

Finansal Servis Bankacılık ve Finans

Editör Dr.Öğr. Üyesi Musa Gün



Finans

ISBN: 978-2-38236-070-5






9

782382

360705



LIVRE DE LYON

-  livredelyon.com
-  [livredelyon](https://twitter.com/livredelyon)
-  [livredelyon](https://www.instagram.com/livredelyon)
-  [livredelyon](https://www.linkedin.com/company/livredelyon)



LIVRE DE LYON

Lyon 2020

Finansal Servis


Bankacılık ve Finans

Editör
Dr. Öğr. Üyesi Musa Gün



LIVRE DE LYON

Lyon 2020

Editör/Editor • Dr. Öğr. Üyesi Musa Gün  ORCID 0000-0002-5020-9342


Kapak Tasarımı/Cover Design • Aruull Raja

Birinci Baskı/First Published • Aralık/December 2020, Lyon

ISBN: 978-2-38236-070-5

© copyright

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the publisher's permission.

The chapters in this book have been checked for plagiarism by  intihal.net

Publisher • Livre de Lyon

Address • 37 rue marietton, 69009, Lyon France

website • <http://www.livredelyon.com>

e-mail • livredelyon@gmail.com



LIVRE DE LYON

ÖN SÖZ

Finans ve bankacılık sektörü teknolojiadaki hızlı değişim ve artan rekabet karşısında müşteri odaklı yeni bir yaklaşım benimsemek ve geleneksel uygulamaların dışına çıkmak durumunda kalmıştır. Değişimin öncüsü olan teknolojik gelişim her alanda olduğu gibi finansal sistemi de yeni bir düzeye taşımaktadır.

Özellikle içinde bulunduğumuz Covid-19 süreci her alanda olduğu gibi finans ve bankacılık alanında da yeni riskler ve fırsatlar doğurmaktadır. Bu kapsamda yazılan bu kitap içeriğinde sosyal problemlerin çözümlerine yardımcı olabilecek program ve projelerin finansmanı için alternatif olabilecek sosyal etkili tahvillerin işleyiş modeli ele alınmış ve Covid-19 pandemisi ve paranın geleceği tartışılmıştır.

Kitap içeriği ayrıca ülkelerin ekonomik büyümelerinde belirgin rol oynayan portföy yatırımlarını yükselen piyasa ekonomileri ve Türkiye üzerine yapılan incelenmeyi içermektedir. Bununla birlikte faizsiz finans piyasalarında sunulan yeni finansal enstrümanlar ve devletin bu alana da girişı sayesinde son yıllarda Türkiye’de rağbet gören bu sektörün denetim standartlarının sisteme olan etkisi değerlendirilmiştir.

Son olarak ekonomik istikrarın önemli bir unsuru olan ekonomik güvenin para arzı şokları karşısındaki etkileri analiz edilmiştir. Diğer taraftan, ülkelerin dış ticaretini, yatırımlarını, ülkelere olan yabancı sermaye girişlerini, cari işlemler dengesini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen döviz kurlarındaki değişimler döviz kuru çeşitleri ve bunları açıklamaya yönelik yaklaşımlar çerçevesinde ele alınmıştır.

Bu doğrultuda kaleme alınan bu kitabın akademik çalışmalar için kaynak teşkil edeceğinin yanı sıra piyasa katılımcılarına ve karar alıcılara katkı sağlayacağına olan inancımın çalışmanın ortaya çıkmasında emeği geçen tüm meslektaşlarıma teşekkür ediyorum.

Dr. Öğr. Üyesi Musa GÜN

Editör

İÇİNDEKİLER

| | |
|---|----------|
| ÖN SÖZ..... | I |
| HAKEM KURULU..... | V |
| Bölüm I A. Erken Çelik | |
| SUNDUKLARI FIRSATLAR VE İÇERDİKLERİ RİSKLER İLE SOSYAL ETKİLİ TAHVİL UYGULAMALARI...1 | |
| Bölüm II H. Güneş | |
| PORTFÖY YATIRIMLARI İLE EKONOMİK BÜYÜMEYE İLİŞKİSİ: BRICS-T ÖRNEĞİ.....17 | |
| Bölüm III M. Türk & A. Uslu | |
| FAİZSİZ FİNANS DENETİM STANDARTLARININ FAİZSİZ FİNANS KURUMLARINA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME.....35 | |
| Bölüm IV M. Türk & A. Uslu | |
| COVID 19 PANDEMİSİ VE PARANIN GELECEĞİ.....59 | |
| Bölüm V A. Usta & H. Karadağ | |
| PARA ARZI ŞOKU EKONOMİDEKİ GÜVENİ NASIL ETKİLER? TÜRKİYE ÖRNEĞİ.....75 | |
| Bölüm VI S. Koç & B. F. Tekin | |
| DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU ÇEŞİTLERİ VE DÖVİZ KURUNU AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR.....89 | |

HAKEM KURULU

Prof. Dr. Bener GÜNGÖR, Atatürk Üniversitesi

Prof. Dr. Hasan AYAYDIN, Gümüşhane Üniversitesi

Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA, Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi

Prof. Dr. Tolga ULUSOY, Kastamonu Üniversitesi

Doç. Dr. Durmuş Çağrı YILDIRIM, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi

Doç. Dr. Faruk DAYI, Kastamonu Üniversitesi

Doç. Dr. Fatma TEMELLİ, Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi

Doç. Dr. Mihriban COŞKUN ARSLAN, Gazi Osman Paşa Üniversitesi

Doç. Dr. Seyhan ÖZTÜRK, Kafkas Üniversitesi

Doç. Dr. Yüksel Akay ÜNVAN, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Bülent YILDIZ, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Ceyda Yerdelen KAYGIN, Kafkas Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Haşim BAĞCI, Aksaray Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ŞİT, Harran Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Nevin ÖZER, Düzce Üniversitesi


BÖLÜM I

SUNDUKLARI FIRSATLAR VE İÇERDİKLERİ RİSKLER İLE SOSYAL ETKİLİ TAHVİL UYGULAMALARI

*Social Impact Bond Applications with The Opportunities and Risks They
Involve*

Arzum Erken Çelik

(Doç. Dr), Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, e-mail: aerken@ogu.edu.tr

 ORCID 0000-00023281-4733.

1. GİRİŞ

Sanayi devrimi süreciyle beraber toplumlarda ortaya çıkan düşük gelirli, insani yaşam koşullarını sağlayamayan grupların temel hak ve özgürlüklerini temin etmeye ve bu grupların yeniden yapılandırılmasına odaklanan sosyal devlet anlayışının, özellikle 1970’li yıllardan itibaren pek çok ülkenin politik, sosyal ve ekonomik yönetim stratejilerine yansıdığı görülmektedir. Sosyal devletin gereği olan uygulamalar ne kadar başarılı bir şekilde gerçekleştiriliyorsa; toplumun iç barışını ve refahını sağlayan dinamikler o kadar rahat yönetilebilmekte, bu durum ilgili ülkenin uluslararası platformlardaki rekabet gücüne de olumlu katkı yapmaktadır.

Son yıllarda savaş, iç karışıklıklar, iklim değişikliği gibi nedenlerle ortaya çıkan göç dalgaları, insani krizlerin ve plansız nüfus artışlarının yanında; sarsıcı etkiler yaratan ekonomik krizler, dezavantajlı grupların çeşitlenmesine ve büyümesine neden olmuştur. Sınırlı mali kaynaklarını gittikçe artmakta olan sosyal destek ihtiyaçlarını karşılamada zorlanan hükümetler, günümüzde bu duruma ek olarak Covid-19 Süreci’ni yönetmek ve bu sürecin olumsuz etkilerini giderecek önlemler almak durumunda kalmaktadırlar. Gelişmiş ülke yönetimlerinin bile sosyal yatırım ve harcama programları ile ilgili ciddi sıkıntılar yaşadığı şu dönemde, ekonomik güçleri ve sosyal destek potansiyelleri daha sınırlı olan ülke yönetimlerinde, hem finansal, hem organizasyonel, hem de teknolojik boyutlarda alternatif yöntem ve araçlara duydukları ihtiyaç daha da belirgin hale gelmiştir.

Sosyal programlar için finansal kaynak oluşturmada özel sektör yatırımcılarının ve hayırsever sosyal yatırımcıların katılımını sağlayan sosyal etkili tahviller de bu noktada önem kazanmaktadır.

Sosyal etkili tahviller, bir yatırım programının başlangıcında belirlenen başarı ölçütlerine uygun sonuçlar elde edilmesi koşuluna bağlı olarak geri ödeme planının devreye alınabildiği finansal araçlardır. Söz konusu tahvillerin ihraç sürecinde devletin, aracı finans kuruluşların, hizmet sağlayıcılarının, özel yatırımcıların ve bağımsız denetçilerin rol alması gerekmektedir. Devletin ancak performansa göre ödeme yapabileceği bu sistemde ilk finansmanı özel sektöre ait ve/veya hayırsever yatırımcılar üstlenmektedirler. Yakın zamanlarda gelişmiş olan ülkelerde çocuk suçluluğunun engellenmesi, cezalarını tamamlayıp sivil hayata dönmüş olan mahkumların yeniden hapse girme oranının azaltılması, evsiz insan sayısının düşürülmesi ve erken çocukluk eğitiminin yaygınlaştırılması, göçe neden olabilecek çevre felaketlerinin ve etkilerinin azaltılması gibi sosyal amaçlar güden programların finansmanında uygulama örnekleri görülen sosyal etkili tahviller, gelişmekte olan ülkelerde daha yeni yeni tanınmaya başlamaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı, içinde bulunulan Covid-19 Süreci'nin daha da ağırlaştırmakta olduğu sosyal problemlerin çözümlerine yardımcı olabilecek program ve projelerin finansmanı için alternatif olabilecek sosyal etkili tahvillerin işleyiş modelinin açıklanması, içerdikleri fırsat ve riskler, geçmişte ortaya çıkan uygulama örnekleri ve literatürde bu konuda yer alan çalışmalar konusunda bilgi verilmesidir.

2. SOSYAL ETKİLİ TAHVİL KAVRAMI VE LİTERATÜRDEKİ YERİ

Sosyal ihtiyaçları karşılayabilme potansiyeli bulunan program ve projelerin finansmanı için kullanılan yeni bir yaklaşım içeren sosyal etkili tahviller, devletin ilgili finansal kaynağı ilk aşamada yatırımcılardan sağlanabilmesine olanak tanımaktadırlar. Yapılan yatırımlarla ilgili artı bir getiri içeren geri ödeme planları, ancak bu program ve projelerde daha önceden üzerinde anlaşılmış olan başarı ölçütlerine uygun sonuçlar elde edilirse devreye sokulmaktadır.

Bu temel esasların uygulanabilmesi için sosyal etkili tahvillerin devlet, aracı kurumlar, hizmet sağlayıcılar, özel sektör yatırımcıları ve/veya hayırsever yatırımcılar tarafından oluşturulan bir işbirliği süreci ile kurgulanıp ihraç edilmesi gerekmektedir. Söz konusu işbirliği için de bir dizi sözleşme oluşturulmaktadır (Nicholls ve Tomkinson, 2013: s.3). Sözleşmelerde belirtilen koşullar gerçekleşmediği takdirde devletin artı getiri ödemesi yapmama veya hiç geri ödeme yapmama hakkı olabilmektedir (Eames, Terranova, Battaglia, Nelson, Riesenber ve Rosales, 2014: s.4). Devlet, bu durumda sosyal etkili tahvillere konu olan proje ile ilgili yatırım ve faaliyet risklerinin önemli kısmını yatırımcılara aktarmış olmaktadır. Ancak devletin de bu risk paylaşımında dengeyi

sağlayabilmek için performans ve bilgi akışı süreçlerini düzgün bir şekilde yönetmesi gerekmektedir.

Sosyal etkili tahvil (SET) uygulamalarında İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avustralya gibi ülkeler öncülük ederken 2000 yılındaki Lizbon gündeminden itibaren Avrupa Komisyonu da çeşitli tavsiye kararları çıkartarak üye ülkeleri bu tür tahvillerin ihracı için gerekli mekanizmaları oluşturma konusunda teşvik etmeye başlamıştır. Zira sosyal yatırımların ortaya çıkartacağı sosyal faydaların doğrudan kaliteli insan ve toplum inşa etmeye, dolayısıyla bunun da ekonomik ve politik gücün artırılmasına ciddi katkılarının olduğu konusunda fikir birliği oluşturulmuştur.

Son yıllarda sosyal etkili tahviller ile ilgili uygulama örnekleri arttıkça ortaya çıkan sonuçları, deneyimleri değerlendiren çalışmaların sayısının artmakta olduğu görülmektedir. Söz konusu çalışmaların çoğunda bu tahvillerin tanıtılması, işleyiş mekanizmalarının açıklanması, özelliklerinin ortaya konması, çeşitli piyasalar için uygulama koşullarının araştırılması ve tartışılması amaçlanmıştır.

Harji ve Jackson (2012), sosyal etkili tahvillerin özelliklerini ve sosyal yatırımların sonuçlarının ölçüm olanaklarını açıkladığı çalışmada toplum mühendislerinin sosyal etkili tahvil mekanizmalarını mutlaka öğrenmesi ve SET yatırımcılarına ve sponsorlarına tanımlanmış çıktı hedeflerini açıklamada ve ölçümlemede destek sağlaması gerektiğini ileri sürmüştür. Warner (2016) da SET mekanizmasının kurumsal tasarımına, işlem maliyetlerine ve performans ölçümüne odaklanan analiz çalışmada, bu yöntemin sunabileceği fırsatları ve olumlu etkileri de ortaya koymuştur.

Fischer ve Richter (2017) ile Yates ve Marra (2017) çalışmalarında performans hedefleri üzerinden ödeme yapan sosyal etkili tahviller ile yeşil tahvillerin ihrac süreçlerini açıklamışlar ve kısa dönem getirilerini incelemişlerdir. İki çalışmada da sosyal etkili tahvillerin uzun dönemli bir yatırım aracı olduğu vurgulanmıştır.

Schinkus (2017) ise sosyal etkili tahvilleri, 2008 ekonomik krizi sonucunda ortaya çıkan bir finansal inovasyon olarak değerlendirmiştir. Söz konusu krizin daha da ağırlaştırdığı sosyal problemlerin çözümü için devletlerin finansman yüklerini hafifletebileceğini belirtmiştir. Yazar ayrıca sosyal etkili tahvilleri için bir değerlendirme modeli önermiştir.

Literatürde yer alan sosyal etkili tahviller konusundaki çalışmaların önemli bir kısmının, ülke uygulamaları ve uygulama potansiyelleri üzerinde yoğunlaşan çalışmalardan oluştuğu görülmektedir. Örneğin, Denoël (2013), SET uygulamalarının Belçika'daki gelişimini; ekonomik, sosyal ve kültürel kurumlarının, bu uygulamalar için ne derecede elverişli

olduğunu ortaya koymaya çalışmıştır. Bu uygulamaların özellikle yatırımcılar açısından değerlendirmesini yapmış ve SET yatırımlarının onlar için de cazip hale getirilebilmesi için önerilerde bulunmuştur.

Bengo ve Calderini (2016) çalışmalarında sosyal etkili tahvil mekanizmalarının İtalya’da geliştirilebilmesi için bir yol haritası önermişlerdir. Olası engelleri ve olanakları tartışan yazarlar, ilk uygulamaların kültürel, ideolojik, teknik ve politik engellerin düşük olduğu bölgelerde yapılması gerektiğini; güvenilir ölçüm sistemlerine ve etkili bir yönetim yapısına ihtiyaç duyulacağını ileri sürmüşlerdir. Buna karşılık, SET modelinin İtalya’nın refahının artırılması ve kamu hizmeti finansmanı için etkili bir çözüm yöntemi olabileceği sonucuna varmışlardır.

Taraktaş (2015), Yakar ve Kandır (2016), Ergen ve Durak (2016), Aydın (2017) ise SET mekanizmaları ve özellikleri ile ilgili bilgiler aktardıkları çalışmalarında, bu mekanizmaların Türkiye’de uygulanabilme koşullarını ortaya koymuş ve çeşitli önerilerde bulunmuşlardır.

Rizzi, Pellegrini ve Battaglia (2017) da sosyal finans uygulamaları için yaptığı değerlendirmelerde sosyal etkili tahvillere de önemli yer vermiş; İngiltere, Galler ve İtalya’da ortaya çıkan SET örneklerini incelemiştir.

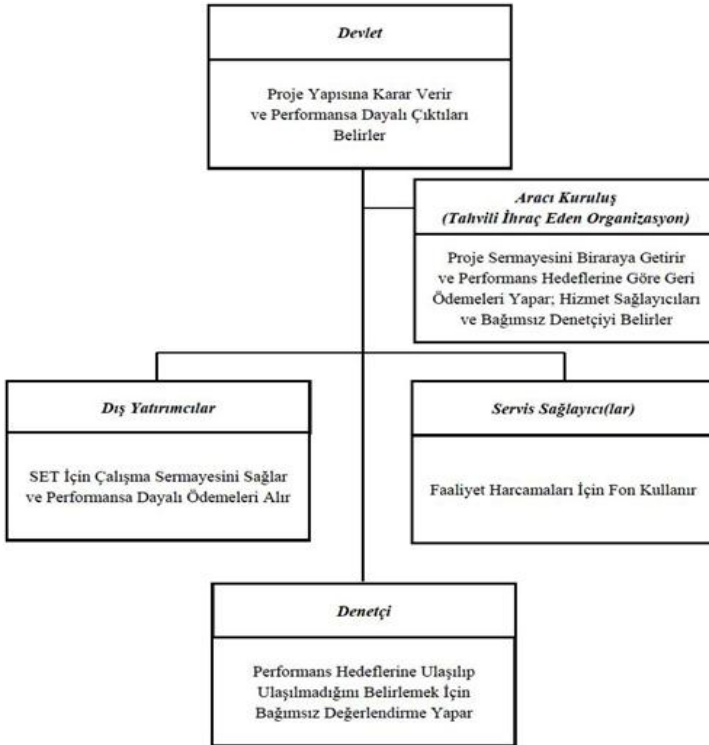
Edmiston ve Nicholls (2017), İngiltere özelinde yapılan dört SET projesini çeşitli boyutları ile karşılaştırmalı olarak değerlendirmişlerdir. SET uygulamalarının özel yatırımcılar için daha tercih edilebilir hale getirilebilmesi için bu alanda uzmanlaşmış daha çok kuruluşun oluşturulması gerektiği sonucuna varmışlardır. Yazarlar ayrıca SET uygulamalarının başarısında ve yaygınlaşmasında sosyal etki ölçümlerinin çok önemli etkisi olduğunu vurgulamışlardır. Tan, Fraser, McHugh ve Warner (2019) ise İngiltere’de hükümet birimleri ve hizmet sağlayıcılar açısından “kazan-kazan” şeklinde bir çözüm olarak görülen sosyal etkili tahvil uygulamalarını eleştirel bir bakış açısı ile incelemiştir. İnovasyonları anlamlı bir şekilde teşvik eden sosyal etkili tahvillerin, çoğunlukla karmaşık yapısı bulunan kamu hizmetlerini yerine getirme süreçleri ile ilgili olduğunun hiçbir zaman unutulmaması gerektiğini vurgulamışlardır. Bu nedenle özellikle bu alanda çalışacak politika yapımcıların, SET mekanizması çerçevesinde yapılan sözleşmelerin karmaşıklık derecelerine; ortaya çıkabilecek etik, yönetim, hesap verebilirlik ve şeffaflık ile ilgili sorunlara her zaman dikkat etmeleri gerektiği not edilmiştir.

Albertson, Fox, O’Leary ve Painter (2020) öncelikle sosyal inovasyonları sosyal çıktılar alabilmek için kullanılan araçlar üzerinden açıklamışlar; daha sonra da sosyal etkili tahvilleri bu bakış açısı ile kuramlaştırmaya çalışmışlardır. Yaptıkları değerlendirmeler sonucunda

SET süreçlerinin tek bir model çerçevesinde tamamen açıklanamayacağını belirtmişler; Osborne'un (2006) dikkat çekmiş olduğu, kamu yönetiminde ilişkisel sermaye ve karşılıklı sözleşmeler üzerinden yürütülen, organizasyonlar arası işbirliklerine dayanan Yeni Kamu Yönetimi Yaklaşımı ile Açık İnovasyon 2.0 Yaklaşımı'nın temel unsurlarının beraber kullanılmasını önermişlerdir. Yazarlar ayrıca gelecekte oluşturulabilecek SET uygulamaları için yönlendirmelerde bulunmuşlardır.

2. SOSYAL ETKİLİ TAHVİL PROGRAMLARININ İŞLEYİŞİ, İÇERDİĞİ FIRSATLAR VE RİSKLER

Sağlık, engelli yaşamı, aile, emniyet, adalet, işsizlik gibi sosyal alanlarda ortaya çıkan sorunların çözümü için oluşturulan projelerin etkili bir şekilde devreye sokulmasına katkı sağlayabilecek olan SET programları, içerdikleri projelerin amaç ve özelliklerine göre farklı vade, risk ve getiri yapıları sergileyebilmektedirler. Ancak uygulama aşamaları açısından benzer bir seyir izlemektedirler.



Şekil 1: Sosyal Etkili Tahvillerin (SET) Organizasyonel Yapısı

Kaynak : Warner, M. E. (2013). Private finance for public goods: Social impact bonds, *Journal of Economic Policy Reform*, 16 (4), s. 305.

Şekil 1’de de görülebileceği gibi SET uygulamalarında, toplumda ortaya çıkmış olan sosyal bir sorunu tespit eden ve çözüm arayışı içinde olan bir devlet birimi, söz konusu sorunun çözümü için hizmet sunmayı amaçlayan ancak kaynak arayışında olan ve kar amacı gütmeyen bir veya daha fazla sayıda hizmet sağlayıcı kuruluş, dış yatırımcılar ile SET sürecinin diğer aktörlerini bir araya getiren, organizasyonu kurgulayıp yöneten bir aracı kuruluş, SET projesine ait süreci gözlemleyen ve çıktıların performansını belirleyen bağımsız denetçi kuruluş yer almaktadır.

SET süreci ise temelde aşağıdaki adımları içermektedir (Social Finance Inc, 2016: s.12):

1. Toplum yaşamında önemli sonuçlara yol açan sosyal bir problemin ortaya konması
2. Hizmet sağlayıcı kuruluşun ortaya konan sosyal problemin çözümüne yönelik bir proje kurgulaması ve bunun için gereken fon kaynaklarını SET ihracı ile talep etmesi
3. Kişisel ve kurumsal yatırımcıların SET alımları ile önerilen projeye finansal kaynak aktarması
4. Hizmet sağlayıcı kuruluşun projeyi uygulaması
5. Devletin, projenin uygulama aşamalarını gözlemlemesi, ortaya çıkan proje çıktılarını denetlemesi, ölçmesi ve varılan sonuçları açıklaması
6. Açıklanan sonuçlara göre projenin başarı hedeflerine ulaştığı kabul edilirse daha önceden belirlenmiş olan getiri oranı üzerinden yatırımcıya ödeme yapılması.

Yapılması planlanan ödemeler ise proje kapsamında fayda sağlamış olan bireylerin tek tek kazanımları üzerinden veya proje çerçevesinde hizmet almış olan grupların bütünsel olarak sağladıkları fayda oranları dikkate alınarak yapılmaktadır.

Yenilikçi bir yaklaşımla sosyal problemlerin çözümlerinde devletin yanında özel sektör yatırımcıların ve hayırseverlerin de finansman katkısı sağlamasına olanak sağlayan sosyal etkili tahvil programları ile ilgili örnek uygulamalar, artan bir hızla çeşitlenmektedir. Söz konusu uygulamaların ortaya koyduğu deneyimler ve veriler arttıkça, SET mekanizmalarının karakteristik özellikleri, sundukları fırsatlar ve içerdikleri riskler daha iyi anlaşılmaya başlamıştır.

SET uygulamaları, bir taraftan toplumun sosyal ve kültürel gelişimine, refahının artırılmasına önemli katkılar sağlarken diğer taraftan devlete ve özel kesime ait finansman kaynaklarının daha etkin şekilde kullanımına katkı sağlama potansiyeli olduğu görülmektedir. Ancak uygulamalar sırasında uygulanacak tasarım, sözleşme, yatırım, proje, izleme, denetim, performans ölçümü ve benzeri süreçlerin karmaşıklığı,

deneyimsizlikten kaynaklanan tereddütler, ilgili standartların mevzuatların hala oluşturulmaya devam etmesi, bu uygulamalar ile ilgili belirsizlikleri artırmaktadır. Bu koşullar dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında SET mekanizmalarının güçlü yönlerinin yanında çeşitli riskler içeren zayıf yönlerinin de bulunduğu anlaşılmaktadır.

SET programlarının, içerdikleri süreçler, katılımcıları ve temel aldıkları sosyal projelerin özellikleri itibariyle öne çıkan olumlu özellikleri ve içerdikleri fırsatlar, aşağıda özetlenmiştir:

- SET uygulamalarında başarı durumuna göre artı bir ödeme söz konusu olduğu için ilgili projeye ait faaliyet riskleri ve finansal riskler, büyük ölçüde devletten özel yatırımcılara aktarılmaktadır.
- SET uygulamaları ile ilgili projelerin arzu edilen başarı derecesini sağlayamaması durumunda devletin ek bir ödeme yapmak zorunda olmaması ve uzun süre ile kaynak ayrılması gereken sosyal projelere özel yatırımcıların katılımının sağlanması, kamu harcamalarının daha verimli bir şekilde kullanımına yardımcı olmaktadır.
- Kamu kaynaklarının daha verimli kullanımının sağlanması, devletin uyguladığı uzun dönemde uyguladığı politikaların daha rahat benimsenmesine yardımcı olabilmektedir.
- SET uygulamalarının sonuç odaklı tasarımı, önemli sosyal sorunlar için sistematik ve sürdürülebilir çözümler üretilmesine yardımcı olmaktadır.
- Kamu ve özel sektör işbirliğini içeren SET uygulamaları aynı zamanda ekonomi içindeki finansal kaynakların daha verimli kullanılması ve toplumsal refah artışı için zemin oluşturulmasına da önemli katkılar sağlayabilmektedir.
- SET uygulamalarına konu olan projelerin başarı ölçütlerinin belirlenmesi, elde edilen çıktının bu ölçütlere göre değerlendirilmesi için yetkin kurum ve uzmanlardan hizmet alınması söz konusudur. Mümkün olduğunca tarafsız ve şeffaf bir şekilde gerçekleştirilmesi gereken bu süreç, SET uygulamasında yer alan tüm tarafları daha titiz ve özenli davranmaya sevk etmektedir. Ayrıca bu uygulamalar çeşitlenip çoğaldıkça sosyal etki ölçümü konusunda elde edilen deneyimler, daha etkili modellerin geliştirilmesine yardımcı olacaktır.
- SET uygulamaları ile ilgili süreçler, içerdikleri yeni yaklaşımlar ve çok yönlü değerlendirmeler ile yatırımcıların finansal araçlara bakış açılarını genişletebilmektedirler.

- SET uygulamaları, sosyal sorunlara duyarlı olan ve bu sorunların çözümüne katkı sunmak isteyen hayırseverler için de bir seçenek olmaktadır. Tek başına bir hayırseverin veya kısıtlı kaynakları bulunan hayırsever gruplarının altından kalkamayacağı sosyal projelerin devreye alınabilmesi ve bu projelerin finansmanına katkı sağlayabilmeleri mümkün hale gelmektedir. Proje sonuçlarının hedeflenen başarı ölçütlerini sağlaması halinde elde edecekleri artı getiriler ise yeni sosyal projelerin finansmanında tekrar kullanılabilir ve bu da uygulamaların sürdürülebilirliğini artıracaktır.
- Tüm bu kazanımlar, SET uygulamalarına konu olan projelerden beklenen çevresel ve kültürel faydalardan taviz verilmeden ekonomik faydaların da ortaya çıkartılmasını sağlayabilmektedir.

SET uygulamaları, bir taraftan çeşitli riskler içermektedir. Teknik ve yasal yapılandırma süreçleri hala devam eden, çok taraflı, standardize edilmiş mekanizmalar gerektiren, uzun vadeli (genellikle üç ile yedi yıl arası) planlamaları içeren bu uygulamalarla ilgili olarak ortaya çıkabilecek olumsuz durumlar şunlardır:

- Başarı odaklı olan SET programları, yatırımcıya ancak belli koşullar gerçekleşirse bir artı getiri sunmaktadır. Bu durum, özellikle finansman riskinin önemli bir kısmını yatırımcı üzerinde kalmasına yol açmaktadır. İlgili ödeme koşulları gerçekleşse bile söz konusu tahvillerin riske uyarlanmış getiri oranlarının pozitif olması veya beklenen düzeyde olması her zaman mümkün olmayabilmektedir. Bu da özel yatırımcılar için SET uygulamalarının cazibesini azaltabilmektedir.
- SET uygulamalarına konu olan projeler çok taraflı, oldukça uzun vadeli ve çok büyük miktarda kaynak kullanımı gerektiren projeler olabilmektedirler. Bu tür projelerin anlaşılması, çıktılarının beklenmesi ve sonuçlarının değerlendirilmesi de uzun zaman alacağı için bunları finanse etmek için ihraç edilen araçlar, çok riskli ve maliyetli yatırım araçları olarak değerlendirilebilmektedirler.
- Sosyal etki ölçümü hala gelişmekte olan araştırma ve uzmanlık alanıdır. Üzerinde anlaşma sağlanmış ölçüm modelleri, yaklaşımları bulunmakla beraber çok farklı sosyal alanlarda yürütülen projelerin çıktıları için tek bir ölçüm modelinin kullanımı mümkün olmamaktadır. Ayrıca ölçümlerin ve yorumlamaların objektif olarak yapılması her zaman kolay olmamaktadır. Bu durum, SET programlarına finansal destek sağlayan yatırımcılar için belirsizliği artırmaktadır.

- SET uygulamalarına konu olan projelerde ve/veya ilgili tahvillerin ihracında yeterli başarı derecesi sağlanamadığı takdirde problemin çözümü için yeni bir proje tanımlanması gerekebilecek; bunun için de yeniden bir finansal kaynak ihtiyacı ortaya çıkabilecektir. Bu durumda ekonomideki kaynakların etkin dağıtımı ve kullanımı sağlanamayacaktır.
- Özellikle ekonomik ve politik istikrarın uzun süreli olarak sağlanamadığı ülkelerde uzun vadeye yayılan SET programları ile ilgili uygulamalara olan bakışın da zaman içinde olumsuz yönde değişme olasılığı bulunmaktadır. Bu tür gelişmeler zaten yeni yeni gelişmekte olan SET piyasasının likiditesini düşürebilecektir. SET mekanizmalarında yer alabilecek kişi ve kurumlar, bu olasılığı da dikkate almak zorunda kalmaktadırlar.
- SET uygulamaları ile ilgili yasal mevzuat oluşumu hala devam etmektedir. Öncü ülkelerde bile gerçekleştirilen uygulamaların ortaya çıkardıkları gereksinimler doğrultusunda hala güncellemeler yapılmaktadır. Ancak ilgili güncellemelerin gereken hızda yapılamaması veya başka sorunlara yol açma olasılıkları bulunmaktadır. Bu olasılıklar da SET ihraç, uygulama ve geri ödeme süreçlerinin yönetiminde ayrı bir risk alanı oluşturmaktadır.

3. ETKİLİ TAHVİL PROGRAMLARININ GELİŞİMİ VE BAŞLICA ÖRNEKLERİ

2020 Kasım ayı itibariyle dünyada 138 adet SET programı devreye alınmış, bu programlar kapsamında 141 milyon Dolar'lık sermaye oluşturulmuş ve 1.711.902 kişinin hayatına olumlu etki yaratılması hedeflenmiştir. 2020 Kasım ayı itibariyle dünyada 138 adet SET programı devreye alınmış, bu programlar kapsamında 141 milyon Dolar'lık sermaye oluşturulmuş ve 1.711.902 kişinin hayatına olumlu etki yaratılması hedeflenmiştir. 2020 Kasım ayı itibariyle dünyada 138 adet SET programı devreye alınmış, bu programlar kapsamında 141 milyon Dolar'lık sermaye oluşturulmuş ve 1.711.902 kişinin hayatına olumlu etki yaratılması hedeflenmiştir (sibdatabase, Kasım 2020).

Tablo 1: SET Projelerinin Ülkelere Göre Dağılımı

| Ülke | Proje Sayısı | Proje Yüzdesi |
|-----------------------------|--------------|---------------|
| İngiltere | 47 | 34,1 |
| Amerika Birleşik Devletleri | 26 | 18,8 |
| Hollanda | 11 | 8 |
| Avustralya | 10 | 7,2 |
| Fransa | 5 | 3,6 |
| Kanada | 4 | 2,9 |
| Portekiz | 4 | 2,9 |

| | | |
|--------------|-----|-------|
| Almanya | 3 | 2,2 |
| İsrail | 3 | 2,2 |
| Japonya | 3 | 2,2 |
| Hindistan | 3 | 2,2 |
| Belçika | 2 | 1,4 |
| Finlandiya | 2 | 1,4 |
| Güney Kore | 2 | 1,4 |
| Yeni Zelanda | 2 | 1,4 |
| Diğer | 11 | 8 |
| Toplam | 138 | 100,0 |

Kaynak: sibdatabase.socialfinance.org.uk

Tablo 1’de söz konusu SET programlarına konu olan projelerin ülke dağılımı verilmiştir. Günümüzde SET uygulamaları alanında İngiltere’nin % 34’lük payla öncü konumda olduğu görülmektedir. İngiltere’yi yaklaşık % 19’luk payla Amerika Birleşik Devletleri izlemiştir. SET programlarının gelişim sürecinde ortaya çıkan ilk uygulamalar da bu ülkelerde gerçekleştirilmiştir. Bu ülkeleri % 8’lik pay ile Hollanda ve % 7’lik payla Avustralya izlemiştir.

Söz konusu ihraçlar sayesinde elde edilen finansal kaynakların birçok sosyal problemin çözümünde kullanılması ve özellikle dezavantajlı birey gruplarına fayda sağlaması beklenmektedir. Böylece sosyal yatırım pazarı büyürken sosyal etkili tahviller de güçlü sosyal etkisi bulunan misyonları gerçekleştirebilmek için bir kaldıraç görevi görmektedir (The Impact Invest Lab, 2018: s.8). Tablo 2’de de günümüze kadar devreye alınmış olan SET projelerinin temalarına göre dağılımı Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2: SET Projelerinin Temalara Göre Dağılımı

| Ülke | Proje Sayısı | Proje Yüzdesi |
|----------------------------------|--------------|---------------|
| İşgücü Geliştirme | 44 | 31,9 |
| Evsizliği Azaltma | 23 | 16,7 |
| Sağlık | 22 | 15,9 |
| Çocuk ve Aile Refahını Artırma | 20 | 14,5 |
| Eğitim ve Okul Öncesi Geliştirme | 14 | 10,1 |
| Suç Önleme | 12 | 8,7 |
| Fakirlik ve Çevre | 3 | 2,2 |
| Toplam | 138 | 100,0 |

Kaynak: sibdatabase.socialfinance.org.uk

SET programlarına konu olan projelerde en önemli pay, % 32 ile işgücü geliştirme projelerine aittir. Bu proje grubunu yaklaşık % 17 payla evsizliği azaltma amaçlı projeler ve yaklaşık % 16’lık payla yaygın sağlık sorunlarını çözmeyi amaçlayan projeler izlemiştir.

Günümüzde gittikçe artmaya ve çeşitlenmeye başlayan SET uygulamalarının ilk örneği, İngiltere’de sosyal sorunların çözümü için oluşturulan projelerin finansmanında devlet dışında alternatif kaynaklar oluşturmayı hedefleyen Social Finance UK Kuruluşu’nun 2010 yılında devreye soktuğu Peterborough SET programı olmuştur. 18 yaşından büyük olan ve 12 aydan daha az ceza alan erkek mahkumların tekrar cezaevine dönme oranını düşürmeyi amaçlayan bu programda suç işleme oranının sekiz yıllık bir süre içinde % 7,5 oranında düşürülmesi hedeflenmiştir. SET programı ile 5 milyon Sterlin’lik kaynak sağlanan projenin ilk dört yıllık döneminde % 8,4; ikinci dönemde % 9,7’lik bir iyileşme sağlanmıştır. Ortalama olarak % 9’luk bir iyileşme sağlanması sonucunda projeye destek veren yatırımcılar anaparalarını ve yıllık %3’lük ek getiri ödemelerini almışlardır (sibdatabase, Kasım 2020).

İlk SET uygulama örneklerinden bir diğeri de ABD’de 2013 yılında başlatılan okul öncesi eğitim ve özel eğitim ihtiyacına yönelik gerçekleştirilen sosyal projedir. Uygulama süresi yedi yıl olarak belirlenen projede Utah Eyaleti’nde ikamet eden düşük gelir gruplarında bulunan ailelerden gelen 3-4 yaş aralığındaki 3500 çocuğun okul öncesi eğitim ve özel eğitim gereksinimlerinin karşılanması hedeflenmiştir. Uygulanan SET programı ile elde edilen 7 milyon Dolar’lık finansal kaynak ile söz konusu çocukların gereksinimlerine uygun bir eğitim modeli yapılandırılıp uygulanmıştır. Uygulama sonunda ise katılımcı çocuklar bir teste tabi tutulup hala özel eğitim desteğine gereksinim duyup duymadıkları belirlenmiştir. Projenin ilk dönemi ile ilgili olarak açıklanan sonuçlara göre teste tabi tutulan 110 öğrenciden sadece bir tanesi gerekli puanın altında kalmıştır. Bu durum projenin ilk değerlendirme döneminde 281.550 Dolar tutarında tasarruf sağlandığı belirlenmiş ve bu kazancın % 95’i, SET programına dahil olan yatırımcılara ödenmiştir. İkinci dönem çıktıları henüz resmi olarak açıklanmamıştır (sibdatabase, Kasım 2020).

Sonuçlanmış olan SET uygulama örneklerinden birisi de İngiltere Çalışma ve Emeklilik Bakanlığı’nın öncülüğünde geleceğin işgücü niteliğini iyileştirebilmek amacıyla dezavantajlı gençleri desteklemek için gerçekleştirilen sosyal projenin finansmanıdır. Nottingham’da yaşayan, istihdam, eğitim ve öğretim açısından dezavantajlı durumda olan 14 ile 24 yaş arasında bulunan 3000 civarındaki gence, danışmanlık, koçluk, özelleştirilmiş hizmetler ve çiraklık sistemi ile destek sağlayan projenin süresi 3,5 yıl olarak belirlenmiştir. Söz konusu SET programı sayesinde 2,9 milyon Sterlin’lik finansal kaynak sağlanmıştır. Projeye ait başarı ölçütleri, hizmet sağlayıcı kuruluşlar tarafından eğitim başarısında iyileşme, niteliklerin artırılması ve istihdam boyutları için ayrı ayrı belirlenmiş ve her katılımcının performansı bu ölçütler esas alınarak bireysel bazda ölçülmüştür. Mayıs 2015’te sona eren projenin bütünsel değerlendirmesinde davranışsal, eğitim ve istihdam ile ilgili boyutlarda

elde edilen çıktılarının, istenen başarı düzeylerini sağladığı sonucuna varılmıştır. Buna bağlı olarak projeye kaynak sağlayan SET yatırımcılarına 2,5 milyon Sterlin tutarında getiri ödemesi yapılmıştır.

SET uygulamalarına konu olan projelerin takvimleri tamamlandıkça, bu alanda önemli deneyimler kazanılmış olacaktır. Böylece bu uygulamaların özellikleri, içerdikleri fırsatlar ve riskler daha net bir şekilde ortaya çıkacaktır. SET mekanizmaları içinde yer alan taraflar açısından daha verimli, daha başarılı süreç tasarımları yapmak ve bunları rasyonel bir şekilde uygulamak ve yönetmek mümkün olabilecektir.

5. SONUÇ

Toplumların ahenk içinde yaşamlarını sürdürebilmeleri, refah düzeylerinin artırılabilmesi için iç ve dış dinamiklerin olumsuz etkilerinin zamanında ve doğru yöntemlerle giderilmesi gerekmektedir. Özellikle sosyal alanlarda ortaya çıkan sorunların çözümünde gerekli doğru adımların atılması, sadece o alanda değil, politika, ekonomi, hatta uluslararası ilişkiler alanlarında da olumlu gelişmelere hız kazandırmaktadır.

