaktadır. Çıkan sonuçlar ise Tablo 5.7. gösterilmektedir.

Tablo 5.7: Hatemi – J (Simetrik- Asimetrik) Nedensellik Analizi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
FDE ≠> srmy	**3.963***	8.718	4.804	3.389	**srmy ≠> FDE**	**7.277****	7.514	4.198	2.880
FDE^- ≠> $srmy^-$	3.531	19.602	11.345	8.503	**$srmy^-$ ≠ > FDE^-**	0.109	18.082	8.274	5.361
FDE^+ ≠> $srmy^-$	3.911	13.878	8.337	6.627	**$srmy^-$ ≠ > FDE^+**	1.327	9.225	5.048	3.367
FDE^- ≠> $srmy^+$	1.048	12.902	7.475	5.415	**$srmy^+$ ≠> FDE^-**	**12.888****	19.196	10.609	7.783
FDE^+ ≠> $srmy^+$	0.966	12.235	8.238	6.743	**$srmy^+$ ≠> FDE^+**	0.144	8.995	4.861	3.324

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.3. belirtilen analiz sonuçlarına göre öncelikle ilişkinin yönüne bakılmaksızın çift taraflı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yani bu analiz sonucuna göre hem finansal piyasalarda meydana gelen bir değişim uluslararası sermaye hareketliliğine etkisi olurken, hem de uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan değişimlerin finansal piyasaları etkilediği gözlemlenmiştir. İki yönlü bir ilişkinin olması, incelenen bu iki değişkeninde zamanla gelişmesinde, birbirlerini destekler nitelikte ilişkili olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca pozitif ya da negatif şok ayrımı yapılmaksızın

yapılmış olan analiz sonuçlarında finansal durum endeksinden uluslararası sermaye hareketliliğine doğru % 10 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisinin olduğu, uluslararası sermaye hareketliliğinden ise finansal durum endeksine doğru %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Bilindiği üzere geliştirilen Hatemi-J nedensellik analizi ile yapılan sınama yönteminde ilişki negatif veya pozitif olma durumlarına göre nedensellik ilişkisini (asimetrik nedensellik) incelemektedir. Çıkan analiz sonuçlarına göre, sermayenin pozitif bileşeninden, finansal durum endeksinin negatif bileşenine doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Yani ülke ekonomilerine yapılan sermaye girişlerindeki olumlu şoklar (artışlar), finansal durum endeksinde azalışlar meydana getirecektir. Bu sonuçlar doğrultusunda bir ülke ne kadar çok uluslararası sermaye girişi yaratırsa, finansal piyasalarda yaşanan daralmalar, baskılar, zorluklar o kadar azalma eğiliminde olacaktır. Yine aynı analiz yardımıyla uluslararası sermaye hareketliliğinin, oluşturulan endeks ile olan ilişkisinin dışında, endeks içerisinde yer alan değişkenlerin tek tek uluslararası sermaye hareketliliğine olan ilişkisi de incelenmektedir.

Tablo 5.8: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve TLF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
tlf $\neq>$ *srmy*	1.125	7.499	4.065	2.855	**srmy** $\neq>$ *tlf*	**7.815****	8.909	4.349	2.954
$\mathbf{tlf}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	**7.892****	16.263	5.464	2.828	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{tlf}^-$	1.203	13.221	4.758	2.648
$\mathbf{tlf}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	1.203	13.221	4.758	2.648	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{tlf}^+$	0.062	8.736	4.344	2.990
$\mathbf{tlf}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	1.173	13.237	7.148	5.188	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{tlf}^-$	**13.191****	22.500	10.763	7.743
$\mathbf{tlf}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	5.007	13.846	9.576	8.062	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{tlf}^+$	0.525	8.870	4.653	3.091

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.9: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve EURF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
eurf $\neq>$ *ser*	0.941	7.619	4.269	2.899	**ser** $\neq>$ *eurf*	**9.826*****	7.926	4.419	3.062
eurf$^-$ $\neq>$ **ser**$^-$	**6.226****	14.620	5.506	3.158	**ser**$^-$ $\neq>$ **eurf**$^-$	1.428	10.319	4.364	2.752
eurf$^+$ $\neq>$ **ser**$^-$	1.704	10.597	4.760	2.885	**ser**$^-$ $\neq>$ **eurf**$^+$	0.289	9.998	5.181	3.507
eurf$^-$ $\neq>$ **ser**$^+$	1.516	11.711	7.232	5.313	**ser**$^+$ $\neq>$ **eurf**$^-$	**14.613****	20.612	10.734	7.982
eurf$^+$ $\neq>$ **ser**$^+$	0.209	10.562	7.422	6.182	**ser**$^+$ $\neq>$ **eurf**$^+$	2.064	10.089	4.358	2.723

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 5.10: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve USDF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
usdf $\neq>$ *srmy*	1.759	7.789	4.172	2.821	**srmy** $\neq>$ *usdf*	**6.155****	8.630	4.437	2.988
usdf$^-$ $\neq>$ **srmy**$^-$	**5.694****	14.220	5.115	2.948	**srmy**$^-$ $\neq>$ **usdf**$^-$	0.932	10.292	5.258	3.392
usdf$^+$ $\neq>$ **srmy**$^-$	2.500	13.714	8.169	6.211	**srmy**$^-$ $\neq>$ **usdf**$^+$	1.120	11.240	5.548	3.643
usdf$^-$ $\neq>$ **srmy**$^+$	0.856	13.296	8.970	7.307	**srmy**$^+$ $\neq>$ **usdf**$^-$	**13.334****	16.769	8.115	5.445
usdf$^+$ $\neq>$ **srmy**$^+$	0.072	11.604	7.417	5.868	**srmy**$^+$ $\neq>$ **usdf**$^+$	0.188	12.177	6.307	4.272

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Serbest piyasa koşulları altında ülke ekonomileri içerisinde işlem gören para birimlerine uygulanan faiz oranları ile ülke ekonomilerine dahil olan sermayeler ile doğrudan bir ilişkisi bulunmaktadır. Daha çok uluslararası yatırımcıların, sermayelerinden maksimum kar sağlamayı amaçlarken dikkat ettikleri faiz oranları fon arz edilmesiyle de doğru orantılı olarak değişim göstermektedir. Ülke içerisinde artan mevduat faiz oranları, fon arz edenlerin kar iştahını kabartmakta ve fon transferlerinde yüksek faize doğru fonları yönlendirmesine sebep olmaktadır (Tokmakçıoğlu ve Özçelebi, 2018). Yapılan çalışmadan da benzer bir sonuç çıkmakta ve TL, EUR ve USDF faiz oranlarındaki negatif bir şokun yani faizlerdeki

azalışların, sonrasında da uluslararası sermaye hareketliliğinde azalışa neden olduğu tespit edilmektedir. Çıkan sonuçlara göre ise tespit edilen bu ilişkinin anlamlılığının %5 düzeyinde olduğu anlaşılmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki başka bir ilişki ise sermayenin fazla olması durumunda ortaya çıkan ilişkidir. Bilindiği üzere faiz, bağlı olduğu paranın (fon) kazancı, getirisi, fiyatı en temelinde fon sahibine sağladığı fayda anlamına gelmektedir. Finansal piyasalarda paraya olan ihtiyaç ne kadar çok artarsa, paranın fon sahiplerine sağladığı fayda da buna bağlı olarak artmaktadır. Piyasanın paraya olan ihtiyacının azalması durumunda ise buna bağlı olarak, paranın getirisi de azalmaktadır (Keskin, 2008:250). Yapılan çalışmadan da yine benzer bir sonuç elde edilmektedir. TL, EUR ve USD faiz oranları ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında pozitif-negatif ayrım yapılmadan (simetrik nedensellik) uluslararası sermaye hareketliliğinden TLF ve USDF'ye doğru %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi tespit edilmişken, EURF'ine doğru %1 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca uluslararası sermaye hareketliliğinde meydana gelen pozitif bir şok veya sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, TL, EUR ve USD faiz oranları da negatif bir değişim yaratarak faiz oranlarını düşürecektir. Bu sonuçlar neticesinde anlaşılıyor ki piyasanın talep ettiği sermayeden fazlasının oluşması durumunda, fon ihtiyacı azaldığından fon sahiplerine verdiği faydayı azaltmaktadır.