Ancak sosyal nitelikli problemlerin çözümleri, çoğunlukla çeşitli zorluklar ve ciddi miktarlarda kaynak ihtiyacı içermekte ve uzun zaman gerektirmektedir. Tüm bu gereklilikler, bu problemlerin çözümü için proje üretimini, uygulanmasını, sürekliliğin sağlanmasını zorlaştıran unsurlardır. Ayrıca eski örneklerine göre bulaşıcılığı daha yüksek seyreden ekonomik krizler, savaşlar, iç karışıklıklar, iklim değişimlerinin yol açtığı göç dalgaları ve insani krizler, mevcut sosyal problemlerin daha da ağırlaşmasına ve yeni başka problemlerin de oluşmasına yol açmaktadır.

Bunlara ek olarak günümüzde tüm hızıyla devam etmekte olan Covid-19 Pandemi Süreci'nin de pek çok sosyal sorunu ağırlaştırmakta olduğu görülmektedir. Tüm bu gelişmeler, gün geçtikçe sosyal devlet uygulamalarına olan ihtiyacın daha da fazla artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan devlet yönetimlerinin kısıtlı kaynakları, ekonomik koşulların da ağırlaşması ile daha da azalmaktadır. Bu durumun yansıması olarak sosyal ihtiyaçların giderilmesi için ayrılabilir kaynak miktarları azalmaktadır. Bu noktada sosyal etkili tahviller gibi devlete finansal kaynak desteği sağlayan mekanizmaların önemi daha da artmaktadır.

SET uygulamaları, sosyal projeler için ihtiyaç duyulan yatırım sermayesinin oluşturulmasına yardımcı olarak hem kaynak, hem de sosyal fayda üretimine katkıda bulunmaktadır. Öncelikle İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada gibi gelişmiş ülkelerde örnekleri ortaya çıkmış olan SET programları ile suç işleme oranlarının düşürülmesi, yoksulluğun azaltılması, genç işsizliğinin azaltılması, okul öncesi eğitim desteğinin

artırılması gibi amaçlarla kurgulanan sosyal projeler için finansal kaynak yaratılmıştır. Hem yatırımlarından belli bir getiri oranı beklentisi içinde olan yatırımcıların, hem de sosyal sorumluluklarını yerine getirmek isteyen kişi ve kurumların katılabileceği SET programları, önceden belirlenmiş olan başarı ölçütlerine uygun sonuçlar elde edilmesi durumunda artı getiri sağlayabilmektedirler. Devlet, aracı kuruluş ve yatırımcıların taraf olduğu bu programlarda hizmet sağlayıcı ve denetçi kuruluşlar da önemli rol oynamaktadırlar. SET uygulamasına konu olan projenin içerdiği faaliyetleri hizmet sağlayıcı kuruluşlar yerine getirirken, bu faaliyetlerin gözlemlenmesi ve proje çıktılarının performans ölçütlerine göre değerlendirmesi ile ilgili sorumlulukları bağımsız denetçi kuruluşlar üstlenmektedirler.

SET programlarının uygulanması ile ilgili altyapı oluşturulduğunda devlet, öncelikle kaynak yaratma kapasitesini genişletme olanağı elde etmektedir. Ayrıca gerekli finansal kaynakların devlet dışı yatırımcılardan gelmesi ve getiri ödemelerinin çeşitli performans göstergelerinin sağlanması koşuluna bağlanması, bu arada bağımsız hizmet sağlayıcılarla ve denetçilerle birlikte süreçlerle ilgili sorumluluk alması, devreye alınmış olan projenin finansman ve faaliyet risklerinin rasyonel bir şekilde paylaşılmasına ve daha rahat yönetilmesine yardımcı olmaktadır. Aksi durumda sosyal projelerin uygulanması ile ilgili tüm riskleri, devlet üstlenmek ve yönetmek zorunda kalmaktadır. Çoğunlukla uzun vadeli, karmaşık yapısı bulunan, çok taraflı olarak kurgulanması gereken bu tür projelerde yaşanan başarısızlıklar, devletin, dolayısıyla tüm toplumun kaynaklarının kullanım verimliliğini de düşürmektedir.

SET yatırımlarının yatırımcılar için anlamlı bir seçenek haline getirilmesi için ise öncelikle uygun mevzuatın oluşturulması ve devreye alınması önemli bir husustur. Bu alanda uygulanacak politika ve stratejileri, bunlara bağlı olarak da proje temalarını ve önceliklerini belirleme yetkisine sahip devlet birimlerinin; SET ihracı ile ilgili süreçleri yönetebilecek yetkinliği bulunan aracı kuruluşların; proje faaliyetlerini yerine getirebilecek hizmet sağlayıcıların ve belirlenmiş esaslara göre tüm bu süreçlerin gözetim ve denetimlerini yapabilecek kurumların oluşturulması da sistemin doğru kurgulanabilmesi için gereklidir. Ayrıca uygulanacak SET modelleri, tüm bu aktörler ile yatırımcılar arasındaki iletişimi, veri paylaşımını sürekli ve yeterli düzeyde sağlayabilecek bir organizasyon yapısı içermelidir.

SET uygulamalarının odaklanacağı projeler için belirlenen performans göstergelerinin, üzerinde uzlaşmış, net olarak açıklanabilen ve ölçülebilir göstergeler olması; bu göstergelere ait değerlendirmelerin de rasyonel bir şekilde yapılabilmesi için uygulanması gereken esasların açıkça ortaya konması, ayrı bir önem arz etmektedir. Proje ve SET ihracı ile ilgili süreçlerin doğru bir şekilde yönetilememesi veya beklenen

performansın gerçekleştirilememesi durumlarında nasıl uygulamalar yapılacağı konusunun program başlangıcında net olarak açıklanması da yatırımcıların güven derecesini artıracaktır.

SET uygulamaları için uygun zemin hazırlanırken bu hususların mutlaka dikkate alınması gerektiği anlaşılmaktadır. Sermaye piyasaları, muhasebe, vergi, proje yönetimi ve denetim alanlarında gerekli düzenlemelerin yapılması pek çok riskin daha rahat kontrol edilmesini ve SET programlarının cazibesini artıracaktır. Ayrıca sosyal problemlerin özelliklerine uygun proje ve SET uygulama modellerinin tasarlanabilmesi, sosyal etki ölçümüne dönük rasyonel yaklaşımlar geliştirilebilmesi için bu konulardaki bilimsel çalışmaların artırılması gerekmektedir.

Aslında SET uygulamalarının artırılması, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre çok daha yüksek miktarda fayda yaratabilecektir. Gelişmiş ülke devletlerine göre çok daha kısıtlı kaynağa sahip olan bu ülke devletleri aynı zamanda çok daha ciddi ve acil çözüm gerektiren sosyal problemlerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Zira bu ülkelerde açlık, sosyal adaletsizlik, zorunlu göç, sağlık ve eğitim haklarından hiç yararlanamama gibi problemler daha ağır olarak yaşanmaktadır. Ancak sosyal yapıda olduğu gibi SET uygulamaları için sağlanması gereken koşulların oluşturulması da her zaman kolay olmamaktadır.

Gene de günümüzde devletin yanı sıra bireylerin, işletmelerin ve diğer organizasyonların tüm faaliyetlerinde hem çevresel etki ve sürdürülebilirlik, hem de sosyal sorumluluk boyutlarının mutlaka dikkate alınması gerektiğini vurgulayan görüş, gittikçe ağırlık kazanmaktadır. Söz konusu faaliyetlerle ilgili finansman ve yatırım modellerinde bu boyutlar daha çok dikkate alınmaya, ulusal ve uluslararası iş çevrelerinde kabul görmeye başlamıştır. Bu yeni paradigmanın yaygınlaşması ile tüm dünyada SET uygulamaları ve bu uygulamaların sağlayabileceği faydalar konusundaki farkındalığın artması mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

- Albertson, K., Fox, C., O'Leary, C. & Painter, G. (2020). *Towards a Theoretical Framework for Social Impact Bonds*. DeGruyter Nonprofit Forum 2020, 20190056, DOI: <https://doi.org/10.1515/npf-2019-0056>.
- Aydın, O. (2017). Sosyal Etki Tahvilleri: Sosyal Sorunların Menkul Kıymetleştirilmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9 (4), 916-931.
- Bengo I. & Calderini M. (2016) New development: Are social impact bonds (SIBs) viable in Italy? A new roadmap. *Public Money & Management*, 36 (4), 303-306.
- Denoël, N. (2013). *Developing Social Impact Bonds in Belgium*. Louvain: Université Catholique De Louvain, Brussels.
- Eames, S., Terranova, V., Battaglia, L. & Nelson, I. (2014) *A Review of Social Impact Bonds: Financing Social Service Programs Through Public-Private Partnerships*. University of Texas, School of Social Work. <http://www.reentryroundtable.net/wp-content/uploads/2011/05/A-Review-of-Social-Impact-Bonds-Final.pdf>(Erişim Tarihi: 11/11/2020).
- Edmiston, D., & Nicholls, A. (2018). Social Impact Bonds: The Role of Private Capital in Outcome-Based Commissioning. *Journal of Social Policy*, 47 (1), 57-76.
- Ergen, Z., & Durak, B. (2016). Bazı Sosyal Problemlerin Çözümünde Alternatif Bir Finansman Kaynağı: Sosyal Etkili Tahvil Programları. *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, 8 (1), 36-54.
- Fischer, R. L., & Richter, F. G.-C. (2017). SROI in the pay for success context: Are they at odds? *Evaluation and Program Planning*, Vol. 64, 105-109.
- Harji, K. & Jackson, E.T. (2012). *Accelerating impact: Achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry*. New York: The Rockefeller Foundation.
- <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk/> (Erişim Tarihi: 14 / 11 / 2020).
- Nicholls, A., & Tomkinson, E. (2013). *The Peterborough Pilot Social Impact Bond*. London: University of Oxford.
- Osborne, S. P. (2006). The New Public Governance? *Public Management Review*, 8 (3), 377-387.
- Rizzi, F., Pellegrini, C., & Battaglia, M. (2018). The structuring of social finance: Emerging approaches for supporting environmentally and

socially impactful projects. *Journal of Cleaner Production*, No. 170, 805-817.

Schinkus, C. (2017). Financial innovation as a potential force for a positive social change: The challenging future of Social Impact Bonds. *Research in International Business and Finance*, No. 39, 727-736.

Social Finance Inc. (2016). *A New Tool For Scaling Impact: How Social Impact Bonds Can Mobilize Private Capital To Advance Social Good*. Rockefeller Foundation, Boston.

Tan, S., Fraser, A., McHugh, N. & Warner, M. (2019). Widening perspectives on social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, DOI: 10.1080/17487870.2019.1568249.

Taraktas, A. (2015). Yerel Yönetimlerin Sosyal Projelerinde Yenilikçi Bir Finansman Aracı Olarak Sosyal Etkili Tahviller; Türkiye İçin Öneriler. *Maliye Dergisi*, 2015 (168), 31-48.

The Impact Invest Lab (2018). *Social Bonds, The Social Bond market: Towards a new asset class?* The Impact Invest Lab, Paris. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf> (Erişim Tarihi: 27 / 10 / 2020).

Yakar, S. & Kandır, S. Y. (2016). Türkiye’de Sosyal Harcamaların Finansmanında Yeni Bir Finansal Araç Önerisi: Sosyal Etkili Tahvil. *Bankacılar Dergisi*, S. 97, 15-36.

Yates, B. T. & Marra, M. (2017). Social return on investment (SROI): Problems, solutions... and is SROI a good investment? *Evaluation and Program Planning*, No. 64, 95-97.

Warner, M. E. (2013), Private finance for public goods: Social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16 (4), 303-319, DOI: 10.1080/17487870.2013.835727.


BÖLÜM II

PORTFÖY YATIRIMLARI İLE EKONOMİK BÜYÜMEYE İLİŞKİSİ: BRICS-T ÖRNEĞİ

*The Relationship Between Economic Growth And Portfolio Investments:
The BRICS-T Example*

Hakan Güneş

(Dr.), Bartın Üniversitesi, Bartın Meslek Yüksekokulu
e-mail: hakangunes@bartin.edu.tr

 ORCID 0000-0002-0537-3637

1.GİRİŞ

Portföy yatırımları, birçok risk üstlenerek kazanç sağlamak isteyen yabancı tasarruf sahiplerinin ülkenin ya da şirketlerinin çıkarmış oldukları değerli kağıtlara yatırımını ifade etmektedir. Sıcak para olarak da anılan portföy yatırımları, tahvil ve hisse senedi gibi iki araca sahiptir. Bu araçlardan tahvil faiz getirisi sağlarken; hisse senedi ise kâr getirisi sağlamaktadır. Sermaye açığı yaşayan ülkeler portföy yatırımlarını ülkeye çekebilmek için hem yüksek faiz vermelidir, hem de piyasalara güven vermelidir. Bu güveni sağlamak için de ülkelerin daraltıcı para politikaları uygulamaları gerekmektedir. Portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar gibi üretim ve istihdam artışına yol açmasa da, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gerekli yatırımları sağlayabilmeleri için gerekli olan bir finansman kaynağıdır. Özellikle cari açık veren ülkeler için vazgeçilmez bir kaynaktır. Ancak unutulmamalıdır ki, portföy yatırımları ülkeyi çok hızlı terk edebilmekte ve kriz doğurmaktadır. Bu yüzden portföy yatırımı çeken ülkeler dış şoklara açıktır (Gülmez, 2015:140; Sugözü ve Yaşar, 2020:199).

Yurtiçi verimlilik şokları portföy yatırımlarını azaltmaktadır. Ekonomik büyüme ve faiz oranındaki farklılıklar ve yatırımcıların riske açık yapısı, portföy yatırımlarını gelişmekte olan ülkelere çekmek için önemli faktörlerdir. Özellikle faiz şokları portföy yatırımları üzerinde olumlu etkiye sahiptir (Ahmad vd., 2016:59). Ancak portföy yatırımlarında oynaklık çok fazla olduğundan, herhangi bir güvensizlikte ya da getirideki azalmada portföy yatırımları ülkeyi terk etmektedir (Demir, 2007:156).

1970'lerde uluslararası piyasalarda ön planda olan banka kredileri, 1990'larda bu yerini portföy yatırımlarına devretmiştir. Dünya piyasalarında portföy yatırımlarının bu derece önemli hale gelmesi

ekonomik krizleri derinleştirmiştir. Öyle ki, Latin Amerika, Türkiye, Brezilya ve Asya krizlerinde portföy yatırımlarının ülkeleri terk ettiği krizleri tetiklemiştir (Başoğlu, 2000:89).

Bu çalışmanın amacı, BRICS-T ülkelerinde¹ portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisini panel veriyle incelemektir. Bu kapsamda önce konu ile ilgili teorik bilgiler verilmiş daha sonra bu konuyla ilgili literatür taraması araştırmaya dahil edilmiştir. Daha sonra BRICS-T ülkelerinin genel özellikleri ele alınarak bu ülkelerdeki makroekonomik performans ele alınmıştır. Nihai aşamada, yatay kesit bağımlılığı tespit edilerek Dumitrescu Hurlin nedensellik testi yapılarak değişkenlerin yönü belirlenmiştir ve Parks-Kmenta tahmincisiyle de parametre katsayıları tahmin edilmiştir.

2. TEORİK ALTYAPI VE LİTERATÜR TARAMASI

Bir ülkenin ekonomik büyüme oranının istikrarlı bir şekilde artması, döviz kurunun istikrarı, Merkez bankalarının elindeki döviz rezervleri ve faiz oranı gibi değişkenler, o ülkeye gelen portföy yatırımlarında belirgin olan temel unsurlardır (Yıldırım, 2002: 5). Portföy yatırımı çekmek isteyen ülkeler, yabancı yatırımcıya güven sağlamak zorundadır. Gelişmekte olan ülkelerin uygulayacağı daraltıcı para politikası yabancı yatırımcıyı cezbedecektir. Yatırımcılar ülke ve kur riskini de göz önüne alacağı için uygulanan daraltıcı para politikası, o ülkelere yatırım yapmalarını sağlayacaktır (Esen, 1998:62).

Portföy yatırımlarının bir ülkeye girişi ya da bir ülkeden çıkışı tamamen elektronik ortamda gerçekleşmektedir. Bu yönüyle yatırım yapan yatırımcı, herhangi bir risk anında hemen ve çok kolay bir şekilde yatırımını geri çekebilecektir (Takım, 2010:43). Finansal serbestleşmenin potansiyel faydaları maliyetinden daha ağır basmaktadır. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri çoğaldıkça, sermaye daha verimli kullanılacak ve bu ülkelerin tasarrufları dünya piyasalarında yatırımın artmasını sağlayacaktır. Bunun sonucunda da ekonomik büyüme artacaktır (Fischer vd., 1998:2-3).

Ekonomik büyümenin önemli göstergelerinden birisi de yatırımlardır. Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi sıklıkla çalışılan konulardan biridir. Bu çalışmada da portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi için literatür taraması ele alınmıştır. Bu konu ile ilgili literatür taraması Tablo 1'de verilmiştir. Tabloda yer alan PY, portföy yatırımlarını; EB ise ekonomik büyümeyi ifade etmektedir.

¹ BRICS-T terimi; Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ile Türkiye'nin ekonomilerini ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu ülkelerin İngilizce adlarının baş harflerinden oluşan kısaltmadır.

Tablo 1: Portföy Yatırımları İle Ekonomik Büyüme İlişkisi İçin Literatür Taraması

| Yazar(lar) | Ülke(ler) | Yöntem | Değişkenler | Sonuç |
|---------------------------|---|-----------------------------|-------------|---|
| Reisen ve Soto (2001) | 44 ülke (1986-1997) | Panel veri | PY ve EB | PY'den EB'ye doğru tek taraflı nedensellik mevcuttur. |
| Mclean ve Shrestha (2002) | 40 ülke (1976-1995) | Panel veri | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. |
| Durham (2004) | 80 ülke (1979-1997) | Panel veri | PY ve EB | PY'nin EB üzerinde bir etkisi yoktur. |
| Demir (2007) | Türkiye (1996:2 – 2005:9) | Eşbütünleşme ve nedensellik | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki vardır. |
| Karaca ve Abasız (2007) | 25 GOÜ (1980-2005) | Panel veri | PY ve EB | PY'nin EB üzerinde pozitif etkisi vardır. |
| Duasa ve Kassim (2009) | Malezya (1991-2006) | Panel nedensellik | PY ve EB | EB'den PY'ye doğru tek yönlü nedensellik vardır. |
| Ferreira ve Laux (2009) | 50 ülke (1988-2001) | Panel regresyon | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. |
| Choong vd. (2010) | 34 ülke (1983-2006) | Panel regresyon ve GMM | PY ve EB | PY, EB'yi arttırmaktadır. |
| Sever vd. (2010) | Brezilya, Güney Kore ve Türkiye (1985–2008) | Eşbütünleşme ve nedensellik | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki vardır. |

| | | | | |
|-------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|----------|---|
| Aizenman vd. (2011) | 100 ülke (1990-2010) | Panel regresyon | PY ve EB | PY'nin EB üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. |
| Rachdi ve Saidi (2011) | 100 ülke (1990-2009) | Panel regresyon | PY ve EB | Gelişmiş ülkelerde PY ile EB arasında pozitif bir ilişki varken; GOÜ'lerde iki değişken arasında bir ilişki yoktur. |
| Albulescu (2015) | 13 Avrupa ülkesi (2005-2012) | GMM | PY ve EB | PY, EB'yi arttırmaktadır. |
| Gülmez (2015) | Türkiye (1986-2014) | ARDL | PY ve EB | PY'den EB'ye doğru tek taraflı nedensellik mevcuttur. |
| Ahmad vd. (2016) | ASEAN-5 ülkeleri (2001-2013) | Panel eşbütünleşme ve nedensellik | PY ve EB | Singapur dışında PY, EB'yi arttırmaktadır. |
| Kamacı ve Konya (2016) | Kırılğan Beşli ülkeleri (1994-2013) | Panel regresyon | PY ve EB | Hisse senetleri ile GSYH arasında pozitif bir ilişki vardır ama tahvillerle GSYH arasında herhangi bir ilişki yoktur. |
| Winona ve Nuzula (2016) | Endonezya (2006-2014) | Regresyon | PY ve EB | PY, EB'yi arttırmaktadır. |
| Akınbobola vd. (2017) | Nijerya (1986-2013) | Nedensellik analizi | PY ve EB | PY ile EB arasında çift taraflı nedensellik mevcuttur. Ayrıca PY, EB'yi pozitif |

| | | | | |
|-----------------------------|---|------------------------------|----------|---|
| | | | | yönde etkilemektedir. |
| Kuzucu (2018) | 52 GOÜ (1970-2000) | Statik ve dinamik panel veri | PY ve EB | PY ile EB arasında bir ilişki tespit edilememiştir. |
| Ezeanyeji ve Maureen (2019) | Nijerya (1986-2017) | Eşbütünleşme ve nedensellik | PY ve EB | PY, EB'yi pozitif yönde etkilemektedir. |
| Gök ve Güvercin (2020) | 25 Sahra Altı Afrika ülkesi (1990-2016) | Panel nedensellik | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki vardır. |
| Kılıç (2020) | Yeni sanayileşen 10 ülke (2002-2018) | Panel regresyon | PY ve EB | PY ile EB arasında pozitif ilişki vardır. |
| Sugözü ve Yaşar (2020) | 23 OECD ülkesi (2001-2018) | Driscoll-Kraay tahmincisi | PY ve EB | PY, EB'yi pozitif yönde etkilemektedir. |

PY: Portföy yatırımları, EB: Ekonomik büyüme

Tablo 1’de 22 farklı çalışmanın sonucu verilmiştir. Bu çalışmaların büyük çoğunluğunda beklendiği gibi portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi arttırdığı tespit edilmiştir (McLean ve Shrestha, 2002; Demir, 2007; Karaca ve Abasız, 2007; Ferreira ve Laux, 2009; Choong vd., 2010; Sever vd., 2010; Albulescu, 2015; Ahmad vd., 2016; Winona ve Nuzula, 2016; Akınbobola vd., 2017; Ezeanyeji ve Maureen, 2019; Gök ve Güvercin, 2020; Kılıç, 2020; Sugözü ve Yaşar, 2020). Portföy yatırımları ülkeye sermaye girişi sağladığından dolayı ülkenin milli gelirinin artmasını sağlamaktadır. Ancak ülkelerin ekonomik performansı gelecek portföy yatırımını etkilemekte ve büyümeye her zaman pozitif etki yapmamaktadır. Yapılan literatür taramasında iki değişken arasında herhangi bir nedensel ilişkinin olmadığı çalışmalar da mevcuttur (Durham, 2004; Aizenman vd., 2011; Kuzucu, 2018).

Tablo 1’deki literatür taramasında nedenselliklerin yönünde de farklılıklar olduğu görülmektedir. Örneğin; Reisen ve Soto (2001), Gülmez

(2015) portföy yatırımlarından ekonomik büyümeye doğru tek taraflı bir nedensellik tespit etmişken; Duasa ve Kassim (2009) çalışmasında ekonomik büyümeden portföy yatırımlarına doğru tek taraflı nedensellik tespit etmiştir. Akınbobola vd. (2017) ise iki değişken arasında çift taraflı bir nedensellik tespit etmiştir.

Panel veride farklı sonuçlara ulaşan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Rachdi ve Saidi (2011) çalışmasında ise gelişmiş ülkelerde portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki varken; gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ'lerde) iki değişken arasında bir ilişki yoktur.

3. BRICS-T ÜLKELERİNİN ORTAYA ÇIKIŞI VE MAKROEKONOMİK PERFORMANSI

Goldman Sachs'ın 2001'deki "Building Better Global Economic BRICS" adlı raporunda G7 ile bazı büyük yükselen piyasa ekonomilerine vurgu yaparak, dünya ekonomisinin genel durumunu ele almıştır. Bu raporda, Brezilya (Brazil), Rusya (Russia), Hindistan (India) ve Çin'in (China) ilk harfleriyle yükselen piyasa ekonomilerini BRIC olarak kısaltmıştır. Bu ülkelerin 2002'de G7 ülkelerinden daha hızlı büyüyeceği ve dünyada daha güçlü BRIC'lere ihtiyaç olduğu belirtilmiştir (O'Neill, 2001:3). Goldman Sachs'ın 2003 yılındaki küresel ekonomi raporunda ise, Wilson ve Purushothaman, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in (BRIC) yükselen pazarlarının son yıllarda hızla büyüdüğünü ve gelecekte de böyle bir büyümeye devam etmelerinin beklendiğini öne sürmüşlerdir. Wilson ve Purushothaman, 40 yıldan daha kısa bir süre içinde BRIC ekonomilerinin G6 ülkelerinden daha büyük olabileceğini tahmin etmişlerdir. Özellikle, Hindistan, 2032'de Japonya'dan, Çin 2041'de ABD'den (2016'da diğer tüm ülkelerden daha büyük) daha büyük olabilir şeklinde öngörülerde bulunmuştur. BRIC ülkeleri, Singapur, Güney Kore ve Tayvan'ın oluşturduğu "mini ejderhalara" ekonomik olgunlukta rakip olabilirken, mini ejderhalara göre daha büyük pazarlara ve daha önemli ekonomik büyüme olgunluğuna sahiplerdir (Hitt vd., 2005:368).

BRIC ülkelerini, diğer yükselen ekonomilerden ayıran faktör, küresel ekonomiyi ve küresel piyasaları geniş bir şekilde etkileme ve onlardan etkilenme yetenekleridir. BRIC ülkelerindeki kaynakların fazla olması, kaynak bağımlılığı için kendi aralarında kurdukları denge ve bu ülkelere yönelik küresel demografik eğilim, BRIC ülkelerinin dünya ekonomisine bütünsel bir şekilde katılmasını sağlamaktadır (O'Neill vd., 2005:3). 2010'da ise Güney Afrika'da BRIC ülkelerine katılmış ve işbirliğinin adı BRICS olmuştur. Türkiye'nin de bu gruba dâhil olması gerektiğine yönelik fikirler sunulmuştur. Birçok ekonomik göstergede Türkiye, Güney Afrika'dan daha iyi durumunda olduğu için çalışmalarda

BRICS-T ülkeleri ele alınmıştır. Bu çalışmada da Türkiye'nin de dâhil olduğu BRICS-T ülkeleri ele alınmıştır.

Tablo 2'de BRICS-T ülkelerinde 2019 yılı için temel makroekonomik veriler gösterilmiştir.

Tablo 2: BRICS-T Ülkelerinde Önemli Makroekonomik Göstergeler (2019)

| | Brezilya | Rusya | Hindistan | Çin | G. Afrika | Türkiye |
|------------------------------|----------|--------|-----------|--------|-----------|---------|
| GSYİH (milyar \$) | 1839 | 1699 | 2875 | 14342 | 351 | 754 |
| Büyüme oranı (%) | 1,136 | 1,341 | 5,023 | 6,108 | 0,152 | 0,877 |
| Kişi başı gelir (\$) | 8717 | 11585 | 2104 | 10261 | 6001 | 9042 |
| İşsizlik oranı | 12,083 | 4,585 | 5,355 | 4,32 | 28,181 | 13,49 |
| Enflasyon | 3,73 | 4,47 | 7,65 | 2,89 | 4,12 | 15,17 |
| Mal ve hizmet ihracatı/GSYİH | 14,322 | 28,313 | 18,661 | 18,415 | 29,853 | 31,614 |
| Mal ve hizmet ithalatı/GSYİH | 14,654 | 20,761 | 21,356 | 17,264 | 29,350 | 29,780 |
| Ticaret/GSYİH | 28,976 | 49,074 | 40,018 | 35,68 | 59,204 | 61,394 |
| Cari denge/GSYİH | -2,76 | 3,84 | -1,03 | 0,98 | -3,03 | 1,17 |
| Dış borç stoku/GSMH | 31,8 | 29,8 | 19,7 | 14,8 | 55,1 | 59,4 |
| Brüt tasarruf/GSYİH | 12,2 | 27,6 | 29,4 | 44,6 | 14,9 | 25,4 |
| DYY giriş (milyar \$) | 73,5 | 31,9 | 50,6 | 155,8 | 4,62 | 8,78 |
| DYY/GSYİH | 4 | 1,9 | 1,8 | 1,1 | 1,3 | 1,2 |

| | | | | | | |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| Portföy yatırımları (milyar \$) | 20,1 | -12,6 | -24,5 | -57,9 | -8,99 | 1,24 |
| Nüfus (milyon kişi) | 211 | 144 | 1366 | 1397 | 58 | 83 |

Kaynak: <https://databank.worldbank.org/>

Tablo 2'ye göre, BRICS-T ülkelerinde 2019 yılındaki makroekonomik performans göstergelerinin neredeyse tamamında Çin, diğer ülkelerden çok daha öndedir. GSYİH'ya bakıldığında, dünyanın en büyük 2.ekonomisi olan Çin, BRICS-T ülkeleri arasında çok büyük farkla (14 trilyon 342 milyar \$) 1.sıradadır. Kişi başına gelirden Türkiye 9042 \$ ile Rusya (11585\$) ve Çin'in (10261\$) ardından 3.sıradadır. Dış borç stokunun GSMH'ye oranında Çin %14,8 ile en iyi durumdayken, Türkiye %59,4 ile BRICS-T ülkeleri arasında son sıradadır. Mal ve hizmet ihracatı ile ithalatının GSYİH'ya oranına bakıldığında Türkiye ilk sıradadır. Dolayısıyla dış ticaretin milli gelire oranında Türkiye ilk sıradadır. Bu durum da Türkiye'nin dış ticarete bağlılığını göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar açısından da Türkiye, Güney Afrika'dan sonra en az DYY girişi olan ülkedir. BRICS-T ülkelerinde 2019 yılı için Türkiye en yüksek enflasyona sahip ülkedir ve işsizlik oranında da Güney Afrika'dan sonra en kötü ülke durumundadır. Ancak sadece 2019 yılına bakmak aldatıcı olabilir. Bu yüzden Tablo 3'de 2015-2019 dönemi ele alınarak 5 yıllık ortalama değerlere bakılmıştır.

Tablo 3: BRICS-T Ülkelerinde Önemli Makroekonomik Göstergeler (2015-2019 için 5 yıllık ortalama)

| | Brezilya | Rusya | Hindistan | Çin | G. Afrika | Türkiye |
|----------------------|----------|-------|-----------|-------|-----------|---------|
| GSYİH (milyar \$) | 1880 | 1520 | 2530 | 12613 | 337 | 821 |
| Büyüme oranı (%) | -0,6 | 0,78 | 6,88 | 6,73 | 0,78 | 4,08 |
| Kişi başı gelir (\$) | 9033 | 10338 | 1885 | 9066 | 5903 | 10139 |
| İşsizlik oranı | 13,32 | 4,98 | 5,39 | 3,84 | 29,04 | 14,03 |

| | | | | | | |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Enflasyon | 5,72 | 6,72 | 5,16 | 2 | 4,98 | 11,62 |
| Mal ve hizmet ihracatı/GSYİH | 13,42 | 27,89 | 19,25 | 19,63 | 30,02 | 26,24 |
| Mal ve hizmet ithalatı/GSYİH | 13,41 | 20,69 | 21,97 | 17,79 | 29,75 | 28,09 |
| Ticaret/GSYİH | 26,83 | 48,59 | 41,23 | 37,42 | 59,78 | 54,34 |
| Cari denge/GSYİH | -2,01 | 3,94 | 1,29 | 1,46 | -3,32 | -2,51 |
| Dış borç stoku/GSMH | 30,13 | 33,94 | 20,37 | 13,5 | 49,09 | 53,46 |
| Brüt tasarruf/GSYİH | 13,22 | 26,91 | 31,05 | 44,87 | 15,79 | 25,44 |
| DYY giriş (milyar \$) | 71,9 | 21,7 | 44,2 | 195 | 3,2 | 13,2 |
| DYY/GSYİH | 3,84 | 1,45 | 1,76 | 1,57 | 0,92 | 1,6 |
| Portföy yatırımları (milyar \$) | 9,38 | 2,2 | -10,1 | -1,5 | -10,1 | -2,2 |
| Nüfus (milyon kişi) | 208 | 144 | 1340 | 1390 | 57 | 81 |

Kaynak: <https://databank.worldbank.org/>

Tablo 3’de BRICS-T ülkelerinde 2015-2019 dönemini kapsayan 5 yıllık ortalama değerler verilmiştir. Tablo 3’de bazı dikkat edici veriler göze çarpmaktadır. Örneğin Çin 2019 yılında, 5 yıllık ortalamadan yaklaşık 2 trilyon \$ daha fazla gelire sahiptir. Bu durum Çin’in geleceğin süper gücü olacağını göstermektedir. Aynı şekilde Türkiye’nin kişi başına gelirinin 1000 dolardan daha fazla azaldığı görülmektedir. Bu durumda kuşkusuz Türkiye’de döviz kurundaki artışın etkisi de fazladır. Bir diğer nokta, Türkiye’nin büyüme oranlarına ilişkindir. 2017’de %7,47 büyüyen Türkiye, daha sonra büyüme oranlarındaki azalmayla ortalamasını düşürmüştür. Özellikle Türkiye’de 2019 yılında büyüme oranı ciddi bir biçimde daralmıştır. 2019’da ihracat ve ithalatın GSYİH’ya oranı açısından ilk sırada yer alan Türkiye, 5 yıllık ortalama değerler alındığında Güney Afrika’nın ardından 2.sıraya gelmiştir. Dış borçlar da yine en kötü

durumda olan ülke Türkiye'dir. Ancak çoğu göstergeye bakıldığında Türkiye, BRICS ülkelerinden Güney Afrika'dan iyi durumdadır.

Hawksworth ve Cookson'un tahminlerine göre, Türkiye 2050'de 5 trilyon dolar GSYİH'ya sahip olacak ve dünyanın en büyük 12.ekonomisi olacaktır. Türkiye İtalya ve Kanada'dan 2 trilyon dolar daha fazla gelir elde edecektir (Hawksworth ve Cookson, 2008; aktaran Güney, 2017:35). Aynı zamanda Çin, ABD'nin üstüne çıkarak dünyanın en büyük ekonomisi olacak ve Hindistan üçüncü, Brezilya dördüncü ve Rusya da altıncı büyük ekonomi olacaktır (Güney, 2017:35). Bu tahminler yakın gelecekte BRIC ülkelerinin dünyada en büyük ekonomiye sahip ülkeler olacağını göstermektedir. Ancak bu tahminlerde Güney Afrika büyük ekonomiler arasında yer almamaktadır. Verilerde de görüldüğü üzere Türkiye, BRICS ülkelerinden Güney Afrika'dan daha ön sıralardadır.

4.EKONOMETRİK YÖNTEM, VERİ VE BULGULAR

4.1. Veri Seti ve Model

Bu çalışmada BRICS-T ülkelerinde (Brezilya, Çin, Rusya, Hindistan, Güney Afrika – Türkiye) 1994 – 2019 yılları arası portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi panel veri analiziyle test edilmiştir. Bu çalışmanın bağımsız değişkeni portföy yatırımları, bağımlı değişkeni ise ekonomik büyümedir. Portföy yatırımı, dolar cinsinden net portföy yatırımlarını göstermektedir ve analizde “PY” olarak gösterilmektedir. Ekonomik büyüme ise dolar cinsinden ülkelerin GSYİH'sını göstermekte ve analizde “GDP” olarak yer almaktadır. Çalışmada 1 no'lu model tahmin edilecektir:

$$GDP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PY_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Verilerde öncelikle yatay kesit bağımlılığının tespiti için CD_{LM} testine başvurulmuş ve daha sonra Parks-Kmenta tahmincisiyle iki değişken arasındaki ilişki test edilmiştir.

4.2.Ampirik Bulgular

Serilerde yatay kesit bağımlılığı mevcutsa ve analiz yapılırken yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmazsa bulunan sonuçlar sapmalı ve çelişkilidir. Bu nedenle seriler arasında yatay kesit bağımlılığı test edilmelidir (Menyah vd, 2014:839). Yapılan test sonucunda olasılık değerlerinin %5'in altında olması yatay kesit bağımlılığı olduğu anlamına gelmektedir (Pesaran ve Yamagata, 2008:17).

Bu doğrultuda Tablo 4'de değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı sonuçları verilmiştir.

Tablo 4: Değişkenlere Ait Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

| Değişken | CD Test | Test-ista. | Olas. |
|----------|--------------------------|------------|--------|
| PY | CDLM1 (Breusch-Pagan LM) | 36.65312 | 0.0014 |
| GDP | CDLM1 (Breusch-Pagan LM) | 314.4270 | 0.0000 |

Tablo 4'e göre bütün CD_{LM} testlerinin olasılık değeri %5 değerinden küçüktür. Dolayısıyla portföy yatırımları ile ekonomik büyüme değişkenleri için paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı vardır. Yatay kesit bağımlılığı olduğu için de serilerde ikinci nesil birim kök testi uygulanacaktır.

Serilerde yatay kesit bağımlılığı varsa ikincil nesil panel birim kök testleri kullanılmalıdır. $N>T$ ve $T>N$ gibi durumlarda CADF testi uygulanabilmektedir (Pesaran, 2007:269). Bu çalışmada da yatay kesit bağımlılığı bulunduğu için, ikincil nesil panel birim kök testi kullanılmıştır. CADF testlerinin yatay kesit ortalaması ise CIPS testini vermektedir (Westerlund vd., 2016:852). Tablo 5'de CADF birim kök testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 5: CADF Birim Kök Testi Sonuçları

| Değişken | IPS W-stat. | Olas. |
|--------------|-------------|--------|
| PY | -4.09672 | 0.0000 |
| GDP | 3.19775 | 0.9993 |
| Δ GDP | -3.97032 | 0.0000 |

Tablo 5'e göre, portföy yatırımları seviyesinde durağanlık; ekonomik büyüme değişkeni 1.farkı alındığında durağan hale gelmiştir. Uygun regresyon tahminçisi seçilmeden önce, değişkenlerin yönü belirlenecektir. Bunun için Dumitrescu Hurlin nedensellik testi yapılmıştır. Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi, paneli oluşturan ülkelerin tümünde yatay kesit bağımlılığını dikkate almaktadır (Bozoklu ve Yılcı, 2013:175-176). Bu doğrultuda Tablo 6'da Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 6: Dumitrescu Hurlin Panel Nedensellik Testi Sonuçları

| İlişki | W-stat | Z-bar stat | Olas. |
|--------|--------|------------|-------|
|--------|--------|------------|-------|

| | | | |
|--------|---------|---------|--------|
| PY→GDP | 1.55976 | 0.67024 | 0.5027 |
| GDP→PY | 2.73085 | 2.37744 | 0.0174 |

Tablo 6'daki Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi sonuçlarına göre, ekonomik büyümeden portföy yatırımlarına doğru tek yönlü nedensellik vardır. Bu yüzden uygun regresyon tahmincisi belirlendikten sonra, bu doğrultuda katsayı tahmini yapılacaktır.

Modelde birimler arası korelasyon (yatay kesit bağımlılığı), değişen varyans ve otokorelasyon varsa Parks-Kmenta, Beck-katz ve Driscoll-Kraay tahmincileri daha dirençli sonuçlar vermektedir. $N>T$ ise Driscoll-Kraay tahmincisi daha dirençliyken, $T>N$ ise Parks-Kmenta tahmincisi daha doğru sonuçlar vermektedir (Tatoğlu, 2013:277). Bu çalışmada da $T>N$ olduğu için yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve değişen varyans olduğu için Parks-Kmenta tahmincisi kullanılmıştır. Tablo 7'de Parks-Kmenta tahmincisi sonuçları verilmiştir.

Tablo 7: Parks-Kmenta Tahmincisi Sonuçları

| GDP | Coef. | Std.Err. | z | P> z | 95% Güven Aralığı |
|-----------------|---------------|-----------|-----------|----------|------------------------|
| PY | - 2.424873 | 0.5711481 | - 4.25 | 0.000 | -3.544303 -1.305444 |
| Değişen Varyans | 99.40259 | | | 0.0000 | |
| Otokorelasyon | 33.96928 | | | 0.0000 | |

Tablo 7'de yer alan tahmin sonuçları incelendiğinde, BRICS-T ülkelerinde 1994-2019 dönemi verileri kullanılarak oluşturulan modelde yer alan portföy yatırımı ve ekonomik büyüme değişkenlerinin %95 güven düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, ekonomik büyümedeki %1'lik artış, portföy yatırımlarını %2,42 birim azaltmaktadır.

5.SONUÇ

O'Neill tarafından Goldman Sachs adlı yatırım bankasına hazırlanan "Building Better Global Economic BRICs" adlı raporda

yükselen piyasa ekonomilerinden Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin için ilk defa BRIC kısaltması yapılmıştır ve BRIC ülkelerinin gelecekte dünyanın en büyük ekonomik kuruluşlarından biri olacağı vurgulanmıştır. Aynı yatırım bankasına 2003'de Wilson ve Purushothaman tarafından hazırlanan "Dreaming With BRICs" adlı raporda ise, 40 yıl içinde BRIC ülkelerinin G6 ülkelerinden daha da büyük olacağı, Çin'in 2041'de ABD'den ve Hindistan'ın da 2032'de Japonya'dan daha büyük bir ekonomi olacağı vurgulanmıştır. 2010'da ise Güney Afrika'da BRIC ülkelerine katılmış ve işbirliğinin adı BRICS olmuştur. BRICS ülkelerinde bazı temel makroekonomik problemler olsa da kaynaklarının çok fazla olması ve hem nüfus hem de milli gelir açısından dünya ekonomisinde ciddi bir payı olması dolayısıyla BRICS ülkeleri birçok çalışmaya konu olmuştur. İşbirliğine sonradan katılan Güney Afrika BRIC ülkelerinden çok daha zayıf olması nedeniyle sorgulanmış ve Türkiye'nin de bu gruba dâhil olması gerektiğine yönelik fikirler sunulmuştur. Birçok ekonomik göstergede Türkiye, Güney Afrika'dan daha iyi durumunda olduğu için çalışmalarda BRICS-T ülkeleri ele alınmıştır. Bu çalışmada da Türkiye'nin de dâhil olduğu BRICS-T ülkeleri ele alınmıştır.

Tahvil ve hisse senedi gibi temel araçları olan portföy yatırımları, cari açık yaşayan ülkelerin vazgeçilmez bir kaynağıdır. İstikrarlı ekonomik büyüme, yüksek faiz ve güven gibi unsurlarla gelişmekte olan ülkelere akan portföy yatırımları, ülke ve kur riskini de göz önünde tutarak daraltıcı para politikası uygulayan ülkelere gitmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için gerekli yatırımlar, portföy yatırımlarından gelen kaynakla sağlanmaktadır. Dolayısıyla, portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelerin büyümesi için gereklidir. Gelişmiş ülkelere doğru yönelen sermaye hareketleri, dünyada da yatırımların artmasını sağlayacaktır. Ancak portföy yatırımları elektronik ortamda yapıldığından dolayı, herhangi bir risk anında portföy yatırımları ülkeyi kolaylıkla terk edebilmektedir. Portföy yatırımları aşırı oynak olduğundan, portföy yatırımı çeken ülkeler dış şoklara açıktır.

Bu çalışmada, BRICS-T ülkelerinde 1994-2019 döneminde portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi panel veri analiziyle test edilmiştir. Bu çalışmanın bağımsız değişkeni portföy yatırımları, bağımlı değişkeni ise ekonomik büyümedir. Çalışmada öncelikle yatay kesit bağımlılığı sınanmış ve yatay kesit bağımlılığı tespit edildikten sonra ikinci nesil panel birim kök testleri kullanılarak serilerin durağanlığı sınanmıştır. Farklı derecelerde durağan olan serilere Dumitrescu Hurlin panel nedensellik testi yapılarak ilişkinin yönü belirlenmiştir. Daha sonra ise otokorelasyon ve değişen varyans tespit edilen değişkenlere Parks-Kmenta tahmincisi uygulanarak parametre katsayıları tahmin edilmiştir.

Bu çalışmadan elde edilen bulgulara göre, ekonomik büyümeden portföy yatırımlarına doğru tek yönlü bir nedensellik mevcuttur. Ayrıca

değişkenlerde birimler arası korelasyon, değişen varyans ve otokorelasyon tespit edildiğinden dolayı Parks-Kmenta tahmincisiyle parametre tahmini yapılmıştır. Parks-Kmenta tahmincisi sonuçlarına göre, ekonomik büyümedeki %1'lik artış, portföy yatırımlarını %2,42 birim azaltmaktadır. Bu sonuçlara göre, BRICS-T ülkeleri büyüdükçe, portföy yatırımlarına daha az ihtiyaç duyacaklar ve tasarrufları artacağı için gerekli yatırımları kendi bünyesinde yapacaklardır.

KAYNAKÇA

- Ahmad, F., Draz, M.U. ve Yang, S. (2016). Foreign portfolio inflows and economic growth: evidence from Asean5. *Actual Problems of Economics*, 5(179): 57-69.
- Aizenman, J., Jinjara, Y. ve Park, D. (2011). Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis: 1990-2010, *Open Economies Review*, 24 (3): 371-396.
- Akinbobola, T.O., İbrahim, T.R. ve İbrahim, O. (2017). Foreign portfolio investment-economic growth nexus in Nigeria: co integration and granger causality analyses. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(5): 11-17.
- Albulescu, C. T. (2015). Do foreign direct and portfolio investments affect long-term economic growth in Central and Eastern Europe. *Procedia Economics and Finance*, 23:507-512.
- Bozoklu, Ş. ve Yıllancı, V. (2013). Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi: gelişmekte olan ekonomiler için analiz. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2): 161-187.
- Choong, C., Yusop, Z. ve Law, S. (2010). Private capital flows to developing countries: the role of the domestic financial sector. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 15 (4): 509-529.
- Demir, Y. (2007). Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik olan büyümeye etkisinin Türkiye bağlamında test edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 34:152-161.
- Duasa, J. ve Kassim, S.H. (2009). Foreign portfolio investment and economic growth in Malaysia. *The Pakistan Development Review*, 48 (2): 109-123.
- Durham, J. B. (2004). Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. *European Economic Review*, 48: 285-306.
- Esen, O. (1998). Finansal küreselleşme ortamında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım*, 9(30): 59-70.
- Ezeanyej, C.I. ve Maureen, I. (2019). Foreign portfolio investment on economic growth of Nigeria: an impact analysis. *International Journal of Academic Management Science Research*, 3(3): 24-36.
- Ferreira, M. ve Laux, P.A. (2009). Portfolio flows, volatility and growth. *Journal of International Money and Finance*, 28(2): 271-292.

- Fischer, S., Cooper, R.N., Dornbusch, R., Garber, P.M., Massad, C., Polak, J.J., Rodrik, D. ve Tarapore, S.S. (1998). Should the IMF pursue capital account convertibility? *Essays in International Finance* No:207, May 1998, Princeton University, Princeton.
- Gök, A. ve Güvercin, D. (2020). The interaction between foreign direct investment, foreign portfolio investment and economic growth: the case of Sub-Saharan African countries. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 15(1): 57-82.
- Gülmez, A. (2015). Türkiye’de dış finansman kaynakları ekonomik büyüme ilişkisi: Ardl sınır testi yaklaşımı. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11(2): 139-152.
- Güney, T. (2017). Türkiye ve BRICS ülkelerinde ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme üzerindeki etkisi. *International Review of Economics and Management*, 5(2): 30-47.
- Hawksworth, J., ve Cookson, G. (2008). The World in 2050 – Beyond the BRICs: a broader look at emerging market growth prospects. *Pricewaterhouse Coopers LLP*, March
- Hitt, M.A., Li, H. ve Worthington, W.J. (2005). Emerging markets as learning laboratories: learning behaviors of local firms and foreign entrants in different institutional contexts. *Management and Organization Review*, 1(3):353–380.
- Kamacı, A. ve Konya, S. (2016). Kırılgan beşli ülkelerinde portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizi. *Bilgi*, 33:136-155.
- Karaca, C. ve Abasız, T. (2007). Gelir ve bölge ayırımına göre uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: ampirik bir analiz. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11 (1): 1-19.
- Kılıç, M. (2020). Portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: yeni sanayileşen ülkeler örneği. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7(8): 45-55.
- Kuzucu, S. (2018). Do foreign direct investment and portfolio investment stimulate economic. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 5(4): 331-338.
- Mclean, B. ve Shrestha, S. (2002). International financial liberalisation and economic growth. *Economic Research Department Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper*, 2002-03.

- Menyah, K., Nazlioglu, Ş. ve Wolde-Rufael, Y. (2014). Financial development, trade openness and economic growth in African countries: New insights from a panel causality approach. *Economic Modelling*, 37:386-394.
- O'Neill, J. (2001). Building Better Global Economic BRICs. *Goldman Sachs Global Economics Paper* No:66, 30th November 2001.
- O'Neill, J., Wilson, D., Purushothaman, R. ve Stupnytska, A. (2005). How solid are the BRICs. *Goldman Sachs Global Economics Paper* No: 134.
- Pesaran, M.H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22:265-312,
- Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1): 50-93.
- Rachdi, H. ve Saidi, H. (2011). The impact of foreign direct investment and portfolio investment on economic growth in developing and developed economies. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1 (6): 10-17.
- Reisen, H. ve Soto, M. (2001). Which types of capital inflows foster developing-country growth. *International Finance*, 4 (1): 1–14.
- Sever, E., Özdemir, Z. ve Mızırak, Z. (2010). Finansal globalleşme, krizler ve ekonomik büyüme: yükselen piyasa ekonomileri örneğinde bir inceleme. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3): 45-64.
- Sugözü, İ.H. ve Yaşar, S. (2020). Portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi: 23 Ocud ülkesi için panel veri analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 23(1): 198-207.
- Takım, A. (2010). Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri. *Bartın Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1): 39-60.
- Westerlund, J., Hosseinkouchack, M. ve Solberger, M. (2016). The local power of the cadf and cips panel unit root tests. *Econometric Reviews*, 35(5):845–870.
- Winona, A.A. ve Nuzula, N.F. (2016). The relationship between foreign portfolio investment and foreign direct investment on economic growth (study at Indonesia stock exchange and bank of Indonesia period 2006-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 39(2): 44-49.
- Yıldırım, H. (2003). Yabancı sermaye ve ABD'ye yönelik portföy yatırımları. *İş, Güç Dergisi*, 5(2).


BÖLÜM III

FAİZSİZ FİNANS DENETİM STANDARTLARININ FAİZSİZ FİNANS KURUMLARINA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME


*An Evaluation on The Effects of Interest-Free Finance Audit Standards
on Interest-Free Financial Institutions*

Murat Türk¹ & Ali Uslu²

¹(Dr. Öğr. Üyesi), Sağlık Bilimleri Üniversitesi,
e-mail: murat.turk@sbu.edu.tr

 ORCID 0000-0002-7415-8965

²(Dr. Öğr. Üyesi), Tokat Gazi Osmanpaşa Üniversitesi,
e-mail: ali.uslu@gop.edu.tr

 ORCID 0000-0002-0739-0342

1.GİRİŞ

Faizsiz finans sistemi, finansal işlemlerin İslam'ın usul ve esaslarına göre yürütüldüğü bir finans sistemini ifade etmektedir (Karahan ve Ersoy, 2016: 94). İslam, Kur'an ve Sünnet temelinde hayatın bütün alanlarında yeni bir dünya düzeni inşa etmeyi amaçladığından Müslüman toplumların iktisadi ve ticari alanları ile Müslüman bireylerin finansal davranış kurallarını da tanımlamaktadır (Asutay, 2014: 146). Dünyada uygulanmakta olan geleneksel finans sistemi faiz ve risk üzerine inşa edilmiş iken, İslam; faizi, aşırı belirsizliği, kumarı ve haram olan mal ve hizmet ticaretini yasaklayarak, kar ve zarar ortaklığını esas alan, parasal işlemlerin mutlaka bir mal veya hizmete dayandırıldığı, faizsiz ve riski öngörülebilir bir ekonomi sisteminin inşa edilmesini emretmiştir (Iqbal ve Mirakhor, 2011: 10). Dolayısıyla sosyolojik açıdan yaklaşık 1500 yıl boyunca İslam toplumları bir ekonomik sistemin unsurları olan ticari ilişkileri, finansal araçları, iktisadi kuruluşları İslam kurallarına göre geliştirmiştir (Güçlü ve Kılıç, 2020: 77).

Toplumların iktisadi ve ticari anlamda tarihsel süreçte yaşadığı değişimlere göre geleneksel finans sistemi ile faizsiz finans sistemi birlikte değerlendirildiğinde; geleneksel finans sistemine göre faizsiz finans sisteminin, ilk uygulanmaya başlandığı zamandan bu yana değişen ekonomik koşullara uygun ve yenilikçi finansal ürünlerin geliştirilmesi konusunda çok geride kalmış bir finans sistemi olduğu eleştirisi getirilebilir. Fakat 1960'lı yıllardan itibaren faizsiz finans sisteminin

geliştirilmesine yönelik çabalar artmaya başlamıştır (Polat, 2009: 89). Bu çabalar zaman içinde gerek İslam ülkelerinde gerekse farklı ülkelerde faizsiz finans ürünlerine olan talebin artmasına neden olmuş, bu da faizsiz finans sisteminde iki gerekliliği ortaya çıkarmıştır (Ağkan, 2018: 240);

(i) İslami kurallara uygun, farklı ülke ve kuruluş uygulamalarının karşılaştırılmasına imkân sağlayan kayıt ve raporlama standartları ile denetim standartlarının geliştirilmesi,

(ii) Bu standartları düzenleyen ve denetleyen bir yapının kurulması ihtiyacı.

Faizsiz finans kurumlarıyla (FFK) ticari işlem yapmak veya bu kurumlara yatırım yapmak isteyenler açısından, FFK'ların yürüttükleri faaliyetlerin İslam'a uygunluğu büyük önem taşımaktadır. Ancak, FFK'ların müşterilerine ürün ve hizmet sağlamadaki aşırı istekleri, İslami kurallara uygunluk konusunda bazı hususları göz ardı etmelerinin nedeni olabilir (Ertugay vd., 2019: 1443). FFK'ların bu tutumu, yapılan finansal işlemlerin İslami açıdan şüpheli hale gelmesine dolayısıyla sisteme olan güvenin sarsılmasına neden olabilir.

Her ne kadar FFK'lar, geleneksel bankalar gibi faaliyetlerini Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarına (TMS/TFRS) uygun olarak gerçekleştirip, Bağımsız Denetim Standartlarına (BDS) göre denetlenseler de söz konusu standartlar, faizsiz finans sisteminde yapılan sözleşmelerin, geliştirilen finansal ürünlerin, tutulan kayıtların, hazırlanan raporların İslami kurallara uygunluğu ile ilgili herhangi bir güvence verememektedir (Kartal ve Ay, 2019: 81).

Bilindiği üzere bankaların BDS'lere göre denetimlerinde bankaların faaliyetlerinin mevzuata uygunluğu ile finansal raporların gerçeği makul ölçüde ve dürüst olarak yansıtıp yansıtmadığına dair güvence verilmektedir. Ancak BDS'lerde FFK'ların faaliyetlerinin İslami kurallara uygun olarak yürütülüp yürütülmediğine dair bir güvence verilememektedir. Bu açıdan İslami kuralların dikkate alınmadığı bir denetim, faizsiz finans kurumlarının özellikli denetim konularındaki ihtiyaçlarını karşılamakta yetersiz kalmaktadır (Ertugay vd., 2019: 1443).

Böylesi bir sorun karşısında, faizsiz finans ürünlerinin finans kuruluşlarınca İslami kurallara göre geliştirilmesi, pazarlanması, kayıt ve raporlanmasının sağlanması amacıyla standartlar geliştirmek ve yayımlamak üzere, farklı ülkelerde faaliyet gösteren merkez bankaları, finans kurumları, hukuk firmaları, muhasebe ve denetim firmaları bir araya gelerek İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonunu (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions / AAOIFI) 1991 yılında Bahreyn' de kurmuştur (Ağkan, 2018: 240; Güçlü ve Kılıç, 2020: 84). İslami Finansal Kuruluşlar

Muhasebe ve Denetim Organizasyonu da kuruluş amacı doğrultusunda, ilk bildirisini 1993 yılında yayımlayarak, günümüze kadar 100'ün üzerinde standart yayımlamıştır (www.aaifi.com).

Türkiye' de ise, aktif olan katılım bankalarının çoğunun bu standartları uygulayan ülke veya kurumlarla ortaklık kurmuş olması, son dönemlerde bu bankaların ekonomimiz üzerindeki etkisinin artmış olması karşısında Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK), faizsiz finans sektörünün gelişimine katkı sağlamak, söz konusu sektöre özgü finansal işlemlerin kalitesini ve bu işlemler hakkında farkındalığı artırmak amacıyla, Türkiye'de faaliyet gösteren katılım bankalarının faaliyetlerine uygun olarak finansal tablolarında gerçeğe ve ihtiyaca uygun bilgi sunmalarını ve söz konusu kuruluşların finansal tablolarının hem kendi aralarında hem de benzer nitelikteki yabancı kuruluşlar ile karşılaştırılabilmesini sağlanması için AAOIFI tarafından yayımlanan faizsiz finans kurumları muhasebe, denetim, etik ve yönetim standartlarını Türkçeye çevirerek 2019 yılında yayımlamıştır (www.kgk.gov.tr).

Bu bölümde, faizsiz finans sektörü açısından bir gereklilik olan faizsiz finans denetim standartları (FFDS) hakkında kısaca bilgi verilerek, bu standartların FFK'lara muhtemel etkileri üzerine değerlendirmelerde bulunulmuştur.

2. FAİZSİZ FİNANSAL ÜRÜNLER

Faizsiz finans piyasalarında İslam esaslarını ihlal etmediği ve faiz içermediği sürece tarafların üzerinde anlaştıkları bütün finansal düzenlemeler meşrudur (Ayub, 2017: 209). Faizsiz finans işlemleri, bankacılık, borsa, faizsiz borçlanma işlemleri, faizsiz konut kredileri, risk sermayesi işlemleri, faizsiz türevler ve sigorta (Takaful) gibi neredeyse finansın tüm alanlarında yapılmaktadır (Yıldıran, 2013).

Faizsiz finans sisteminde sözleşme esasına dayalı farklı yöntemler bulunmaktadır ve bu yöntemleri;

(i) Fon toplama yöntemleri,

(ii) Kar ve zarar paylaşımı esasına dayalı fon kullandırma yöntemleri,

(iii) Mal ve hizmetlerin sabit getirili olarak satımı ya da kiralanması şeklinde fon kullandırma yöntemleri şeklinde genellemek mümkündür (Arslan ve Türk, 2018: 292).

Faizsiz finans sisteminde finansal ürünler reel varlıklara dayandırılmalı veya reel varlıkları temsil etmelidir. Bu şarta istinaden; sadece kâğıt üzerindeki bir işlemin başka bir kâğıt üzerinde gerçekleşen benzer bir işlem ile değiştirilmesi yasaktır. Bu nedenle faizsiz finans

sisteminde salt borç veya tahvil borsası bulunmamaktadır. Bu sistemde bir borç senedi, ancak ticaret veya kiraya (icare) dayanan bir işlemin sonucunda oluşabilir ve işlemler ilgili malların fiyatlandırılması veya intifası aşamasında paranın zaman değerini örtülü olarak içerebilmektedir. Bu yüzden faizsiz finansal ürünler ya değişken ya da yarı sabit veya sabit getirili nitelikte olabilmektedir. İslami kurallara göre hisse senedi ve sukuk gibi sermaye piyasası araçları alınıp satılabilir, ancak vadeli döviz alım ve satımı yasaktır, döviz ve para birimlerinin değişimi, bey'üs-sarf kurallarına uygun olmalı ve eş zamanlı gerçekleşmelidir. Ayrıca faizsiz finans piyasalarında dış kredilere alternatif olarak yabancı kaynakların ülkeye getirilmesi açısından borsalar yoluyla portföy yatırım enstrümanları, yabancıların kullanabileceği çeşitli kategorilerde sukuk ve doğrudan yatırım araçları da ihraç edilebilir. Bununla birlikte katılımcıların, kar/zarar paylaşımını esas alan finansal ürünlerin kayıplarından korunması, gerçekleştirilen işlemlerde ve sağlanan karın dağıtılmasında da şüpheye mahal verilmeden katı bir şekilde İslami kurallara uyulması zorunludur (Ayub, 2017: 199-234).

Günümüz şartlarında hızla gelişen finans dünyasında faizsiz finans sistemi, geleneksel finansal ürünlere karşı farklı taleplerin öncelik ve risk tercihlerini dikkate alarak yeni finansal ürünler geliştirilmesi çabasıdır. Faizsiz finans sisteminde finansal ürünlerin geliştirilmesinde esas alınarak faizsiz finans muhasebe standartlarında (FFMS) yer verilmiş olan faizsiz finans sözleşmeleri ile faizsiz finans ürünleri hakkında bilgiler hatırlatılarak Tablo 1' de özetlenmiştir.

Mudarebe (Emek-Sermaye Ortaklığı): Emek sahibi (mudarip) ile sermaye sahibi (rabbu'l mal) arasında kurulan ortaklıktır. Emek akıllı ve/veya fiziksel yeteneği de ifade etmektedir. Emek-sermaye ortaklığı; tarım arazilerinin işlenmesi için kurulursa “müzaraa”, bağ-bahçe işleri için kurulursa “müsakat” ve ağaç dikme ve meyve yetiştiriciliği için kurulursa “muğarase” olarak adlandırılmaktadır (FFMS 3; Gönen, 2005: 197-198).

Müşareke (Kar-Zarar Ortaklığı): Her iki tarafın da emek ve sermayeye, dolayısıyla da kar ve zarara katıldığı ortaklık türüdür. Bu ortaklıkta kar sözleşmede belirlenen şartlara göre, zarar ise sermayedeki katılım oranına göre paylaşılmaktadır (FFMS 12).

Murabaha (Maliyet Üzerine Kar Eklemeli Satış): Faizsiz finans sisteminde vadeli satışlar musaveme, tevliye, vadia ve murabaha yöntemleri ile yapılmaktadır. Tevliye, vadia ve murabaha yöntemlerinin ortak özelliği malın maliyet tutarının alıcı ve satıcı tarafından bilinmesi ve bu yöntemlerle peşin satış da yapılabilmesidir. Murabaha, maliyet tutarının alıcı ve satıcı tarafından bilindiği ve üzerine tarafların anlaşarak belirlediği oran ya da tutarda karın eklenmesi sonucunda yapılan güvене dayalı satış sözleşmesidir (Ayub, 2017: 236; FFMS 28).

İcare (Kira, Finansal Kiralama): Bir tarafa (kiraya veren) ait olan bir varlığın veya emeğin kullanımı (kiracı) karşılığında ortaya çıkan fayda mukabilinde ücret ödemesidir. İcare farklı yöntemlerde uygulanabilmektedir. İcare, varlığın mülkiyeti kiraya verende kalırsa “faaliyet icaresi”, varlığın sahipliği sözleşme sonunda kiracıya devrolunursa “finansal icare (İcare Muntehiyye Bittemlik)”, varlığın sahipliğinin satış işlemi sonucunda değişmesi ve satılan varlığın satan kişiye (eski sahibine) kiralanması “satış ve geri kiralama”, kiracının icare yöntemiyle kiraladığı bir varlığı üçüncü bir kişiye kiralaması “alt icare” olarak ifade edilmektedir (FFMS 8; Ayub, 2017: 319; Yanpar, 2015: 96).

Selem (İleriye Dönük Satın Alma): Malın bedelinin (Re’sülmal) alıcı (Müslemün) tarafından satıcıya (Müslemün İleyh) peşin olarak ödendiği ve malın (Müslemün fih) alıcıya tesliminin ilerleyen bir tarihte yapılması üzerine yapılan sözleşmelerdir. Seleme taraf olan alıcı ve satıcılar kendi aralarında yapmış oldukları sözleşme dışında seleme konu olan mal için başka taraflarla alıcı ya da satıcı sıfatıyla yeni sözleşme yaparlarsa bu sözleşme “alt selem” olarak ifade edilmektedir. Ancak ilk yapılan selem sözleşmesinden tamamen bağımsızdır, ayrıca tarafların rolleri de değişmiştir; ilk selemde alıcı satıcı sıfatıyla, satıcı da alıcı sıfatıyla sözleşme yapabilir, ortak olan sadece sözleşmelerin konusu olan “mal” olacaktır (FFMS 7).

İstisna (Siparişe Dayalı Satın Alma): Alıcı (Müstasni) tarafından bedeli (fiyat) peşin veya vadeli olarak ödenecek olan, hali hazırda mevcut olmadığı ve piyasada kolaylıkla bulunan standart eser/mallardan farklı olarak imal ya da inşa edilmesi gerektiği için alıcıya ileri bir tarihte teslim edilmesi şartıyla, eser/mal (Masnu) satışı için yapılan sözleşmelerdir. (Turay, 2019: 260) İstisna sözleşmesi, sözleşmeye konu eser/malın sözleşmeyi imzalayan yüklenici (Sani) tarafından üretilmeyip, eser/malın üretimi için üçüncü bir tarafla ayrı bir istisna sözleşmesi yapılması “alt istisna” olarak ifade edilmektedir (Ayub, 2017: 291).

Sukuk (Yatırım Sertifikaları): Mevcut bir mal, menfaat, hizmet, proje ya da özel bir yatırım faaliyeti halindeki varlıkların üzerindeki ortak mülkiyeti ifade eder şekilde birbirine eşit değerde ihraç edilen ve ancak ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başlandıktan sonra varlıklar üzerinde ortak mülkiyet hakkı veren sertifikalardır. Sukuk ortağı olunan varlığa göre farklı yöntemlerde gerçekleştirilebilmektedir (FFMS 33-34).

Ayrıca burada yer verilmeyen Teverruk, Karz-ı Hasen ve Tekafül de faizsiz finans sözleşmeleri arasında yer almaktadır.

Tablo 1: Kullanım Amaçlarına Göre Faizsiz Finans Ürünleri

| 1. Katılım Bankacılığı Ürün ve Hizmetleri | |
|--|--|
| Ürün ve Hizmetin Mahiyeti | Model ve Yöntem |
| I. Mevduat - Fon Akışı | |
| Vadesiz mevduatlar | Bankaya Emanet-Karz; getirisiz |
| Tasarruf mevduatları | Mudarebe |
| Genel yatırım vadeli mevduatları | Mudarebe |
| Özel yatırım vadeli mevduatları | Mudarebe, Açık/kapalı uçlu yatırım fonu, Vekalet-ül İstismar |
| Bireysel portföyler | Mudarebe, Vekalet-ül İstismar |
| Likidite sağlama | Teverruk, ters murabaha, 3. taraflara satış |
| II. Ticaret Finansmanı, Kurumsal Finansman | |
| Proje Finansmanı | Müşareke, Mudarebe temelli vadeli finansman sertifikası (VFS), Mudarebe yoluyla sendikasyon, Mudarebe, İstisna, İcare/Ücret |
| Çalışma sermayesi finansmanı | Murabaha, Selem, tek işlemlerde Müşareke |
| İhracat Finansmanı-Sevkiyat öncesi | Selem, İstisna+murabaha ve vekalet, Murabaha, Müşareke |
| İthalat Finansmanı | Murabaha, Müşareke |
| Nakit finansmanı | Selem, İstisna, Teverruk (3. taraflara satış) |
| İhracat finansmanı-Yükleme sonrası (senet iskontosu) | Yerel para cinsinden Karz-ı Hasen (spot oran) ve vadeli piyasada döviz satış taahhüdü- kur farkı bankanın geliriidir; bir sonraki sevkiyat için fon gerekirse murabah yapılır. |
| Kredi mektubu | Komisyon murabaha ile birlikte ücret vb. |
| Garanti mektubu | Kefalet, hizmet ücreti |

Tablo 1'in devamı

| III. Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık | |
|--|--|
| Girdi ve tarım ilaçları için üretim finansmanı | Murabaha, Selem |
| Kuyu, traktör, tarım makinaları ve ulaşım araçları (balıkçı tekneleri dahil) | İcare Müntehiye Bi't-Temlik, Selem, Murabaha |
| Öküz, Süt sığırı ve diğer canlı hayvanlar, süt ve kümes hayvanları | Murabaha ve Selem |
| Depo ve diğer çiftlik inşaatları (hayvanlar için baraka ve çitler) | Azalan Müşarekete ve kira paylaşımı |
| Toprak ıslahı | İşletme İcaresi, Selem |
| Meyve bahçeleri, fidancılık, ormancılık | Selem, Müsakat |
| IV. Hazine | |
| Para piyasası, interbank piyasa | Varlıkların tahsisi ile veya tahsisi olmadan Mudarebe |
| Likidite yönetimi | Alım/satım izinli menkul kıymetler, paralel Selem, Teverruk |
| Fon yönetimi | Mudarebe, Vekalet-ül İstismar, izin verilebilen stok ve Sukuk ticareti |
| Sukuk ticareti, pay senetleri | Enstrümanın doğasına bağlı |
| Forex işlemleri | Önceden kararlaştırılan oranda eşanlı olarak tek taraflı döviz alım/satım sözü |
| V. Kişisel Avanslar (Konut ve Dayanıklı Tüketim Malları Dahil) | |
| Dayanıklı tüketim | Murabah/ taksitli satış |
| Otomobil | İcare Müntehiye bi't-Temlik, Murabaha |
| Konut finansmanı | Azalan Müşareke, Murabaha |
| Bireysel ihtiyaç ve nakit sağlama | Mümkünse Selem, Teverruk |

Tablo 1. 'in devamı

| 2.Sermaye Piyasası Ürün ve İşlemleri | |
|--------------------------------------|---|
| Sukuk Yapıları | |
| Müşareke Sukuk | Denetim ve yönetim haklarıyla birlikte, varlıkların veya işletmelerin ortak mülkiyeti |
| | İşletme varlıklarından elde edilen gelirler ile desteklenen ödemeler |
| | Alınıp satılabilme |
| Müdirebe Sukuk | Denetim ve yönetim hakkı olmaksızın, varlıkların veya işletmelerin sahipliği |
| | İşletme varlıklarından elde edilen gelirler ile desteklenen ödemeler |
| | Alınıp satılabilme |
| İcare Sukuk | Satış ve geri kiralama yapısı |
| | Sabit veya değişken oranlı yapıda olabilir |
| | Ödemelerin kiralama işlemlerinden elde edilen gelirler ile yapılması |
| | Alınıp satılabilme |
| Selem Sukuk | Selem işlemi neticesinde oluşan borcun sahipliği (örneğin fonların ön ödemesi, varlıkların vadeli teslimi) |
| | Kısa dönemli vade |
| | Alım satıma konu olmamak |
| İstisna Sukuk | İstisna işlemlerinden kaynaklanan borcun sahipliği (örneğin fonların peşinen ödenmemesi, bir varlığın inşası için tamamının ödenmesi veya taksitli ödeme) |
| | Alım satıma konu olmamak |

Kaynak: (AYUB, 2017: 216-230)

3. AAOIFI FAİZSİZ FİNANS STANDARTLARI

AAOIFI, FFK'ların geliştiği bir ortamda bu kurumların mali tablolarını kullananların bu kurumlar hakkında üretilen bilgilere güvenini artırmayı, bu kullanıcıları FFK'lara yatırım yapmaya veya fonlarını yatırmaya ve hizmetlerini kullanmaya teşvik etmeyi amaçlayarak İslami kurallara uygun muhasebe ve denetim standartları ihtiyacına cevap vermek amacıyla yapılmış bir kurumdur. AAOIFI bu amaç ve görevi, hayatın tüm yönleri için kapsamlı bir sistemi temsil eden İslam'ın hükümlerine uygun bir şekilde gerçekleştirmektedir (Ersoy ve Süner, 2019: 232-235).

Bu bağlamda AAOIFI'nin oluşturduğu faizsiz finans standartları setleri, tüm FFK'lar için rehber niteliğinde yol gösterici bir işlev görmektedir. Özellikle AAOIFI'nin yayınlamış olduğu standartlar, faizsiz finans piyasalarında kullanılan finansal ürünlerin İslami kurallara uygunluğu ve tüm dünyada aynı şekilde uygulanması noktasında önemli katkılar sağlamaktadır (Güçlü ve Kılıç, 2020: 84).

AAOIFI 1991 yılından bu yana şeriat standardı, muhasebe standardı, denetim standardı ile yönetim ve etik standardı olmak üzere 100'ün üzerinde standart yayınlamıştır. Bu standartlar, faizsiz finans piyasalarında kullanılan finansal ürünlerin İslami kurallara uygunluğu ve tüm dünyada faizsiz finans uygulamalarının uyumlaştırılması açısından önemli bir rol üstlenmektedir. Ayrıca merkez bankaları ve düzenleyici otoriteler tarafından gerek zorunlu gerekse gönüllü bir rehber olarak kullanılmaktadır (www.aaofii.com).

3.1. Şeriat Standartları

AAOIFI şeriat komitesi tarafından yayınlanan bu standartlar, FFK'ların kullandığı yöntemlerin, fon toplama ve fon kullandırma araçlarının ve verilen diğer ürün ve hizmetlerin İslam hukukuna uygunluk şartlarının belirtilmesi ve kullanımında İslam hukukuna aykırılık teşkil etmemesi için dikkat edilmesi gereken hususları belirtmek amacıyla yayınlanan standartlardır. Bu standartlar daha çok fıkıh ve İslam hukuku alanına girmektedir (Güney, 2015: 50-51).

Bu standartlar Bahreyn, Ürdün, Kırgız Cumhuriyeti, Mauritius, Nijerya, Katar, Katar Uluslararası Finans Merkezi (QIFC), Umman, Pakistan, Sudan, Suriye Birleşik Arap Emirlikleri ve Yemen'de zorunlu olarak uygulanmaktadır. Ayrıca devletlerin ortak kurduğu bir kurum olan İslam Kalkınma Bankası tarafından da uygulanan bu standartlar; kendi şer'i standartlarını yayınlayan Malezya ve Endonezya'da yayınlanan standartların da kaynağını ve temelini teşkil etmektedir. Brunei, Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Fransa, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Suudi Arabistan, Katar, Katar Finans Merkezi, Güney Afrika, Birleşik Arap

Emirlikleri ve Birleşik Krallık, Afrika, Orta Asya ve Kuzey Amerika'da da FFK'lar tarafından gönüllü olarak uygulanmaktadır (www.aaofifi.com).

3.2. Muhasebe Standartları

FFK'lar, geleneksel bankalar ile aralarındaki farklılıkların gereği olarak ayrı bir muhasebe ve raporlama sistemine ihtiyaç duymaktadır. AAOIFI, IASB'a FFK'lara uygun standartlar yayınlama çağrısında bulunmuş, ancak bu çağrı cevapsız kalmıştır. Bunun üzerine AAOIFI kuruluş amacına uygun olarak FFK'lar için gerekli muhasebe ve denetim standartlarını yayınlamaya başlamıştır. Bu doğrultuda AAOIFI tarafından; iki mali tablo standardı, yirmisekiz muhasebe standardı olmak üzere toplam otuz standart yayınlanmıştır.

AAOIFI muhasebe standartları AAOIFI Muhasebe kurulu tarafından düzenlenmekte ve yayınlanmaktadır. AAOIFI muhasebe standartlarının temel amacı iki madde halinde özetlenebilir;

(i) Faizsiz finans ürünleri ve işlemleri için muhasebe kayıtlarını standart hale getirmek,

(ii) Faizsiz finansal kuruluşların mali tablo sunumları için kılavuz kurallar yayınlamaktır (Ağkan, 2018: 242).

3.3. Denetim, Yönetişim ve Etik Standartları

AAOIFI tarafından yayınlanmış olan bu standartlar zorunlu bir düzenleme özelliği taşımaktan öte tavsiye standartlar olarak yayınlanmışlardır ve isteğe bağlı olarak FFK'lar tarafından uygulanmaktadır (www.aaofifi.com).

4. KGK FAİZSİZ FİNANS STANDARTLARI SETLERİ

Türkiye Onbirinci Kalkınma Planında; faizsiz finans sistemini güçlendirecek, bunun için politika geliştirme süreçlerini destekleyecek araç ve mekanizmaların oluşturulması ve katılım bankacılığının yaygınlaştırılması amacıyla, yeni iş modellerine ilişkin düzenlemelerin yapılması, faizsiz finans sistemi hakkında kamuoyunun daha fazla bilgilendirilmesi ve farkındalığın artırılması, bütüncül bir veri raporlama altyapısının oluşturulması, faizsiz finans denetim standartlarının oluşturularak faizsiz finansa ilişkin araç ve kurumların terminolojisinin standartlaştırılması, kurumsal yönetim sistemi tesis edilerek uluslararası uygulamalarla uyumlaştırılması kararlaştırılmıştır (KGK, 2020).

Buna bağlı olarak KGK tarafından faizsiz finans sektörünün gelişimine katkı sağlanması, işlem kalitesinin ve kamuoyunda farkındalığın artırılması amacıyla, faizsiz finans alanındaki uluslararası standartların sektöre kazandırılması için çalışmalar yürütülmüş, 27 Eylül 2017 tarihinde AAOIFI ile muhasebe, denetim, etik ve yönetim standartlarına ilişkin telif anlaşması imzalanmıştır.

Türkiye’de muhasebe, finansal raporlama ve bağımsız denetim alanında uluslararası standartların mevzuatımıza kazandırılması görevi KGK tarafından yürütülmektedir. AAOIFI tarafından faizsiz finans alanında yayımlanan standartların mevzuatımıza kazandırılması çalışmalarını da 2019 yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı içerisinde yer alan 221 numaralı tedbir uyarınca KGK üstlenmiştir (2019 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı 2019: 168).

Bu bağlamda 27 Eylül 2017 tarihinde yapılan anlaşmaya göre hazırlanan Faizsiz Finans Muhasebe ve Denetim Standartları 14 Aralık 2019 tarih ve 30978 sayılı Resmi Gazete’ de yayımlanarak uygulamaya kazandırılmıştır. KGK tarafından yayımlanan faizsiz finans standartları setleri Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2: Türkiye’de Yayımlanan Faizsiz Finans Standartları Setleri

| |
|---|
| I. Faizsiz Finans Muhasebe Standartları (FFMS) |
| Kavramsal Çerçeve |
| 1 Faizsiz Finans Kuruluşlarının Finansal Raporlamasına İlişkin Kavramsal Çerçeve |
| Faizsiz Finans Muhasebe Rehberi |
| 1 Faizsiz Finans Muhasebe Standartlarının Faizsiz Finans Kuruluşları Tarafından İlk Kez Uygulanması |
| Faizsiz Finans Muhasebe Standartları (FFMS) |
| 1 FFMS 1 Katılım Bankaları ve Faizsiz Finans Kuruluşlarının Finansal Tablolarında Genel Sunum ve Açıklama |
| 2 FFMS 3 Mudârebe Finansmanı |
| 3 FFMS 4 Müşâreke Finansmanı |
| 4 FFMS 7 Selem ve Alt Selem |
| 5 FFMS 8 İcâre ve İcâre Muntehiye Bittemlik |
| 6 FFMS 9 Zekât |
| 7 FFMS 10 İstisnâ ve Alt İstisnâ |
| 8 FFMS 14 Yatırım Fonları |
| 9 FFMS 16 Yabancı Para İşlemleri ve Yurtdışındaki İşletmeler |
| 10 FFMS 18 Geleneksel Finans Kuruluşları Tarafından Sunulan Faizsiz Finans Hizmetleri |
| 11 FFMS 21 Varlıkların Transferine İlişkin Açıklamalar |
| 12 FFMS 22 Bölümlere Göre Raporlama |
| 13 FFMS 23 Konsolidasyon |
| 14 FFMS 24 İştiraklerdeki Yatırımlar |
| 15 FFMS 26 Gayrimenkul Yatırımları |
| 16 FFMS 27 Yatırım Hesapları |
| 17 FFMS 28 Murâbaha ve Diğer Vadeli Satışlar |
| 18 FFMS 30 Değer Düşüklüğü, Kredi Zararları ve Ekonomik Açıdan Dezavantajlı Taahhütler |

| |
|--|
| 19 FFMS 31 Yatırım Vekâleti (EI-Vekâle Bi'l İstithmar) |
| 20 FFMS 33 Sukuk, Pay ve Benzeri Araçlara Yapılan Yatırımlar |
| 21 FFMS 34 Sukuk Sahipleri İçin Finansal Raporlama |
| 22 FFMS 35 Risk Yedekleri |
| II. Etik Kurallar |
| 1 Faizsiz Finans Kuruluşlarının Bağımsız Denetimini Yürüten Denetçiler İçin Etik Kurallar |
| III. Faizsiz Finans Denetim Standartları (FFDS) |
| 1 FFDS 1 Bağımsız Denetimin Amacı ve İlkeleri |
| 2 FFDS 2 Bağımsız Denetçi Raporu |
| 3 FFDS 3 Bağımsız Denetim Sözleşmesinin Şartları |
| 4 FFDS 4 Bağımsız Denetçi Tarafından Fıkhî İlke ve Kurallara Uygunluğun Test Edilmesi |
| 5 FFDS 5 Finansal Tabloların Bağımsız Denetiminde Bağımsız Denetçinin Hata ve Hileye İlişkin Sorumlulukları |
| 6 FFDS 6 Fıkhî Denetim (Faizsiz Finans Kuruluşlarının Fıkhî İlke ve Kurallara Uygunluk Sağlamasına Yönelik Güvence Denetimi) |

Kaynak: www.kgk.gov.tr

Söz konusu Standartlardan;

*FFMS 35: Risk Yedekleri 1 Ocak 2021 veya sonrasında başlayan yıllık hesap dönemlerinde,

*Diğer faizsiz finans muhasebe standartları 1 Ocak 2020 veya sonrasında başlayan yıllık hesap dönemlerinde,

*FFK'ların Bağımsız Denetimini Yürüten Denetçiler İçin Etik Kurallar 14 Aralık 2019 tarihinden itibaren,

*FFDS 6: Fıkhî Denetim (FFK'ların Fıkhî İlke ve Kurallara Uygunluk Sağlamasına Yönelik Güvence Denetimi) 01 Ocak 2021 tarihi ve sonrasında yürütülen denetimlerde,

*Diğer Faizsiz Finans Denetim Standartları 01 Ocak 2020 veya sonrasında başlayan yıllık hesap dönemlerinin denetimlerinde ihtiyari olarak uygulanabilecektir. İşletmelerin yayımlanan tüm standartları erken uygulamasına izin verilmektedir (www.kgk.gov.tr)

4.1. KGK Faizsiz Finans Denetim Standartları

FFDS'ler ilk bakışta Bağımsız Denetim Standartlarına (BDS) alternatifmiş gibi görülse de gerçekte; hem bağımsız denetim standartlarını tamamlayıcı hem de FFK'lar için dini gerekliliklerin yerine getirilip getirilmediğini denetleyen bir kurallar bütünü olarak algılanmalıdır. Ayrıca AAOFI standartlarına göre FFK'ların muhasebe ve raporlama işlemlerinde FFDS'lerde ayrıntılı olarak ele alınmamış konularda fıkhi ilke ve kurallara uygun olması koşuluyla BDS'lerde yer alan kurallar

uygulanmaya devam edilecektir (FFDS 2). Bu bakımdan AAOIFI standartlarının KGK tarafından çevirisi yapılırken, Türkiye’de yapılan faizsiz finans uygulamalarının da dikkate alındığı gözden kaçmamaktadır. Bu aşamada KGK tarafından yayımlanan FFDS’lere, AAOIFI denetim standartları ve BDS’lere göre farklılıklarının ne olduğuna kısaca değinilmesi yerinde olacaktır.