Tablo 5.11: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve CDS Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
cds $\neq>$ *srmy*	**5.222****	8.544	4.766	3.257	**srmy** $\neq>$ *cds*	2.807	7.371	4.036	2.828
cds$^-$ $\neq>$ **srmy**$^-$	0.149	15.871	6.381	3.289	**srmy**$^-$ $\neq>$ **cds**$^-$	0.113	13.126	6.257	4.130
cds$^+$ $\neq>$ **srmy**$^-$	**12.499****	14.545	8.940	6.846	**srmy**$^-$ $\neq>$ **cds**$^+$	0.234	8.953	4.650	3.153
cds$^-$ $\neq>$ **srmy**$^+$	0.259	12.183	4.901	2.802	**srmy**$^+$ $\neq>$ **cds**$^-$	2.265	13.787	6.851	4.790
cds$^+$ $\neq>$ **srmy**$^+$	2.875	11.885	8.545	7.017	**srmy**$^+$ $\neq>$ **cds**$^+$	0.122	9.029	4.920	3.352

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Serbest piyasa koşulları altında ülke ekonomileri içerisinde yaşanmış ya da yaşanabilecek her türlü ekonomik ya da finansal olumsuzluk uluslararası yatırımcıları tedirgin etmektedir. Özellikle de cari açık veren ve bu açığı da dış yatırımcılardan tedarik etmeye çalışan gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde, ekonomilerine karşı yatırıcımlar tarafından güven duyulması büyük önem arz etmektedir. Çünkü hem ulusal yatırımcılar hem de uluslararası yatırımcılar, fonlarını güven duyduğu, belirsizliklerin olmadığı ve istikrarın sağlandığı ülkelere yapmak istemektedir. Bu sebeple ülke riskleri (CDS oranları) ile ülke ekonomilerine dâhil olan sermayeler arasında doğrudan bir ilişkisi bulunmaktadır (Eğilmez, 2012). Yapılan analizler neticesinde mevcut beklenti doğrultusunda bir sonuca ulaşılmaktadır. CDS oranları ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında pozitiflik-negatiflik ayrımı yapılmadan, CDS oranlarından uluslararası sermaye hareketliliğine doğru %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmektedir. Ayrıca CDS oranlarında meydana gelen pozitif bir şok veya artışların, uluslararası sermaye hareketliliğinde %5 anlamlılık düzeyinde azalışa sebep olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuçlara göre ülke risk primini temsil eden CDS oranlarında meydana gelen artışlar, otomatik olarak o ülkeye duyulan güveni azaltıp, belirsizliği artırdığından, yatırımcılarının o ülkeye yatırım yapmasını engellemekte ve fonlarını daha güven duyduğu ekonomilere doğru yönlendirdiği anlaşılmaktadır.

Tablo 5.12: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve BİST Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
bist $\neq>$ *srmy*	0.474	7.268	3.981	2.835	**srmy** $\neq>$ *bist*	**3.431***	7.205	4.063	2.846
bist$^-$ $\neq>$ **srmy**$^-$	**15.870****	16.680	10.490	8.277	**srmy**$^-$ $\neq>$ **bist**$^-$	0.121	9.222	4.698	3.140
bist$^+$ $\neq>$ **srmy**$^-$	1.922	9.566	4.597	2.943	**srmy**$^-$ $\neq>$ *bist*$^+$	0.064	8.216	4.106	2.753
bist$^-$ $\neq>$ **srmy**$^+$	1.960	18.557	13.731	11.614	**srmy**$^+$ $\neq>$ **bist**$^-$	1.897	9.379	4.982	3.460
bist$^+$ $\neq>$ **srmy**$^+$	2.565	7.920	4.069	2.822	**srmy**$^+$ $\neq>$ **bist**$^+$	1.892	8.135	4.081	2.710

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Bireysel ya da kurumsal olarak biriktirilen fonların, ülkede ticari faaliyette bulunan şirketlerle paylaşılması ve bu paylaşım sonucunda da kazanç elde edilmesi olarak tanımlanan hisse senetleri alım-satım işlemleri, fonları hem arz edenler hem de talep edenler açısından büyük önem arz etmektedir. Ülke ekonomileri içerisinde yer alan mikro ya da makro düzeyde işlem yapan ticari kurum ve kuruluşlar, fon ihtiyaçları olması durumda, fon arz edenlere yüksek getiri vaadi ile şirket hisselerinin satışını cazip kılarak, alternatif fonlama araçlarından vazgeçirmeyi amaçlamaktadır. Böylece ticari faaliyetleri sürecinde kullanacakları finansman ihtiyacını önceden belirlemiş olduğu fiyatlarla sahip olmuş olacaklardır. Ticari ve finansal serbestlikle birlikte hisse senetleri satışları, ulusal yatırımcıdan ziyade uluslararası yatırımcılara da hitap etmektedir. Dolayısıyla hisse senetleri satışları fon talep edenler için, alışları ise fon arz edenler için cazip hale getirilmek istenen bir unsur halini almaktadır. Bu sebeple hisse senetleri satış işlemleri ile ülke ekonomilerine dâhil olan sermayeler arasında doğrudan bir ilişkisi bulunmaktadır. Fon eksiği olan ülkelerin, ülkelerine fon girişi sağlaması adına hisse senetleri alımlarını kazançlı hale getirmesi gerekmektedir (Albayrak vd., 2012). Yapılan analiz sonucu, literatürde bulunan sonuçlar ile tutarlılık göstermektedir. BİST getiri eğrisi ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında pozitif-negatif ayırım yapılmadan uluslararası sermaye hareketliliğinden BİST getiri eğrisine doğru %10 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmektedir. Ayrıca BİST getiri eğrisinde yaşanan negatif bir şok yani getirinin azalması sonucunda uluslararası sermaye hareketliliğinde negatif bir şok yani azalış meydana getirdiği (%5 anlamlılık düzeyinde) anlaşılmaktadır. Bu sonuçlardan yola çıkılarak BİST getiri eğrisinde yaşanan bir azalış, yatırımcılar tarafından olumsuz bir durum olarak algılanmakta ve yatırımlarını alternatif başka bir fonlama aracına yönlendirdikleri sonucu çıkarılmaktadır.

Tablo 5.13: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve DKT Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
dkt $\neq>$ *srmy*	0.154	7.715	4.086	2.857	**srmy** $\neq>$ *dkt*	0.499	7.876	4.391	2.959
$\mathbf{dkt}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	2.580	9.980	5.002	3.229	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{dkt}^-$	1.651	9.338	4.529	3.061
$\mathbf{dkt}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	1.464	12.199	8.166	6.480	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{dkt}^+$	1.173	7.463	3.871	2.638
$\mathbf{dkt}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	0.038	10.239	5.077	3.271	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{dkt}^-$	1.014	9.597	5.140	3.447
$\mathbf{dkt}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	0.806	9.538	6.244	4.942	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{dkt}^+$	**4.647***	8.653	4.706	3.247

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Uluslararası küreselleşme süreci, finansal ve ekonomik serbestlikle birlikte uluslararası piyasalarda, sermayedarların sermayelerini maksimum kar sağladığı ülkelerde değerlendirmesine imkân tanımaktadır. Ancak ülkelerin para birimlerinin benzer olmaması ve değişimi sırasında yaşanan farklılıklar, beraberinde bu değişimden yüksek reel getiri elde etme hissi taşıyan fon sahiplerince spekülatif amaçlı, kısa süreliğine sermaye transferleri yapmasına imkan tanımıştır. Böylelikle para değişimi sırasına kendi parası hangi ülkede değerli ise fonları o ülkeye yönlendirmesine neden olmuştur. Böylelikle döviz kurunun yüksek olduğu ülkelerde gözlemlenen sermaye artışları bu düşüncesi destekler niteliktedir (İnandım,2005). Yapılan analiz sonuçlarında da bu etkiyi destekler nitelikte benzer sonuçlara ulaşılmaktadır. Döviz kuru ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında pozitif-negatif ayrım yapılmadan ne uluslararası sermaye hareketliliğinden döviz kuruna ne de döviz kurundan uluslararası sermaye hareketliliğine doğru nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Ancak uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan pozitif bir şok ya da sermaye transferindeki artışlar, döviz kurunda da artışlara neden olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlardan yola çıkarak bir ülkede bollaşan sermaye ile birlikte döviz kurunun da artış göstereceği beklenmektedir.