Faizsiz Finans Kuruluşlarının Bağımsız Denetimini Yürüten Denetçiler için Etik Kurallar: Dini açıdan değerlendirdiğimizde etik ilkeler dinin ayrılmaz bir parçasıdır. Özellikle İslam Dini etik ilkelere büyük bir önem atfetmektedir. Denetçiler FFDS’lere uygun bir şekilde denetim faaliyetini gerçekleştirirler. Denetçilerin FFDS etik kuralları ile fıkhi ilke ve kurallara aykırılık teşkil etmemek şartıyla BDS Bağımsız Denetçiler için Etik Kurallar ile başka mesleki ilkeler var ise bu kural ve ilkelere de uygun hareket etmeleri gerekmektedir. Etik kurallar üç kısımdan oluşmaktadır.

1. Denetçiler için etik ilkelerin dini dayanakları; dürüstlük, ihlas, takva, erdemli olma, Allah’tan korkma ve Allah’a hesap verecek olmadır.

2. Denetçiler için etik ilkeler; güvenilirlik, dini meşruiyet, tarafsızlık, inanç esaslarına göre davranma, mesleki yeterlik ve özen, mesleki davranış ve teknik standartlardır.

3. Denetçiler için etik davranış kuralları ise; etik ilkelere dürüstlük, erdemli olma, güvenilirlik, meşruiyet, tarafsızlık mesleki yeterlik ve özen gibi ilkeler hem İslam dininin esasları içinde, hem de mesleki kurallar içinde yer almaktadır. İhlas, takva, inanç esaslarına göre davranma, Allah’tan korkma ve hesap verecek olma gibi ilkeler ise tamamen İslam dininin esaslarına dayanmaktadır.

Denetçi görevini yaparken her konuda Allah’a, kamuoyuna, mesleğine, hizmet verdiği kişi veya kurumlara ve kendisine karşı sorumlu olduğu düşüncesiyle yaptığı işin dini meşruiyetini sorgulamakla yükümlüdür. Denetçi kişilik sahibi bir insan olarak Allah’ın kendisini sürekli izlediğinin ve Allah’a hesap vereceğinin farkında olarak kendini kontrol altında tutmalı, görev ve sorumluluklarını özenle yerine getirmelidir.

FFDS 1 Bağımsız Denetimin Amacı ve İlkeleri: Denetçinin amacı şirketin finansal tablolarının fıkhi ilke ve kurallara, FFMS’lere ve Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarına (TMS/TFRS) uygun olarak hazırlanıp hazırlanmadığını kontrol ederek mesleki yeterlik ve özen içinde raporunu hazırlamaktır. Denetçi rapor hazırlama aşamalarında etik kurallara uymakla yükümlüdür. Denetçinin sorumluluklarını içeren etik ilkeler;

- | | |
|------------------|------------------------------|
| 1. Erdemli olma, | 7. Tarafsızlık, |
| 2. Dürüstlük, | 8. Mesleki yeterlik, |
| 3. Güvenilirlik, | 9. Özen, |
| 4. Adil olma, | 10. Sır saklama (Gizlilik), |
| 5. Doğruluk, | 11. Mesleğe uygun davranış, |
| 6. Bağımsızlık, | 12. Teknik standartlar' dır. |

Denetçi finansal tabloların bir bütün halinde önemli bir yanlışlık içermediğine ilişkin makul bir güvence sağlayacak şekilde süreç tasarımı yapmalıdır. Makul güvence de finansal tabloların önemli yanlışlık içermediği sonucuna varılması için gerekli olan tüm denetim kanıtlarının elde edilmesine ilişkin bir kavram olup, denetimin tüm süreçlerini kapsamaktadır. Denetçinin makul güvence vermesi diğer tüm şirketlerin uyguladığı muhasebe standartlarına ek olarak faizsiz finans danışma komitelerinin kararlarına, fihhi ilke ve kurallara uyulduğu anlamına da gelmektedir.

FFDS 2 Bağımsız Denetçi Raporu: Denetçi FFK'ların ilgili hesap dönemi finansal tablolarına ilişkin bir görüş bildirim raporunu yazılı olarak hazırlar. Denetçinin raporunda bulunması gereken unsurlar Türkiye'de AAOIFI standartlarından biraz farklı olarak uygulanmaktadır. Bu farklılıklar tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3: Denetçi Raporunun Unsurları

| AAOIFI Uygulaması | Türkiye Uygulaması |
|---|---|
| Başlık | Başlık |
| Muhatap | Muhatap |
| Açılış veya giriş paragrafı | Açılış veya giriş paragrafı |
| Kapsam paragrafı (denetimin niteliğinin açıklanması) | Kapsam paragrafı (denetimin niteliğinin açıklanması), |
| FFDS'lere ve ilgili ulusal standartlar veya uygulamalara yapılan atıf | FFDS'lere ve ilgili ulusal standartlar veya uygulamalara yapılan atıf |
| - | Görüşün dayanağı |

| | |
|--|--|
| Denetçinin yürüttüğü çalışmaya ilişkin açıklama | Denetçinin yürüttüğü çalışmaya ilişkin açıklama |
| - | Bağımsız denetçinin FFK'nın finansal tablolarının bağımsız denetimine ilişkin sorumlulukları |
| Finansal tablolara ilişkin verilen görüşü içeren görüş paragrafı | Finansal tablolara ilişkin verilen görüşü içeren görüş paragrafı |
| Rapor tarihi | Rapor tarihi |
| Denetçinin adresi | Denetçinin adresi |
| Denetçinin imzası | Denetçinin imzası |
| - | Sorumlu denetçinin adı |

Kaynak: Yazarlar tarafından türetilmiştir.

Denetçi raporu AAOIFI uygulamasında rapora uygun bir başlık yeterli görülürken Türkiye'deki uygulamada ise uygun bir başlığa ek olarak "Bağımsız Denetçi Raporu" ifadesi de yer almak zorundadır. Finansal tabloların faizsiz finans danışma komitesinin fihhi ilke ve kararlarına ve yasal yükümlülüklerle uygun olarak doğru ve gerçeği yansıtan bir görünüm sağlayıp sağlamadığı raporda açıkça belirtilmesi gerekmektedir.

FFDS 3 Bağımsız Denetim Sözleşmesinin Şartları: Denetçi ve denetlenen faizsiz finans kuruluşu mutabık kalınan şartlar dâhilinde bir denetim sözleşmesi veya standarda uygun şekil içeriğine sahip farklı bir sözleşme hazırlayabilirler. AAOIFI standartlarında yazılı bir sözleşme yapılması tavsiye edilirken Türkiye uygulamasında denetim sözleşmesinin yazılı olarak yapılması zorunludur. Sözleşmenin yazılı olarak yapılması hem denetçi hem de müşteri açısından yanlış anlama ve yorumlamanın önüne geçerek her iki taraf için de çeşitli faydalar sağlayacaktır.

AAOIFI standartlarında denetçinin denetimi kabulü, denetimin amacı ve kapsamı, denetçinin müşteriye karşı sorumluluklarının kapsamı ve denetçi tarafından sunulacak raporun şekli sözleşmenin temel içerikleri olarak yer alırken Türkiye'de bu şartlara ek olarak müşterinin sorumluluklarının da sözleşmede yer alması zorunludur. AAOIFI standartlarında "Denetim sözleşmesi, müşteriden; denetim sözleşmesini almayı kabul ederek sözleşme şartlarını teyit etmesini talep eder" ifadesi yer alırken Türkiye uygulamasında hem müşterinin hem de denetçinin sözleşme şartlarını anladığını ve kabul ettiğinin yazılı olarak belirtilmesi gerekmektedir.

FFDS 4 Bağımsız Denetçi Tarafından Fıkhi İlke ve Kurallara Uygunluğun Test Edilmesi: Denetçinin sorumluluğu finansal tablolar üzerinde bir görüş oluşturup bu görüşü açıklamaktır. Finansal tabloların hazırlanması ve faizsiz finans kuruluşu danışma kurulu tarafından belirlenen fıkhi ilke ve kurallara uygunluğun sağlanması faizsiz finans kuruluşu yönetiminin sorumluluğundadır. Fıkhi ilke ve kuralların yorumlanması ise faizsiz finans kuruluşu danışma kurulunun görevidir.

Denetçi danışma komitesi tarafından yayımlanan fetva, karar ve yönergeleri dikkate alarak finansal tabloların fikhî ilkelere göre hazırlanıp hazırlanmadığını değerlendirip görüşünü beyan etmektedir.

FFDS 5 Finansal Tabloların Bağımsız Denetiminde Bağımsız Denetçinin Hata ve Hileye İlişkin Sorumlulukları: Bu standart tüm FFDS ile birlikte değerlendirilmektedir. Ayrıca hata ve hilenin değerlendirilmesi konusunda da Türkiye Bağımsız Denetim Standartlarını tamamlamaktadır. Hata bir olayın veya işlemin gözden kaçırılması yahut yanlış yorumlanması iken hile menfaat sağlamak üzere bilerek yapılan kasıtlı faaliyetlerdir.

Denetçi finansal tabloların FFDS, Türkiye Muhasebe Standartları, Ticaret Kanunu, Borçlar Kanunu gibi mevzuat ve uygulamalara göre hazırlanıp hazırlanmadığına dair görüş bildirmektedir. Denetçi çalışmalarını finansal tabloların her ne kadar hata ve hileden kaynaklanan yanlışlıklar içermediğine dair makul güvence vermek amacıyla tasarlasa da hata ve hilenin önlenmesinden sorumlu değildir ve sorumlu da tutulamaz. Ancak hata ve hileyi tespit edebilmek amacıyla mesleki şüphecilik içinde denetim planlaması yapması gerekmektedir. Denetçi planlamasını yaparken hata ve hilenin varlığını tespit eder ve bunu raporlamaz ise ihmali ve kusurundan dolayı sorumlu tutulmaktadır. Denetim sürecinde aksine bir kanıt olmadığı sürece kayıt ve belgelerin gerçeği yansıttığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla FFDS ve BDS'lere uygun olarak tamamlanan denetimin doğru ve makul bir güvence verdiği kabul edilmektedir ve nadiren belgelerin gerçekliğinin ispatlanması gerekecektir.

FFDS 6 Fıkhi Denetim (Faizsiz Finans Kuruluşlarının Fıkhi İlke ve Kurallara Uygunluk Sağlamasına Yönelik Güvence Denetimi): Faizsiz finans sistemindeki niteliksel artışla birlikte standart uygulamaların temini ve kamuoyunun faizsiz finans kuruluşlarına olan bakış açılarını değiştirerek güven sağlamak amaçlarıyla fikhî denetimi de kapsayan etkin ve verimli yönetim araçlarının kullanılması tercih edilmekte ve güvence sağlamaktadır. Bu standart KGK tarafından yayımlanan Güvence Denetim Standardı (GDS) 3000: Tarihi Finansal Bilgilerin Bağımsız Denetimi veya Sınırlı Bağımsız Denetimi Dışındaki Güvence Denetimleri ve FFDS ile birlikte uygulanmaktadır. Dünyadaki fıkhi denetçilerin yaklaşımlarının ve

hizmet kalitelerini standartlaştırmak için kullanılan GDS 3000'i tamamlayıcı bir niteliğe sahiptir. Fikhi denetim faizsiz finans kuruluşlarının fikhi ilkelere uygunluk sağladığının araştırılıp güvence verilmesini amaçlamaktadır. Bu suretle faizsiz finans kuruluşlarının dürüstlüğü, itibarı ve sürdürülebilirliği açılarından gerekli ve zorunludur.

4.2. Faizsiz Finans Denetim Standartlarının FFK'lara Etkisi

Türkiye'de ilk faizsiz finans kuruluşunun faaliyete geçtiği 1985 yılından 2019 yılına kadar FFK'ların faaliyetlerine uygun muhasebe ve finansal raporlama çerçevesine sahip olduğu söylenemez. Bilindiği üzere işletmeler için 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) uyarınca 2013 yılından itibaren TMS/TFRS'ye uyum zorunluluğu başlamıştır (TTK, Madde 69; Madde 514). Ancak Türkiye'de bankacılık ve finans sistemini düzenleme ve denetleme yetkisi bulunan üst kurumlarca (BDDK, SPK, Merkez Bankası vd.) Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) doğrultusunda yapılan düzenlemelerde Türk bankacılık ve finans sistemi içinde faaliyet gösteren bütün kurumlar finansal tablolarının standart ve karşılaştırılabilir olması bakımından aynı düzenlemelere tabi tutulmuştur. Bu uygulama nedeniyle FFK'lar da işlemlerini, mevduat bankalarının kullandığı hesap planına benzer bir şekilde muhasebeleştirmek, raporlarını da yine mevduat bankalarının kullandığı finansal raporlama çerçevesine benzer bir çerçevede düzenlemek zorunda kalmıştır. Böyle bir durum karşısında FFDS'nin FFK'ları ve dolayısıyla Türk bankacılık sektörünü birçok açıdan etkilemesi muhtemeldir. KGK tarafından yayınlanan FFDS'lerin BDS'lerden farklı olarak FFK'lara muhtemel etkilerini temel olarak dört kategoride değerlendirebiliriz;

- (i) Danışma komitesi ve üyelerinin özellikleri
- (ii) Bankacılık faaliyetlerinin fikhi uyumu
- (iii) Sunulması zorunlu finansal tablolar
- (iv) Bağımsız denetçinin özellikleri ve denetimin kalitesi

Bilindiği üzere FFK'ları geleneksel bankalardan ayıran en önemli özellik faaliyetlerinin kaynağını, faaliyette bulunduğu ülkelerin bankacılık mevzuatı ile İslam dinine ait kuralların oluşturmasıdır. Bu nedenle FFK'ların denetimlerinde tabi oldukları mevzuata uygunluğun yanı sıra fikhi kurallara uygunluk da önem arz etmektedir. Ancak denetçilerin uzmanlık alanlarının Fıkıh bilimi ya da İslam hukuku olmaması nedeniyle FFK'ların faaliyetlerinin ve finansal raporlarının fikhi uyumu ile ilgili güvencenin verilebilmesi açısından faizsiz finans yönetim standardında (FFYS) FFK'ların yönetiminde danışma komitesinin bulunması zorunlu tutulmuştur (FFYS 1). FFK'ların danışma komitesi tarafından onaylanan faaliyet sonuçlarının yer aldığı ve ilgili kişilerle paylaşılan finansal

tabloları, muhasebenin özün önceliği ve tam açıklama temel kavramları ile şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesine uygun ve anlaşılır biçimde düzenlenmiş olacaktır. Ayrıca denetim komitesinin bulundurulması zorunluluğunu tamamlayıcı olarak, bağımsız denetçi için mesleki ve teknik yeterlilik ve özelliklerin yanında İslam dini inanç sistemi ile ilgili bilgili olma ve bunu davranışlarında uyguluyor olma zorunluluğu da getirilmiştir.

Danışma Komitesi: FFYS 1’de açıklandığı üzere, fikhî ilke ve kuralların yorumlanması sorumluluğu danışma komitesine aittir. Denetçi, fikhî ilke ve kurallar konusunda bilgi sahibi olmakla birlikte danışma komitesi üyeleri ile aynı düzeyde bilgi sahibi olamayacağından, denetçiden bu ilke ve kuralları yorumlaması beklenemez. Danışma komitesi tarafından yayımlanan fetva, karar ve yönergeler; denetçinin, fikhî ilke ve kurallara uygunluk sağlayıp sağlamadığı konusunda yaptığı değerlendirmeye dayanak teşkil eder. Denetçi; bunları, FFK’ların finansal tablolarının fikhî ilke ve kurallara uygun olarak hazırlanıp hazırlanmadığı konusunda vardığı sonuca dayanak olarak kullanır (FFDS 4).

Esasında FFK’ların çoğunluğunda kurumun faaliyetleri ile finansal ürün ve hizmetlerinin İslami kurallara uygunluğunun belirlenmesi ve denetlenmesi görevini yerine getiren Şer’i danışma kurulu bulunmaktadır (Yanpar, 2015: 107). Bu kurulda İslami finans uygulamalarının İslami kurallara uygunluğunun belirlenmesinde, ihtisas alanı İslam hukuku olan ve bankacılık-finance alanında bilgi birikimi olan bilim insanları ve/veya uzmanlar yer almaktadır (Jawadi vd., 2015: 1687). Bununla birlikte bazı ülkelerde, her kurumun kendi bünyesinde bir danışma kurulu teşkil etmesinin zorluğunu gidermek ve uygulama birliğini sağlamak için merkezi danışma kurullarının oluşturulduğu da bilinmektedir. Türkiye’de Merkezi Danışma Kurulu Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) Yönetim Kurulu’nun 02.04.2018 tarih ve 253 sayılı kararı ile kurulmuştur (TKBB, 2020). FFDS’lerin Türkiye’de uygulanmasıyla birlikte bu uygulama da tam anlamıyla geçerlik kazanmış olacaktır.

Bankacılık Faaliyetlerinin ve Finansal Raporların Fıkhi Uyumu:

FFK’ların sürekliliklerinin sağlanmasında iç denetim mekanizmasının en büyük görevlerinden birisi de İslami kurallara uyum derecesinin belirlenmesidir. Dolayısıyla Fıkhi hükümlere uygunluğun belirlenebilmesi amacıyla maçıyla İslami hükümlere hâkim denetçilerin istihdam edilmesi gerekmektedir (Ertugay vd., 2019: 1446). Türkiye’de katılım bankaları, kuruldukları günden bugüne kadar faaliyetlerinin İslami kurallara uyumunu kendi bünyelerinde oluşturdukları iç denetim birimleri aracılığı ile denetlemeye çalışmışlardır. Ancak sadece iç denetim birimlerince yapılan denetim sonuçlarının ilgili kişiler için yeterli olmaması nedeniyle FFK’lara mahsus bir bağımsız denetim diğer İslam ülkelerinde olduğu gibi Türkiye’de de gereklidir (Gün, 2016: 59-60).

FFK’larda yapılan işlemlerin fıkhi kurallara uygunluğunun yorumlanması danışma komitesinin sorumluluğundadır. Ancak FFK’ların verdiği hizmetin İslami kurallara uygunluğu bağımsız denetçi tarafından da denetlenmesi zorunludur. Örneğin İslam’ın haram kıldığı alkollü içecek sektöründe faaliyet gösteren bir şirketle finansal bir işlem gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği konusunda bağımsız denetçinin makul seviyede inceleme yapması gerekmektedir (Ertugay vd., 2019:1448).

FFDS 1’de denetimin amacı olarak “finansal tabloların tüm önemli yönleriyle fikhî ilke ve kurallara, KGK tarafından yayımlanan Faizsiz Finans Muhasebe Standartlarına (FFMS) ve finansal kuruluşun faaliyet gösterdiği ülkede geçerli ulusal muhasebe standartları ve uygulamalarına uygun olarak hazırlanıp hazırlanmadığına ilişkin bir görüş vermek” olarak ifade edilmiştir (FFDS 1). Bu amaç FFK denetiminde fikhî ilke ve kurallara vurgu yapmakta ve daha önce de açıklandığı üzere bu husustaki önemli bir eksikliği gidermektedir. Finansal tabloların gerçeğe uygun olarak hazırlanması sorumluluğu nasıl BDS’lerde yönetime verilmişse, bu standartlarda da finansal tabloların fikhî ilke ve kurallara uygun olarak hazırlanması ve sunulması sorumluluğu FFK’ların yönetimine verilmiştir (FFDS 1). Ayrıca Standartlarda denetçi, finansal tablolar hakkında bir görüş oluşturmak ve bildirmekten sorumlu tutulmuşken, fikhî ilke ve kuralların yorumlanması sorumluluğu Denetim Komitesine verilmiştir. Bağımsız Denetçinin fikhî ilke ve kuralla uyumu denetleyebilmesi için elbette bu konularda bilgi sahibi olması gerekmektedir. Ancak standart, denetçinin Danışma Komitesi üyeleri ile aynı bilgi düzeyinde olamayacağı ön kabulü ile denetçiden bu ilke ve kuralları yorumlamasını beklememektedir. Danışma Komitesi tarafından yayımlanan fetva, karar ve yönergeler, denetçinin fikhî ilke ve kurallara uygunluk sağlanıp sağlanmadığı konusundaki değerlendirmesine dayanak teşkil etmektedir. Yani denetçi, FFK tarafından gerçekleştirilen işlemlerin Danışma Komitesinin fetva, karar ve yönergeleriyle tutarlı olduğunu doğrular, çünkü denetçinin, danışma komitesi üyelerinin yetkinliğini değerlendirmek konusunda bir sorumluluğu bulunmamaktadır (FFDS 4).

Denetçinin, denetim faaliyetini FFDS’lere uygun olarak yürütmesi gerekmektedir. Eğer FFDS’lerde yer almayan bir husus varsa, fikhî ilke ve kurallara aykırı olmadığı sürece, denetçi Bağımsız Denetim Standartlarını da uygulayabilir (FFDS 3).

Denetçi, denetim raporunun görüş bölümünde; finansal tabloların, faizsiz finans danışma kurulu (DK) tarafından belirlenen fikhî ilke ve kurallara ve finansal raporlama çerçevesine uygunluğu konusunda da bir görüş belirtmelidir ve bu görüşünü belirtmek için “*doğru ve gerçeğe uygun bir görünüm sağlamaktadır/sağlamamaktadır*” ifadesini kullanır. Finansal kuruluştaki Denetim Komitesi tarafından belirlenen fikhî ilke ve kuralların uygulanması, seçilen muhasebe politikalarının kabul edilebilirliği,

bunların uygulanma yöntemi veya finansal tablo açıklamalarının yeterliliği konusunda yönetimle bir anlaşmazlık yaşanması durumunda denetçi, sınırlı olumlu görüş veya olumsuz görüş verebilir (FFDS 2). Denetim Komitesinin nihai raporu yayımlanmadan önce, denetçi taslak raporunu ve bu raporun fikhî hükümlere uygunluk sağlanmasına ilişkin vardığı sonuçları Denetim Komitesine sunar (FFDS 4). Denetçi rapora, denetimin tamamlandığı günün tarihini atar. Bu tarih; denetçinin, rapor tarihine kadar olan ve haberdar olduğu olay ve işlemlerin finansal tablolar ve rapor üzerindeki etkisini değerlendirdiği hakkında kullanıcıları bilgilendirir (FFDS 2).

Sunulması Zorunlu Finansal Tablolar: FFDS'nin FFK'lara olan etkileri TMS ve FFMS'ye göre sunulması zorunlu finansal tablolar üzerinden değerlendirildiğinde; bilindiği üzere 2013 yılından itibaren FFK'ların da geleneksel bankalar gibi TTK uyarınca TMS/TFRS'ye uyum zorunluluğu bulunmaktadır (TTK, Madde 69; Madde 514). Ayrıca Türkiye'de yürürlükteki bankacılık mevzuatı düzenlemeleri incelendiğinde, mevduat bankaları ile katılım bankalarının TMS/TFRS dışında birçok hususta aynı düzenlemelere ve uygulamalara tabi tutulduğu bilinmektedir. Bu durum, FFK'ların işlemlerinin muhasebeleştirilmesi ve finansal raporlarının düzenlenmesinde faizsiz finans ilkelerine uygunluk yaklaşımıyla çelişmektedir.

TMS/TFRS'ye göre sunulması zorunlu olan finansal tablolar; Bilanço, Gelir Tablosu, Nakit Akış Tablosu, Öz kaynak Değişim Tablosu ve Dipnotlardan oluşmaktadır. Ancak bu finansal tablolarda FFK'ları geleneksel bankalardan ayıran murabaha, selem, istisna, mudarebe, müşareke gibi sözleşmelere dayanan finansal ürünlerle ilgili bilgilere açık bir şekilde yer verilememektedir. Murabaha, selem, istisna, mudarebe, müşareke gibi yöntemler TMS ve TFRS' ye göre düzenlenen finansal tablolarda fon alacakları ve fon toplanmasıyla ilgili hesaplarda gösterilmekte, her biri ayrı hesaplarda gösterilememektedir. Bu durum özün önceliği ve tam açıklama kavramlarının gereğinin yerine getirilememesine ve ilgili kişilere sunulan bilgilerin tam ve anlaşılır olma özelliğini yitirmesine neden olmaktadır.

FFMS'lere göre sunulması zorunlu olan finansal tablolar; Bilanço, Gelir Tablosu, Ortaklara Düşen Özkaynak Değişim ve Dağıtılmamış Karlar Tablosu, Dipnotlar, Kısıtlı Yatırımlar Değişim Tablosu, Zekât ve Sadaka Fonunun Kaynakları ve Kullanımları Tablosu, Karz Fonunun Kaynakları ve Kullanımları Tablosu'dur. FFK'lar bu tablolar sayesinde yapmış oldukları faaliyetlerin, kayıt ve raporlarının ilgili mevzuata ve İslami kurallara uygunluğunu muhasebenin temel kavramları ve genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak ilgili kişilere sunabilme imkânına kavuşmuştur.

Bağımsız Denetçinin Mesleki Yeterlilik ve Etik İlkeleri: FFDS’de bağımsız denetçinin mesleki ve etik standartları BDS’ye göre daha ayrıntılı düzenlemiştir. BDS’de Dürüstlük, Tarafsızlık, Mesleki Yeterlik ve Özen, Sır Saklama, Mesleğe Uygun Davranış olarak düzenlenmiş olan etik ilkeler FFDS’ de dini esaslara dayandırılmış ve denetçilerin davranış kuralları etik standartlar içinde açıklanarak; özellikle (FFDS 6/2) dini meşruiyet ilkesinde; denetçinin mesleki yeterlik ve özenin yanı sıra, İslam ahlakı ve değerlerini de karakterine ve davranışlarına yansıtması gerektiği vurgulanmıştır.

FFDS’ye göre (FFDS 6/2) FFK’ları denetleyebilecek denetçinin mesleki anlamda yeterli olması, fikhî ilke ve kuralları bilmesi ve bunları da davranışlarına yansıtması gerekmektedir. Buna göre FFK’ların, İslam’ın fikhî ilke ve kurallarını bilmeyen, bilse dahi bunu yaşamına tatbik etmeyen bir denetçi tarafından denetlenmesi söz konusu denetim hakkında şüpheye neden olacaktır. Bu da denetimin kalitesini etkileyecek en önemli konulardan biridir. Bu durumda FFK’ların bağımsız denetçi seçiminde bu standartlara uygun denetçiyle denetim sözleşmesi imzalaması gerekmektedir.

Özetle Türkiye’de faaliyet gösteren FFK’larda 2020 yılına kadar, gerçekleştirilen faaliyetlerin fikhî uyumu iç denetim birimlerince yerine getirilmekteyken, 2020 yılından itibaren FFDS’ler uyarınca gönüllülük esasına göre bağımsız denetim uygulamasına geçilmiştir. Bu geçiş sürecinde FFK’ların önündeki en önemli konu hiç şüphesiz mesleki ve fikhî yeterlik açısından denetçi seçimi olacaktır. FFK’ların faaliyetlerinin ve finansal tablolarının hem mevzuat hem de fikhî açıdan bağımsız denetime tabi tutulması toplumun bu kurumlara olan güveninin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla bu kurumlara olan güven artışının FFK’ların sektörden aldığı payı olumlu yönde etkilemesi muhtemeldir.

SONUÇ

Finansal piyasaların gelişmesi ve istikrar kazanması finans sektörüne olan güvene bağlıdır. Türkiye’de yaklaşık 35 yıllık geçmişi olan faizsiz finans sektörü henüz olması gereken yerde değildir. FFK’ların faaliyet sonuçlarını finansal raporlarına olduğu gibi yansıtamamaları, yatırımcıların sektöre olan güvenini olumsuz etkileyen ve FFK’ların sektörden yeterli payı alamamalarının önemli sebeplerinden biridir.

Bu bağlamda faizsiz finans konusunda yapılacak hukuki düzenlemeler ve geliştirilen standartlar ile FFK’ların faaliyetleri daha da şeffaflaşacak kamuoyunda var olan olumsuz algı zamanla değişecektir. Türkiye’de son yıllarda yapılan düzenlemeler hiç şüphesiz faizsiz finansın gelişimine önemli katkılar sağlayacaktır. KGK tarafından çevrilerek Türkiye mevzuatına dâhil edilen AAOIFI standartları, FFK’ları muhasebe ve finansal raporlama uygulamaları açısından diğer şirketler ve geleneksel

bankalardan farklılaştıracaktır. AAOIFI standartları ile Türkiye’ de faaliyette bulunan FFK’ların faaliyetleri ve finansal raporları uluslararası anlamda şeffaflık kazanacağından, özellikle yabancı yatırımcılar açısından yeni fırsatların doğmasına neden olacaktır.

Sonuç olarak geleneksel olmayan, farklı iktisadi ve ticari geleneği olan bir toplumun içinde doğmuş ve yaklaşık 1500 yıl boyunca tecrübe edilerek günümüze kadar gelmiş sistem olarak faizsiz finans; çağın finans gereksinimlerine, içinde doğduğu toplumun felsefesine uygun uygulamalar ve çözümlerle karşılık vermesi halinde yalnız Müslümanların değil bütün insanların nezdinde güven kazanacak ve finans sektöründe hak ettiği payı alacaktır.

KAYNAKÇA

- Ağkan, F. (2018) AAOIFI Standartları ve Türkiye Katılım Bankalarında Uygulanabilirliği, *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (2), 235-245.
- Aslan, M.C. ve Türk M. (2018). İslami Finasta Murabaha Sistemi ve Muhasebe Uygulamaları, Ed.: Eroğlu, İ vd. *İslami Düşünce Ekseninde İktisadi, Mali, Politik Meseleler*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Asutay, M. (2014) İslam Ekonomisine Ekonomi Politik Bir Yaklaşım içinde İslam Ekonomisi Tanım ve Metodoloji Üzerine Tartışmalar (S.Karadoğan Dü.) İstanbul: Askon Yayınları.
- Ayub, M. (2017). İslami Finansı Anlamak. İstanbul: İktisat Yayınları.
- Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı (2019) https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/2019_Yili_Cumhurbaskanligi_Yillik_Programi.pdf
- Ersoy, M., ve Süner, M. (2019). AAOIFI Standartlarının Türkiye'deki Katılım Bankalarına Olası Etkileri. *Artvin Çoruh Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 226-245.
- Ertugay, E. Gülençer, İ. Karabayır, M. E. Doğan, M. (2019). Faizsiz Finansal Kuruluşların Denetimi, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 54(3), 1442-1457
- Gönen, D.(2005) İslam Hukukunda Mudarebe Emek-Sermaye) Şirketinde Tarafların Hak ve Borçları. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Mecmuası*. 63(1-2):182-212.
- Güçlü, F., Kılıç, M. (2020) *İslami Finansın Dünyadaki Gelişimi ve İslami Finansa Yön Veren Uluslararası Kuruluşlar Üzerine Bir İnceleme*, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 16 (1) 75-91.
- Gün, M. (2016). Analysis of Participation Banks in Turkey in Terms of Agency Theory and a Model Proposal. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 2(1), 51-65.
- Güney, N. (2015) İslami Finasta Şer'i Yönetim Uygulamaları ve Konuyla İlgili Tartışmalara Genel Bakış. *Türkiye İslam İktisadı Dergisi*, 2(2): 45-69.
- Iqbal, Z. & Mirakhor, A. (2011). An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice. Singapore: Wiley.
- Jawadi, F., Jawadi, N. & Cheffou, A. I. (2015). Are islamic stock markets efficient? A time-series analysis. *Applied Economics*, 47(16), 1686-1697.

- Karahan, H. & Ersoy, H. (2016). Faizsiz Finansın Temel Prensipleri ile Türkiye’de Reel Kesimde Kullanılması. *Maliye Finans Yazıları*, (105) , 93-114.
- Kartal, M. ve Ay, H. (2019). Türkiye’de Faizsiz Finans Kuruluşları Açısından Bir Dönüm Noktası: Faizsiz Finans Muhasebe Standartları (FFMS) Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Bankacılık, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 77-102.
- Polat, A. (2009). Katılım Bankacılığı: Dünya Uygulamalarına İlişkin Sorunlar-Fırsatlar; Türkiye için Projeksiyonlar, Ed.: Yabancı Aydın “Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı” İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Yayın No: 1
- Turay, F. (2019). Finansal Açıda İslam Borçlar Hukuku, İstanbul: Ensar Neşriyat
- Yanpar, A. (2015). İslami Finans İlkeler, Araçlar, Kurumlar. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Yıldıran, M. (2013). Türkiye’ de Sermaye Piyasası ve Faizsiz Finans. <https://www.dunya.com/gundem/turkiyede-sermaye-piyasasi-ve-faizsiz-finans-haberi-208617>, E.T.: Temmuz 2020.
- FFDS 1. (2019). Türkiye Denetim Standartları Faizsiz Finans Denetim Standardı 1: Denetimin Amacı ve İlkeleri.
- FFDS 2. (2019). Türkiye Denetim Standartları Faizsiz Finans Denetim Standardı 2: Denetçi Raporu.
- FFDS 3. (2019). Türkiye Denetim Standartları Faizsiz Finans Denetim Standardı 3: Denetim Sözleşmesinin Şartları.
- FFDS 4. (2019). Türkiye Denetim Standartları Faizsiz Finans Denetim Standardı 4: Bağımsız Denetçi Tarafından Fıkhî İlke ve Kurallara Uygunluğun Test Edilmesi.
- www.aoifi.com Erişim tarihi: 04.09.2020
- www.kgk.gov.tr Erişim tarihi: 06.09.2020
- www.tkbb.org.tr Erişim tarihi:06.09.2020


BÖLÜM IV

COVID 19 PANDEMİSİ VE PARANIN GELECEĞİ


The Covid 19 Pandemic and The Future of Money

Murat Türk¹ & Ali Uslu²

*¹(Dr. Öğr. Üyesi), Sağlık Bilimleri Üniversitesi,
e-mail: murat.turk@sbu.edu.tr*

 ORCID 0000-0002-7415-8965

*²(Dr. Öğr. Üyesi), Tokat Gazi Osmanpaşa Üniversitesi,
e-mail: ali.uslu@gop.edu.tr*

 ORCID 0000-0002-0739-0342

1.GİRİŞ

En ilkel zamandan teknoloji ve bilginin baş döndürücü hızla ilerlediği bu zamana kadar insanoğlu karşılaştığı sorunlara en temel çözümleri, düşünerek ve sorgulayarak bulmuştur. Çözüm arama çabalarının üretime dönüşmesiyle hayatın her alanında değişimler gerçekleşmiş, her yeni üretim de başka sorunların çözümüne ilham olmuştur. Bir nevi sorun-çözüm-üretim-inovasyon döngüsü değişim hızının belirleyicisi olmuştur. Sorun çoğaldıkça bilgi artmış, bilgi arttıkça teknoloji gelişerek değişimi hızlandırmıştır (Usta, 20: II). Toplumsal refahın, ahlaki ve dini tartışmaların, bireyler ile devletlerarası güç ve rekabetin konusu olması bakımından yoğun ilgi odağı olan para da tarihi süreçte yaşanan her türlü değişimden fazlasıyla etkilenmiştir (Eaglaton ve Williams, 2011: XV).

Eskiden, ticaret hacminin artmasıyla takas sisteminin yetersiz kalması sonucu değişim aracı olarak deniz kabuğundan kıymetli metallere kadar çeşitli nesnelere para yerine kullanıldığı bilinmektedir (Dilek, 2018:8). Ticari gelişmelerin ve teknik ilerlemelerin etkisiyle M.Ö. VII. yüzyılda bildiğimiz anlamda ilk madeni para Anadolu'da Lidyalılar tarafından basılmıştır (Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü (DDMGM), 2020). Ardından M.Ö. 118 yılında Çinliler deri para kullanmış, ilk kâğıt para ise M.S. 806 yılında yine Çin'de ortaya çıkmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2018). Bu bağlamda geçmişten günümüze kadar paranın fiziksel niteliği ve işlevleri üzerinde sosyal değişimlerin ve teknolojik gelişmelerin etkili olduğu, ihtiyaca göre piyasalarda para niteliğinde yeni finansal araçların geliştirildiği, hatta bunlardan bir kısmının günümüzde geçerliliğini koruduğu söylenebilir.

Özellikle bilgisayar (BT) ve internet (IT) teknolojilerinin iş dünyasında kullanılmaya başlanmasıyla finans ve teknoloji etkileşimi çok farklı boyutlara ulaşarak, günümüz finansal araç ve hizmetlerinin geliştirilmesinde hayal edilmesi dahi güç olan yeniliklerin yaşanmasına neden olmuştur. Son dönemde popülerliği artan dijital paraların da BT ve IT'nin sunduğu en son ve en önemli yeniliklerden biri olduğu söylenebilir. Yaygın kullanımda kripto para ve/veya “*bitcoin*”¹ olarak ifade edilen dijital paralar, kısa süre içerisinde para ve para yerine kullanılan finansal araçların yanında yer alarak iş ve finans dünyasının geleceğini etkileyecek en önemli gelişmelerden biri olması bakımından iş ve finans çevrelerinin yanında devlet otoritelerinin de dikkatini çekmeyi başarmıştır (Şenbayram, 2019: 73).

Finans ve bankacılık sektörü, BT ve IT de yaşanan teknolojik gelişmelerin yanı sıra toplumsal değişimlerden ve gelişmelerden de fazlasıyla etkilenmektedir. Bunun son örneği Çin'in Wuhan kentinde başlayan ve pandemiye dönüşen SARS-CoV-2 (Covid19) virüsünün neden olduğu salgınla yaşanmaktadır. Solunum ve temas yoluyla bulaşan Covid 19 virüsü nedeniyle insanların toplu alanlardan kaçınması, zorunlu olmadıkça başka insanlara ve nesnelere temas etmemeleri ve sosyal mesafelerini korumaya özen göstermeleri, açık ve kapalı alanlarda maske kullanmaları gibi toplumsal alışkanlık ve tercihlerinde değişim yaşaması ile toplum psikolojisi de farklı bir hal almıştır.

Son dönemde görülen günlük hayattaki bu değişim bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerini kullanan toplumun önemli bir kesimi üzerinde büyük bir etki yaratarak, bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerinde ihtiyaçların önceliklendirilmesi ile dijital bankacılık ve finans teknolojilerine geçişte önemli değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. Nitekim haber ve medya kaynaklarında, pandemi sürecinde yüz yüze bankacılık hizmetleri ile fiziksel para, kart vb. finansal ürün kullanımlarında gözle görülebilir düzeylerde düşüşlerin olduğu, buna karşı mobil ve internet bankacılığı hizmetleri ile temassız kart, pay, QRkod, mobil cüzdan vb. temassız ödeme sistemi kullanımlarında da ciddi düzeyde artışların yaşandığı bildirilmiştir. Ayrıca Covid 19 virüsünün solunum ve temas yoluyla bulaşması nedeniyle alış-veriş ve bankacılık hizmetlerinde kullanılan para, kart vb. ürünler, ATM, POS gibi ödeme ve kaydedici makine ve cihazlar ile banka gibi toplu hizmet alanlarının toplum sağlığı açısından olağan şüpheli olarak görülmeye başladığı bilgisine de yer verilmiştir (Birinci, 2020; Akgül, 2020).

¹ Bitcoin her ne kadar bir kripto para birimi olsa da piyasaya ilk çıkan ve en yüksek işlem hacmine sahip kripto para birimi olması nedeniyle kripto veya dijital para denilince ilk akla gelen para olduğundan genel olarak kripto paralar bitcoin olarak ifade edilebilmektedir.

Toplumdaki bu psikolojik davranış değişiklikleri karşısında sektörel açıdan öngörülerde bulunmak, Covid 19 virüsünün karakteristik özelliklerinin tam olarak bilinmiyor olması nedeniyle risk içerse de; pandemi sürecinde dijital bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerine olan talep artışı dikkate alındığında bu sürecin bir finansal ürün olarak para açısından da köklü değişikliklerin yaşanmasına neden olabileceği düşünülebilir. Ayrıca bu süreç akıllara; blockchain teknolojisi gibi teknolojilerle geliştirilen kripto paraların gelişiminin hızlanarak herkes tarafından kabul edilebilir nitelikte sanal bir paranın işlevsel olarak fiziksel paraların yerine kullanılması bugün değilse ne zaman mümkün olabilir? sorusunu da getirmektedir.

Bu bölümde, para ile sağlığın ilişkisi, Covid 19 pandemisi nedeniyle bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerine karşı toplumda görülen psikolojik davranış değişikliklerinin sektörün dijital dönüşümüne olan hızlandırıcı etkisine değinilerek, kripto paralar üzerinden paranın geleceği hakkında değerlendirmelerde bulunulmuştur.

2.PARA VE SAĞLIK İLİŞKİSİ

Para, geçmişten günümüze mal ve hizmet mübadelesinde kullanılarak ticari güçlükleri ortadan kaldıran bir araç olarak görülse de; bazen satın almanın ve satmanın ötesindeki şeylerle de ilgili olabilmektedir (Eaglaton ve Williams, 201: XVI). Bu anlamda öteden beri sağlık ve paranın insan hayatında yeri çok önemli olmuştur. İnsanlar gündelik hayatlarını devam ettirebilmek ve ihtiyaçlarını tam anlamıyla karşılayabilmek için iki şeye; sağlık ve paraya ihtiyaç duymaktadır. Hastalıklar, insanların gündelik yaşamlarını aksatırken, yetersiz para, insanların gereksinimlerini tam olarak karşılayamamasına neden olmaktadır. Her iki durum da insan refahını etkileyen en önemli iki unsurdur. Ayrıca paralar insanların ticari işlerinde kullandığı finansal araç olmanın yanında, bu mübadelede çıplak gözle görülmeyen ve insanların sağlığını etkileyen mikroorganizmaların da el değiştirmesine aracılık eden birer taşıyıcı olmaktadır (Göktaş ve Oktay, 1992: 347-348; Kesler, 2020).

Bu bağlamda paranın, insan sağlığı açısından satın alma gücü gibi işlevsel özelliğinin yanı sıra kamuoyu tarafından pek önemsenmeyen bulaş kaynağı olma gibi özelliği de bulunmaktadır. Metal paranın nikel, bakır-nikel, tunç, alüminyum ve tunç-alüminyum gibi metal ve alaşımlardan (Sezer, 2008: 28), kağıt banknotların ise pamuk ve ketenden yapılması, her iki paranın da dokusu ve yapısı itibarıyla parazit, virüs ve bakteri gibi hastalık etkenlerinin barınması ve taşınması için uygun bir ortam oluşturmaktadır (Göktaş ve Oktay, 1992: 347-348). Ayrıca fiziksel paraya birçok insanın elle temas ediyor olması bakteri, parazit ve virüslerin insandan insana bulaşma potansiyelini yükseltmesi nedeniyle insan sağlığı açısından toplumsal risk olarak görülmektedir. Yaşadığımız Covid-19

pandemisi sürecinde özellikle metal para, kağıt banknotlar ve para yerine geçen kart, bono vd. ile ATM ve POS gibi ödeme ve kaydedici makine ve cihazlar çok sayıda insanın temas etmesi nedeniyle bilim insanları tarafından bulaş kaynakları arasında sayılmaktadır (Akgül, 2020; Kesler, 2020).

Bu nedenle dünya çapında giderek artan sayıda işletme ve birey, yaşamları boyunca ellerinden düşürmediği parayı, Covid-19 pandemisi sürecinde bulaş kaynağı olabileceği endişesiyle kabul etmeyi ve/veya kullanmayı reddetmiş, bazı ülkeler vatandaşlarına banknot kullanmayı tamamen durdurma çağrısında bulunmuştur. Örneğin ABD'nin Chicago eyaletinde kar amacı gütmeyen bir işletme olan kitap satıcısı Open Books, müşterilerine bir e-posta göndererek nakit kullanmamalarını istemiştir. Yine Washington eyaletindeki bir yemek zinciri de müşterilerine nakit kabul etmeyi durdurduğunu açıklamıştır. ABD'de fiziksel paraya karşı aynı tutumu kamu kurumları da göstermiş; Federal Rezerv sözcüsü para arzının kirlenmediğinden emin olmak için çaba sarf edildiğini, bu nedenle Avrupa ve Asya'da dolaşan banknotların yedi ila on gün boyunca 'ihtiyati tedbir' olarak karantinaya alındığını açıklamıştır. Fiziksel paradan kaçınmanın sadece ABD'de gerçekleşmediği, Güney Kore merkez bankasının da tüm banknotları iki hafta boyunca tedavülden kaldırdığı veya bazı durumlarda kağıt banknotları yaktığı iddia edilmiştir (Demiralp, 2020; Economistimes, 2020).

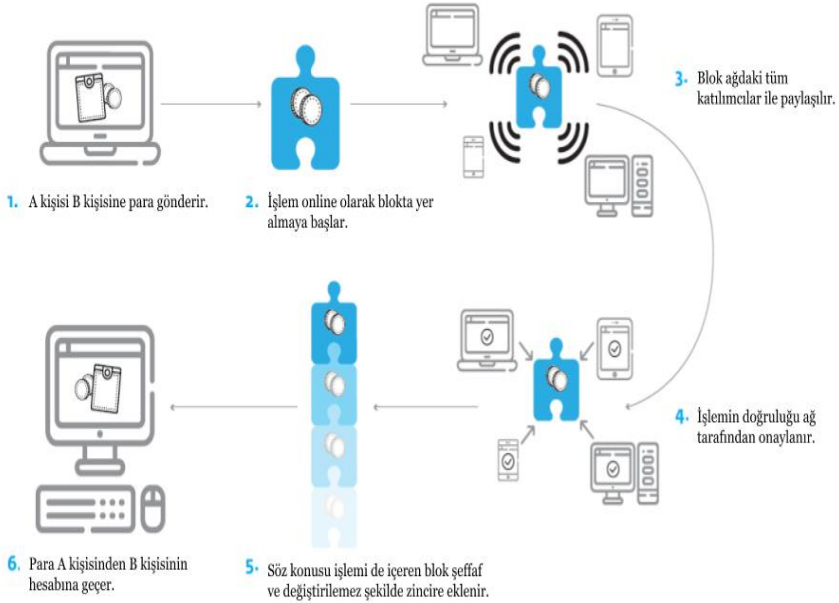
Tarihi süreçte paranın yaşadığı değişimlerle ilgili olarak; kısaca, insanlığın ulaştığı teknolojik düzeye bağlı olarak paranın da teknolojik gelişmelere uyum sağladığı söylenebilir (Güller, 2019: 223). Ancak yapılan literatür taramalarında paranın bugüne kadar yaşadığı değişimde toplum sağlığını ilgilendiren olayların etkisinin olduğuyla ilgili bir bilgiye rastlanmamıştır. Bu bağlamda içinden geçtiğimiz pandemi sürecinin gelecekte, kripto paraların gelişimini hızlandırarak paranın niteliği ile işlevlerini değiştirip bambaşka bir parasal sistem inşa edilmesinin nedeni olarak görülmesi durumunda; finans literatüründe teknoloji dışında paranın gelişimine etki eden önemli bir faktör olarak toplum sağlığının da adının geçmesine neden olacaktır.

3. BLOCKCHAIN TEKNOLOJİSİ

İlk uygulaması olan "bitcoin" ile adını duyuran blockchain teknolojisi, günümüzde göz ardı edilemeyecek derecede önemli bir teknolojidir. Satoshi Nakamoto, 2008 yılında yayınlanan "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System" (Bitcoin: Eşler Arası Elektronik Ödeme Sistemi)" adlı makalesinde "Blockchain" kelimesine yer vermemiş olsa da kripto paranın altında yatan bir teknoloji bileşenini, birbirine zincirlenmiş kriptografik veri bloğu olarak tanımlamıştır (Avunduk ve Aşan, 2018: 371). Kripto paraların farkındalığının artmasıyla dikkatleri üzerine çeken

blockchain teknolojisinin kullanım alanı sanal paralarla sınırlı değildir. Blockchain teknolojisi sadece finansal işlemlere çözüm üretebilen bir teknoloji gibi düşünülse de kullanım alanı gün geçtikçe yaygınlaşarak kişiler arası sözleşmelerden evliliğe kadar uzanan pek çok konuda kullanılmıştır (Türker, 2018: 18). Bu bağlamda blockchain teknolojisinin, tamamlanması için onay merciiine ya da güvenilir bir aracıya ihtiyaç duyulan bütün işlerde kullanılabileceği düşünülmektedir (Sancak, 2018: 22).

Şekil 1: Blok Zincir Çalışma Mantığı



Kaynak: (Wild, Arnold ve Stafford, 2015)

Teknolojik bileşenlerden oluşan bir yapı olan blockchain teknolojisi, bilgisayarlar (nodes), ağ (network), iletişim protokolü (network protocol), dağıtık defterler (distributed ledger), mutabakat mekanizması (consensus mechanism) ve kriptografi (cryptography) temel bileşenlerinden oluşmaktadır (Durbilmez ve Türkmen, 2019:32-34). Blockchain, temel olarak açık/genel/izinsiz (public/permissionless) ya da özel/izinli (private/permissioned) kullanıma uygun olarak tasarlanabilen bir ağ sistemidir. Ancak bu iki ağ sistemi dışında, zincire katılacak kişilerin ağ içinde yapabilecekleri etkinliklerin izinlerini kontrol edebilen kısmen izin gerektiren/kısmen izin gerektirmeyen blockchain ağ sistemi de mümkündür. Blockchain ağına girerek kayıtlı verileri okumak için, bu ağın “mutabakat yapısına” uyarak, yeni bloklar ekleyebilmek için “mutabakat

sürecine” dahil olmak için izin gerekmiyorsa, bu tip ağ sistemine açık/izinsiz blockchain ağ sistemi denilmektedir Açık/izinsiz kullanıma en önemli örnek bitcoin ve altcoinlerin işlem gördüğü ağ sistemidir. Bu ağda isteyen herkes ağa özgürce ulaşabilir, işlem akışlarını takip edebilir ve kendisi için işlem yapabilir. Bu nedenle genel kullanım tipinin en önemli avantajı blok zincirinde herhangi bir merkezi otorite olmamasından dolayı ağda yapılan işlemlere müdahale edilemeyecek olmasıdır. Blockchain ağına girerek kayıtlı verileri okumak için, izin gerekiyor, fakat ağın “mutabakat yapısına” uyarak yeni bloklar eklemek ve “mutabakat sürecine” dahil olmak için tekrar izin gerekmiyorsa, bu tip ağ sistemine özel/izinli blockchain ağ sistemi denilmektedir (Avunduk ve Aşan, 2018: 378; Usta ve Doğantekin, 2017: 30-34). Özel/izinli blockchain ağı ise tek bir kuruluş tarafından kontrol edilir ve yalnızca sisteme girişine izin verilen kişi ya da kuruluşlar ağa erişebilmektedir (Avunduk ve Aşan, 2018: 378).

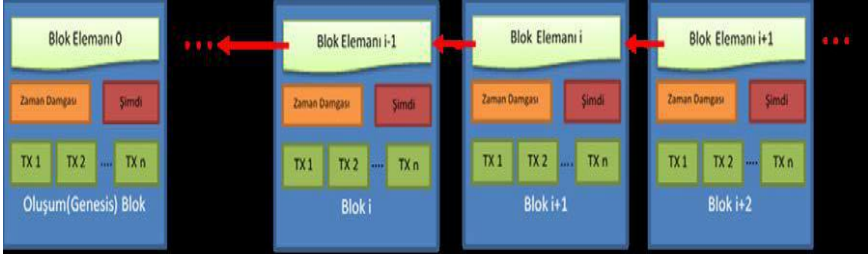
Şekil 2: Blockchain Türleri



Kaynak: (DHL, 2020)

Blockchain teknolojisinin en önemli bileşenlerinden biri bilgisayarlardır. Akıllı cep telefonları ile internete bağlanabilen diğer elektronik cihazlar da bu teknolojinin önemli bileşenleri arasındadır (Usta ve Doğantekin, 2017:22). Bilgisayarlar blockchain ağının uç noktalarında yer almakta ve verilerin işlenmesi ile depolanması için kullanılmaktadır. Blockchain verilere dayalı bir zincir yapısındadır ve ilk veri girişiyle başlayan zincir sonsuza kadar gidebilir. İlk kayıt başlangıç (oluşum) bloğunu oluşturduğu için bu bloğa “genesis” adı verilir (Usta ve Doğantekin, 2017 :23). Sisteme veriler tek bir noktadan eklenebilir, zincire yeni dahil olan tüm kullanıcılar eski verileri kendi sistemlerine yükler. Bir sonraki aşamada sisteme yeni katılan kullanıcı bir kod üreterek bu kodla, o an sistemdeki en uzun blok zincirine eklenir. Bu zincire ana zincir adı verilir. Böylelikle sistemdeki bütün bilgilerin tüm zincirlerde saklanması mümkün olur (Aşan ve Avunduk, 2018:378).

Şekil 3: Blockchain Mimarisi



Kaynak: (Zheng vd., 2018:355)

Blockchain teknolojisinde, verilerin sunucularda toplandığı ve buradan istemcilere dağıtıldığı tek merkezli ağ sistemleri yerine; merkezi otoriteyi ortadan kaldıran, katılımcıları ağ protokolleriyle hem sunucu hem de istemci olarak doğrudan birbirine bağlayan, katılımcıların ağ üzerinde gerçekleştirilen bütün işlemleri görebildiği, onaylayabildiği ve bir kopyasını da kendi dijital hesap defterinde bulundurmasını sağlayan eşler arası ağ (Peer To Peer Network) olarak adlandırılan ağ sistemi kullanılmaktadır.

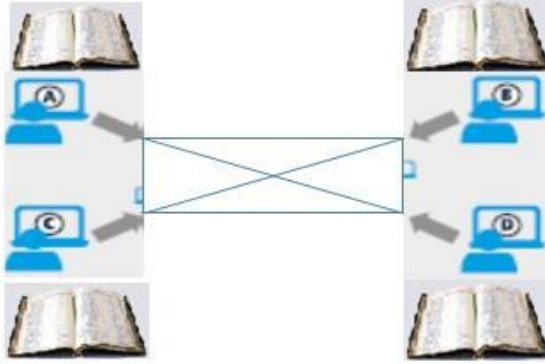
Şekil 4: Ağ yapıları



Kaynak: (DHL,2020)

Blockchain teknolojisinde, ağdaki tüm katılımcıların gerçekleştirdiği işlemlerin kaydedildiği Dağıtılmış Defter (Distributed Ledger) denilen dijital hesap defterleri bulunmaktadır. Bir katılımcının kişisel dijital hesap defterinde gerçekleştirdiği her işlem eşler arası ağ sistemiyle eş zamanlı olarak ağdaki diğer katılımcıların dijital defterlerine de işlenmektedir.

Şekil 5: Blockchain Dağıtık Defter Mimarisi



Kaynak: Yazarlar tarafından türetilmiştir.

Blockchain teknolojisinde eşler arası ağ üzerindeki bir katılımcı kişisel dijital hesap defterine veri işlemek istediğinde, bu işlem bilinen algoritmalarla kodlanır ve katılımcılar bilgilendirilerek mutabakatları istenir. Mutabakat sağlandığında, veriler dijital defterlere kalıcı olarak kaydedilir. Mutabakattan sonra dijital defterlere kaydı yapılan işlem geri alınamaz, değiştirilemez ya da işleme itiraz edilemez. Blockchain teknolojisinde buna mutabakat mekanizması (Consensus Mechanism) denilmektedir.

Blockchain teknolojisinde veri güvenliği, kayıtlı verilerin imzası doğrulandıktan sonra özel ve genel anahtarlar kriptografik olarak “hash” adı verilen şifreleme yöntemi ve matematiksel algoritmalar aracılığıyla bağlanarak oluşturulan benzersiz dijital imzalarla sağlanmaktadır. Yapılan işlemler blok haline getirilerek ağa daha önce dâhil olmuş bloklardan oluşan zincire eklenerek ağdaki tüm kullanıcıların dijital hesap defterlerine kaydedilmektedir. Blockchain teknolojisini günümüz diğer ağlarından güvenilir kılan en önemli farklılık, ağda oluşturulan her bir veri bloğunun bir önceki veri bloğuna kriptografik olarak bağlanarak ilk bloktan son bloğa kadar uzanan birbirine zincirlenmiş bir veri bloğu dizisinin oluşturulmuş olmasıdır. Zincirde kayıtlı bir veriye müdahalede bulunulmak istendiğinde, verinin kayıtlı olduğu blok zincirde bulunan tüm bloklarla kriptografik bağlantılı olduğu için zincirdeki bütün bloklar üzerinde değişiklik yapılmasını gerektirmektedir. Bu özellik Blockchain teknolojisine dışarıdan yapılabilecek müdahaleleri zorlaştırdığı gibi tespitini de kolaylaştırmaktadır, ayrıca bütün bloklara ait kriptografik kilitlerin çözülmesi de oldukça maliyetli bir çabayı gerektirmektedir (Sancak, 2018: 23; Yavuz, 2019 :17-18).

4. KRİPTO PARALAR

Sanal para, bir çeşit elektronik paradır ve aralarında farklılıklar olsa da elektronik para kapsamında değerlendirilmektedir. Sanal para ve

elektronik paranın her ikisi de dijital (sayısal) biçimdedir, bu yüzden dijital para olarak da ifade edilmektedir. Dijital paralar internet ortamında saklanabilen diğer tüm veriler gibi bir bit dizisidir. Kripto paralar ise sanal paraların kriptografik matematiksel algoritmalar ile türetilmiş şeklidir, bu yüzden dijital paralara göre daha güvenli olduğu düşünülmektedir(Yüksel, 2015: 197). .

Kripto paralardan önce dijital para birimi geliştirilmesine yönelik birçok çalışma yapılmıştır. Ancak bu çalışmalar, dijital para sisteminde “çift harcama” (double spending) problemi olarak adlandırılan problem nedeniyle amacına ulaşamamış ve başarısız olmuşlardır. Çift harcama problemi; aynı dijital paranın iki farklı alış-veriş işleminde kullanılarak satıcılardan birinin dolandırılması olarak ifade edilmektedir. Çift harcama probleminin asıl nedeni elektronik ortamda dijital paraların herhangi bir veri kadar kolay kopyalanabilmesidir (Yavuz, 2019:16; Yüksel, 2015 :195). Çift harcama problemi bir örnekle açıklanacak olunursa; akıllı telefonumuzun kamerası ile çektiğimiz bir fotoğraf jpeg türünde bir belge olarak telefonumuzun fotoğraflar isimli dosyasına kaydedilerek depolanmaktadır. Daha sonra, çektiğimiz fotoğrafı eşimiz ve arkadaşlarımızla paylaştığımızda, paylaştığımız her fotoğraf telefonumuzun fotoğraflar isimli dosyasına kaydettiğimiz jpeg türündeki belgenin kopyası olmaktadır ve fotoğrafın orijinal jpeg belgesi ise telefonumuzun fotoğraflar dosyasında kayıtlı kalmaktadır. Bu kopyalama özelliği kullanıcılara dijital verileri başka kişilerle paylaşma imkânı sunsa da bu durum dijital para birimleri için bir güvenlik problemi oluşturmaktadır. Bu nedenle dijital para sistemlerinde yaşanan güvenlik açıkları ve özellikle çift harcama problemi gibi problemleri çözmek amacıyla blockchain teknolojisi geliştirilmiştir (Yavuz, 2019:16).

Kripto para birimlerinin teorik alt yapısı Wei Dai tarafından ortaya konulmuş, teknik alt yapısını oluşturan sistem ise Satoshi Nakamoto tarafından kurulmuştur. Microsoft'ta çalışan bir bilgisayar mühendisi olan Wei Dai 1998 yılında "b money" başlıklı çalışmasında; kripto para birimlerinin gönderici ve alıcılarının sadece dijital mahlaslarla tanımlandığı ve tüm transfer emirlerinin (mesaj) göndericisi tarafından elektronik biçimde imzalandığı ve alıcısı tarafından çözülmek üzere bir şifrelemeye tabi tutulduğu, izi sürülemeyen bir ağın var olduğu varsayımıyla, paranın nasıl yaratılacağı ve transfer edileceği ve hesap kayıtlarının nasıl tutulacağına ilişkin protokol tanımlamıştır. 1 Kasım 2008 tarihinde Cypherpunk isimli kriptografi mail grubu üyeleriyle paylaşılan "Bitcoin P2P e-cash paper" konulu bir elektronik postanın içeriğinde, Wei Dai'nin b-money başlıklı çalışması referans alınarak Satoshi Nakamoto tarafından hazırlanan (Bitcoin: Eşler Arası Elektronik Ödeme Sistemi) başlıklı bir makale ve www.bitcoin.org adresi yer almaktaydı. Nakamoto çalışmasında iki taraf arasında herhangi bir finansal aracıya ihtiyaç

duyulmadan şifrelemeye dayalı elektronik ödeme sistemini, "sayısal imzalar zinciri" (chain of digital signatures) ve "elektronik sikke" (electronic coin) ile C programlama dilinde işlemin nasıl gerçekleşeceğini açık kodlarla göstermiştir (Nakamoto,2008,1-2). Nakamoto, bitcoin sisteminde ilk bitcoin blok zincirini 3 Ocak 2009 tarihinde oluşturmuş, 12 Ocak 2009 tarihinde ise bitcoin sisteminden Hal Finney'e Bitcoin transferi gerçekleştirerek Bitcoin ağının temellerini atmıştır (Yavuz, 2019:18; Dilek, 2018:10) .

Bitcoin, temellerinin atıldığı günden bu yana gerek işlem hacmi gerekse piyasa değeri açısından piyasalarda beklenenin ötesinde bir kabul görmüştür. Bitcoine olan bu talebe istinaden Ethereum, Ripple, Bitcoin Cash ve Litecoin gibi blockchain teknolojisine dayalı çok sayıda yeni sanal kripto para birimleri geliştirilmiştir. Piyasalarda Bitcoine alternatif olarak geliştirilen bu kripto para birimleri altcoin (alternative coin) olarak tanımlanmıştır. 2020 yılı Kasım ayı itibarıyla 33.528 piyasada; yıllık toplam piyasa değeri 500 milyar doları, günlük işlem hacimleri 150 milyar doları aşan tutarda 7.797 adet kripto para birimi işlem görmektedir (Coinmarketcap, 2020). Altyapısı blockchain teknolojisine dayanan Bitcoin ve altcoin gibi kripto paraların herhangi bir otoriteye ihtiyaç duymadan doğrudan el değiştirmesi, matematiksel kesinliği olan bir teknolojiyle dijital paraların piyasalardaki güven mekanizmasını yeniden tesis etmektedir. Özellikle 2008 finans krizinden sonra bankacılık sistemine olan güven bunalımını sanal para birimleri ile telafi etme arayışı içerisinde olan insanlar, kripto paraları hem transfer hem de yatırım aracı olarak görmektedir (Dilek,2018:21). Bu bağlamda Bitcoin'in öncülüğünde kripto paraların, piyasalarda büyük bir değişimin habercisi olduğu ve başarılması durumunda bankacılık, finans ve ticaret yöntemlerinde radikal değişikliklere neden olacağı, dijital ve küresel yeni bir para sisteminin geliştirilmesi potansiyeline sahip olduğu düşünülebilir.

4. PARANIN GELECEĞİ

Paranın hikayesi en az uygarlığın hikayesi kadar eskidir, Babil'de kayıtların tutulmaya başlanmasından önce de paranın kullanıldığı bilinmektedir (Usta, 2018: 9). Ancak Babil ve öncesi dönemde kullanılan para ile günümüzde kullanılmakta olan para acaba benzer midir? Fiziksel olarak mümkün olmasa da bir kısım işlevsel özellikleri benzer olan paraların tarihte yaşadığı değişimler düşünüldüğünde, gelecekteki özellikleri neler olacaktır? Aslında yakın tarihte yaşanan finans krizinin insanlarda yol açtığı bankacılık ve finans sistemine olan güven bunalımı ile son dönemde yaşadığımız Covid-19 pandemisi nedeniyle bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerinin toplum sağlığı açısından olağan şüpheli olarak görülmesi nedeniyle yüz yüze iletişim gerektirmeyen bankacılık ve finans yöntemlerinin tercih edilmesi gibi sosyo-psikolojik verilerden yola

çıkılarak paranın geleceği ile ilgili sorulabilecek sorulara cevaplar aranabilir ya da tahminlerde bulunulabilir.

Para, tarihi süreçte mal para, temsili para (altın ve gümüş karşılıklı banknotlar), kağıt para, banka parası (kaydi para) gibi çeşitli türlerde kullanılmıştır (Öztürk ve Koç, 2006: 211). Teknolojideki ilerlemeyle birlikte internetin yaygınlaşması neticesinde bugün elektronik paralar gündemdedir. 1800'li yıllardan itibaren telekomünikasyon sektöründe yaşanmaya başlayan gelişmeler bugünün bankacılık ve finans sektöründeki birçok yeniliklerin başlangıcı olmuştur. Bu gelişmelerin paranın gelişimi üzerine olan etkisine bakıldığında; Western Union firmasının 1871 yılında iki uzak nokta arasında ilk para transferini gerçekleştirmesi dünyada elektronik para uygulaması olarak isimlendirebilecek ilk işlem olarak, 1924 yılında geliştirdiği müşterilerin daha hızlı ödeme yapabileceği ön ödemeli metal kart sistemi de paranın modern çağda şekil değiştirmesine verilebilecek ilk örnek olarak değerlendirilmektedir. Ardından 1949 yılında nakit ödemeye alternatif olarak seçkin kullanıcılar ve restoranlar tarafından kullanılan telefon hatları üzerinden bakiye kontrolü yapılarak işletilen kartla ödeme sistemi geliştirilmiştir. Kartlı ödeme sisteminde manyetik bant kullanılarak maliyetlerin düşürülmesi, güvenliğin artırılması ve yasal düzenlemeler ile 1976 yılında Visa ve 1979 yılında ise Master Card ödeme şemalarının geliştirilmesi, bugünün plastik paralarının doğmasına neden olmuştur (Usta, 2018:4-7; Yüksel, 2015:176).

Paranın kaderinde rol sahibi olan bir diğer önemli teknoloji ise bilgisayar teknolojisi olmuştur. Bilgisayarlar pek çok endüstride olduğu gibi bankacılık ve finans sistemini de etkilemiştir (Usta,2018:7). Bu süreçte ekonomi geliştikçe para da fiziksel ve işlevsel olarak gelişerek, mübadele aracı olarak kullanılmanın ötesinde sözleşmelerde değer birimi olarak kullanılır hale gelmiştir. Böylelikle para diğer işlevlerinden farklı olarak pek çok finansal türev ürününün kullanılmasını mümkün hale getirmiştir. Dolayısıyla para zaman içinde mübadele (değişim) aracı olma işlevinin yanında hesap (değer) birimi olma ve değer saklama gibi işlevleri de kazanmıştır (Öztürk ve Koç, 2006:211).

2010 yılından sonra bilgisayar, internet ve akıllı telefon teknolojilerinde yaşanan gelişmelerin etkisiyle ticaret ve finans alanında pek çok çözümler üretilmeye başlanmıştır. Para bu teknolojiler sayesinde internet ortamında saklanabilen bir bit dizisi haline dönüşerek fiziksel paraya olan ihtiyacı ortadan kaldırmıştır. Çek ve nakit kullanımı giderek azalırken dijital ortamda yapılan anında ödeme işlemleri hızla artmaktadır. Yine mobil ödeme teknolojilerinin geleceği, sadece nakdin değil aynı zamanda ödeme süreçlerinin de tamamen görünmez olacağı bir yapıya doğru hızla ilerlemekte, ödeme artık hizmet sürecinin görünmeyen bir parçası haline dönüşmektedir (Yavuz, 2019:16). Son dönemlerde sayısı

artan teknolojik inovatif faaliyetler sayesinde gelişen yenilikler insanların ve kurumların iş yapma alışkanlıklarını da değiştirmelerine neden olmuştur. Amazon, eBay, Alibaba gibi e-ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler pek çok aracı kurumu devre dışı bırakarak geleneksel ticaret anlayışını değiştirmişlerdir. Kocaman iş ortamları, cep telefonu, tablet vb. mobil araçlardan girilerek, seçilen ürünler sepete atılıp hiçbir kasa işlemine gerek olmaksızın çıkılabilen e-ticaret uygulamalarına dönüşmüştür. Örneğin, Amazon Go, Uber, Airbnb gibi servislerde ödeme artık hizmet sürecinin görünmeyen bir parçasıdır. Böylelikle araçlara ödenen maliyetler düşürülmüş, nakitsiz yaşam mümkün hale gelmiştir (Yavuz,2019:19; Dilek,2018:23).

Teknolojinin kapsama alanına girmesiyle para, atom bileşiminden bit dizisi haline dönüşerek sahip olduğu işlevleri elektronik platformları kullanarak gerçekleştirmeye başlamıştır. Bu dönüşüm, bir varlığın para olarak kabul edilmesi için sahip olması gereken; standart olma, türdeş olma (homojenite), taklit edilememe, dayanıklı olma, taşınabilir olma, bölünebilir olma, değerini koruyabilir olma ve genel kabul görme gibi özelliklerin birkaçını geçersizleştirmiş olsa da paranın merkezi bir otorite kontrolünde yaratılması, mübadele aracı olma, hesap ölçüsü olma, değer saklama ve değer birimi olma gibi işlevlerinde bir değişikliğe neden olmamıştır (Öztürk ve Koç, 2006: 210).

Paranın dönüşüm sürecini belirleyen önemli etkenlerden biri de güven duygusudur. Zira paranın temeli borç alacak ilişkisi üzerinden gelişen güven duygusuna dayalıdır. Ancak güven duygusu ön kabulde değil zamanla gelişen bir duygudur. İlk para örneklerinden olan altın ve gümüş sikkelere olan güven, altın ve gümüş madenine atfedilen değer kaynaklıdır. Günümüzde kağıt paranın devlet eliyle üretilmesinin nedeni devlete olan güven, elektronik ve kaydi paraların ise kanuni düzenlemelere (regülasyon) göre yetki verilen kuruluşlarca üretilmesinin nedeni de hukuka olan güvendir (Dilek, 2018: 8). Para ilk kullanılmaya başladığında devlet otoritesinden bağımsız olarak gelişmiş zamanla devlet kontrolüne geçmiştir. Devlet kontrolüne geçmeden önce paranın değeri, içinde bulunduğu toplum tarafından oluşturulmuştur (Usta, 2018: 22).

Blockchain teknolojisi ile üretilen kripto paraların piyasalarda işlem görmeye başlamasından sonra insanların dijital paralarla ilgili beklentilerinin değiştiği söylenebilir. Finansal krizler, aracı kurum ve kuruluşların gücü, paranın devlet otoritesinde üretilmesi ve politika aracı olması, uluslararası rezerv para olarak doların ABD'ye kazandırdığı senyör geliri ve hegemonya gücü ile bu gücün neden olduğu finans ve ticaret savaşları gibi problemler insanların mevcut parasal sisteme bakışını olumsuz olarak etkilemiştir. Bu durum paranın merkezi bir otorite olmadan yaratılmasının ve parasal işlemlerin aracısız bir şekilde

gerçekleştirilebilmesinin imkânsız olmadığı düşüncesinin doğmasına neden olmuştur. Kripto paralardan sonra blockchain teknolojisi ile paranın temel özellik ve işlevlerini karşılayacak şekilde para üretilmesi imkânlarının araştırılması gerekmektedir (Güller, 2019: 224; Durbilmez ve Türkmen, 2019: 40).

Bugünün blockchain teknolojisiyle paranın doğasını; kullanıldığı ilk dönemlerdeki gibi değerinin ve üretiminin toplum tarafından yaratıldığı, küresel, nakitsiz bir yapıya dönüştürmek olasıdır. Paranın en önemli özelliği toplumda genel kabul görmesidir. Kripto paranın ilk örneği olan bitcoin; henüz bir ödeme aracına dönüşmemiş ve spekülâtorlerin işlem yaptığı bir araç olmasına rağmen, 2013 yılında Güney Kıbrıs'ta yaşanan bankacılık krizi sonrasında ülke dışına para transferi yapmak ya da paralarını ülke dışına çıkartmak isteyen insanların tercih ettiği alternatif para birimi olmuştur. İnsanların dolaşımdaki paraya güvenleri olduğu sürece paranın bu özelliğinin devam edeceği düşünülmektedir. Ayrıca kripto paralarla değer istikrarının sağlanması halinde enflasyonu minimize ederek gelir dağılımı adaletini sağlayabileceği düşünülmektedir. Blockchain teknolojisi ile paranın temel özellik ve işlevlerini karşılayacak şekilde üretilmesi halinde, kripto paraların geleceğin parası olma olasılığı büyüktür (Dilek, 2018: 21; Usta, 2018: 10-26; Yüksel, 2015: 211).

5.SONUÇ

Çin'in Wuhan kentinde başlayan ve pandemiye dönüşen Covid 19 virüsünün neden olduğu salgın yüz yüze bankacılık hizmetleri ile fiziksel para, kart vb. finansal ürünlerin kullanımlarında gözle görülebilir düzeyde düşüşe, buna karşı mobil ve internet bankacılığı hizmetleri ile temassız kart vb. temassız ödeme sistemi kullanımlarında da ciddi düzeyde artışlara neden olmuştur. Bunun yanında Covid 19 virüsünün solunum ve temas yoluyla bulaşması nedeniyle alış-veriş ve bankacılık hizmetlerinde kullanılan para, kart vb. ürünler, ATM, POS gibi ödeme ve kaydedici makine ve cihazlar ile banka gibi toplu hizmet alanlarını insanlar toplum sağlığı açısından olağan şüpheli olarak görmeye başlamıştır. Bu bağlamda pandeminin bankacılık ve finans sektörüne olan etkisi, bankacılık ve finans hizmetleri ile ürünlerinde dijitalleşmenin önemini bir kez daha hatırlatmıştır. Pandeminin yanı sıra blockchain teknolojisinin gelişimi de, bu süreçte finansal bir ürün olarak parada köklü değişiklerin yapılmasının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Blockchain teknolojisine dayalı olarak geliştirilen kripto paralar sayesinde dijital para sistemlerinde yaşanan çift harcama problemi ile güvenlik açıklarının giderilmesi, dijital paralara olan güvenin artmasına neden olmuştur. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerin iş hayatında yarattığı değişimler nedeniyle fiziksel paralara olan ihtiyaç azalmaya başlamıştır. Teknolojinin gelişimiyle paralel bir kader yaşayan

paranın geleceğinin nasıl olacağı sorusuna aranan cevaplara ve tahminlere gelince; ilişkilerin, eğlencelerin, alış-verişin kısacası hemen hemen her şeyin sanal ortama taşındığı günümüzde paranın sanallaşması ve sanal paraların efektif paranın yerine geçmesi yadsınamaz bir gerçeklik olarak karşımızda durmaktadır.

Bunun yanında kripto paraların arkasında herhangi bir merkezi otoritenin bulunmamasının, kripto paralarla ilgili bir yasal düzenlemenin olmamasının toplumda yarattığı güvensizlik, toplumun önemli bir bölümünün teknolojiyi kullanmayı bilmemesi veya sanal paranın kullanılabilceği teknik alt yapıya sahip olmaması, insanların alışkanlıklarından ve fiziksel paraya bağılılık yaratan düşünce yapısından vazgeçmemeleri, en önemlisi de devletlerin para basma gücünü ellerinde tutma istekleri gibi sorunlar kripto paraların önündeki engeller olarak görülmektedir.