Tablo 5.14. Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve M3 Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
m3 $\neq>$ *ser*	0.868	7.989	4.493	3.233	**ser** $\neq>$ **m3**	**5.469****	7.706	4.164	2.898
$\mathbf{m3}^{+}$ $\neq>$ $\mathbf{ser}^{-}$	7.004	14.309	9.192	7.572	$\mathbf{ser}^{-}$ $\neq>$ $\mathbf{m3}^{+}$	0.529	7.023	3.969	2.801
$\mathbf{m3}^{+}$ $\neq>$ $\mathbf{ser}^{+}$	2.171	10.909	8.469	7.271	$\mathbf{ser}^{+}$ $\neq>$ $\mathbf{m3}^{+}$	**4.740****	7.427	4.215	2.892

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir. M3 değişkeninin negatif bileşeni bulunmadığından negatif bileşenli nedensellik durumları dikkate alınamamıştır.

Dünya ekonomilerinde meydana gelen finansal serbestlikle birlikte ülkeler arasında yaşanan sermaye transferleri, fon açığı olan ülkelerde büyük değişimleri beraberinde getirmiştir. Yabancı yatırımcılar tarafından tedarik edilen sermayeler kimi zaman kısa süreli değişim göstermişken, kimi zamanda büyük değişim göstererek uzun süreli kalıcı değişimlere neden olmuştur. Yaşanan uluslararası sermaye girişleri sonucunda ülkeye gelen fonlar doğrudan ya da dolaylı yoldan ülke ticarine katkı sağlamıştır. Kimi zaman firmaların öz sermayesini oluşturmuşken, kimi zaman da firmaların faaliyetleri sürecinde ihtiyaç duyduğu finansman giderlerini karşılamıştır. Her durumda da ülkenin dolaşımda olan parasal durumuna doğrudan bir etki sağlamaktadır (Oktayer,2010). Aslında uluslararası sermaye hareketliliği ile para arzı arasında doğrudan sonuç ilişkisinin bulunduğunu ifade etmek daha doğru bir tanımlama olacaktır. Yapılan çalışmada da bu ifadeyi destekler nitelikte bir sonuç çıkmaktadır. M3 ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında simetrik nedensellik ilişkisine bakıldığında, uluslararası sermaye hareketliliğinden M3 para arzına doğru bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan pozitif bir şokun ya da artışların, %5 anlamlılık düzeyinde M3 para arzını da pozitif yönde etkilediği yani arttırdığı gözlemlenmiştir. Yani yabancı sermayedarlardan sağlanan ilave fonlar ülkenin para arzında da artış yaratmaktadır. Çıkan sonuçlar neticesinde, bir ülkeye doğrudan ya da dolaylı yoldan sağlanan ilave

uluslararası fonların, ülkenin para arzında artış meydana getirmesi sebebiyle aralarında doğrudan bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 5.15: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve DBRC Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
dbrc $\neq>$ *srmy*	**15.418*** **	11.723	7.196	5.426	**srmy** $\neq>$ *dbrc*	0.329	9.957	6.388	4.796
dbrc$^-$ $\neq>$ **srmy**$^-$	5.854	17.500	11.143	9.040	**srmy**$^-$ $\neq>$ *dbrc*$^-$	0.523	7.944	4.014	2.723
dbrc$^+$ $\neq>$ **srmy**$^-$	3.967	13.365	7.438	5.417	**srmy**$^-$ $\neq>$ **dbrc**$^+$	6.415	18.591	11.012	8.080
dbrc$^-$ $\neq>$ **srmy**$^+$	**5.015** **	8.269	4.288	2.866	**srmy**$^+$ $\neq>$ **dbrc**$^-$	1.486	7.763	4.272	2.760
dbrc$^+$ $\neq>$ **srmy**$^+$	1.180	9.936	4.507	2.910	**srmy**$^+$ $\neq>$ **dbrc**$^+$	1.743	13.476	5.967	3.586

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Günümüzde önemli finansman kaynaklarından biri olan uluslararası sermayeler, ülkelerin gereksinimlerini karşılaması, yatırımlarını sürdürebilmesi ve uluslararası gelişmelerini sürdürebilmeleri için büyük önem taşımaktadır. Özelliklede yeterli ulusal sermayelere ve tasarruf düzeyine sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde bu durum daha da önemlidir. Çünkü bu ülkelerin gelişme göstermeleri için yatırım yapmaya ve yatırımlarını sürdürebilmeleri için ise ulusal ya da uluslararası sermayelere ihtiyaç duymaktadırlar. Yeterli düzeyde sermayenin olmaması durumda ise hem ülkenin siyasi yöneticileri hem de ülkede ticarette bulunan firmaları dış kaynaklara başvurmaktadır (Kutlu ve Yurttagüler, 2016). Bu nedenle ülke borç stoku ile uluslararası sermaye arasında sıkı bir bağ bulunmaktadır. Yapılan çalışma sonucunda da beklenti doğrultusunda bir ilişki tespit edilmektedir. Simetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde, dış borç stokundan uluslararası sermaye hareketliliğine doğru %1 gibi yüksek anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu da ülkelerin finansman ihtiyacı olduğunda uluslararası yatırımcılardan dış borç aldığını göstermektedir. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde ise dış borç stokunda yaşanan negatif bir şokun ya da azalışın, uluslararası sermaye hareketliliğinde artış yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuç doğrultusunda borçluluk düzeyi artan ülkelerin, ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye girişleri sağlayamadığı görülmektedir. Ülkelerin borçluluğunun artması, uluslararası

sermayedarlar tarafından olumsuz bir durum olarak algılanmasına ve sermayelerini alternatif ülkelere yönlendirmesine imkân tanımaktadır. Böylelikle ülke borçluluğunun azalması da, uluslararası sermayedarlar tarafından olumlu bir izlenim olarak algılanmasına ve sermayelerini o ülkeye yönlendirmesine neden olmaktadır.

Tablo 5.16: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve ENF Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
enf $\neq>$ *srmy*	1.234	8.181	4.617	3.248	**srmy** $\neq>$ *enf*	0.157	7.223	4.157	2.890
$\mathbf{enf}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	0.722	15.402	7.202	4.805	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{enf}^-$	1.195	17.543	7.277	4.736
$\mathbf{enf}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^-$	7.231	17.946	10.572	8.794	$\mathbf{srmy}^-$ $\neq>$ $\mathbf{enf}^+$	1.162	7.363	4.047	2.876
$\mathbf{enf}^-$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	0.294	15.173	7.541	5.352	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{enf}^-$	0.103	18.316	5.819	2.949
$\mathbf{enf}^+$ $\neq>$ $\mathbf{srmy}^+$	4.801	16.098	11.626	9.716	$\mathbf{srmy}^+$ $\neq>$ $\mathbf{enf}^+$	0.132	7.558	4.162	2.809