Paranın temel özellik ve işlevlerini karşılayacak bir dijital para henüz üretilmemiştir. Ancak Nakamoto'nun Bitcoin'in öncülüğünde kripto paraların, her geçen gün artan toplam değer ve işlem hacmiyle piyasalarda büyük bir değişim başlattığı bir gerçektir. Gerekli regülasyonlarla, paranın temel özellik ve işlevlerini karşılayacak yeni bir paranın blockchain teknolojisiyle üretilmesi halinde, paranın doğasını değiştireceğini ve geleceğin parasının kripto paraların olabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akgül, E. (2020, 08 Nisan). ATM'lerdeki Corona Riski! Para Çekerken Nelere Dikkat Etmeli? Erişim Adresi: <https://www.sozcu.com.tr/2020/saglik/atmlerdeki-corona-riski-para-cekerken-nelere-dikkat-etmeli-5733935/>
- Aşan, H. ve Avunduk, H. (2018). Blok Zinciri (Blockchain) Teknolojisi ve İşletme Uygulamaları: Genel Bir Değerlendirme. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*,33(1), 369-384
- Birinci. M. (2020, 30 Mart). Koronavirüs, Bankacılık İşlemlerini Dijitale Kaydırdı. Anadolu Ajansı. Erişim Adresi: <https://www.aa.com.tr/tr/sirkethaberleri/finans/koronavirus-bankacilik-islemlerini-dijitale-kaydirdi/656507>
- Coinmarketcap, (2020, 29 Kasım). Monthly Volume Rankings (Currency). Erişim Adresi: <https://coinmarketcap.com/currencies/volume/monthly/>
- DDMGM, (2020). Paranın Tarihi. Erişim Adresi: <https://www.darphane.gov.tr/paranin-tarihi>
- Demiralp, S. (2020, 13 Mart). Koronavirüs: Merkez Bankaları Ne Tür Önlemler Alıyor? BBC News. Erişim Adresi: <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-51863412>
- DHL, (2018). Blockchain In Logistics. Erişim Adresi: <https://www.dhl.com/content/dam/dhl/global/core/documents/pdf/glo-core-blockchain-trend-report.pdf>
- Dilek, Ş. (2018). Blockchain Teknolojisi ve Bitcoin (Yayın Sayısı. 231). SETA Vakfı Yayınları
- Durbilmez, S. E. ve Türkmen S. Y. (2019). Blockchain Teknolojisi ve Türkiye Finans Sektöründeki Durumu. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4(1), 30-45
- Eaglaton, C.& Jonathan W. (2011). Paranın Tarihi, İstanbul: T. İş Bankası Kültür Yayınları
- Economicstimes, (2020, 20 Mart). Cash Is No Longer King In Corona-Hit World. Erişim Adresi: <https://economicstimes.indiatimes.com/news/international/world-news/cash-is-no-longer-king-in-corona-hit-world/cash-is-no-longer-king/slideshow/74730052.cms>
- Göktaş, P. ve Oktay, G. (1992). Kağıt Paraların Bakteriyolojik İncelenmesi. *Mikrobiyoloji bülteni*, (26), 344-348

- Güller, A. (2019). Bitcoin: Bir Dünya Parası Projesi mi? Paranın Tarihi, Özellikleri Ve İşlevleri Çerçevesinde Bir İnceleme. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, (ISSN:2587-2168), 5(12), 211-227
- Jane Wild, Martin Arnold ve Philip Stafford. (2015, 1 Kasım). Technology: Banks Seek The Key To Blockchain. Erişim Adresi: <https://www.ft.com/content/eb1f8256-7b4b-11e5-a1fe-567b37f80b64>
- Kesler, M. (2020, 24 Mart). Ayakkabıyla Eve Corona Virüs Gelir mi? *Hürriyet Gazetesi*. Erişim Adresi: <https://www.hurriyet.com.tr/galeri-ayakkabiylaeve-virus-gelir-mi-41476146/6>
- Öztürk, N. ve Koç, A. (2006). Elektronik Para, Diğer Para Türleriyle Karşılaştırılması Ve Olası Etkileri, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6 (11), 207-243
- Sezer, M. (2008). Para ve Metalürji, *Metalürji Dergisi*, (151), 28-42
- Şenbayram, E. (2019). Paranın Geldiği Uç Nokta: Bitcoin. *Econharran Harran Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(4), 72-92
- TCMB, (2018, 1 Şubat). Kağıt Paranın Tarihiçesi. Erişim Adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/search+results?search-query=KagitParaTarihce.pdf>
- Türker, B. A. (2018). Blockchain Teknolojisi. *Hukuk Gündemi* (2), 18-20
- Usta, A. ve Doğantekin, S. (2017). Blockchain 101 v2 .BKM yayınları. Erişim Adresi: <https://bkm.com.tr/raporlar-ve-yayinlar/yayinlar/blokzinciri/>
- Usta, A. (2018). Paranın Serüveni. BKM yayınları. Erişim Adresi: <https://bkm.com.tr/raporlar-ve-yayinlar/yayinlar/blokzinciri/>
- Yavuz, M. S. (2019). Ekonomide Dijital Dönüşüm: Blockchain Teknolojisi Ve Uygulama Alanları Üzerine Bir İnceleme. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi* 4(1), 15-29
- Yüksel, A. E. B. (2019). Elektronik Para, Sanal Para, Bitcoin Ve Linden Doları'na Hukuki Bir Bakış. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 73(2), 173-220
- Zheng, Z. Xie, S. Dai, H. N. ve Wang, H. (2018). Blockchain Challenges and Opportunities: A Survey. *International Journal Web and Grid Services*, 14(4), 352-375


BÖLÜM V

PARA ARZI ŞOKU EKONOMİDEKİ GÜVENİ NASIL ETKİLER? TÜRKİYE ÖRNEĞİ


How Does The Money Supply Shock Affect The Confidence in The Economy? The Case of Turkey

Ahmet Usta¹ & Haydar Karadağ²

¹ (Dr.), Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi,
e-mail: ahmet.usta@erdogan.edu.tr

 ORCID 0000-0001-9899-8072

² (Dr. Öğr. Üyesi), Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi,
e-mail: haydar.karadag@erdogan.edu.tr

 ORCID 0000-0003-2398-7314

1. GİRİŞ

İktisadi politika yapıcıların ekonomik göstergeleri yorumlaması ve geleceğe yönelik tahminler yaparak ekonomik faaliyetleri belirlemesi makroekonominin temel ilgi alanlarından (Barışık ve Dursun, 2020: 371). Politika yapıcılar ekonomide mevcut koşullara ilaveten bireylerin ve piyasaların beklentilerine göre gelecek dönemlere ilişkin politikalarını belirlemektedirler. Bu bakımdan hane halklarının tüketim davranışlarının belirleyicisi olarak hem satın alma gücüne hem de satın alma yönündeki isteklerine bağlı olarak oluşan tüketici güveni, piyasaların ve bireylerin beklentilerini yönlendirdiğinden önemlidir (İbicioğlu vd., 2013: 6).

Zamanla sahip olduğu bilgiye dayalı olarak karar alan rasyonel yatırımcıların yerini, duyguları ile karar veren ve söylentilere göre işlem yapan yatırımcılar almaya başlamıştır. Yatırımcıların geçmişte elde ettiği bilgiler ile mikro ve makro düzeyde karşılaştığı ekonomik gelişmeler, gelecek dönemlere yönelik gerçekleştirecekleri tüketim, yatırım, tasarruf gibi kararlarını etkilemektedir. Bu bakımdan finansal piyasaların işleyişini anlamak için yatırımcıların psikolojisini ve duyarlılığını dikkate almak gerekmektedir (Beşel ve Yardımcıoğlu, 2016: 476; Beşiktaşlı ve Cihangir, 2020: 54). Böylece davranışsal yaklaşımlar zamanla tüketicilerin ve yatırımcıların ülke ekonomisine duydukları güven düzeyi üzerinde etkili olmaktadır (Başarır vd., 2019: 173).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde beklentiler gelir, varlık ve faiz oranlarındaki mevcut ve beklenen dalgalanmalara göre değişmektedir (Sarı ve Ilgın, 2018: 395). Beklentilerin iyimser olması

iktisadi faaliyetleri olumlu olarak etkileyip, üretim ve istihdamda artışa yol açacaktır (Saraç, 2018: 138). Üreticilerin ve tüketicilerin ekonomiyeye güvenlerinin azalması ise tüketim harcamalarında azalmaya ve ardından iktisadi daralmaya sebep olacaktır (Kaygısız, 2019: 315).

Ayrıca ekonomilerin istikrarlı büyümeleri için enflasyon oranları düşük seviyelerde seyretmelidir. İktisadi büyümeye destek sağlamak adına Merkez bankaları para arzını istikrarlı ve şeffaf olarak arttırmaktadırlar (Yıldırım, 2017: 108). Böylece piyasalara yönelik tüketici güveni arttıkça dövize talep azalacak ve yerel paranın değeri artacaktır. Döviz kurlarında yaşanacak istikrar, ekonomide fiyat istikrarına katkı sağlandığından, büyüme, enflasyon, işsizlik gibi iktisadi göstergelerde de olumlu yönde gelişmeler olacaktır (Arabacı ve Özdemir, 2020: 238-239).

Hane halklarının satın alma gücünü ölçen ve tüketici tutumlarına ilişkin bilgileri içeren tüketici güven endeksi, ekonomilerin gelecek dönemlere ilişkin beklentileri sunduğundan önemlidir. Bu bakımdan Türkiye ekonomisinde para arzında meydana gelen değişmelerin döviz kurunu etkilemesi ve tüketici güven endeksindeki değişimleri yönlendirmesi çalışmanın inceleme konusunu oluşturmuştur.

Çalışmanın organizasyonu şu şekildedir: 2. Bölüm ilgili literatürde yapılan çalışmaları sunmaktadır. 3. Bölüm Türkiye ekonomisi özelinde para arzı, TGE (Tüketici Güven Endeksi) ve kur hareketleri ile ilgili bilgi vermektedir. 4. Bölüm analiz için kullanılan veri setini ve tahmin yöntemini tanıtırken 5. Bölüm bulguları sunmaktadır. Sonuç kısmıyla çalışma tamamlanmaktadır.

2. LİTERATÜR

Ekonomilerin istikrarlı bir şekilde büyümeleri için fiyat istikrarının yanı sıra bireylerin ve yatırımcıların ekonomide gelecek dönemlere ilişkin beklentilerinin olumlu olması ve ekonomiyeye güven duymaları önemlidir. Bu nedenle, tüketicilerin ekonomilere duydukları güvenin düzeyi, ekonomi literatürü açısından önemli bir çalışma alanı durumundadır. Beklentilerin ekonomideki olası etkilerini inceleyen Frenkel (1976) çalışmasında, Almanya'da Şubat 1920-Kasım 1923 döneminde aylık verileri kullanarak döviz kurunun belirleyicileri ile ilgilenmiştir. Bu doğrultuda döviz kurunun düzeyinin belirlenebilmesi için vadeli döviz piyasasından alınan verilerin logaritmalarını alarak, doğrudan gözlemlenebilir bir beklenti ölçüsü önermiştir. Ve döviz kurunun belirlenmesinde beklentilerin önemli olduğunu vurgulamıştır. Gulley ve Sultan (1998) ise, 1980-1993 döneminde ARCH-GARCH testlerini kullanarak, tüketici güven endeksindeki değişimin inceledikleri 5 farklı para birimi (Britanya poundu, Kanada doları, Alman markı, Japon yeni ve İsviçre frankı) üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Sonuç olarak tüketici güven endeksindeki olumsuz yönde bir gelişmenin Japon yeni hariç olmak

üzere incelenen diğer para birimleri üzerinde olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Tüketici güveninin etkisini sektörel açıdan inceleyen Veledniger (2014), tüketici güveninin konut fiyat endeksini olumlu yönde etkilediğini bulmuştur. Araştırmasında finansal kriz sırasında verilerde bir kırılma olup olmadığını test ederek, kırılmadan sonra önemli olan tek değişkenin tüketici güveni olduğunu ortaya koymuştur. Kim (2016) tüketici duyarlılık endeksi (CSI)'nin belirleyicileri üzerinde durarak, tüketici duyarlılığının hem ekonomi temelli olan hem de ekonomi temelli olmayan faktörlerden etkilendiğini ortaya koymuştur. Seçilmiş OECD ülkelerine yönelik Granger Nedensellik Testini kullanarak yaptığı araştırmada, tüketici duyarlılık endeksi (CSI) ile GSYH arasındaki nedensel ilişkinin Almanya, Fransa ve Meksika'da pozitif yönlü; İngiltere, ABD, Kanada ve Kore'de ise CSI ile GSYH arasındaki nedensel ilişkinin yönünün ise belirsiz olduğunu bulmuştur.

Akinbobola (2012) çalışmasında para arzı, döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiyi Nijerya ekonomisi için analiz etmiştir. 1986-2008 dönemini inceleyerek, uzun vadede para arzı, enflasyon ve döviz kuru arasında nedensel bir bağlantının varlığını tespit etmiştir.

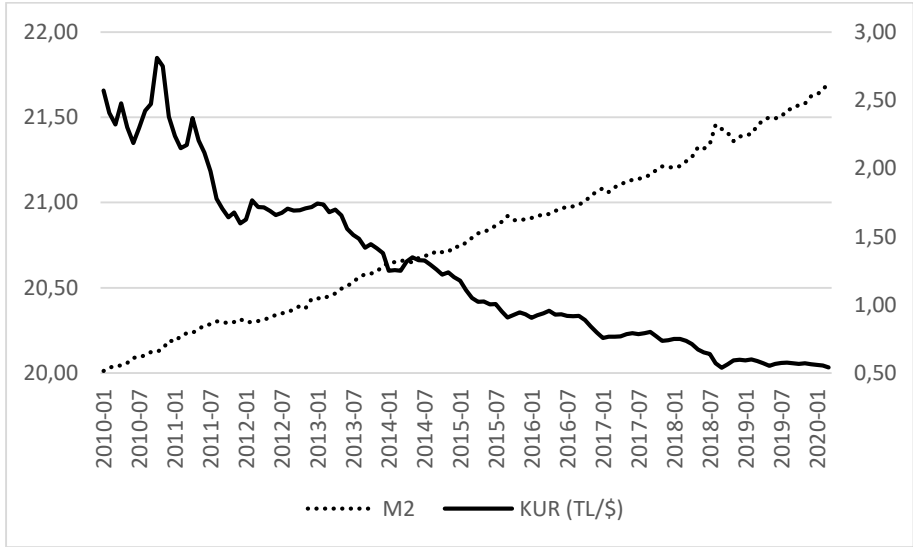
Türkiye ekonomisine yönelik olarak yapılan çalışmalarda tüketici güveninin iktisadi değişkenler üzerinde etkili olduğu tespit edildiği görülmüştür. Bu kapsamda Görmüş ve Güneş (2010), 2002-2008 döneminde GARCH-M ve OLS modellerini kullanarak, Tüketici Güven Endeksi (CCI)'nin reel döviz kurunu ve hisse senedi fiyatını olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Gürgür ve Kılınç (2015), tüketici güveninin kısa ve uzun vadede döviz kurundan etkilendiğini bulmuşlardır. 2004-2015 dönemi için ARDL sınır testini kullanarak, para politikasının fiyat istikrarını sağlayarak tüketici güvenini doğrudan etkileyebileceğini tespit etmişlerdir. Alacahan ve Yavuz (2017), 2008-2015 döneminde reel döviz kurlarının ile tüketici güven endeksi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) sonuçlarına göre, kısa vadede döviz kurundaki artışların tüketici güveninde düşüslere yol açtığını; uzun vadede ise, reel döviz kuru tüketici güven endeksini olumsuz yönde etkilediğini bulmuşlardır. Başarır vd. (2019) ise, 2012-2018 döneminde, tüketici güven endeksinden sanayi üretim endeksine ve BIST100, USD ve TÜFE'den tüketici güven endeksine doğru bir nedensellik ilişkisini tespit etmişlerdir. VAR (Vector auto-regression) modeli sonuçlarına göre, USD kurunda oluşacak bir şokun tüketici güven endeksini olumsuz yönde etkilediğini ve tüketici güven endeksinde meydana gelecek şokun BIST100 endeksi ve dolar kurunu olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır

3. TÜRKİYE'DE M2, KUR VE TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ İLİŞKİSİ

Bu kısımda Türkiye ekonomisinde para arzını arttırıcı para politikası ile kur hareketleri ve tüketici güveni arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Söz konusu ilişkilerin değerlendirilmesi sırasında kullanılan değişkenlerden M2 parasal taban ve kur ile ilgili aylık zaman serileri için TCMB'nin elektronik veri kaynağı kullanılırken tüketici güven endeksi için TÜİK tarafından anket yoluyla elde edilen ve aylık olarak yayımlanan raporlar kullanılmıştır.

Para arzını arttırmak için kullanılan politikalardan biri olan M2 parasal büyüklüğünün artması ile yerli para birimi olan TL'nin Amerikan doları karşısındaki hareketi arasındaki ilişkinin 2010 ve 2020 arasındaki dönemde ters yönlü olduğu Şekil 1 yardımıyla görülmektedir. Şekil 1'de dikey eksenlerde gösterilen değerler ilgili zaman serilerinin logaritmik formlarıdır ve sol-dikey eksen M2 miktarını gösterirken sağ-dikey eksen TL/\$ değerini göstermektedir.

Şekil 1. M2 ve KUR İlişkisi

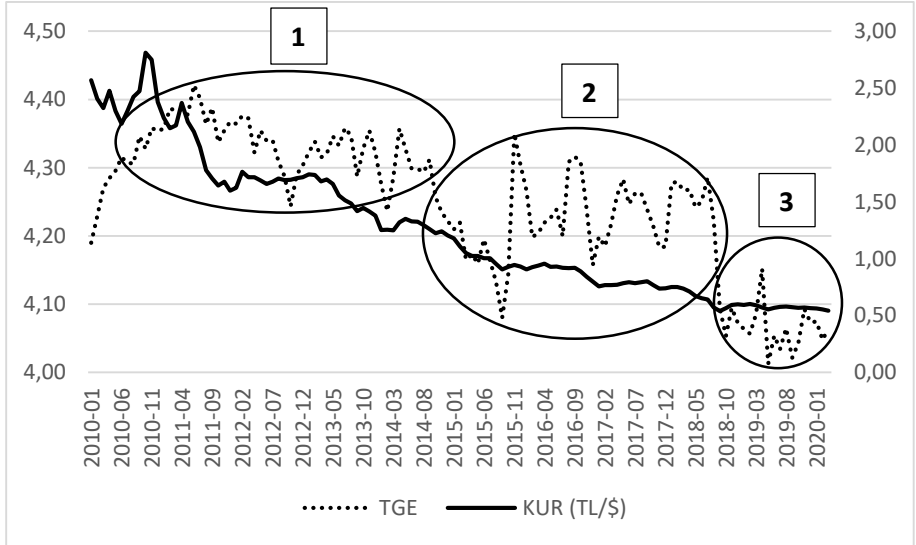


Kaynak: TCMB

Söz konusu dönemde makroekonomik performansa ve finansal yapıya etkisi olan politik, ekonomik ve finansal belirsizlikler, TL'nin dolar karşısında sürekli değer kaybeden bir performans göstermesinin nedenlerinden olmuştur. Kur tarafında yaşanan olumsuz seyrin maliyetleri arttırması sonucuyla tüketicinin ekonomiye olan güveninin azalmasına

neden olmaktadır. Yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında gösterdiği performans bireylerin ekonomiye olan güven düzeylerini etkilemektedir. Şekil 2 Türkiye’de TGE ile kur hareketi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Şekil 2’de dikey eksenlerdeki değerler logaritmiktir. Özellikle, TGE serisindeki negatif trend üç küme halinde kendisini göstermektedir. Tüketicinin ekonomiye güveni zaman zaman artış göstermiş olsa bile genel anlamda ekonomiye olan güvenin azaldığı bir tablo ortaya çıkmıştır. Para arzının artmasıyla fiyatların yükselmesi Türkiye ekonomisinin yüksek enflasyonun yanı sıra ekonomik istikrarsızlıklar yaşaması, TL’nin güvenilirliğini azaltmıştır (Barışık ve Dursun, 2020: 381).

Şekil 2. TGE ve KUR İlişkisi



Kaynak: TCMB ve TÜİK

4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

4.1. Veri

Çalışmada 2010 Ocak-2020 Mart arasındaki M2 para arzı, Tüketici Güven Endeksi (TGE) ve \$/TL efektif satış (Kur) serilerine ilişkin aylık verileri kullanılmaktadır. Veri kaynağı olarak TCMB elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS) kullanılmıştır. Serilerin logaritmik formları kullanılan çalışmada, tanımlayıcı istatistikler ise Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

| Değişkenler | Gözlem | Ortalama | Standart Sapma | Minimum | Maximum |
|-------------|--------|----------|----------------|---------|---------|
| M2 | 123 | 20.8 | 0.46 | 20.01 | 21.7 |
| Kur | 123 | 0.98 | 0.45 | 0.35 | 1.85 |
| TGE | 123 | 4.24 | 0.1 | 4.01 | 4.42 |

4.2. Yöntem

Çalışmamızda değişkenlerin birbirleriyle olan ilişkilerini analiz etmek üzere vektör oto regresyon (vector auto-regression; VAR) yöntemi kullanılmıştır.

Değişkenlerin VAR modelinde kullanıma uygun olup olmadığını anlamak için öncelikli olarak durağanlık düzeylerini tespit etmek amacıyla Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller) testi kullanılmıştır. Kullandığımız değişkenlerin zaman serileri yukarı trende sahip oldukları için durağanlığı trend varsayımı altında test edilmiştir. Tablo 2 durağanlık mertebelerini göstermektedir. M2 ve Kur birinci farkları alındığında durağanlaşırken; TGE düzeyde durağanlık göstermektedir. Durağanlık düzeyleri VAR modeli kurulması için uygunluk göstermektedir.

Tablo 2. ADF Test Sonuçları

| Değişkenler | Sabit ve Trend | | | | Durağanlık Derecesi |
|-------------|----------------|----------|---------------|----------|---------------------|
| | Düzyen | | Birinci Fark | | |
| | t-istatistiği | Olasılık | t-istatistiği | Olasılık | |
| M2 | -2.03 | 0.57 | -11.27 | 0.00 | I(1) |
| Kur | -2.45 | 0.35 | -8.35 | 0.00 | I(1) |
| TGE | -4.43 | 0.00 | -9.07 | 0.00 | I(0) |

Şok etkilerini analiz edebilmek için yinelemeli vektör oto regresyon (Recursive VAR) modeli şu şekilde kurulmaktadır:

$$A(L)y_t = \varepsilon_t \quad (1)$$

Yapısal form vektör oto regresyon (Structural VAR) modeli olarak tanımlanan denklemde $A(L)$ tekil olmayan gecikme operatörlü polinom

matrisini; $\mathbf{y}(t)$ t anındaki içsel değişkenleri içeren vektörü tanımlarken; $\boldsymbol{\varepsilon}(t)$ yapısal şoklarını içeren vektörü ifade etmektedir.

$$\mathbf{A}(L) = \begin{bmatrix} a_{11}(L) & a_{12}(L) & a_{13}(L) \\ a_{21}(L) & a_{22}(L) & a_{23}(L) \\ a_{31}(L) & a_{32}(L) & a_{33}(L) \end{bmatrix}, \quad \mathbf{y}(t) = \begin{bmatrix} y_1(t) \\ y_2(t) \\ y_3(t) \end{bmatrix},$$

$$\boldsymbol{\varepsilon}(t) = \begin{bmatrix} \varepsilon_1(t) \\ \varepsilon_2(t) \\ \varepsilon_3(t) \end{bmatrix}$$

$$\mathbf{y} = \begin{bmatrix} M2 \\ TGE \\ Kur \end{bmatrix} \text{ and } \boldsymbol{\varepsilon} = \begin{bmatrix} \varepsilon_{M2} \\ \varepsilon_{TGE} \\ \varepsilon_{Kur} \end{bmatrix}$$

Fakat; bu form ile parametrelerin doğrudan tahmini mümkün olmadığı için yapısal form denklemi, (1), \mathbf{A}^{-1} ile soldan çarpıldığında indirgenmiş form vektör oto regresyon (Reduced-form VAR) elde edilir.

$$\mathbf{y}_t = \mathbf{A}^{-1}(L)\boldsymbol{\varepsilon}_t = \mathbf{u}_t \quad (2)$$

Bu denklemde \mathbf{u}_t yapısal şokların, $\boldsymbol{\varepsilon}_t$, lineer kombinasyonu olan hata terimleri vektörü olarak karşımıza çıkmaktadır. Buradan yola çıkarak yapısal parametrelerin tahmini elde edilmektedir. Bunu yaparken Cholesky ayrıştırma (Cholesky Decomposition) yöntemi takip edilerek $\mathbf{A}(L)$ matrisinde kısıtlamalar koyarak yinelemeli VAR oluşturulmaktadır. Alt-üçgen matris olacak şekilde kısıt koyulan $\mathbf{A}(L)$ matrisinde ilk sırada olan değişken eş zamanlı olarak kendinden sonra gelen değişkenler üzerinde etkiye sahipken sonraki değişkenler kendinden önce gelen değişkenler üzerinde bir gecikme ile etkili olmaktadır. Çalışmamızda kullanılan VAR modeli için Cholesky ayrışma tanımlaması aşağıda gösterilmiştir.

$$\begin{bmatrix} u_{M2} \\ u_{TGE} \\ u_{Kur} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{11}(L) & 0 & 0 \\ a_{21}(L) & a_{22}(L) & 0 \\ a_{31}(L) & a_{32}(L) & a_{33}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{M2} \\ \varepsilon_{TGE} \\ \varepsilon_{Kur} \end{bmatrix}$$

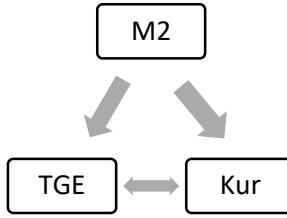
Model tahmin sonuçlarının yorumlanması açısından bu ayrışma yönteminde değişkenlerin sıralaması önemlidir. Yavaş hareket eden değişkenler görece daha hızlı tepki veren değişkenlerden daha önce sıralanmalıdır (Bruno ve Shin, 2015-123). İkili Granger nedensellik testi sıralama hususunda yol göstermesi için başvurulan bir yöntemdir. Bu sayede içsel değişkenleri en dışsal olandan içsel olana doğru sıralamak mümkün olmaktadır (Nguyen vd., 2019-4808). İkili Granger nedensellik test sonuçları Tablo 3'te gösterilmiştir. M2'den Kur ve TGE

değişkenlerine doğru tek yönlü Granger nedensellik ilişkisi varken Kur ve TGE arasında çift yönlü Granger nedensellik vardır. Elde edilen sonuçlar Şekil 3 ile gösterilmiştir.

Tablo 3. İkili Granger Nedensellik Test Sonuçları

| H_0 | F-istatistiği | Olasılık | H_0 Red |
|---------------------------------|---------------|----------|-----------|
| M2, Kur'un Granger nedenidir. | 9.28 | 0.002 | H |
| Kur, M2'nin Granger nedenidir. | 3.33 | 0.07 | E |
| TGE, Kur'un Granger nedenidir. | 9.14 | 0.003 | H |
| Kur, TGE'nin Granger nedenidir. | 21.12 | 1.E-05 | H |
| TGE, M2'nin Granger nedenidir. | 1.61 | 0.2 | E |
| M2, TGE'nin Granger nedenidir. | 18.08 | 4.e-05 | H |

Şekil 3. Granger Nedensellik Yönleri



Modelin kurulabilmesi için gerekli olan gecikme uzunluğu önerileri Tablo 4'te gösterilmiştir. Farklı bilgi kriterlerine göre model için önerilen gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir ve model bu şekilde kurulmuştur. Kurulan VAR modelinde artık değerler arasında seri bağıntı olup olmadığını test etmek için yapılan LM testi seri bağıntı olmadığını gösterirken VAR modelinin istikrarlı olduğu ise karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içinde yer almasıyla test edilmiştir.

Tablo 4. Gecikme Uzunluğu

| Gecikme | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|---------|----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 0 | 742.0723 | NA | 4.69e-10 | -12.96618 | -12.89418 | -12.93696 |
| 1 | 775.5830 | 64.66970* | 3.05e-10* | -13.3961* | -13.10817* | -13.27930* |
| 2 | 782.3106 | 12.62893 | 3.18e-10 | -13.35633 | -12.85229 | -13.15177 |
| 3 | 789.1791 | 12.53216 | 3.30e-10 | -13.31893 | -12.59888 | -13.02670 |
| 4 | 795.8628 | 11.84303 | 3.44e-10 | -13.27830 | -12.34223 | -12.89840 |

*Bilgi kriterine göre önerilen gecikme uzunluğunu belirtir.

5. BULGULAR

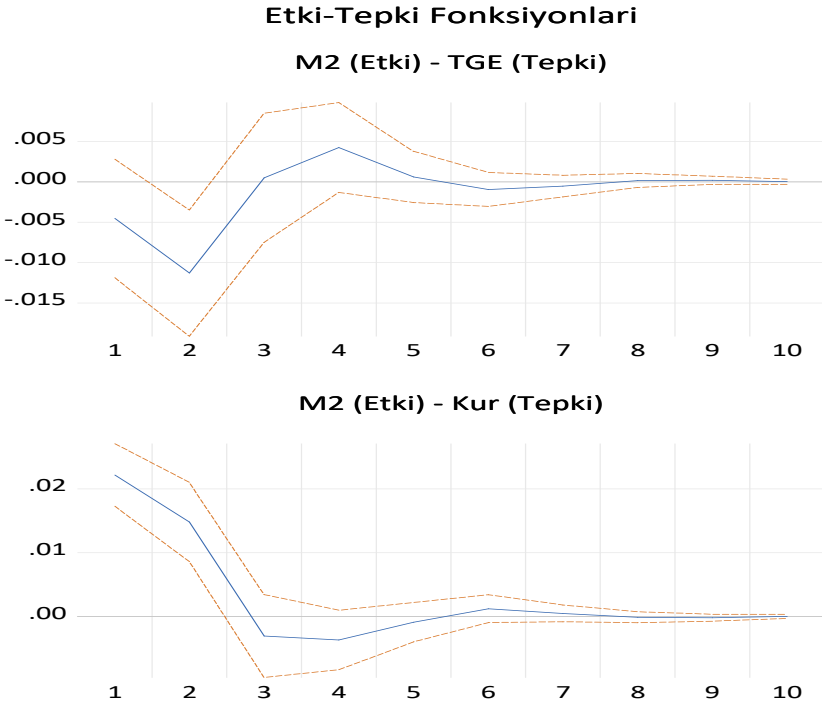
5.1. Etki-Tepki Fonksiyonları

Etki-Tepki fonksiyonları Şekil 4’te gösterilmiştir. Para politikası şoku olarak belirlediğimiz para arzının artması Tüketici Güven endeksini 2. dönemde olumsuz yönde etkilemiştir. Güven endeksini oluşturan alt gruplar incelendiğinde özellikle fiyatların artması ve hane halkının satın alma gücünün azalması söz konusu ilişkinin ortaya çıkmasına sebep olan dinamiklerden olabilir. Yerel ekonomide para arzının artmasına karşılık olarak Kur ilk periyotta pozitif yönlü bir tepki vermiştir. Bu durum ise yerel para biriminin değer kaybetmesiyle açıklanabilmektedir.

5.2. Varyans Ayrıştırma

Varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 5’te gösterilmiştir. Elde edilen bulgulara göre M2 para arzında meydana gelen değişikliklerin neredeyse tamamına yakını kendi başına açıklanmaktadır. TGE değişkeninin varyansında meydana gelen değişikliklerin büyük bir kısmı kendi gecikmeleri tarafından açıklanırken %10’luk değişimi ise M2 kaynaklı olmaktadır. Kur değişkeninin varyansındaki değişim ise kendisinden daha çok M2 dolayısıyla oluşmaktadır.

Şekil 4. Etki-Tepki Fonksiyonları



Tablo 5. Varyans Ayırıştırma

| M2 | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| Periyot | Std Hata | M2 | TGE | Kur |
| 1 | 0.018753 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 0.018935 | 98.24100 | 1.534420 | 0.224577 |
| 3 | 0.018991 | 98.16411 | 1.548198 | 0.287695 |
| 4 | 0.018993 | 98.15813 | 1.554032 | 0.287842 |
| 5 | 0.018993 | 98.15773 | 1.554050 | 0.288221 |

| TGE | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| Periyot | Std Hata | M2 | TGE | Kur |
| 1 | 0.040667 | 2.205364 | 97.79464 | 0.000000 |
| 2 | 0.043103 | 10.17810 | 87.91196 | 1.909939 |
| 3 | 0.043195 | 10.47558 | 87.62064 | 1.903783 |
| 4 | 0.043202 | 10.49388 | 87.59636 | 1.909758 |
| 5 | 0.043203 | 10.49789 | 87.59224 | 1.909866 |

| Kur | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| Periyot | Std Hata | M2 | TGE | Kur |
| 1 | 0.031294 | 51.51248 | 2.403793 | 46.08373 |
| 2 | 0.035381 | 60.30716 | 2.768693 | 36.92415 |
| 3 | 0.035437 | 60.15417 | 2.998745 | 36.84709 |
| 4 | 0.035456 | 60.18226 | 2.995794 | 36.82194 |
| 5 | 0.035458 | 60.18328 | 2.997017 | 36.81971 |

SONUÇ

Bireyler iktisadi açıdan kararlarını verirken buldukları ekonomik yapıdan etkilenmektedirler. Bununla birlikte iktisadi büyüme, işsizlik, döviz kurları gibi makroekonomik değişkenleri de dikkate alarak bireyler kararlarını almaktadırlar. Piyasalara duyulan güven düzeyi arttıkça bireylerin ve yatırımcıların işlem yapma eğilimi artmaktadır. Piyasalara

olan güveni ölçmek maksadıyla kullanılan tüketici güven endeksleri ile ölçülen beklentiler, aynı zamanda ekonomi politikalarının belirlenmesine katkı sağlamaktadır (Saraç, 2018: 142).

Çalışmada para arzında meydana gelişmelerin döviz kuru ve tüketici güven endeksi üzerine etkileri incelenmiştir. Bu kapsamda para politikası şoku olarak belirlediğimiz para arzının artması tüketici güven endeksini olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Özellikle fiyatların artması ve hane halkının satın alma gücünün azalması bu ilişkinin ortaya çıkmasına sebep olan dinamiklerden olabilir. Ekonomide para arzının artmasına karşılık olarak döviz kuru ilk dönemde pozitif yönlü bir tepki vermiştir. Bu durum ise Türk Lirasının değer kaybetmesiyle açıklanabilmektedir. Elde edilen bulgulara göre, TGE değişkeninin varyansında meydana gelen değişikliklerin büyük bir kısmı kendi gecikmeleri tarafından açıklanırken %10'luk değişimi ise M2 kaynaklı olmaktadır.

İncelenen dönemde Türkiye ekonomisinde para arzının artışı ilk etapta döviz kurlarının yükselmesine yol açmıştır. Ancak döviz kurlarının artışı, hane halkının satın alma gücünün de azalmasına yol açmış ve hane halkının ekonomiye dair Tüketici Güven Endeksini olumsuz yönde etkilemiştir. Dolayısıyla para arzı artışına bağlı olarak döviz kurunda meydana gelen değişim, tüketicilerin ekonominin gelecek dönemlere ait beklentilerini belirleyen faktörlerden olduğu karşımıza çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

- Akinbobola, T. O. (2012). The dynamics of money supply, exchange rate and inflation in Nigeria. *Journal of Applied Finance & Banking*, 2 (4), 117-141.
- Alacahan, N. D. ve Yavuz, R. A. (2017). The Relationship of Consumer Confidence With Real Exchange Rates: Analysis of Turkey. *International Refereed Academic Social Sciences Journal*, 25, 22-44.
- Arabacı, Ö. ve Özdemir, M. (2020). Türkiye’de Tüketici Güveni ve Döviz Kuru İlişkisi. *TESAM Akademi Dergisi*, 7 (1), 231-248. <https://doi.org/10.30626/tesamakademi.618904>
- Başarıır, Ç., Bicil, İ. M. ve Yılmaz, Ö. (2019). The Relationship Between Selected Financial and Macroeconomic Variables with Consumer Confidence Index. *Journal of Yasar University*, 14 (Special Issue on Applied Economics and Finance Editorial), 173-183.
- Barışık, S. ve Dursun, E. (2020). Türkiye’de Ekonomik Güven Endeksi ile Altın Fiyatları ve Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Analizi. *Journal of Institute of Economic Development and Social Researches*, 6 (23), 370-384.
- Beşel, F. ve Yardımcıoğlu, F. (2016). Tüketici Güven Endeksi ile Makro Değişkenler Arasındaki İlişki. *International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)*, 26-29 Ekim 2016, İstanbul, 475-487.
- Beşiktaşlı, D. K. ve Cihangir, Ç. K. (2020). Tüketici Güven Endeksinin Finansal Piyasalara ve Makroekonomik Yapıya Etkisi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5 (1), 54-67. <https://doi.org/10.29106/fesa.658565>.
- Bruno, V., Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>.
- Frenkel, J. A. (1976). A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78 (2), 200-224. <http://10.2307/3439924>.
- Görmüş, Ş. ve Güneş, S. (2010). Consumer Confidence, Stock Prices and Exchange Rates: The Case Of Turkey. *Applied Econometrics and International Development*, 10 (2), 103-114.
- Gulley, O. D. ve Sultan, J. (1998). Consumer confidence announcements: Do they matter? *Applied Financial Economics*, 8 (2), 155-166. <https://doi.org/10.1080/096031098333131>.

- Gürgür, T. ve Kılınç, Z. (2015). What Drives the Consumer Confidence in Turkey? *TCMB Research Notes in Economics*, 2015/17, 1-13.
- İbicioğlu, M., Kapusuzoğlu, A. ve Karan, M. B. (2013). Türkiye'deki Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5 (1), 5-16.
- Kaygısız, A. D. (2019). Türkiye'de Tüketici ve Reel Kesim Güven Endeksi ile Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişki: 2010-2018. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17 (1), 314-332. <https://doi.org/10.11611/yead.535616>.
- Kim, J. (2016). Consumer Confidence and Economic Activity: What Causes What? *Korea and the World Economy*, 17 (2), 183-212.
- Nguyen, T. M. L., Papyrakis, E. & Van Bergeijk, P. A. G. (2019). Assessing the price and output effects of monetary policy in Vietnam: evidence from a VAR analysis, *Applied Economics*, 51 (44), 4800-4819, <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1602708>.
- Saraç, T. B. (2018). Tüketici Güven Endeksi İle Dolar Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği. (Ed. A. R. Gökbunar, C. Ercan ve Y. T. Yıldırım) *Yerelden Globale Stratejik Araştırmalar IV* içinde (139-144), IJOPEC Publication Limited, London, United Kingdom.
- Sarı, S. S. ve Ilgın, K. S. (2018). Makroekonomik Faktörler ile Tüketici Güven Endeksi Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *5th International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)*, 26-29 Ekim 2018, Niğde, 394-402.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (2020). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, 15.10.2020.
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) (2020). İstatistik Veri Portalı, <https://data.tuik.gov.tr/Search/Search?text=t%C3%BCketici%20g%C3%BCven%20endeksi>, 18.10.2020.
- Veledniger, N. B. (2014). *Consumer Confidence and Monetary Policy: A U.S. Housing Market Investigation (Master Thesis)*, Erasmus School of Economics of the Erasmus University, The Netherlands.
- Yıldırım, E. (2017). Türkiye'de Beklentiler, Para Arzı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *International Congress on Afro - Eurasian Research II*, 17-20 Nisan April, 2017/Malaga, 106-112.


BÖLÜM VI

DÖVİZ KURU, DÖVİZ KURU ÇEŞİTLERİ VE DÖVİZ KURUNU AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR*


Exchange Rate, Types of Exchange Rates, And The Approaches to Explain Exchange Rates

Selahattin Koç¹ & Bahri Fatih Tekin²

(Doç. Dr), Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, e-mail: skoc@cumhuriyet.edu.tr

 ORCID 0000-0003-4285-5632

(Öğr. Gör) Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, e-mail: ftekin@cumhuriyet.edu.tr

 ORCID 0000-0002-0541-4371

1. GİRİŞ

Gelişen ekonomilerde makro etkenlerin başında döviz kurları gelmektedir. Borca dayalı büyümenin getirmiş olduğu ekonomik yapıda, döviz kurlarında değişimin tahmin edilmesi oldukça önemlidir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, uygulayacakları politikayı ve döviz kuru tercihlerini etkilemektedir. Döviz kuru tercihlerinde iki başlık öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi dalgalı kur sistemi, diğeri ise sabit kur sistemi. Dalgalı kur sisteminde kur fiyatı, piyasadaki arz ve talebe göre belirlenirken; sabit kur sisteminde ise, belirli aralıklarla değişmekle birlikte, dönem boyunca sabitlenmiş kur üzerinden işlemlerin yürütüldüğü bir durum tanımlanmaktadır. Ulusal paranın değeri, merkez bankası tarafından sabitlendiği için paranın değeri piyasadaki arz ve talep koşullarına göre değişiklik göstermemektedir. Her iki kur sisteminin de kendi içerisinde faydalı ve zararlı yönlerinin olabileceği birçok çalışmada belirtilmektedir.

Döviz kurlarındaki değişimler, ülkelerin dış ticaretini, yatırımlarını, ülkelere olan yabancı sermaye girişlerini, cari işlemler dengesini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen süreçlerdir. Döviz kurlarındaki değişimler bankacılar, döviz alım-satımı yapanlar ve yatırımcılar açısından büyük önem arz etmektedir. Alış fiyatı ile satış fiyatı

* Bu kitap bölümü Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Haziran 2019 tarihinde savunulmuş ve herhangi bir yerde yayımlanmamış olan “Döviz Kuru Tahmininde Yapay Sinir Ağları Ve Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Performans Karşılaştırması” tezinin bir bölümünden özetlenerek hazırlanmıştır.

arasındaki kâr marjı düşük olsa bile, kurların oynak olduğu, yerli paranın değerinin istikrarlı olmadığı ortamlarda “dolarizasyon” ya da yerli paradan kaçış söz konusu olabilmekte, bu da döviz bürolarından döviz satın alma ve bozdurma talebini arttırmaktadır. Döviz kurlarındaki değişme ülkeler arası turizm faaliyetlerini de etkilemektedir. Ulusal paranın değerinde kayıpların yaşandığı ülkelerde, o ülkeye yapılan seyahatler daha ucuz hale gelirken, tersi durumda daha pahalı hale gelmektedir.

Para, icat edildiği zamandan günümüze gelene kadar birçok değişime uğramıştır. İlk zamanlarda madenler kullanılarak basılan paralar, sonradan kağıt paraya, zaman ilerledikçe bilgisayar ekranlarında görebildiğimiz dijital sayılara dönüşmüştür. Paranın ticari bakımdan değer taşınması, değişim aracı olması, birikim amaçlı kullanılabilmesi gibi özellikleri nedeniyle geçmişte ve günümüzde çok önemli bir araç olduğu su götürmez bir gerçektir. Paranın zaman içerisinde gelişmesi uluslararası ticaretin hareketlenmesi ile birlikte ulusal paraların serbestçe başka para birimlerine çevrilebilir özelliği kazanması ile birlikte, değişim oranlarının belirlenmesi, döviz kuru kavramını ortaya çıkarmıştır.

Bu kadar önemli olan bir aracın değerini tahmin edebilmek ve bu tahminler ile piyasalarda karşılaşılabilecek risklerin azaltılabilmesi, elde edilmesi beklenen getirilerin arttırılabilmesi gibi olasılıklar, gerek ekonomik gerekse finansal aktörler açısından değer taşımaktadır.

Özellikle Bretton Woods sisteminin çökmesi ile başlayan süreçle birlikte küreselleşme, serbestleşen piyasalar, ülkeler arası ticari ilişkilerin artması, sabit kur sistemlerinden esnek kur sistemlerine geçişler, iletişim teknolojilerinin gelişmesi, yapay zeka üzerine çalışmaların artması, yazılım alanında yaşanan gelişmeler, yeni endüstri devrimleri gibi birçok değişim dünyanın evrilmesinde etkili olmaktadır. Bu etkilerin büyük bölümü ekonomik ve finansal hayatla iç içedir. Dolayısıyla para ve ülkelerin ticari ilişkilerinde sıklıkla kullandığı paraların birbirleri cinsinden değerleri (kurları) ile etkileşim halindedir. Bu açıdan döviz kurları ülke ekonomileri ve dünya ekonomisi için üzerinde çalışmalar yapılmış önemli konuların içinde yer almaktadır.

2. DÖVİZ KURU İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

2.1. Döviz kavramı

Piyasa kavramını, alıcı ve satıcının ortak bir malın değişimi için karşılaştığı yer olarak tanımlayabiliriz. Genel olarak piyasalar reel piyasalar ve finansal piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Reel piyasalarda mal, hizmet ve emek, sermaye, doğal kaynaklar gibi varlıklar alınıp satılırken, finansal piyasalarda daha çok finansal araçlar alınıp satılmaktadır.

Piyasalar adlarını genellikle alım satım konu olan araç üzerinden alırlar. Örneğin altının alınıp satıldığı piyasalar altın piyasası, dövizin alınıp satıldığı piyasalar ise döviz piyasası olarak adlandırılırlar. Bu açıdan bakıldığında bütün piyasalarda arz ve talebin kesiştiği, bir diğer deyişle alıcının ve satıcının ortak bir varlığı almaya veya satmaya razı oldukları düzeyde, yani değişimin gerçekleşebileceği seviyede fiyat oluşmaktadır. Sonuç olarak finansal ürünler de iktisadi anlamda yukarıda sayılan reel ürünlerin alınıp satılmasından veya fiyatlarının belirlenmesinden, kısaca piyasaların işleyişinden bağımsız değildir.

Herhangi bir ürünün veya aracın alınıp satılmasında en önemli unsurlardan biri fiyattır. Döviz piyasasında alınıp satılacak olan, takası yapılacak olan yabancı paralara döviz, bu paraların fiyatına ise döviz kuru denilmektedir.

Döviz; efektif döviz ve kaydi döviz olarak ikiye ayrılmaktadır. Uygulamada nakit yabancı paralara efektif, nakite dönüştürülebilen döviz poliçeleri, ödeme emirleri, yabancı mevduat sertifikaları, yabancı banka havaleleri ile dövize bağlı seyahat çekleri gibi ödeme araçlarına da döviz adı verildiğini belirten Ülgen (2007, s. 330), efektif kavramının parasal döviz, döviz kavramının ise kaydi ödeme araçlarını tanımladığını söylemektedir.

2.2. Döviz kuru

Küreselleşen finans dünyasında herhangi bir ürünün uluslararası alanda takasının gerçekleşebilmesi için ülke paralarının birbirleri ile değiştirilebilir olması gerekmektedir. Bu değişimin sağlanabilmesi için iki farklı ülke para birimlerinin birbirleri cinsinden bir ederinin daha doğrusu fiyatının olması önemlidir. Bir ülke parasının, bir diğer ülke parası cinsinden değerine, ya da fiyatına, döviz kuru ya da kambiyo kuru denilmektedir (Dinler, 2001, s. 532).

Döviz kurunun hem yabancı paranın milli para cinsinden değeri hem de milli paranın yabancı para cinsinden değeri olarak ifade edilebilmesi neticesinde iki farklı gösterim biçimi oluşmuştur. Bu gösterim biçimleri literatürde dolaylı-dolaysız kotasyon, serten-enserten kur veya Avrupa tipi döviz kuru-Amerikan tipi döviz kuru olarak adlandırılmaktadır. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri ele alındığında, bir birim yabancı parayı almak için gerekli dolar miktarı doğrudan (dolaysız) kotasyon veya Amerikan tipi döviz kuru, bir doları satın alabilecek yabancı para birimlerinin miktarı ise dolaylı kotasyon veya Avrupa tipi döviz kuru diye adlandırılır (Brealey, Myers, & Marcus, 2005, s. 637). Serten ve enserten kur olarak da döviz kuru iki şekilde ifade edilebilir (Güran, 1999, s. 295):

- Bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatı (enserten kur)
- Bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatı (serten kur)

Yukarıdaki tanımlardan hareketle dolaylı kotasyon, enserten kur ve Avrupa tipi döviz kuru bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden değerini gösterirken dolaysız kotasyon, serten kur ve Amerika tipi döviz kuru bir birim yerli paranın yabancı para cinsinden değerini göstermektedir. Ülkemizde bu iki gösterim biçiminden dolaylı kotasyon kullanılmaktadır. Örneğin Türkiye’de Türk Lirası ile Amerikan Doları arasındaki ilişki $1\$ = 3,14 \text{ ₺}$ şeklinde gösterilmektedir. Bu ilişki bir Amerikan Doları için ödenmesi gereken Türk Lirasının 3,14 ₺ olduğunu, aynı şekilde dolar kurunun da 3,14 ₺ olduğunu anlatmaktadır.

Döviz kurunun makroekonomik bir gösterge olması bilhassa ekonomik bir belirleyici olarak tanımlanması ülke ekonomilerinin döviz kuru değişimleri nedeniyle etkilenmesine neden olmaktadır. Örneğin reel piyasalarda alınıp satılan ürünlerden herhangi birinin fiyatındaki değişim ekonomide büyük çaplı bir etkiye yol açmazken, döviz kurunda meydana gelebilecek değişimler gerek hükümet, gerekse merkez bankalarının politikalarını ve ekonomik paydaşların kararlarını etkileyebilmektedir. Dünyada giderek sıklaşan ve uluslararası boyutlara ulaşan döviz krizleri ve finansal küreselleşmeyle birlikte, yalnızca firmaların değil, sokaktaki yurttaşın da yaşamında dövizin önemli bir yer edinmeye başlaması; döviz kurlarının nasıl belirlendiği ve hangi döviz kuru sisteminin daha avantajlı olduğu gibi konuları yaygın bir ilgi odağı haline getirmiştir (Çağlar, 2003, s. 1).

Döviz kurunun, uluslararası piyasalarda ülke paralarının birbirleri cinsinden fiyatı olduğunu ve fiyatın oluşması için arz ve talebin kesişerek bir denge noktası oluşturması gerektiği verileri ile döviz arzının ve döviz talebinin karşılaştığı denge noktası döviz kurunu belirlemektedir. Kısaca döviz arzı piyasadaki döviz miktarı, döviz talebi ise bu dövize duyulan ihtiyaç olarak tanımlanabilir.

Döviz talebini belirleyen etkenleri şu şekilde sıralayabiliriz (Dinler, 2001, s. 532):

- Diğer ülkelerden yapılacak ithalat. İthalat arttıkça döviz talebi de artar. Bir ülkenin ithalatı ise o ülkenin milli gelirine, tüketicilerin tercihlerine ve ithal malların ikamelerinin fiyatlarına bağlıdır.
- Diğer ülkelere yapılacak borç ödemeleri
- Diğer ülkelere yapılacak yatırımların miktarı

Döviz arzını belirleyen etkenler ise, ülkenin mal ve hizmet ihracatı yanında, yabancı ülkelerden yapılacak dış borç alımları ve yabancıların ülkeye yapacakları yatırım miktarına bağlıdır (Dinler, 2001, s. 533).

Döviz kurunun aşağı yönlü hareket etmesi milli paranın yabancı paraya göre değerini yükselten bir göstergedir. Dolayısıyla ulusal paranın değer kazanması ülke içindeki ihraç mallarının görece olarak daha pahalı hale gelmesine aynı şekilde ithal edilecek malların eskiye oranla ucuzlamış görülmesine neden olacaktır.

Döviz kurunun yukarı yönlü hareket etmesi ise milli paranın yabancı paraya göre değerinin düştüğünü göstermektedir. Milli paranın değerinin düşmesi ülke içindeki ihraç mallarının görece olarak daha ucuz hale gelmesine, diğer taraftan ithal edilecek malların eskiye nazaran pahalılaşmasına neden olacaktır. Bu durum hem dış ticaret dengesi hem de ödemeler dengesi açısından önem arz etmektedir.

3. DÖVİZ KURU ÇEŞİTLERİ

Yabancı paralar sepeti karşısında milli paranın değerini belirleyen birçok döviz kuru tanımı bulunmaktadır ve bu tanımlar genellikle ülkenin dış rekabet gücünün tam olarak ölçülmesinin sağlanmasında ve özellikle döviz kuru ile uluslararası ticaret dengesinin ilişkilendirilmesinde kullanılmaktadır (MacDonald, 2007, s. 3). Günümüzde döviz kurlarının sınıflandırılmasıyla ilgili birçok ayırım bulunmaktadır. Bu bölümde daha çok, piyasada sıklıkla kullanılan nominal döviz kuru, reel döviz kuru, efektif döviz kuru, düz kur, çapraz kur gibi ayırımlar tanımlanmıştır.

3.1. Nominal Döviz Kuru

Nominal döviz kuru döviz piyasalarında belirlenen kurun fiyatıdır. Bir başka ifade ile yabancı para biriminin milli para birimi cinsinden ifadesidir. Aynı zamanda düz kur olarak da adlandırılmaktadır. Nominal döviz kuru hesaplanırken enflasyon oranları hesaba katılmamaktadır. 2015 yılı Mart ayı itibarıyla 1 Amerikan Dolarının Türk Lirası cinsinden değeri 3,14 Türk Lirasıdır şeklindeki önermede, döviz piyasasında sadece döviz arz ve talebi açısından 1 ABD \$'ı elde etmek için ne kadar ₺ ödenmesi gerektiği ifade edilmektedir. Buradan 1 ABD \$'ı için nominal döviz kurunun Türkiye Cumhuriyeti'nde 3,14 ₺ olduğu anlaşılmaktadır.

Nominal kurlar genellikle iki ülke arasında hesaplanmaktadır. Bu yönüyle nominal kur karşılıklı işlemektedir. Öte yandan iki farklı para biriminin belirlenen başka bir para birimi cinsinden birbirine oranına ise çapraz kur denir.

Düz kur ile çapraz kur arasında farklılık olması durumunda bu farktan yararlanabilmek için harekete geçen piyasa aktörlerinin, para birimini ucuz olduğu ülkeden alıp pahalı olduğu ülkede satmasına döviz arbitrajı adı verilmektedir.

3.2. Reel Döviz Kuru

Nominal kurların geçen süre içerisinde iç ve dış enflasyon oranları arasındaki farka göre düzenlenmesinden elde edilen döviz kuru (Seyidoğlu, 2001, s. 70). Bir başka deyişle nominal döviz kurunun yurt dışı fiyat endeksi ile çarpımı sonucu yurtdışındaki malın yerli para birimi cinsinden değerinin bulunarak bu değerin yerli fiyat endeksine bölümü neticesinde, enflasyon etkisini söndürerek, hesaplanan kur reel döviz kuru olarak adlandırılabilir.

Reel döviz kuru basitçe aşığıdaki biçimde hesaplanabilir:

$$R = (N \times P_f) / P_d$$

Yukarıdaki denklemde R: Reel Döviz Kurunu, N: Nominal Döviz Kurunu, P_f : Yurtdışı Fiyat Düzeyini, P_d : Yurtiçi Fiyat Düzeyini temsil etmektedir.

3.3. Efektif Döviz Kuru

Nominal kurlar genellikle çift taraflı kurlar olarak adlandırılmaktadır. Ancak günümüz dünyasında ülkelerin birbirleri arasındaki uzaklıkların azalması, ticaretin önceki dönemlere oranla hacimce artma ihtiyacı, nüfus artışı, ulaşımın kolaylaşması, teknolojik gelişmeler ve bunlarla beraber sosyoekonomik ve politik nedenlerden ötürü genellikle tek bir ülke ile ticaret yapmak yerine birden fazla ülke ile mal veya hizmet alım satımı gerçekleştirilmektedir. Çok taraflı bu ticaret işlemleri neticesinde ise genellikle bir veri sepeti oluşturularak döviz kurları ile ilgili hesaplamalar yapılmaktadır. Oluşturulan bu veri sepetleri sonucu hesaplanan kurlar efektif döviz kurları adını almaktadır.

Efektif döviz kurları genel olarak nominal efektif kur ve reel efektif kur olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nominal efektif kur çift taraflı kurların ağırlıklı ortalamalarından oluşan bir endekstir (Klau & Fung, 2006, s. 51). Nominal efektif kurun fiyatlar genel düzeyi ile düzeltilmesi sonucunda reel efektif kur hesaplanmaktadır.

Reel efektif döviz kuru, nominal efektif döviz kurunun (bir para biriminin birkaç yabancı para biriminin ağırlıklı ortalaması karşısındaki değeri) fiyat deflatörüne veya maliyetler endeksine bölümü olarak Dünya Bankası (2015) tarafından tanımlanmıştır. TCMB tarafından reel efektif döviz kuru hesaplanırken (Kocakale & Toprak, 2015, s. 8)'de belirttiği gibi tüketici fiyat endeksi, üretici fiyat endeksi, birim işgücü maliyetleri, gayrisafi yurtiçi hasıla deflatörü gibi endeksler veya deflatörler kullanılmaktadır. Bu fiyat endeksleri ve deflatörlerin farklı durumlara göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır.

Reel efektif döviz kuru geometrik ortalama yöntemi kullanılarak aşığıdaki formüle göre hesaplanmaktadır (Kocakale & Toprak, 2015, s. 6):

$$REK = \prod_{i=1}^N \left[\frac{P_{TUR}}{P_i \times e_{i,TUR}} \right]^{w_i}$$

P_{TUR} : Türkiye'nin fiyat endeksini, P_i : "i" ülkesinin fiyat endeksini, $e_{i,TUR}$: "i" ülkesinin parasının ₺ cinsinden kur değerini, w_i : "i" ülkesinin Türkiye'nin REK endeksindeki ağırlığını, N ise ülke sayısını göstermektedir.

3.4. Spot (Peşin) ve Forward (Vadeli) Döviz Kurları

Döviz işlemlerinde takas veya teslim anında yapılıyorsa (burada "anında" ifadesi 48 saate kadar anlamına gelmektedir) buna spot ya da peşin döviz işlemleri denilmektedir (Parasız, 2000, s. 539). Dövizin kısa süre içinde el değiştirmesi neticesinde nominal kurun aldığı isim spot kur olarak adlandırılabilir.

Vadeli kur, döviz işleminin yapıldığı an ile bitirildiği an arasındaki zaman diliminin 180 güne kadar çıktığı risk, belirsizlik ve faiz oranlarının etkisi altında oluşan kurdur (Öztürk, 2012, s. 90). Gelecekteki zaman dilimi içerisinde herhangi bir para biriminin alım satımında, meydana gelebilecek riskleri azaltmak, bir nevi geleceği öngörebilmek için bugünden belirlenen ve vade tarihine kadar geçerli olan kur olarak da tanımlanabilir. MacDonald (2007, s. 2) en çok tercih edilen vadeli sözleşmelerin 90 gün vadeye sahip olduğunu ifade etmektedir.

4. DÖVİZ KURLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Döviz kurlarını açıklamaya yönelik yaklaşımlar, literatürde geleneksel yaklaşımlar ve modern yaklaşımlar olmak üzere 2 başlık altında sınıflandırılmaktadır. Bu bölümde geleneksel ve modern yaklaşımlarla birlikte alt dalları açıklanacaktır.

4.1. Geleneksel Yaklaşımlar

Döviz kurlarının oluşumunu açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımlar, sabit kur sisteminin uygulandığı ve uluslararası sermaye hareketlerinde hızlı bir gelişmenin yaşanmadığı bir dönemde ortaya atılmış olup, daha çok dış ticaret akımları üzerine yoğunlaşmaktadır (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 159). Geleneksel döviz kuru yaklaşımlarının kurda hızlı ve ani değişikliklerin meydana gelmediği, oynaklığın çok fazla olmadığı, küreselleşmenin günümüzdeki şekliyle var olmadığı dönemler için geçerli olduğu söylenebilir. Bununla birlikte bu dönemlerde değişimin yavaş olması, yaklaşımların daha ziyade uzun vadeli etkileri incelemesini gerektirmektedir.

Literatürde geleneksel yaklaşımlar dış ticaret akımları yaklaşımı ve satına alma gücü paritesi yaklaşımı olarak 2'ye ayrılmaktadır.

4.1.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Dış ticaret akımları yaklaşımı adından da anlaşılacağı gibi ithalat ve ihracat kavramlarının döviz kuru ile ilişkisini ele almaktadır. Bu yaklaşıma göre bir ülkenin döviz kurlarını ve ulusal parasının değerini belirleyen en temel etken, o ülkenin dış ticaret dengesi, yani mal ihracatı ve ithalatıdır (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 160).

İhracatın ithalattan büyük olması durumunda, ulusal paranın dış değeri yükselir, ithalatın ihracattan fazla olması durumunda ise ulusal paranın dış değeri düşer (Seyidoğlu, 1997, s. 137). Bu durumda ülkenin mal ithalatı yapabilmesi için dövize ihtiyacı olması nedeniyle ithalatın ihracatı aştığı (dış ticaret açığı) durumlarda milli paranın yabancı paraya karşı değer kaybettiği ve kurun yükseldiği söylenebilir. Öte yandan dış ticaret fazlası durumunda yabancı paraya olan talep göreceli olarak milli paraya olan talebin altında kalacağından, kurun düştüğü varsayımı yapılabilir.

Dolayısıyla dış ticaret akımları yaklaşımı açısından, ülkenin dış ticaret dengesini ya da ihracat ve ithalatını belirleyen tüm faktörler aynı zamanda paranın değerinin belirlenmesinde de etkili olmaktadır (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 160).

4.1.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Satın alma gücü paritesi yaklaşımı iki para biriminin arasındaki nominal döviz kurunun, iki ülke arasındaki toplam fiyat seviyelerinin oranına eşit olması gerektiği ve böylece bir ülkenin para biriminin yabancı ülkenin para birimiyle aynı satın alma gücüne sahip olacağı ile ilgili oldukça basit bir teoridir (Taylor & Taylor, 2004, s. 135). Bir diğer deyişle satın alma gücü paritesi yaklaşımı iki ülke arasındaki fiyat seviyeleri ve kur seviyeleri arasında ilişki kurulması neticesinde ortak bir oranın elde edildiği bir model olarak tanımlanabilir. Bir başka tanıma göre ise satın alma gücü paritesi, ülkeler arası fiyat düzeyi farklılıklarını ortadan kaldırarak, farklı para birimlerinin satın alma gücünü eşitleyen bir değişim oranıdır (Türkiye İstatistik Kurumu, 2008, s. 1).

Satın alma gücü paritesi yaklaşımı, ilk defa ampirik test edilebilir bir hipotez olarak formüle eden Cassel (1918) tarafından ortaya atılmıştır (Isard, 1978, s. 3). Taylor&Taylor (2004, s. 137) satın alma gücü paritesi yaklaşımının geçerli olabilmesinin nedeni olarak, uluslararası emtia arbitrajıyla, tek fiyat kanununu arasındaki ilişkiden bahsetmektedirler. Bu kanuna göre malların risksiz bir şekilde ucuz olduğu yerden pahalı olduğu yere gönderilmesi neticesinde belli bir noktadan sonra aynı mal fiyatlarının dünyanın her yerinde aynı olacağı açıklanmaktadır.

Arz ve talep koşulları açısından, fiyatın belirlenmesi hususunda bir mal ile finansal bir araç arasında farklılık bulunmadığını ve bu nedenle tek

fiyat kanununun yabancı paranın fiyatının belirlenmesinde de kullanışlı olduğunu söylemek herhalde yanlış olmayacaktır. Rogoff (1999, s. 649) satın alma gücü paritesinin her bir çeşidinde temel yapı taşının “tek fiyat kanunu” olduğunu belirtmektedir.

Satın alma gücü paritesi yaklaşımı, mutlak satın alma gücü paritesi ve nispi satın alma gücü paritesi olarak 2’ye ayrılmaktadır. Frenkel (1976, s. 201) mutlak satın alma gücü paritesi doktrininde denge döviz kurunun, yerli fiyatların yabancı fiyatlara oranına eşit, teorinin nispi versiyonunda ise döviz kurlarındaki değişim oranının fiyatlardaki değişim oranına eşit olduğunu belirtmektedir.

4.1.2.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Satın alma gücü paritesi döviz kuru, aynı orandan ortak bir para birimi ile ifade edilirse ilgili iki ulusal fiyat seviyesini eşitleyen iki para birimi arasındaki döviz kurudur öyle ki bir birim paranın her iki ekonomide de satın alma gücü aynı olacaktır (Sarno & Taylor, 2002, s. 51). Bu kavram çoğu kez mutlak satın alma gücü paritesi olarak adlandırılmaktadır. Mutlak satın alma gücü paritesi hipotezi, herhangi iki ülke para birimi arasındaki döviz kurunun, iki ülkedeki genel fiyat düzeyleri oranına eşit olacağını belirtmektedir (Isard, 1978, s. 3).

Tek fiyat yasasını satın alma gücü paritesi yaklaşımının en basit versiyonu olarak tanımlayan Hakkio’ya (1992, s. 37-38) göre tek fiyat yasası, aynı özellikteki ürünlerin kotalar ve tarifeler gibi ticari maliyetlerin ve sınırlamaların olmadığı varsayımıyla her ülkede aynı olması gerektiğini söylemektedir. Aynı şekilde iki ülkedeki mal bedellerinin kıyaslanabilmesi için fiyatların ortak bir para birimine çevrilmesi gerekmektedir. Arbitraj, mutlak satın alma gücü paritesini ayakta tutan bir mekanizmadır ve bu yüzden mutlak satın alma gücü paritesi genellikle uzun vadeli bir ilişki gibi düşünülür (MacDonald, 2007, s. 41).

Uygulamada uluslararası ticaret tek fiyat yasası için oldukça karmaşık olabilmektedir. Bu nedenle Hakkio (1992, s. 38) tek fiyat yasası kavramı yerine analistlerin daha ziyade tek bir mal veya hizmet değil, daha geniş haliyle birkaç mal veya hizmetten oluşan sepetlerin genel fiyat düzeyleri üzerinden hesaplama yapabilmeyi mümkün kılan mutlak satın alma gücü paritesi kavramı üzerinde yoğunlaştıklarından bahsetmektedir. Burada önemli olan husus belirli bir mal veya hizmet fiyatı üzerinden değil, birden fazla mal veya hizmetten oluşan sepetlerin fiyatları üzerinden, bir diğer deyişle fiyatlar genel düzeyi üzerinden hesaplama yapılmasıdır.

Krugman&Obstfeld (2003, s. 390-391) bir ülkedeki mal ve hizmetlerin diğer ülkelere göre daha pahalı olduğu zamanlarda o ülkenin ürünlerine ve para birimine olan talebin düşmesinin döviz kurunu ve yurtiçi fiyatları aşağı çekeceğini, tersi durumda ise bir ülkedeki mal ve

hizmetlerin diğer ülkelere göre daha ucuz olduğu zamanlarda, o ülkenin ürünlerine ve para birimine talebin artması sonucu kurun ve fiyatların tekrar yükseleceğini açıklayarak, satın alma gücü paritesinin tek fiyat yasaının tam olarak doğru olmadığı zamanlarda bile, arkasındaki ekonomik güçlerin sonunda tüm ülkelerdeki para birimlerinin satın alma güçlerini eşitlemeye yardım edeceğini söylemektedirler.

Taylor&Taylor (2004, s. 137) mutlak satın alma gücü paritesinde işlem maliyetlerinin ihmal edilmesi, her malın her ülkede ticarete konu olmaması ve endeks ağırlıklandırılmalarının her ülkede aynı şekilde dağılmadığı gibi konuların eleştirildiğini hatırlatmaktadır.

Mutlak satın alma gücü paritesi hesaplanırken fiyat endeksleri kullanılmaktadır. Rogoff (1999, s. 650) bu endekslerle ilgili iki probleme değinmektedir. Birincisi, hükümetlerin uluslararası düzeyde standartlaştırılmış bir sepet üzerinden endeks oluşturmamalarıdır. İkinci problem ise baz yıl uygulaması nedeniyle, endekslerin baz yıla göre mutlak satın alma gücündeki değişimin boyutunu göstermediğidir.

Mutlak satın alma gücü paritesi yaklaşımında döviz kuru aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$P_D = N \times P_F$$

$$N = P_D / P_F$$

Yukarıdaki formüllerde P_D yurtiçi fiyat endeksini, P_F ise yurtdışı fiyat endeksini ifade etmektedir. N ise nominal döviz kurunu göstermektedir. Formülden de anlaşılacağı üzere mutlak satın alma gücü paritesi, yurtiçi fiyat endeksinin yurtdışı fiyat endeksine oranının bu endekslere konu iki ülke arasındaki döviz kuruna eşit olacağı ile ilgilidir.

Yukarıdaki eşitliğe bakarak yurtiçi fiyat endeksinin, yurtdışı fiyat endeksine göre yükselmesinin nominal döviz kuru üzerinde arttırıcı öte yandan yurtiçi fiyat endeksinin, yurtdışı fiyat endeksine göre düşmesinin ise nominal döviz kuru üzerinde azaltıcı etki yapacağı söylenebilir.

Mutlak satın alma gücü paritesi hesaplamasında, ülkelerin aynı mal sepetini oluşturması ve bu sepetteki ürünlerin aynı oranda ağırlıklandırılması çok rastlanılabilir bir olay değildir. Bu nedenle, belirli bir süre boyunca döviz kurundaki yüzde değişimin aynı dönemde, ilgili ülkelerdeki enflasyon oranlarındaki farkı dengelediğini gösteren nispi satın alma gücü paritesini test etmek yaygındır (Taylor & Taylor, 2004, s. 137).

4.1.2.2 Nispi Satın Alma Gücü Paritesi

Nispi satın alma gücü paritesi, döviz kurundaki değişimin, yurtiçi fiyatlar genel düzeyindeki nispi değişime eşit olduğunu varsaymaktadır (Sarno & Taylor, 2002, s. 58). Satın alma gücü yaklaşımının nispi

versiyonu, uzay yerine zaman içinde arbitrajı vurgulayarak, döviz kurunun ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarını dengelemeye ayarlı olması (Papell & Prodan, 2003, s. 1) olarak da tanımlanmaktadır. Yukarıdaki tanımlara dayanarak nispi satın alma gücü paritesinin farklı ülkelerdeki döviz kurlarının ve fiyatların birbiriyle göreceli ilişkilerini konu edindiğini söyleyebiliriz. Burada fiyatlardaki değişimin enflasyonla bağlantılı olduğu da unutulmamalıdır. Mutlak satın alma gücü paritesi döviz kurunun, farklı ülkelerdeki fiyat düzeyi oranına bağlı olduğunu ileri sürerken, nispi satın alma gücü paritesi döviz kurunun, enflasyon oranındaki farklılıklara bağlı olduğunu ileri sürmektedir (Hakkio, 1992, s. 39).

Nispi satın alma gücü paritesini aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$(N_1 - N_0) / N_0 = P_D^c - P_F^c$$

Yukarıdaki formülde N_1 cari dönemdeki nominal döviz kurunu, N_0 baz yıldaki döviz kurunu göstermektedir. Eşitliğin sol kısmındaki hesaplama cari yıldaki döviz kurunun baz yıla göre yüzde değişimidir.

Öte yandan eşitliğin sağ tarafında P_D^c yurtiçi enflasyon oranını bir başka deyişle yurtiçi fiyat düzeyindeki yüzde değişimi, P_F^c ise yurtdışı enflasyon oranını yani yurtdışı fiyat düzeyindeki yüzde değişimi göstermektedir. Bu kısmın yurtiçi enflasyon oranı ile yurtdışı enflasyon oranı arasındaki fark olduğunu söyleyebiliriz.

Formülden yola çıkarak nominal döviz kurundaki yüzde değişiminin, yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları arasındaki farka eşit olduğunu görebiliriz. Bu durumda yurtiçi enflasyon oranının yurtdışı enflasyon oranından fazla olması nominal döviz kurunun artacağı şeklinde yorumlanabilir. Bir ülkede enflasyon oranı, dış dünyadan daha yüksek ise, o ülke içinde üretilen mallar yurtdışında üretilen mallara kıyasla daha pahalı hale gelmekte ve ithal mallara olan talep artmaktadır (Öztürk, 2012, s. 116). İthal mallara olan talebin artmasının döviz talebini de arttıracığı düşünülürse döviz kurlarında bir artış beklenebilir.

Öte yandan yurtiçi enflasyon oranı yurtdışı enflasyon oranından düşük olduğu bir ülkede nominal döviz kurunun düşeceği beklentisi oluşmaktadır. Yerli ülke içerisinde satılan ürünlerin yabancı ülkelere nazaran daha ucuz olmasının, yerli ülke ürünlerine ve yerli ülke parasına olan talebi arttırması neticesinde nominal döviz kurunda bir azalışa neden olabileceği söylenebilir. Nispi satın alma gücü paritesine göre, iki ülke arasındaki enflasyon farkı kadar nominal kurda bir değişim beklenmektedir.

Farklı ülkelerdeki fiyat endekslerinin aynı sepet malları ölçmemesinden beri, ampirik çalışmalarda genellikle mutlak satın alma

gücü paritesi yerine nispi satın alma gücü paritesi tercih edilmektedir (Papell & Prodan, 2003, s. 1).

4.2. Modern Yaklaşımlar

Döviz kurlarını açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımların daha ziyade oynaklığın az, küreselleşmenin etkisinin daha sınırlı olduğu durumlar için kullanıldığından yukarıdaki başlıklarda bahsedilmektedir. Ancak bu yaklaşımların ortaya atılmasından sonraki süreçte özellikle ticari ilişkilerin gelişmesi, döviz kurlarının öneminin artması, sabit kur sistemlerinden esnek kur sistemlerine geçişlerin yaşanması gibi nedenlerden dolayı geleneksel yaklaşımlar yerine modern yaklaşımlara ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır.

Döviz kurlarında meydana gelen sapmaların seyrek değil aslında sıkça gözlenen bir durum olduğunu belirten Öztürk (2012, s. 117) bu sapmaların arz şokları, petrol ambargoları, mal bollukları ve kıtlıkları, para talebinde ve arzında meydana gelen değişimler, ücret ve fiyat farklılıkları, beklentilerde meydana gelen değişimler, verimlilik artışları-farklılıkları ve uluslararası alanda yaşanan küresel reel şoklar nedeniyle oluşabileceğini açıklamaktadır.

Günümüzde döviz kurlarının açıklanması ile ilgili çok fazla sayıda yaklaşım bulunmaktadır. Ancak bu çalışmada literatürde önem teşkil eden modern yaklaşımlardan bazılarına yer verilecektir.

4.2.1. Mundell-Fleming Yaklaşımı

Robert Mundell (1963) ve J. Marcus Fleming (1962) tarafından ortaya atılmış olan bu yaklaşım, geleneksel döviz kuru yaklaşımlarının aksine sermaye hareketlerinin etkilerini de göz önünde bulundurmaktadır. Bu yaklaşımda Mundell (1963, s. 475), dünyanın hala kapalı bir ekonomi olduğunu ancak ülkelerin ve bölgelerin giderek açık ekonomilere dönüştüğünü vurgulayarak, bu trendin hem mal hem de sermaye hareketliliğinde artma ve serbestleşme nedeniyle ortaya çıktığını belirtmektedir.

Mundell-Fleming modelinin büyük katkısı, alternatif kur rejimleri altındaki uluslararası sermaye hareketliliğinin makroekonomik politikalar üzerindeki etkinliğinin sistematik olarak analiz edilmesidir (Frenkel & Razin, 1987, s. 567). Geleneksel yaklaşımlarda mal ve hizmet hareketliliği üzerinde durulmakta iken Mundell-Fleming yaklaşımı mal ve hizmet hareketliliğine, sermaye hareketliliğini de dahil etmektedir. Bu nedenle Mundell-Fleming yaklaşımı, Hicks (1980) tarafından ortaya atılan IS-LM analizinin açık ekonomi koşullarına dönüştürülmüş hali olarak tanımlanabilir.

Mundell (1963) sermaye hareketliliğinin tamamen serbest olduğunu, fiyat seviyelerinin değişmediğini, tasarrufların ve vergilerin

gelirle birlikte yükseldiğini, dış ticaret dengesinin sadece gelire ve döviz kuruna bağlı olduğunu, yatırımların ise faiz oranına bağlı olduğu, son olarak araştırmaya konu ülkenin yurtdışı gelirleri veya dünyadaki faiz oranı seviyesini etkileyemeyecek kadar küçük olduğunu varsaymaktadır. Model para arzındaki değişimlerin hem para hem de maliye politikaları üzerindeki etkilerini, sabit ve esnek kur sistemleri üzerinden açıklamak amacıyla kullanılmıştır.

Günümüzde ülkelerin birbirileri ile ekonomik ilişkileri giderek artmaktadır. Bu ticari ilişkiler mal, hizmet hatta sermaye gibi araçlar üzerinden gerçekleşmektedir. Dolayısıyla alınıp satılan bu araçların bedeli dövizde olan arz ve talebi belirlemektedir. Bu nedenle sermaye giriş çıkışları döviz kuru üzerinde etkili olabilmektedir. Bir ülkeye gerçekleşen yabancı para girişi o ülkedeki döviz kurunu azaltıcı bir etkiye neden olurken, aynı ülkeden yabancı para çıkışı o ülkenin döviz kurunu arttırıcı bir etken olabilir.

4.2.2. Parasalcı Yaklaşım

Bu model, klasik gelenekte olduğu gibi, işgücü piyasalarının dengede olduğu, dolayısıyla üretimin arz yönlü olarak belirlendiği, fiyatlar genel düzeyinin para piyasalarında belirlendiği ve reel döviz kurunun sabit olduğu, dolayısıyla da satınalma gücü paritesinin geçerli olduğunu kabul etmektedir (Müslümov, Hasanov, & Özyıldırım, 2002, s. 44). Mal fiyatlarının tam esnek olduğunu varsayan parasalcı yaklaşım, gelecekte beklenen yüksek enflasyon nedeniyle nominal kurların artması sonucu bir ülkenin para biriminin değer kaybedeceğini ifade eder (Krugman & Obstfeld, 2003, s. 430).

“Parasalcı” yaklaşım modeline göre, döviz kuru yabancı para biriminin ulusal para cinsinden fiyatı olarak kabul edilir ve diğer görece fiyatlar gibi döviz kuru da ulusal para stoklarının görece arz ve talebi tarafından belirlenir (Taşkın, 1995, s. 69). Bu bakımdan satın alma gücü paritesi yaklaşımının özelliklerini de barındırmaktadır. Ayrıca yaklaşımda, miktar kuramının bir gereği olarak, fiyatların dışsal nominal para arzı tarafından, reel para talebinin ise, reel faiz oranı ve reel gelir tarafından belirlendiği varsayılmaktadır (Öztürk, 2012, s. 120).

Çağdaş parasal yaklaşımın döviz kurunun belirlenmesi ile ilgili literatüre en önemli katkısı, mal piyasalarının yanı sıra, tahvil piyasalarını ve beklentilerini dikkate almasıdır (Müslümov, Hasanov, & Özyıldırım, 2002, s. 44). Burada anlaşılması gereken geleneksel yaklaşımlarda reel piyasalar üzerinden veriler ortaya konurken, modern yaklaşımlarda finansal piyasaların da denklemlere dahil edildiğidir. Parasalcı yaklaşımda para arzı ve para talebinin döviz kurunun belirlenmesinde en etkili araçlar olduğu söylenebilir.

Parasalıcı modelin, döviz kuru analizinde tercih nedenlerini Bilson'a (1978, s. 48) göre aşağıdaki şekilde 3 başlık altında toplayabiliriz:

- Döviz kuru belirleyicileri arasında spekülasyonun etkisini belirler.
- Denge döviz kuru için basit bir tanım sağlar.
- Denge noktası oranını doğrudan para politikası araçları ile ilişkilendirir.

4.2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımı Markowitz'in (1952) ve Tobin'in (1958) çalışmalarının harmanlanması sonucu ortaya çıkmış bir yaklaşımdır. Literatürde varlık yaklaşımı içerisinde parasalıcı yaklaşımla birlikte ayrı bir başlık olarak anılan portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarının belirlenmesinde yurtiçi ve yurtdışı tahvillerin arz ve talebinin de etkili olduğunu savunmaktadır.

Yaklaşımda önemli olan nokta, parasalıcı modelde yurtiçi ve yurtdışı para birimlerine olan arz ve talebin döviz kurunu belirlemede yeterli olacağı anlayışının değişerek, tahvil arz ve taleplerinin de döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olacağı düşüncesidir.

Bununla birlikte parasalıcı yaklaşımda yurtiçi ve yurtdışı tahviller tam ikame veya birbiriyle tam değiştirilebilir varlıklar olarak kabul edilirken, portföy dengesi yaklaşımında yurtiçi ve yurtdışı tahvillerin birbiriyle tam ikame edilmediği kabul edilmektedir. Vergi riski, likidite hususları, politik risk, varsayılan risk ve kur riski farklılıkları gibi faktörler farklı ülkelerdeki para-dışı varlıkların yatırımcılar tarafından tam ikame edilebilir görülmemesine neden olmaktadır (MacDonald, 2007, s. 178). Öte yandan bu farklılıkların göz ardı edildiğini düşündüğümüzde yani yurtiçi ve yurtdışı tahvillerin tam ikame edilebilir olması durumunda, şayet tahvillerin beklenen getirileri de aynıysa, yatırımcıların tercih durumunun önemsiz olabileceğini söyleyebiliriz. Dolayısıyla portföy dengesi yaklaşımının, özellikle para dışı varlıkların tam ikame edilebilir olmamasından ötürü risk açısından da parasalıcı yaklaşımdan farklı olduğu anlaşılabilir.

Markowitz'in (1952) çalışmasında, yatırımcıların aynı risk seviyesinde yüksek beklenen getiriyi, aynı beklenen getiri seviyesinde ise düşük risk düzeyini tercih edeceği yani yatırımcıların tercihlerinde tutarlı ve rasyonel davranacağı açıklanmaktadır. Bu bağlamda döviz kurlarındaki değişimler, yerli ve yabancı varlıklar arasında yatırımcıların portföyünü etkilemesinin yanı sıra varlıklar arasında yapılan sürekli arbitraj işlemleri de varlıkların zorunlu olarak döviz piyasalarından geçiş yapmaları sonucunu doğurmaktadır (Öztürk, 2012, s. 125). Buradan yurtiçi ve

yurtdışı tahvillerin beklenen getiriler ve riske göre tercih edildiği, bu risk ve getiri oranlarının ise döviz kurları ile ilişkilendirilebileceği anlaşılabilir.

4.2.4. Para İkamesi Yaklaşımı

Para ikamesi yaklaşımının tanımsal açıdan literatürde çok geniş bir yelpazeye sahip olduğu söylenebilir. Bu yaklaşım çok basit haliyle yurtiçi para biriminin yurtdışı para birimi ile değiştirilmesi olarak tanımlanabilir. Ancak bu tanım içeriği para ikamesinin tam anlamıyla ne olduğunu açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle para ikamesi üzerinde yapılan çalışmalar, bu yaklaşımın daha spesifik bir şekilde anlaşılabilmesi için farklı tanımlara yer vermektedirler.

Paranın, para ikamesinin tanımındaki rolü ile ilgili çalışmalardan bahseden Giovannini&Turtelboom (1992, s. 2) para ikamesi ile ilgili görüşleri, Calvo&Vegh'ten McKinnon'a, dar anlamdan geniş anlama doğru bir ışık tayfına benzetmektedir. Calvo&Vegh (1992) para ikamesini tanımlarken yurtiçi para biriminin fonksiyonlarının (mücadele aracı olması, değer ölçüsü olması, yatırım ve tasarruf aracı olması gibi) yurtdışı bir para birimi tarafından yerine getirilmesi olarak tanımlamaktadır. Öte yandan McKinnon (1985) para ikamesini doğrudan ve dolaylı para ikamesi olarak ikiye ayırmış, doğrudan para ikamesinin 2 ya da daha fazla para biriminin aynı emtia alanı için rekabet etmesi, dolaylı para ikamesinin ise yatırımcıların para-dışı finansal varlıklar arasında değişim yapması olarak açıklamaktadır.