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

İktisat literatürüne bakıldığında enflasyonun başta reel faizler olmak üzere birçok makro ve mikro düzeyde değişkeni etkilediği görülmektedir. Çünkü enflasyon, ülkede yaşanan sürekli fiyat artışlarını ifade eden birçok alana etkisini olan makroekonomik bir değişkendir. Bu sebeple ekonomik düzen içerisinde hem üreticiyi hem de tüketiciyi ilgilendiren, kişi ve kurumların istek veya ihtiyaçlarını şekillendiren önemli bir etkiye sahiptir. Diğer bir yandan ise uluslararası sermaye hareketliliği ile enflasyon arasında faiz kanalı ile dolaylı bir etkinin olduğu ifade edilebilmektedir. Çünkü ulusal ya da uluslararası sermayedarlar, sermayelerini transfer ederken nominal faiz oranlarının dışında enflasyondan arındırılmış olan reel faiz oranlarına göre de belirleyebilmektedir. Böylelikle sermayelerini ödünç vermeleri durumda sağlamış olduğu gerçek faydayı görmüş olacaktır (Kuzu vd., 2015). Tüm bu ilişkiler birlikte ele alındığında enflasyonun doğrudan uluslararası sermaye hareketliliği ile ilişkisinin olabileceği beklenmektedir. Ancak yapılan simetrik ya da asimetrik nedensellik ilişkilerine bakıldığında ne uluslararası sermaye hareketliliğinden enflasyona ne de enflasyondan uluslararası sermaye hareketliliğine doğru bir ilişki tespit edilememektedir. Bu durum enflasyon ile uluslararası sermaye hareketliliğine arasında doğrudan bir ilişkinin olmadığını, dolaylı yoldan

etkilendiğini göstermektedir. En temelinde enflasyonun faiz oranları ile etkileşim içerisinde olması ve faiz oranlarının uluslararası sermaye hareketliliği ile tespit edilmiş ilişkisi neticesinde, enflasyon ve uluslararası sermaye hareketliliğinin dolaylı yoldan ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 5.17: Uluslararası Sermaye Hareketliliği ve CİD Arasındaki Simetrik ve Asimetrik Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**			**Boş Hipotez**	**Test İst.**	**Boostrap Kritik Değerleri**		
H_0	Wstat	%1	%5	%10	H_0	Wstat	%1	%5	%10
cid $\neq>$ *srmy*	1.203	10.826	6.430	4.816	**srmy** $\neq>$ *cid*	**5.448***	11.703	6.610	4.901
cid$^-$ $\neq>$ **srmy**$^-$	0.858	12.316	7.439	5.616	**srmy**$^-$ $\neq>$ **cid**$^-$	2.817	10.801	5.433	3.769
cid$^+$ $\neq>$ **srmy**$^-$	**18.352*****	15.979	8.433	5.893	**srmy**$^-$ $\neq>$ **cid**$^+$	**5.309***	11.238	6.846	5.060
cid$^-$ $\neq>$ **srmy**$^+$	0.625	8.586	4.125	2.718	**srmy**$^+$ $\neq>$ **cid**$^-$	0.565	9.393	4.312	2.765
cid$^+$ $\neq>$ **srmy**$^+$	0.436	5209	4.256	2.789	**srmy**$^+$ $\neq>$ **cid**$^+$	**4.276***	10.277	5.652	3.820

Not: * ,** ,***değerleri sırasıyla %10, %5ve %1 anlamlılık seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir. VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Dünyada değişim, gelişim ve süreklilik arz eden tüm ekonomilerde cari açık verilebilmektedir. Bu durumda önemli olan cari açığın finanse edilmesi ve bu açığın sürdürebilirliğidir. Ülkeler genellikle cari işlem açıklarını finanse ederken sık sık uluslararası yatırımcıların sermayelerini talep etmektedirler. Kimi zaman serbest piyasa koşullarında uluslararası sermayedarlardan tedarik edilen fon fazlaları, kimi zamanda IMF, Dünya Bankası gibi uluslararasında ülke ekonomilerine destek veren kurumlardan tarafından tedarik edilmektedir. Böylelikle ülkeler ekonomilerinde meydana gelen cari açığı kapatma yoluna gitmektedir. Genel olarak yapılan literatür çalışmalarında cari işlem dengesi ile uluslararası sermaye hareketliliği ile doğrudan ilişkili olduğu yönündedir (Kesgingöz ve Karataş, 2016). Yapılan çalışma sonucunda da benzer sonuçlar elde edilmektedir. Simetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde %10 anlamlılık düzeyinde uluslararası sermaye hareketliliğinden cari işlemler dengesine doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde ise %1 anlamlılık düzeyinde, cari işlemler dengesinde meydana gelen pozitif bir şok ya da cari açığın artması, uluslararası sermaye hareketliliğinde azalış yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Yine

benzer bir nedensellik ilişkisi olan ancak %10 düzeyinde anlamlı bulunan uluslararası sermaye hareketliliğinde meydana gelen negatif bir şokun, cari işlemler açığını artırması bir önceki nedensellik ilişkisinin karşılıklı olduğunu ve aralarında ters orantı olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlarla birlikte ülke ekonomilerine dâhil olan sermayeler cari işlemleri kapatmaya olumlu etki yaptığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak analiz sonuçlarında beklenen ilişkinin dışında başka bir nedensellik ilişkisi de tespit edilmiştir. Bu ilişki ise uluslararası sermaye hareketliliğinde meydana gelen pozitif bir şokun ya da artışların cari işlemler dengesi (açığını) artırdığı yönündeki ilişkidir. Bu sonuç beklenen bir durum olamamakla birlikte, 2006-2016 yılları arasında yaşanan sermaye artışlarının beklenin aksine cari açıkları finanse etmediği veya sağlanan fonların ülke üretimi dışında, sadece kısa süreliğine yüksek fayda sağlamak amacıyla gelen sıcak para olarak da adlandırılan fonlardan oluştuğuna işaret etmektedir.

6.BÖLÜM: SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Ülke ekonomileri için finansal yapı, tasarruflar ve sermaye oldukça önem arz etmektedir. Özellikle ülke ekonomilerini geliştirmeyi hedefleyen ancak üretim için sermayesi eksik ülkelerde, sermaye transferlerinin ülkelerine doğru olması, ekonomilerinin gelişmesi için vazgeçilmez bir unsurdur. Bu sebeple birçok ülke serbestleşen piyasa koşulları çerçevesinde ulusal sermayelerle birlikte uluslararası sermayeler arayışına girmektedir. Ülkelerin sermaye taleplerinin artmasıyla birlikte, sermayedarların tercihleri, istekleri ve faydaları da daha bir önem kazanmaktadır. Ülkelerine doğru uluslararası sermaye hareketliliği olmasını isteyen ülke yöneticileri bunu sağlayabilmek adına birçok alanda gelişim ve değişim göstermek zorunda kalmaktadır. Özellikle de sermaye transferlerinde aracılık işlevi gören finansal piyasalar, uluslararası yatırımcılar tarafından en çok takip edilen ve sürekli gelişmesi beklenen bir platformu oluşturmaktadır.

Yapılan literatür çalışmalarında finansal piyasa durumlarını gösteren birçok farklı değişkene rastlanmaktadır. Finansal durum göstergeleri kimi zaman faiz, enflasyon, döviz kuru, para arzı olarak gösterilmişken, kimi zaman da hisse senetleri getirisi, repo ve tahvil karlılığı, toplam kredi ve mevduatlar gibi tek bir değişkenle sınırlı tutulmuştur. Ancak finansal piyasalara tümüyle etkisi olan değişkenlerin toplam etkileri ihmal edilmiştir. Bu çalışmada ekonomi literatüründe henüz yeni yerini almaya başlamış, Türkiye için oldukça az sayıda ve sınırlı değişkenlerle oluşturulmuş olan finansal durum endeksi daha ayrıntılı ele alınarak finansal piyasaları tümüyle özetleyen bir gösterge oluşturulması amaçlanmaktadır. ‘‘Finansal durum endeksi’’ olarak adlandırılan bu endeks, finansal piyasaların durumunun incelenmesini sağlayan ülkelerarası sermaye transferinde, tasarrufların dağılımında finansal piyasaların göstergesi olarak kullanılması nedeniyle hem finansal piyasalarda hem de uluslararası sermayedarlar açısından büyük önem arz etmektedir. Daha sonrasında ise oluşturulan endeks ile Türkiye’de yaşanan uluslararası sermaye hareketliliği arasında simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Böylelikle ülkede finansal piyasalarında meydana gelen değişiklerin sermaye hareketliliğine olan etkisi

daha gerçekçi ve ayrıntılı tespit edilerek ülke ekonomisinde yaratmış olduğu etkiler analiz edilmiştir.

Finansal durum endeksi oluşumu, iktisat literatüründe yeni incelenmeye başlanmış olduğundan her çalışmada endeks farklı değişkenlerden oluşmuş ve farklı analiz yöntemleri kullanılmıştır. Genel olarak yapılmış çalışmalarda reel faiz, döviz kuru, hisse senedi fiyatları (BİST) ve para arzı alınarak analiz edilmişken bu çalışmada ek olarak enflasyon, dış borç, cari işlemler açığı, risk primi (CDS) de dikkate alınıp daha geniş kapsamlı bir endeks oluşturulmuştur. Endeksin belirlenmesinde VAR analizi ve etki tepki fonksiyonları kullanılmıştır ve etki tepki analizinden elde edilen birikimli tepkiler ile değişkenlerin endeks içerisindeki ağırlığı belirlenmiştir.

İlk olarak endeksi içerisinde yer alan değişkenlerin Türkiye'de 2006-2016 yılları arasını kapsayan çeyreklik (3 aylık) verilerden oluşması sebebiyle mevsimsel düzeltmeleri yapılmıştır. Zaman serilerinde değişkenlerin durağan olması yani birim kök içermemesi, analiz sonuçlarının güvenilir ve daha doğru sonuç vermesi açısından oldukça önemlidir. Bu nedenle bir ve iki kırılmalı birim kök testleri ile değişkenlerin durağanlık seviyeleri tespit edilmiştir. Birim kök tespit edilen değişkenlerin gecikmeleri alınarak VAR analiz yöntemi uygulanmıştır. Sonrasında ise çalışmamızın temellerinden birini oluşturan finansal durum endeksi (FDE) oluşum süreci başlamıştır. Bu süreçte ilk önce, endeks içerisinde yer alan değişkenlerin etki - tepki fonksiyonları yardımıyla endeks içerisindeki ağırlığı belirlenmiştir. Bu çerçevede analiz aşamasında değişkenlerin sıralanışına göre değişim göstermemesi adına genelleştirilmiş etkiler dikkate alınarak ağırlıkları belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre endeks içerisinde en çok ağırlığı olan değişkenler sırasıyla %17 ise CDS, %16 ise BİST ve %14 ile EURF olduğu tespit edilmiştir. Endeks içerisinde en az ağırlığı olan değişkenlerin ise sırasıyla %2 CİD, %5 ile M3 ve TLF olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca endekse dâhil edilen tüm değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ve FDE oluşturulması aşamasında ihmal edilmemesi gerekliliği sonucuna ulaşılmaktadır. Son olarak ise değişkenlerimizin standartlaştırılması yapılarak, standardize olmuş değişkenlerle ağırlıkları çarpılarak endeksin oluşumu tamamlanmıştır.

Çalışmanın temelini oluşturan FDE ile uluslararası sermaye hareketliliği arasındaki ilişkinin tespiti aşamasında değişkenlerin ve oluşturulan FDE'nin bileşenlerine (negatif ve pozitif) ayrılarak simetrik ve asimetrik nedensellik ilişkisi analizi yapılmıştır. Çıkan analiz sonuçlarına göre, FDE'nden uluslararası sermaye hareketliğine doğru, uluslararası sermaye hareketliliğinden de FDE' ne doğru karşılıklı olarak simetrik nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Yani her ikisinde de yaşanabilecek bir değişim diğerinde de değişim meydana getirmektedir. Ayrıca uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşan pozitif bir şok ya da artışların, FDE'nde negatif bir etki yaratarak azalmasına neden olduğu asimetrik nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. FDE'ndeki artışlar, finansal piyasalarda baskıların, müdahalelerin ve olumsuzlukların çok olduğunu ifade etmektedir. Böylelikle finansal piyasalarda yaşanan ya da yaşanabilecek baskıların azalması/önlenmesi ve güven ortamının oluşmasıyla birlikte uluslararası sermaye hareketliliğinde artış sağlanabilecektir.

Uluslararası sermaye hareketliliği Türkiye gibi sermayesi eksik gelişmekte olan ülkelerde, büyük değişimlere neden olması sebebiyle oldukça önemli bir konumdadır. Bu sebeple uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanabilecek olumlu ya da olumsuz şoklara neden olan değişkenlerin tespit edilmesi için endeks içerisinde yer alan her bir değişkenin, özelinde uluslararası sermaye hareketliğiyle olan nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Çıkan analiz sonuçlarına göre;

- ✓ Sermayeden faizlere doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan bir değişimin faizlerde değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde faizlerde yaşanan negatif bir şokun veya azalışların aynı zamanda uluslararası sermaye hareketliliğinde bir azalış yarattığı tespit edilmiştir. Diğer bir yandan ise ülke içerisinde faizlerde değişim olmasa bile başka yoldan artış sağlamış olan uluslararası sermaye hareketliliğin, faizleri düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Sermayesi eksik olan ülkeler, ülkelerine sermaye girişi sağlaması adına faizlerde belli bir oranda artış sağlayarak ülkelerine sermaye çekmeleri ve sonrasına artan sermaye hareketliliğinin faizleri tekrardan geri düşüreceğini ifade edebiliriz.

- ✓ CDS' den uluslararası sermaye hareketliliğine doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da CDS' de yaşanan bir değişimin uluslararası sermaye hareketliliğinde değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde, CDS'de yaşanan pozitif bir şokun veya artışların aynı zamanda uluslararası sermaye hareketliliğinde bir azalış yarattığı tespit edilmiştir. Sermayesi eksik ülkelerin ülke riskini temsil eden CDS de azalış yaratması zorunluluk ifade etmektedir. Bu da ülkede istikrarlı, güvenli, yasal, hukuki eşit ve adil bir yönetim ve ülke biçiminin olmasını gerektirmektedir.
- ✓ Uluslararası sermaye hareketliliğinden BİST' e doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan bir değişimin aynı zamanda da BİST'te de değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde BİST'deki negatif bir şokun veya azalışların aynı zamanda uluslararası sermaye hareketliliğinde bir azalış yarattığı tespit edilmiştir. Sermayesi eksik ülkeler hisse senetleri satışlarını kârlı hale getirip uluslararası yatırımcıların sermayelerini, ülkede faaliyet gösteren şirketlere doğru yönlendirmesine imkân tanıması gerekmektedir. Böylelikle ülkede hem üretim artarken, hem de ülke değişim ve gelişim göstererek hasılası artacaktır.
- ✓ Enflasyon ile uluslararası sermaye hareketliliği arasında doğrudan bir nedensellik ilişkisi tespit edilememektedir. Bu durum aralarında dolaylı yoldan nedensellik ilişkisi olduğunu destekler niteliktedir.
- ✓ Uluslararası sermaye hareketliliğinden DKT'ye doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan bir değişimin aynı zamanda da DKT'de de değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde uluslararası sermaye hareketliliğinde pozitif bir şokun veya artışların aynı zamanda DKT' de bir artış yarattığı tespit edilmiştir. Sermayesi eksik ülkeler döviz kurunda artış yaratması uluslararası sermaye hareketliliğinde bir artış yaratmasına sebep olacağı sonucu çıkmaktadır. Ancak bu artış kur farkından kaynaklı sıcak para diye tabir edilen kısa süreli sermaye artışlarından dolayı yaşanan bir artış olacağından tercih edilmemesi gerekmektedir. Bilindiği üzere sıcak para girişleri

Türkiye gibi ekonomik kırılganlığı hassas olan ülkelerde girişleri pozitif ve küçük çapta değişim yaratırken, çıkışları negatif ve büyük çapta değişim yaratmaktadır.

- ✓ Uluslararası sermaye hareketliliğinden M3'e doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan bir değişimin aynı zamanda da M3' de de değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde uluslararası sermaye hareketliliğinde pozitif bir şokun veya artışların aynı zamanda M3' de de bir artış yarattığı tespit edilmiştir. Bu sonuç beklenen sonuçlar neticesindedir. Aralarında negatif bir şok ilişkisinin olmaması da sadece M3'ün, uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan artış göstergesinin bir yansıması olduğunu göstermektedir.
- ✓ Kamu dış borç stokundan Uluslararası sermaye hareketliliğine doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da dbrc' ta yaşanan bir değişimin aynı zamanda da uluslararası sermaye hareketliliğinde değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde dış borçta yaşanan azalışların uluslararası sermaye hareketliliğinde de pozitif bir şok veya artış yarattığı tespit edilmiştir. Bu nedenle kamu borç stokunun azalması, sermayenin kamu yönetimi dışında daha verimli kullanıldığını ve piyasada olumlu bir izlenim oluşturduğundan ülkeye sermaye girişlerinde artış sağladığı sonucunu göstermektedir. O halde Türkiye gibi sermayesi eksik olan ülkelerde kamunun dış borç stokunun azalması sağlanarak, ülkeye sermaye girişlerinin artması politikası izlenebilmektedir.
- ✓ Uluslararası sermaye hareketliliğinden CİD' ne doğru simetrik nedensellik ilişkisi bulunduğu ya da uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan bir değişimin aynı zamanda da CİD' de de değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca asimetrik nedensellik ilişkisi incelendiğinde uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan pozitif bir şokun CİD' de hem artış hem de azalış yarattığı tespit edilmiştir. Bunun dışında uluslararası sermaye hareketliliğinde yaşanan negatif bir şokun ise CİD' nde bir artış yarattığı, CİD'de de yaşanan pozitif bir şokun uluslararası sermaye hareketliliğinde azalış yarattığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak çıkan nedensellik ilişkileri neticesinde CİD ile

sermaye girişi yaratmak oldukça riskli bir politika gibi görünmektedir. Bu durumda yapılabilecek en güzel politika yönteminin CİD de azalış sağlanarak hem ülkenin diğer ülkelerle yaşamış olduğu ticaret makası azalmış olacak hem de sermaye artışları sağlanabilecektir.

KAYNAKÇA

ACARAVCI, A. (2000). *"Uluslararası sermaye hareketleri ve Türkiye ekonomisi üzerine etkileri (1986-1998) "*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Adana, Eylül, Sayfa;1-140

ADANUR AKLAN, N. (2002). "Uluslararası Sermaye Akımlarının Etkileri ve Sterilizasyon Politikaları", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:5 Sayı:7 Sayfa:35-53.

AFŞAR, A. (2007). "Finansal Gelişme İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:36, Ekim, Sayfa:188-198

AKDEMİR, N. B. (2017). *"Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri: 2001 Türkiye Krizi"* İstanbul Medeniyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Temmuz, Sayfa:1-109

AKDENİZ, C. ve ÇAZIK, A. N. (2017**). "**Türkiye İçin Finansal Koşulların Bir Analizi: Faktör ve VAR Modellerinden Bulgular", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi,* Cilt: 12, Sayı:1, Sayfa: 99-120

AKDİŞ, M. (1998). "Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler", İstanbul, *YASED Yayınları*, No:33.

AKDİŞ, M. (2002). "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler Beklentiler", *Dış Ticaret Dergisi,* Cilt:7 Sayı:26 Sayfa: 1-45.

AKTAN, O. (2000). "Bölgesel Bütünleşmeler ", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Sayı:18, Sayfa: 32-34.

ALBAYRAK, A. S., ÖZTÜRK, N. ve TÜYLÜOĞLU, Ş. (2012). ''Makroekonomik Değişkenler İle Sermaye Hareketlerinin İmkb-100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi'', *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,* Cilt:8, Yıl:8, Sayı:2, 8:1-22

ALBENİ, M. ve DEMİR, Y. (2005), ‘‘Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)’’, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi,* Bahar Dönemi, Sayı 14 Sayfa:1-18

ARICA, F. (2010). *‘‘Tasarruf-Yatırım Eşbütünleşmesi ve Uluslararası Sermaye Hareketliliği’’,* Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Sayfa:1-95

ASLAN, N., TERZİ, N. ve SİAMPAN, E. (2014), "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi,* Cilt:5 Sayı:10 Sayfa: 15-32

ASLAN, Ö. ve KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006). "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:4, Sayfa:12-18.

AYDIN, N. (2010). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar***.** Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu), (2007). *‘‘Finansal Piyasalar Raporu’’*, BDDK Yayınları, İstanbul

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu), (2012). *‘‘Finansal Piyasalar Raporu’’*, BDDK Yayınları, İstanbul

BAY, M., SEYMEN, O. C. ve ÇİÇEK. E. (2007). ‘‘Doğrudan Yabancı Yatırımları Türkiye'ye Çekmek İçin Yapılması Gereken Düzenlemeler’’, *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi,* Sayı 12 Yıl 9 Haziran 2007, sayfa:253-263

BAYRAKTAR, A. (2013), *‘‘Ülke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketi Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği’’,* Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Trabzon, Sayfa:1-103

BERKSOY, T. ve SALTOĞLU, B. (1998). *''Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri''*, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:1998-58, İstanbul.

BERUMENT, H. ve DİNÇER, N. N. (2004). "Foreign Exchange, Current Account and Policies", *Turkish Economic Association,* Central Bank of the Republic of Turkey, May 2004, Ankara.

BİLGİN, C. ve ŞAHBAZ, A. (2009). "Türkiye'de Büyüme ve İhracat Arasındaki Nedensellik İlişkileri", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 1, Sayfa:. 177-198.

CANBAŞ, S. ve DOĞUKANLI, H. (2007). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri***.** Adana: Karahan Yayınları.

COŞKUN, M. (2013), *'' Ekonomik ve Finansal Sistem''* Sermaye Piyasası Lisanslama Sınavları Çalışma Notları, Ders Kodu:1006, Erişim: 31.12.2017

ÇAKIR, S. TEKMEN, E. (2014). *"TEB (Türkiye Ekonomi Bankası), Faaliyet Raporu"*, İstanbul, Sayfa: 1-343

ÇELİKEL DANIŞOĞLU, A. (2007). "Para Krizleri: Türkiye'de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi", *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2):1-11.

ÇETENAK. E. H. (2006). *''Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama''*, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Adana, Sayfa :89

ÇETİN, M. Ş. (2008). *"Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği*. SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta,

ÇINAR, M. ve SEVÜKTEKİN, M. (2017). *''Ekonometrik Zaman Serileri Analizi''*, 5. Baskı, Dora Yayıncılık, Bursa

DAVİS, E. P., KİRBY. S. ve WARREN. J. (2016. *''The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries''*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1335, OECD Publishing, Paris.

DELİCE, G. (2003). ''Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif'', *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* Sayı: 20, ss. 57-81.

Dickey, D. ve Fuller, W. (1979), "Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association,* 74, 427-431.

DPT(Devlet Planlama Teşkilatı), (2000). *"Küreselleşme Özel İhtisas Raporu",* DPT Yayınları, Ankara

DUDLEY, W. ve JAN, H. (2000). *"The Goldman Sachs Financial Conditions Index: The Right Tool for a New Monetary Policy Regime.",* Goldman Sachs Publishing, Paper No. 44, New York

EĞİLMEZ, M. ''Uluslararası Yatırım Pozisyonu'', Kendime Yazılar, 07.12.2016. http://www.mahfiegilmez.com/2016/12/uluslararas-yatrm-pozisyonu.html

EĞİLMEZ, M. ''Türkiye'de Ekonomi Politikası Uygulamaları'', Kendime Yazılar, 08.05.2012. http://www.mahfiegilmez.com/2012/05/turkiyede-ekonomi-politikas-uygulamalar.html

EĞİLMEZ, M. ''Faiz, Kur ve Risk İlişkisi'', Kendime Yazılar, 05.05.2012. http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/faiz-kur-ve-risk-iliskisi.html

EĞİLMEZ, M. ''Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye'', Kendime Yazılar, 23.08.2016. http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/dogrudan-yabanc-sermaye-yatrmlar-ve.html

EKİNCİ, A. (2011). "Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010)", *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,* 6(2):71-96.

Ekodialog.com, ‘‘Uluslararası Sermaye Hareketleri’’, Erişim:01.11.2017, http://ekodialog.com/Makaleler/uluslararasi-sermaye-hareketleri.html

ELBİR, C. (2010). ‘‘Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama’’, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, sayfa:1-125

EMEÇ, H. ‘‘Zaman Serisi’’, (t.y) Erişim:20.05.2018, http://debis.deu.edu.tr/userweb//hamdi.emec/zamanserileri.pdf

EMİR, M. ve BANK, S. (2009). “Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi”, *MUFAD Dergisi*, 1(41): 53-62.

ENDERS, W. (1995). ‘‘*Applied Econometric Time Series’’*. John Wiley & Sons Inc.

ERDOĞAN, A. (2015). “GSYH ve Ticari Dışa Açıklık Oranı ile Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişkinin Türkiye İçin Ekonometrik Analizi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, *Akademik Sosyal Araştırma Dergisi*, 3(14):15-38.

GALİNDO, A. MICCO, A. ve ORDENEZ, G. (2002).*“Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence*”, Inter American Development Bank, World Bank, Washington DC

GOODHART. C ve HOFMANN. B, (2003), *‘‘The IS Curve and the Transmission of Monetary Policy: IS There Puzzle?’’* ZEI Çalışma Tebliği, No:13

GRANGER, C. W. J. (1969), “Investigating Causal Relationship by Econometric Models and Cross Spectral Methods”, *Econometrica*. Vol. 37 No. 3, Ağustos s. 424-458.

GRANGER C.W. J. ve G. YOON (2002), “*Hidden cointegration*”, Department of Economics Working Paper, University of California, San Diego, İnternet Adresi;http://www.escholarship.org/uc/item/9qn5f61j.pdf;origin=repeccitec,

GUİCHARD, S. ve TURNER, D. (2008). *"Quantifying the Effect of Financial Conditions on US Activity."* OECD Economics Department Working Paper No. 635

GÜVEN, S. (2002), "Türkiye'de Banka Kedileri ve Büyüme İlişkisi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, S.17, 88-100.

HACKER, R. S, ve HATEMI-J, A. (2006). ''Tests for causality between integrated variables: Using asymptotic and bootsrap distributions: theory and application''. *Apllied Economics*, 38(13), 1489-1500

HATEMİ-J, A. (2012). "Asymmetric Causality Tests with an Application", *Empirical Economics*, 43, 447-456.

HATZİUS, J., HOOPER, P., MİSHKİN, F. SCHOENHOLTZ, K. ve WATSON, M. (2010). *"Fınancıal Condıtıons Indexes: A Fresh Look After The Fınancıal Crısıs, Natıonal Bureau Of Economıc Researc",* Working Paper 16150.

HOOPER, P., SLOK, T. ve DOBRİBGE, C.(2010). *"Improving Financial Conditions BodeWell for Growth,"* Deutsche Bank, Global Economic Perspectives.

HOOPER, P., MAYER, T. ve SLOK, T. (2007). *"Financial Conditions: Central Banks Still Ahead of Markets,"* Deutsche Bank, Global Economic Perspectives.

İNANDIM, Ş.(2005), *''Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği'',* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Kasım, Ankara,

İNSEL, A. ve SUNGUR, N. (2003), ''Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV'', *Türkiye Ekonomi Dergisi,* Tartışma Metni, 2003/8, Aralık

KADIOĞLU, E. ve TELÇEKEN, N. (2017) *''Bankalarda Aktif Yapıyı Etkileyen Faktörler'',* Balıkesir Üniversitesi, 21. Finans Sempozyumu, Balıkesir

KANALICI AKAY, H. ve NARGELEÇEKENLER, M. (2009). ‘‘Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği’’, *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi,* Cilt: 27 Sayı:2 Sayfa:129-152

KAR, M. ve TATLISÖZ, F. (2008). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, *KMU İİBF Dergisi*, Yıl:10 Sayı:14 Sayfa:1-28.

KAR, M. ve KARA, M. A. (2004). “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, *Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar.* Yıl. 41, Sayı. 481, Nisan-2004, ss.25-34.

KARA, H., ÖZLÜ, P. ve ÜNALMIŞ, D. (2015). *“Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi’’*, TCMB Çalışma Tebliği, 15(13):1-35.

KARLUK, R. S. (1996). *“Uluslararası Ekonomi”,* Genişletilmiş ve Yenilenmiş 4. Baskı, İstanbul, Beta Yayınevi, , Sayfa:1-908 s.475-476

KARLUK, R. S. (2014). *“Türkiye Ekonomisi”,* 13. Baskı, İstanbul, Beta Yayınevi, , Sayfa:1-.792 s:100

KAYA, V. ve YILMAZ, Ö. (2005). ‘‘Finansal Küreselleşme - Para Krizi Nedenselliği ve Para Krizlerinin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye, 1990-2002,’’ *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,* Sayı: 33

KAZGAN, G. (1997). *‘‘Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen’’*, Altın Kitapları Yayınevi, 1. Baskı, İstanbul.

KESGİNGÖZ, H. ve KARATAŞ, A.R. (2016). ‘‘Yabancı Sermaye Yatırımları ile Cari İşlemler Açığı İlişkisi ve Cari İşlemler Açığı İçin Politika Önerileri’’, *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 3, Sayfa: 597 -610

KESKİN, N. (2008). *''Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği''*, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İzmir

KREGEL, J. (2000), "The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation To Fiscal Fragility", *Levy Institute*, Econ WPA Working Paper, Paper No.4040.

KONT, B. (1998), *Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi: 1990-1996, İktisat Politikası,* İstanbul, Alfa Basımevi.

KONURAL, G. (2005), *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, 2. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul

KÖPRÜCÜ, Y. (2017). ''Doğrudan Yabancı Yatırımların Teknolojik Yayılma ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği'', *Yönetim Bilimleri Dergisi,* Cilt: 15, Sayı: 30, Sayfa:105-122,

KUTLU, S. ve YURTAGÜLER, İ. M. (2016), ''Türkiye'de Dış Borç Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: 1998-2014 Dönemi İçin Bir Nedensellik Analizi'', *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:38, Sayı:1, Sayfa: 229-248

LEE, J. ve STRAZİCİCH, M.C. (2003). ''Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with Two Structural Breaks'', *Review of Economics and Statistics,* 85(4): 1082-1089 (Nov 2003). Published by MIT Press (ISSN: 0034-6535)

MONTAGNOLI, A. ve NAPOLİTANO, O. (2006). *"Financial Condition Index and Interest Rate Settings: A Comparative Analysis*", Department of Economic Studies, University of Naples "Parthenope", Discussion Paper, No: 2.

MUTLUAY, A. H. ve TURABOĞLU, T. T. (2013). ''Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Örneği'', *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt:7, Sayı:1, Sayfa: 59-78

OKTAYER, A. (2010). ‘‘Türkiye’de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi’’, *Yıldız Teknik Üniversitesi Maliye Dergisi*, Sayı 158, Ocak-Haziran, Sayfa: 431-447

ONUR, S. (2005). ‘‘Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişkisi”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi,* Cilt:1, Sayı:1 Sayfa: 127-152

ORAL, İ. O. ve YILMAZ, C. (2017). ‘‘Finansal ve Politik Risk Endeksinin BİST Sınai Endeksi Üzerindeki Etkisi’’, *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl: 9, Sayı: 33, Bahar, Sayfa: 192-202.

ÖRNEK, İ. (2008), “Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt:63 Sayı:2 Sayfa:201-218

ÖZAĞ, F. E. (1994). “Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi,* 5 (12), 63-77.

ÖZEN, O. (1993). “Merkez Bankası Bağımsızlığının Ekonomi Politikasının Sonuçlarına Etkisi”, *Maliye Dergisi*,111:44-50.

ÖZİNCE, E. (2008), *‘‘Finansal Sektör – Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi’’*, (20-24 Temmuz 2008 tarihleri arasında İstanbul'da yapılan 12. Dünya Muhasebe Tarihçileri Kongresi'ne açılış bildirisi olarak sunulmuştur.)

ÖZTÜRK, F. ‘‘Boostrap Dağılımı’’, İST312, DERS 10, Erişim: 01.06.2017 http://80.251.40.59/science.ankara.edu.tr/ozturk/Dersler/ist312/Ders10/Ders10.pdf

ÖZTÜRKLER, H. ve TÜRKMEN, G. (2013). *“Türkiye için Finansal Baskı Endeksi Oluşturulması”*, TEPAV Raporu, Ankara.

PARİES, M. D., MAURUİN, L. ve MOCCORO, D. (2014). *“Fınancıal Condıtıons Index And Credıt Supply Shocks For The Euro A’’*, Working Paper Series No:1644.

PERRON, P. (1989). "The Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis", *Econometrica*. 57(2): 1361-1401.

PERRON, P. (1997). "Further Evidence on Breaking Trend Functions in Macroeconomic Veriables", *Journal of Econometrics.* 80: 355-385.

PHILIP, D., E. KİBRY, S ve WARREN, J. (2016). *"The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries*", OECD Economics Department Working Papers, No. 1335.

PHİLLİPS, P.C.B. ve PERRON, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika,* 75, 335–346

ROMER, P. M. (1993), "Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development," Journal of Monetary Economics, *Elsevier,* Cilt 32(3), s. 543-573.

ROSENBERG, M. (2009). *"Financial Conditions Watch,"* Bloomberg.

SARAÇOĞLU, B., YİĞİDİM, A., DEMİR, A. DUMAN, S. ve AÇIKGÖZ, Ş. (2005). *''Finansal Kriz Öncü Göstergeleri ve Türkiye Finansal Kırılganlık Endeksi,"* Muğla Üniversitesi İİBF ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca hazırlanan "Para Teorisi ve Politikasında Son Gelişmeler Sempozyumu ii" (23-26 Şubat 2005).

SARAÇOĞLU, M., KUZU, M. ve KOCAOĞLU, F. (2015). ''Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analizi'', *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1-2 Sayfa: 75-110

SEYİDOĞLU, H. (1999). *''Uluslararası İktisat - Teori ve Politika ve Uygulama''*, Güzem Yayınları, İstanbul, 13 Baskı, Sayfa:1-810

SEYİDOĞLU, H.(2001). *"Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama",* Güzem Yayınları, İstanbul, Geliştirilmiş 14. Baskı Sayfa:1-764 sayfası 398-400

SEYREK, İ. (2002). "Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi", *Gazi Üniversitesi. İ.İ.B.F. Dergisi,* Özel Sayısı, Sayfa: 173-179

SOYLU, N., KORKMAZ, T. ve ÇEVİK E. İ. (2014). ‘‘Merkez Bankası Faiz Duyurularının Finansal Piyasalara Etkisi’’, *Business and Economics Research Journal Dergisi*, Cilt:5 Sayı:4 Sayfa:1309-2448

SÜSLÜ, B. ve DİŞBUDAK, C. (2012). ‘‘TCMB’nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)’’, *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:19 Sayı:2, Sayfa:67-85

SWİSTON, A. (2008).. *“A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due.”,* IMF Working Paper, No. 08/161.

ŞAHİN ERDİL, B. (2011). ‘‘Türkiye’nin Cari Açık Sorunu’’. *Ekonomi Bilimler Dergisi*, Cilt:3, No:2, Sayfa: 50-54

TARI, R. (2011). *‘‘Ekonometri’’*, 11. Baskı, Kocaeli, Umuttepe Yayınları,

TARI, R. ve BOZKURT, H. Y. (2006). “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri ile Analizi (1991.1 -2004.3)”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi,* 4: 12 – 28.

TCMB(Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), 2013, *‘‘2013 Faaliyet Raporu’’*, http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/tr/m-2-1.php

TERZİ, N. ve SARIDOĞAN, E. (2014). ‘‘An Econometric Analysis Of The Current Account Deficit In Turkish Economy’’, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22 (1), 123-142

TODA, H.Y. ve YAMAMOTO, T. (1995) ‘’Statistical inference in Vector Autoregressions with possibly integrated processes’’, *Journal of Econometrics*, 66, 225-250

TOKMAKÇIOĞLU, K. ve ÖZÇELEBİ, O. (2018). ‘‘Yapısal Var Modeli Çerçevesinde Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Oranları İle Reel Döviz Kuru Arasındaki Etkileşimler: ABD - İngiltere Örneği’’, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi,* Cilt:9, Sayı:1, 1-16.

TOSUNER, A. (2005). ‘‘Finansal Krizler ve Kırılganlık: Türkiye için Bir Erken Uyarı Sistemi Önerisi’’, *Iktisat, Işletme ve Finans,* Yıl: 20, Sayı: 235 Ekim: 42.61.

TUNAY, B. (2005), ‘‘*Finansal Sistem; Yapısı, İşleyişi, Yönetimi ve Ekonomisi’’*, Birsen Yayınları, İstanbul.

TDK(Türk Dil Kurumu). *‘‘Sermaye’’*, Erişim: 01.10.2017, http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&kelime=SERMAYE

UZUNOĞLU, S., ALKIN, K. ve GÜLSEREL C. F. (1995). *‘‘Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye’’*, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6.

YALTA, Y. (2011). ‘‘How did the Global Financial Crisis Affect the Interrelationship between LIBOR and Treasury Bill Yields? ’’, *International Research Journal of Applied Finance*, Sayı 11(10), Sayfa:1157-1170

YAPRAKLI, S. (2007). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, 21(2): 23-48.

YAZAR, N. Ç. (2001). *“Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye”,* İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

YENTÜRK, N. (1997), *‘‘Türk İmalat Sanayiinde Ücretler, İstihdam ve Birikim’’*, Friedrich Ebert Vakfı Araştırma Sonuçları, İstanbul.

YENTÜRK, N. ve ÇİMENOĞLU A. (2002). *‘‘Impacts of International Capital Flows on the Turkish Economy’’*, ERCMETU VI. International Conference in Economics Symposium Proceedings, Eylül

YILDIRIM, M. (2016). *''Karabük Üniversitesi, Sermaye Piyasalar Ve Menkul Kıymetler Yönetimi''*, Uzaktan Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, DERS NOTU 1, ERİŞİM:01.10.2017

YILDIRIM TIRAŞOĞLU, B. (2014), "Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testleri İle OECD Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi Geçerliliğinin Testi", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi,* Sayı:20, Sayfa:68-87

ZEREN, F. ve ÇEVİK, Z. (2014). ''Tarım Kredilerinin Finansal Gelişim Üzerindeki Etkisinin Asimetrik Nedensellik Testi İle İncelenmesi'', *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* – Sayı:24 Sayfa:197-208

ZİWOT, E. ve ANDREWS, D. (1992). "Further Evidence on the Great Crash, the OilPrice Shock and the Unit-Root Hypothesis", *Journal of Business Economic Statistics.* 10(3): 251-270.

WILLIAMSON, J. ve MAHAR, M. (1998). "*A Survey of Financial Liberalization"*, Essays In International Finance, No:211, November.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı	**Selma Döndü ÇUBUK**
Doğum Yeri	**Çankırı/Merkez**
Doğum Tarihi	**13.07.1991**

LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	**Çankırı Karatekin Üniversitesi**
Fakülte	**İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**
Bölüm	**İktisat**

YABANCI DİL BİLGİSİ

İngilizce	**YDS ( )**
…	

İŞ DENEYİMİ

Çalıştığı Kurum	**Türkiye İş Bankası A.Ş. (12/2014-05.2015)** **T.C. Ziraat Bankası A.Ş (05.2015- Halen)**
Görevi/Pozisyonu	**Girişimci Müşteri İlişkiler Asistanı**
Tecrübe Süresi	**3+ yıl**

KATILDIĞI

Kurslar	**KOSGEP Girişimcilik, SEGEM**

İLETİŞİM

Adres	**Fatih Mahallesi Arka Sokak No:13/1 Çankırı Merkez**
E-mail	**selma_cubuk@hotmail.com**