Dolayısıyla para ikamesi kavramının, hem paraya hem de para-dışı finansal varlıklara olan arz ve taleple ilişkili olduğunu söyleyebiliriz. Uluslararası işlem hacmi, yurtiçi sermaye piyasalarının gelişmiş olmaması, para takasında katlanılan işlem maliyetleri, yurtiçi yerleşiklerin yabancı para talep etmesinin geleneksel nedenleridir (Ramirez-Rojas, 1985).

Para ikamesi yaklaşımı istikrarlı bir paraya ve düşük enflasyona sahip gelişmiş ülkeler için pek geçerli değilken, yüksek enflasyon oranlarının söz konusu olduğu görece olarak istikrarsız bir para piyasasına sahip az gelişmiş ülkelerde yaşanan döviz kuru hareketlerini açıklamada oldukça etkili olmaktadır (Öztürk, 2012, s. 129). Yüksek enflasyon yurtiçi fiyatlar genel düzeyinde ani ve sürekli bir yükselişe neden olmakta ve bu durum yurtiçi paranın satın alma gücünü azaltmaktadır. Satın alma gücü düşük para birimlerine olan talebin azalması neticesinde yurtiçi ekonomik birimler kendi para birimleri yerine yabancı para birimlerine yönelmek isteyebilir.

Ekonomi içerisindeki birimlerin yerli para yerine yabancı parayı veya varlıkları tercih etmeleri yabancı para talebinin yükselmesine, buna bağlı olarak da döviz kurunda bir artış meydana gelmesine neden olabilir. Para ikamesinde önemlilik arz eden husus, bir ülkedeki yerleşiklerin

yabancı para birimini yerli para birimine tercih etmeleri sonucunda döviz kurunda meydana gelen değişimin açıklanması ile ilgili olmasıdır.

4.2.5. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

Faiz haddi paritesi yaklaşımı, döviz kurlarını açıklamaya yönelik yaklaşımlar arasında ülkelerdeki faiz farklılıklarının, döviz kurlarının belirlenmesinde bir etken olduğunun anlaşılması açısından önem taşımaktadır. Yaklaşımda iki farklı ülke para birimleri arasındaki kur farkının, faiz oranlarının farklı olmasından kaynaklandığı açıklanmaktadır. Sermaye piyasasında faiz haddi paritesi, ülkeler arasındaki faiz oranı farkının spot döviz kurundaki beklenen değişime eşit olacağını belirtmektedir (Juselius, 1995). Benzer şekilde Öztürk (2012, s. 130) döviz kurlarında dengenin sağlanabilmesi için ülkeler arası faiz farklılıklarının spot ve forward kurları arasındaki farka eşitlenmesi gerektiğinden bahsetmektedir. Krugman&Obstfeld (2003, s. 341) ise döviz piyasasında denge durumunun, mevduat hesaplarının tüm para birimleri için aynı beklenen getiriyi sağladığında oluştuğunu belirterek faiz oranı paritesini, herhangi iki para biriminin mevduattan beklenen getirilerini aynı para birimi üzerinden eşitleyen koşul olarak tanımlamaktadırlar.

Tasarruf sahiplerinin rasyonel davrandığı ve sadece faiz getirisi elde etmek istedikleri varsayımı altında bu kişilerin aynı risk düzeyine sahip ülkeler arasından yüksek faiz oranlı ülkeleri tercih edeceği bir gerçektir. Öte yandan borçlanmak isteyen kişilerin ise düşük faiz oranlı ülkeleri tercih edeceği söylenebilir. Bu iki durum fonun, fon arz edenler ve fon talep edenler arasında nasıl aktarıldığını açıklamaktadır. Ekonomik birimler düşük faizle borçlanıp elde ettikleri fonu yüksek faizli yatırımlara dönüştürebilirler. Burada faiz oranı farklılıkları iki taraf açısından eşitleninceye kadar bir arbitraj fırsatı ortaya çıkmaktadır. Benzer şekilde döviz kurunda spot ve forward kurlar arasında bir farklılık bulunmaktadır. Bu durum yine ekonomik birimlerin spot ve forward kurlar arasındaki farklılıklardan faydalanarak getiri elde etmelerine veya riskten kaçmalarına zemin hazırlamaktadır. Faiz haddi paritesi yaklaşımı, bahsedilen bu farklılıklarla ilişkili olarak, döviz kurunda meydana gelmesi muhtemel değişimin, ilgili ülkelerin faiz oranları arasındaki farkın değerine eşit olacağını savunmaktadır.

Faiz haddi paritesi yaklaşımı işlem maliyetlerinin söz konusu olması, piyasa katılımcılarının riske karşı farklı davranışlar sergileyebilmesi, risk priminin söz konusu olabilmesi, hangi faiz hadlerinin (mevduat faizi, kredi faizi, hazine bonusu vb) kullanılması gerektiği, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirebilmesi ve ülkelerin vergi sistemlerindeki farklılıkların söz konusu olabilmesi gibi nedenlerle eleştirilmektedir (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 177).

Literatürde faiz haddi paritesi yaklaşımı, güvenceli ve güvencesiz faiz haddi paritesi olmak üzere iki başlığa ayrılmaktadır.

Güvencesiz faiz haddi paritesi teorisi genel olarak, arbitraj fırsatlarını ortadan kaldırmak için döviz kurlarının anlık olarak iki para birimi arasındaki görece faiz oranlarındaki değişime göre ayarlandığını varsaymaktadır (Kurihara, 2015, s. 170).

Güvenceli faiz haddi paritesi koşulları, aynı vadeye sahip eş finansal varlıkların faiz oranlarındaki farkın farklı para birimleri cinsinden değerinin, forward piyasada oluşan kur riskinden korunma maliyetine eşit olmasına neden olmaktadır (Peel & Taylor, 2002, s. 51)

Dolayısıyla güvenceli faiz haddi paritesi yaklaşımında ekonomik birimlerin forward piyasalarda işlem yaparak kur riskinden kaçınabildiğini, güvencesiz faiz haddi paritesi yaklaşımında ise etkin piyasa hipotezi gereği tüm ekonomik birimlerin piyasalarla ilgili mutlak bilgiye sahip olmaları nedeniyle gelecekle ilgili herhangi bir belirsizliğin içinde olmadıkları söylenebilir.

4.2.6. Döviz Kurunda Hedefi Aşma Yaklaşımı

Rudiger Dornbusch (1976) tarafından ortaya atılan bu yaklaşım döviz kurunu açıklamaya yönelik yaklaşımlar arasında önemli bir yer edinmiştir. Döviz kurunda hedefi aşma (overshooting) tanımları değişiklik göstermektedir ancak hepsi kısa dönemdeki bazı nominal değerlerin sabitliği üzerine dayanmaktadır (Frenkel & Rodriguez, 1982, s. 1). Burada önemle üzerinde durulması gereken nokta, yaklaşımın kısa dönemde fiyatların katı olduğu üzerine kurulu olmasıdır. Bu durumu Frankel&Hardouvelis (1983, s. 3) uzun dönemde para arzında %1'lik bir azalış neticesinde tüm fiyatların da aynı oranda azalacağı beklenmekteyken, kısa dönemde fiyatların katı olması nedeniyle gelecekte fiyatlarda bir düşme beklentisinin ekonomik birimlerce göz önünde bulundurulması sonucu fiyatlardaki düşüşün gerçekte %1'den fazla olacağı örneğiyle açıklamaktadırlar. Yani döviz kurunda hedefi aşma yaklaşımının, para arzında meydana gelen bir değişim sonrası fiyatlarda, uzun dönem beklentilerinin de etkisiyle, daha yüksek oranda bir değişimin meydana gelmesi ile ilgili olduğu söylenebilir.

Döviz kurlarının denge noktası değerinden farklılık göstermesinin literatürdeki bir başka nedeni ise reel piyasaların ve finansal piyasaların kısa ve uzun vade açısından farklı hızda tepkiler göstermesidir. Döviz kurlarının da finansal varlıkların veya reel varlıkların fiyatları gibi işlediği kabul edilen bu yaklaşımda döviz kurlarının denge değerinden sapma göstermesinde reel piyasalarla finansal piyasalar arasındaki asimetric ilişkinin önemli rol oynadığı ifade edilmektedir (Öztürk, 2012, s. 132).

Faust&Rogers (1999, s. 1), Dornbusch'un döviz kurunda hedefi aşma yaklaşımının Bretton-Woods sonrası dönemde döviz kurlarının para arzı, üretim ve faiz oranı gibi makroekonomik göstergelerden daha fazla dalgalanmasının açıklanabilmesinde umut verici olması ve yaklaşımın nominal faiz oranları üzerinde para politikası şoklarının, likidite etkisi, güvencesiz faiz haddi paritesi ve uzun dönem satın alma gücü paritesi gibi üç tanıdık bileşenden oluşması gibi nedenlerden dolayı önemli olduğunu açıklamaktadır. Benzer şekilde Frenkel&Rodriguez (1982, s. 13) döviz kurunun denge noktası üzerinde veya altında hedefi aşmasının en önemli nedeninin uzun dönem denge değerinin varlık piyasalarına uyum hızı, toplam talebin fiyatlara duyarlılığı ve para talebinin faiz esnekliği ile ilişkisi olduğunu belirtmektedirler.

4.2.7. Etkin Piyasalar Kuramı Yaklaşımı

Etkin piyasalar kuramının, esas olarak sermaye piyasaları ile ilgili bir kavram olduğu ve piyasada getiri elde etmeyi sağlayan bilginin, aynı anda tüm ekonomik karar birimlerince bilindiği varsayımı üzerine kurulduğu söylenebilir. Etkin piyasa hipotezi mevcut bilgiye dayalı işlemlerle ekonomik karlar elde edilmesinin imkansız olduğu durumda piyasanın etkin olduğu tezine dayanır (Jensen & Clifford, 1984, s. 3). Genel olarak kaynak dağılımı için fiyatların doğru bilgi sağladığı ideal bir piyasadır yani finansal araç fiyatlarının mevcut olan bilgiyi her zaman tam olarak yansıttığı varsayımı altında firmaların üretim-yatırım kararlarını verebildiği, yatırımcıların firma faaliyetlerinin sahipliğini temsil eden finansal araçlar arasında tercih yapabildiği bir piyasadır (Fama, 1970). Burada etkin piyasa kavramını, mevcut bilginin tüm fiyatlara yansıdığı veya oluşabilecek her yeni bilginin piyasaya anında ulaştığı ve herkes tarafından bu bilginin bilindiği piyasalar olarak tanımlayabiliriz. Ayrıca döviz kurlarının da herhangi bir para biriminin diğer bir para birimi cinsinden fiyatı olduğu gerçeğiyle, etkin bir döviz piyasasında gerekli bilginin hızlı bir şekilde yayıldığı ve piyasa aktörlerinin bu bilgiden aynı anda haberdar olduğunu belirtebiliriz. Dolayısıyla piyasada herkesin mevcut bilgiye aynı anda sahip olması ile piyasa aktörlerinin birbirleri arasındaki haksız rekabet durumunun da ortadan kalktığı söylenebilir.

Literatürde etkin piyasalar kuramı ile ilgili araştırmalar genellikle sermaye piyasaları üzerine yapılmaktadır. Bunun nedenlerini Yen&Lee (2008, s. 306) üç maddede açıklamaktadırlar. Birincisi, literatürde öncü sayılan araştırmacıların bilgi etkinliği ile ilgili fikirlerini geliştirmek amacıyla borsalardaki fiyat davranışlarını ortaya koymalarıdır. İkincisi, çok geniş bir çevrede faaliyet gösteren borsaların, en erken gelişen ve bunu sürdüren baskın bir yapısının olmasıdır. Son olarak pay fiyatlarının, benzer şekilde diğer finansal araçlarla ilişkili hareketlerinin, finansal bilgi akışının bir göstergesi niteliğini taşımasıdır.

Bilginin herhangi bir sınırlamaya tabi tutulmadan tüm piyasa aktörleri arasında aynı anda dağıldığı etkin piyasa kuramı ile “rassal yürüyüş” hipotezi arasında bazı ilişkiler kurulmaktadır. Malkiel (2003, s. 59) rassal yürüyüş kuramının altındaki düşüncenin, bilgi akışı üzerinde herhangi bir sınırlamanın bulunmadığı, pay fiyatlarının bu bilgiyi anında yansıttığı ve gelecekteki fiyatların sadece gelecekteki bir fiyat bilgisi ile değişeceği mantığı üzerine kurulduğunu ancak gelecekle ilgili bir bilginin önceden bilinmeyeceği dolayısıyla fiyat değişimlerinin rassal olduğunu açıklamaktadır. Dolayısıyla fiyatların “sahip olunan bilgiyi” tamamıyla yansıttığı söylenebilir ve bu bakımdan etkin piyasa kuramı ile ilişkilendirilebilir.

Öztürk (2012, s. 135) döviz piyasasında etkinlik için finansal varlıkların tam ikame edilebilir olması ve piyasa aktörlerinin rasyonel davranması varsayımlarının kabul edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Buna göre finansal araçların tam ikame edilebilir olması neticesinde arbitrajcular bu varlıkların fiyatları eşitleninceye kadar alım satıma devam edecekler ve sonuç olarak farklı para birimleri üzerinden bu finansal araçların getirileri eşitlenmiş olacaktır. Bununla birlikte rasyonel davranan piyasa birimleri faydalarını maksimize etme düşüncesi ile hareket edeceklerdir.

Kısaca etkin piyasa hipotezi mevcut bilgi akışının hızlı bir şekilde gerçekleştiği ve bu bilginin tüm piyasa elemanlarına eşit bir biçimde ve hızda dağıldığı dolayısıyla fiyatların piyasadaki tüm bilgiyi yansıttığı bu nedenle yeni bilgiler ortaya çıkmadığı sürece fiyatlarda bir değişikliğin gerçekleşmediği kuram olarak açıklanabilir.

4.2.8. Uyarlanmış Beklentiler Yaklaşımı

Uyarlanmış beklentiler, iktisadi aktörlerin bir iktisadi değişkenin gelecek değeri hakkında bir beklenti oluştururken, o değişkenin geçmiş değerlerinin ağırlıklı ortalama değerinden faydalanacakları varsayımını öne sürmektedir (Yurdakul & Özcan, 2014). Bir diğer değişle reel veya finansal bir varlığın geçmişteki fiyatlarının ağırlıklı ortalaması bu varlığın gelecekteki fiyatının tahmin edilebilmesinde önemlidir. Döviz kurlarının da bir fiyat gibi hareket ettiği gerçeğiyle, uyarlanmış beklentiler yaklaşımına göre geçmiş döviz kuru verilerinin ağırlıklı ortalamasının, döviz kuru değişimlerinde önemli olduğu söylenebilir. Ayrıca uyarlanmış beklentiler yaklaşımı ile ilgili araştırmalarda kullanılan formüllerde hata terimi olarak tanımlanan bir değişken mevcuttur. Uyumcu beklentiler yaklaşımı, döviz kuru beklentilerindeki değişikliğin önemli ölçüde, bir önceki dönemin tahmin hatalarına bağlı olduğunu kabul etmektedir (Öztürk, 2012, s. 136). Yani adaptif beklentiler (uyarlanmış beklentiler) hipotezine göre bireyler beklentilerini periyodik olarak gözden geçirmekte ve beklenen değerler ile gerçekleşen değerler arasında bir fark olduğunda,

beklentilerini doğrulama ya da hata-öğrenme (error-learning) yoluyla düzeltmektedirler (Tunalı, 2009).

Takağı (1991, s. 171-174) beklentiler ve döviz kuru arasındaki ilişkiler ile ilgili çalışmasında, beklenen döviz kuru değışiminin, şimdiki hata tahminlerinin bir parçası olarak belirlendiği uyumlu beklentiler yaklaşımına göre oluşturulmuş döviz kurunun, gerçekleşen ve beklenen döviz kurlarının ağırlıklı ortalamalarına bağlı olduğunu göstermektedir. Cari dönemdeki döviz kuru bir önceki dönemdeki döviz kurundan yüksekse, yabancı paranın bugünkü fiyatı beklenenden daha düşük olmakta ve böylece döviz kurunun gelecek düzey beklentisi düşme yönünde yeniden değışmektedir (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 180). Bu durum kurdaki artışın yabancı paranın bugünkü değerini azaltması sonucu yabancı paraya olan talebin azalacağı beklentisi nedeniyle gelecekte kurun düşeceği şeklinde de açıklanabilir.

Yurdakul&Özcan (2014, s. 314) uyarlanmış beklentiler yaklaşımı ile ilgili eleştirileri üç başlık altında toplamaktadırlar. Eleştirilerden ilki sadece geçmiş bilgilerden faydalanılması gelecekle ilgili bilgilere yer verilmemesidir. İkincisi ekonomik değışkenlerin birbirleri arasındaki etkileşimin çok fazla olduğu bir dünyada tek bir değışkenden elde edilen bilgilerin kullanılmasıdır. Son olarak beklentilerin gerçekleşen değerler ile birlikte hesap edilmesi nedeniyle uyarılama hızının yavaş olmasıdır. Literatürde bu eleştiriler dışında farklı eleştiriler de bulunmaktadır. Bu eleştirilerin rasyonel beklentiler yaklaşımının ortaya çıkmasına zemin hazırladığı söylenebilir.

4.2.9. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı

Rasyonel beklentiler yaklaşımı John F. Muth (1961) tarafından beklentilerin fiyat hareketleri üzerindeki etkilerini açıklamak amacıyla ortaya atılmıştır. Muth çalışmasına iş etkinliği düzeylerindeki değışimlerin açıklanmasında ekonomik değışkenler ile ilgili beklentilerin çoğu zaman önemli olduğunu belirterek başlamaktadır. Daha önceki yaklaşımlarla ilgili eksikliklere yer veren Muth beklentilerin nasıl şekillendiği, ne tür bilgiler kullanıldığı ve bu bilgilerin gelecek öngörüsünde nasıl bir araya getirileceği ile ilgili soruların cevapsız kaldığına değinmektedir.

Shaw'a (1987, s. 188) göre rasyonel beklentiler yaklaşımı ekonomik birimlerin bireysel faydalarını maksimize etmeye çalıştığı ve beklentilerini oluştururken kayda değer tüm mevcut bilgiyi hesaba kattığı "yumuşak bir iddiadan" başka bir şey değildir. Bununla birlikte bireysel karar alıcılar beklentilerinde sürekli, sistematik hata yapmamaktadırlar (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 181). Uyarlanmış beklentiler yaklaşımına göre farklılıklar gösteren rasyonel beklentiler yaklaşımında ekonomik birimlerin her türlü mevcut bilgiye ve bu bilgiyi nasıl kullanacaklarına dair istatistikî ve matematiksel kabiliyete sahip olmaları nedeniyle sistematik

hata yapmayacakları varsayımına yer verilmektedir. Bununla birlikte kişiler her türlü bilgiyi kullanarak, sadece geçmiş deneyimlerine dayanarak değil, aynı zamanda şimdiki ve gelecekteki politika beklentilerine göre hareket etmektedir (Öztürk, 2012, s. 137) . Ayrıca Muth (1961, s. 317) modelin matematiksel varsayımlarından bahsederken rastgele bozuklukların normal dağıldığını, tahmin edilecek değişkenlerin kesin eşdeğerlerinin bulunduğunu, sistem denklemlerindeki beklenti formüllerinin lineer olduğunu belirtmektedir. Tunalı (2009, s. 147) rasyonel beklentiler yaklaşımında belirsizliğin olmadığı durumlar için iktisadi değişkenlerle ilgili beklentiler ile bu değişkenlerin gerçekleşen değerlerinin birbirine eşit olacağını ve mükemmel öngörünün gerçekleşeceğini ancak iktisadi yaşamın genellikle kesinlikten uzak olmasının mükemmel öngörünün gerçekleşmesini pek de mümkün kılmayacağından söz etmektedir.

Yukarıdaki bilgiler doğrultusunda rasyonel beklentiler yaklaşımında piyasada işlem yapan tüm ekonomik birimlerin her türlü bilgiye ve bu bilgiyi kullanabilecek niteliğe sahip oldukları, beklentiler doğrultusunda geleceğin öngörülebilmesi noktasında sistematik hata yapmadıkları, rasyonel davranış sınırları içerisinde kar maksimizasyonu koşuluyla hareket ettikleri söylenebilir. Ayrıca yaklaşımda önemli olan başka bir nokta ise ekonomik birimlerin tek bir değişkenle ilgili bilgiler yerine ilgili değişkenin ilişkili olduğu diğer değişkenler hakkındaki bilgilerin de hesaplamalara dahil edilmesidir. Bunun nedeni ilgili değişkenin fiyatını etkileyebilecek her türlü bilginin ekonomik birimler tarafından bulunduğu varsayımdır.

Rasyonel beklentiler yaklaşımının döviz piyasasına uyarlanması ile ilgili olarak döviz piyasasındaki ekonomik birimlerin geçmiş bilgilere ve gelecekteki beklentileri belirleyecek bilgilere sahip olduğu söylenebilir. Bununla birlikte ekonomik birimlerin kar maksimizasyonu amacıyla buldukları faaliyetler ve yapmış oldukları hesaplamalar ile birlikte beklentileri doğrultusunda rasyonel kararlar verecekleri düşünülmelidir. Öte yandan Froot&Frankel (1989), MacDonald (1990) çalışmalarında döviz kuru ile ilgili beklentilerin rasyonel olmadığı ile ilgili eleştirilerde bulunmuşlardır.

4.2.10. Yeni Bilgi Yaklaşımı

Yeni bilgi (news) yaklaşımı, daha çok rasyonel beklentiler yaklaşımının doğal bir uzantısı biçimindedir ve döviz kurlarında meydana gelen sapmaların ortaya çıkardığı durumu göstermektedir (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 182). Yani rasyonel beklentiler yaklaşımında ekonomik birimlerin rasyonel davranmasına rağmen beklenenden farklı olarak döviz kurunda bazı değişimler meydana gelebilmektedir. Dolayısıyla yeni bilgi

yaklaşımında döviz kurunda meydana gelen bu değişimlerin nedenlerinin ortaya çıkan yeni bilgiler olduğundan bahsedilmektedir.

Omrane ve diğerleri (2005) yapmış oldukları çalışmada bilgi değişkeninin, her ikisi de döviz piyasası ile güçlü ilişki içerisinde olan, kamu ve özel olmak üzere iki bileşenden oluştuğunu belirtmektedirler. Ayrıca kamu bilgilerini kendi içerisinde, zamanı belli olan yani planlanmış ve zamanı belli olmayan yani planlanmamış bilgiler olarak sınıflandırmaktadırlar. Bununla birlikte özel bilgileri de kendi arasında ilgili ödeme bilgileri ve ilgili olmayan ödeme bilgileri olmak üzere iki kısma ayırmaktadırlar. İlgili ödeme bilgileri henüz piyasaya açıklanmamış bilgilerin aracılar vasıtasıyla elde edilebildiği bilgiler, ilgili olmayan ödeme bilgileri ise piyasada işlem yapanların bilgileri olarak açıklanmaktadır. Dolayısıyla yeni bilgi yaklaşımında bu bilgilerin döviz kurundaki değişimlerin nedeni olabileceği kabul edilmektedir.

Ito&Roley'in (1986) Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya'daki haberlerin, YEN/DOLAR paritesindeki hareketleri ne kadar etkilediğini ölçmek için yapmış oldukları çalışmada Amerika menşeli haberlerin döviz piyasasında daha fazla dalgalanmaya sebep olduğunu göstermektedirler. Buradan ekonomik anlamda güçlü ve bilgi akışının hızlı olduğu ülke döviz piyasalarının yeni bilgilere daha hızlı tepki verdiği söylenebilir. Literatürdeki diğer çalışmalarda yeni bilgiler veya haberler iyi haberler ve kötü haberler olarak da ayrılmaktadır. Bununla birlikte birçok çalışmada yeni bilgilerle döviz kurlarında meydana gelen değişimler arasında ilişkiler bulunduğu bahsedilmektedir(Love&Payne (2008), Evans&Lyons (2008).

Özellikle iletişim teknolojisinde meydana gelen değişimlerle birlikte bilgi akışının hız kazandığı şüphe götürmez bir gerçektir. Piyasa ile ilgili bilginin tüm dünyaya hızlı bir şekilde yayılmasının, gerek reel gerekse finansal ürünlerin fiyatlarını etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Günümüzde birçok finansal işlem bilgisayarlar aracılığı ile geniş ağlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bu bilgilerin hızlı bir şekilde iletiliminin sağlanması haksız rekabetin azaltılması açısından da önem taşımaktadır. Bununla birlikte ülkelerde ekonomik görünümü ve siyasi durumu etkileyebilecek düzeydeki haberlerin hızlı bir şekilde hem ülke vatandaşları hem de ilgili ülke ile ilişkileri bulunan diğer paydaşlar açısından öğrenilmesi önem arz etmektedir.

Öztürk (2012, s. 139) Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasında siyasal istikrarsızlığın önemli bir rol oynadığı örneğini vererek, siyasal istikrarsızlığın ekonomik istikrarı da etkilediğini bununla beraber ülkeye duyulan güvenin azalmasının döviz kurlarında çok ciddi dalgalanmalara sebep olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla döviz kurlarının siyasi, ekonomik ve benzeri haberlerden etkilenecek dalgalanma

gösterdiği zaman zaman bu haberlerin ülkelerde krizlere neden olabileceği söylenebilir.

4.2.11. Güvenli Sığınak Etkisi Yaklaşımı

Güvenli sığınak etkisi finansal bir araç için yapılmış yatırımların riskli görünen piyasalardan çekilerek daha güvenli veya daha az riskli görülen piyasalara kaydırılması durumu olarak tanımlanabilir. Servet üzerinden yeni bir vergi alınması, savaş, politik istikrarsızlık veya ellerindeki fonlara el konulma riski söz konusu olduğunda olumsuz beklenti içerisine giren yatırımcılar, fonlarını diğer ülkelerde değerlendirme yoluna gitmektedir (Öztürk & Bayraktar, 2010, s. 183). Doğal olarak güvenli sığınak etkisi yaklaşımı doğrultusunda, piyasa aktörlerinin daha risksiz piyasalarda faaliyette bulunma isteği nedeniyle, riskli piyasalardan risksiz piyasalara doğru bir fon hareketinin gerçekleşeceği söylenebilir. Bu fon hareketleri sayesinde, özellikle fonun değerlendirildiği ülke para birimine olan talebin artması neticesinde, ilgili para biriminin değerinde bir artış meydana gelebilecektir. Diğer taraftan fonların çekildiği, güvenli sığınak olarak görülmeyen ülkelerin para birimlerinde de görece olarak değer kaybı gözlemlenebilir.

Kısaca riskin fazla olduğu ülkelere riskin az olduğu ülkelere doğru fon transferinin gerçekleşeceği ile ilgili bir model olan güvenli sığınak etkisi yaklaşımında para biriminin güvenli sığınak özelliği gösterebilmesi için riskin az olması dışında, bazı koşulları da sağlaması gerektiği söylenebilir. Habib&Stracca'nın (2011, s. 17-21) yapmış oldukları çalışmada bir para biriminin güvenli sığınak olarak nitelendirilebilmesi için ülke risk ve hassaslık düzeyi, ekonomi büyüklüğü, finansal piyasaların likidite durumu, finansal anlamda dışa açıklık, sağlamlık gibi özellikler üzerinde araştırmalar yapılmıştır. Literatürdeki bu ve buna benzer diğer araştırmalar neticesinde güvenli sığınak olarak kabul edilen para birimine sahip olan ülkelere likiditenin yüksek, oynaklığın ise az olduğu kabul edilebilir. Öte yandan dışa açıklık oranının az olması da, küresel finansal piyasalardaki risklerden az etkilenilmesine neden olacağı için, güvenli sığınak etkisinin oluşmasına yardımcı olabilir.

4.2.12. Spekülatif Kabarcıklar Yaklaşımı

Beklentiler ile yakından ilişkili olduğunu düşünebileceğimiz bir yaklaşım olan spekülatif kabarcıklar yaklaşımını Frankel&Froot (1990, s. 6) temel ekonomik ilkeler tarafından belirlenmeyen aksine kendini doğrulayan piyasa beklentilerinin bir sonucu olarak tanımlamaktadırlar. Flood&Hodrick (1990, s. 85) piyasadaki fiyat hareketlerinin piyasa katılımcılarının kendi kendini gerçekleştiren kehanetlerine bağlı olabileceği düşüncesi ile birlikte yapılan çalışmalarda, bu kehanetlerin sıklıkla kabarcık veya güneş lekeleri olarak adlandırıldığını belirtmektedirler.

Spekülatif kabarcıklar yaklaşımı, gerek reel gerekse finansal varlık fiyatlarında ekonomik göstergelerin etkisi dışında meydana gelen yükselişler olarak tanımlanabilir. Yani bir varlığın fiyatının olması gerekenin çok üzerinde gerçekleşmesi bu varlığın fiyatında bir balon veya bir kabarcık oluşması anlamına gelmektedir. Daha farklı bir şekilde bir finansal ürünün gerçekleşen fiyatının potansiyel fiyatının üzerinde oluşması ve yükselmesi olarak da açıklanabilir. Burada potansiyel fiyat, ekonomik göstergeler neticesinde hesaplanabilen alt ve üst fiyat marjları arasındaki denge noktası olarak da düşünülebilir.

Döviz kuru piyasasında spekülatif kabarcık kavramını Öztürk (2012, s. 140-141), iktisadi birimlerin ekonomik verileri dikkate almadan yabancı bir para biriminin değerinin artacağı beklentisiyle/öngörüsüyle ilgili para birimlerine yönelmesinin döviz kurunu arttıracığı, bunun sonucunda iktisadi birimlerin beklentilerini gerçekleştirme nedeniyle piyasanın etkin duruma geleceği, öte yandan söylentilerin yerini ekonomik verilere dayanan hesaplamalara bırakması sonrası beklentilerin yön değiştireceği ve kabarcığın patlayarak sona ereceği bir süreç olarak açıklamaktadır.

Literatürde finansal kabarcıklar alanındaki başlıca teoriler, rasyonel kabarcıklar, eksik bilgi, kuramsal mantık, diğerlerinin daha aptal olduğuna inanma, senaryo yaklaşımı, Ponzi oyunu, akıldışı aşırı bolluk, bulaşıcı iyimserlik teorileri şeklinde kaydedilebilir (Samur, 2011).

4.2.13. Döviz Piyasasının Mikro Yapısı Yaklaşımı

Döviz kurları ile ilgili değişimlerin, genel itibariyle makroekonomik verilerden faydalanılarak açıklanma çabasının yetersiz kalması ve fiyat hareketlerinde piyasanın mikro yapısının da etkili olduğu düşüncesiyle bu yaklaşımın ortaya atıldığı söylenebilir. Frankel ve diğerleri (1996, s. 3-4) makroekonomik modellerin benimsediği varsayımların gerçeklikle tam uyuşmaması ve bu modellerin varlık takaslarını değerlendirmeksizin uygulanmasının mikro yapı yaklaşımının çalışılmasına neden olduğunu belirtmektedir. Benzer şekilde Sarno&Taylor (2001, s. 43) geleceğin daha iyi öngörülebilir olması için döviz piyasalarında mikro yapının analiz edilmesi gerektiğini vurgulamaktadırlar.

Mikro temelli döviz kuru modelleri, ekonominin mevcut ve gelecekteki durumu ile ilgili bilgilerin çoğunun ajanlar (ör. Şahıslar, firmalar ve finansal kuruluşlar) arasında dağılmış olduğu varsayımından hareketle başlar (Evans M. D., 2005). Dolayısıyla döviz kurunda meydana gelebilecek değişimin, ekonomik ajanların piyasada sahip olduğu bilgiler doğrultusunda gerçekleştirdikleri davranışların etkileri ile ilişkili olduğu düşünülebilir. Mikro yapı yaklaşımı döviz kurlarını açıklamada simetrik bilgi yerine asimetrik bilginin söz konusu olduğunu, etkin piyasalar

analizinin aksine döviz piyasasında işlem yapan bireylerin aksak rekabetçi oluşumlar nedeniyle döviz kurlarını etkileyebilecek güce sahip olabileceğini kabul etmektedir (Öztürk, 2012, s. 143).

Etkin piyasalar yaklaşımında piyasada faaliyette bulunan aktörlerin simetrik bilgiye sahip olduğu ve rasyonel davrandıkları kabul edilmektedir. Aynı bilgi seviyesine sahip rasyonel davranan ekonomik birimlerin bulunduğu bir piyasa varsayımıyla bu ekonomik birimlerin birbirinden farkı davranışta bulunması da beklenebilir bir durum olmayacaktır. Bu nedenle mikro yapı yaklaşımının, gerek asimetrik bilginin kullanılması gerekse aksak rekabet durumunu içermesi nedeniyle günümüzdeki piyasa kavramıyla daha iyi bütünleştiği söylenebilir.

5. SONUÇ

Kur riski denildiğinde akla gelen en genel tanımlamanın, kur fiyatlarında meydana gelen değişimden dolayı ülkelerin yada firmaların karşılaştıkları riskler olarak tanımlandığı görülmektedir. Gelişmiş, gelişen yada az gelişmiş ekonomilerde firmalar ihracat veya ithalat işleri ile uğraşmasalar bile kur riskinin etkisi altında oldukları düşünülmektedir. Dünyada yaşanan küreselleşme ve sürecin dalgalı kura dönüşmesi ile birlikte döviz kurundaki hareketlilik, ülkeler, firmalar, bankalar ve hatta yatırımcılar için büyük bir endişe kaynağı olmuş ve olmaya da devam etmektedir. Ulusal ve uluslararası ekonomilerde küreselleşmenin artması sonucu yerel ve uluslararası firmaların bir çoğu makro ekonomik değişkenlerden etkilenmeye açık bir pozisyona gelmiştir. Döviz kuru riski de firmaların etkilendikleri makro değişkenlerin başında gelmektedir.

Döviz kurlarının, tahmin edilmesi ülkelerin, firmaların hem makro planları açısından hem de mikro planları açısından oldukça önemlidir. Bunun içinde döviz kurlarının gelecek ile tahminlerinin ortaya konması gelecekte olası belirsizliği biraz olsun azaltacağı düşünülmektedir. Gelecek ile ilgili hem finansal hem de finans dışı planların daha tutarlı olmasına imkan oluşturabilecektir.

Bu çalışmada döviz kurları, döviz kuru çeşitleri ile döviz kurunu açıklamaya yönelik yaklaşımlara yönelik teorik bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır. Bu alanda gelecekte yapılacak uygulamalı ve teorik çalışmalara katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu çalışmaya döviz kuru tahmini ile uygulamalar da dahil edilerek kapsamı genişletilebilir.

KAYNAKÇA

- Bilson, J. F. (1978). The Monetary Approach To The Exchange Rate: Some Empirical Evidence. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 25(1), 48-75.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2005). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Calvo, G., & Vegh, C. (1992). Currency Substitution In Developing Countries: An Introduction. 7(1), 3-28. *Revista De Analisis Economico*.
- Cassel, G. (1918, December). Abnormal Deviations In International Exchanges. *Economic Journal*, 413-415.
- Çağlar, Ü. (2003). *Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. İstanbul: Alfa.
- Dinler, Z. (2001). *İktisada Giriş*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Dornbusch, R. (1976, December). Expectations And Exchange Rate Dynamics. *Journal Of Political Economy*, 84(6), s. 1161-1176.
- Evans, M. D. (2005). Foreign Exchange Market Microstructure. Georgetown University Department Of Economics.
- Evans, M. D., & Lyons, R. K. (2008). How Is Macro News Transmitted To Exchange Rates. *Journal Of Financial Economics*, 88(1), s. 26-50.
- Fama, E. F. (1970, May). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal Of Finance*, 25(2), s. 383-417.
- Faust, J., & Rogers, J. H. (1999, November). Monetary Policy's Role In Exchange Rate Behavior. *Board Of Governors Of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers(652)*.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic Financial Policies Under Fixed And Under Floating Exchange Rates. *Staff Papers*, 9(3), 369-380.
- Flood, R. P., & Hodrick, R. J. (1990). On Testing For Speculative Bubbles. *The Journal Of Economic Perspectives*, 4(2), s. 85-101.
- Frankel, J. A., & Froot, K. A. (1990). Chartists, Fundamentalists, And Trading In The Foreign Exchange Market.
- Frankel, J. A., & Hardouvelis, G. A. (1983, May). Commodity Prices, Overshooting, Money Surprises, And Fed Credibility. (1121). National Bureau Of Economic Research.

- Frankel, J. A., Galli, G., & Giovannini, A. (1996). Introduction to "The Microstructure Of Foreign Exchange Markets". *The Microstructure Of Foreign Exchange Markets* (s. 1-18). içinde University Of Chicago Press.
- Frenkel, J. A. (1976, June). A Monetary Approach To The Exchange Rate: Doctrinal Aspects And Empirical Evidence. *The Scandinavian Journal Of Economics*, 78(2), 200-224.
- Frenkel, J. A., & Razin, A. (1987, December). The Mundell-Fleming Model A Quarter Century Later: A Unified Exposition. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 34(4), 567-620. Palgrave Macmillan Journals.
- Frenkel, J. A., & Rodriguez, C. A. (1982). Exchange Rate Dynamics And The Overshooting Hypothesis. *Staff Paers (International Monetary Fund)*, 29(1), 1-30.
- Froot, K. A., & Frankel, J. A. (1989, February). Forward Discount Bias: Is It An Exchange Risk Premium. *Quarterly Journal Of Economics*, 104(1), s. 139-161.
- Giovannini, A., & Turtelboom, B. (1992, December). Currency Substitution. *NBER Working Paper Series(4232)*. Cambridge: Narional Bureau Of Economic Research.
- Güran, N. (1999). *Makro Ekonomik Analiz*. İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- Habib, M. M., & Stracca, L. (2011). Getting Beyond Carry Trade What Makes A Safe Haven Currency? (1288).
- Hakkio, C. S. (1992). Is The Purchasing Power Parity A Useful Guide To The Dollar? *Economic Review*, 77(3), 37-51.
- Hicks, J. (1980). IS-LM: An Explan. 3(2), 139-154. *Journal Of Post Keynesian Economics*.
- Isard, P. (1978). Exchange-Rate Determination: A Survey Of Popular Views And Recent Models. *Princeton Studies In International Finance NO.42*. New Jersey: Princeton University Press.
- Ito, T., & Roley, V. V. (1986, March). News From The U.S. And Japan: Which Moves The Yen/Dollar Exchange Rate. *NBER Working Paper Series(1853)*. National Bureau Of Economic Research.
- Jensen, M. C., & Clifford, W. S. (1984). *The Theory Of Corporate Finance: A Historical Overview*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Juselius, K. (1995). Do Purchasing Power Parity And Uncovered Interest Rate Parity Hold In The Long Run?: An Example Of Likelihood

- Inference In A Multivariate Time Series Model. *Journal Of Econometrics*, 69(1), 211-240.
- Klau, M., & Fung, S. S. (2006, March). The New BIS Effective Exchange Rate Indices. *BIS Quarterly Review*.
- Kocakale, Y., & Toprak, H. H. (2015, Mart 16). Türkiye'nin Reel Efektif Kuru Endekslerinin Güncellenmesi. *Ekonomi Notları*.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2003). *International Economics Theory And Policy Sixth Edition*. Pearson Education International.
- Kurihara, Y. (2015, December). Interest Rate Parity Theory, Risk Premium, And Break Point: Japanese Case From The 1990s. *Journal Of Business&Economic Policy*, 2(4), 169-174.
- Love, R., & Payne, R. (2008, June). Macroeconomic News, Order Flows and Exchange Rates. *The Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 43(2), s. 467-488.
- MacDonald, R. (1990, September). Are Foreign Exchange Market Forecasters 'Rational' ? Some Survey-Based Tests. *Manchester School Of Economics And Social Studies*, 58(3), s. 229-241.
- MacDonald, R. (2007). *Exchange Rate Economics*. Oxon: Routledge.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis And Its Critics. *The Journal Of Economic Perspectives*, 17(1), s. 59-82.
- Markowitz, H. (1952, March). Portfolio Selection. *Journal Of Finance*, 7(1), 77-91.
- McKinnon, R. I. (1985). Two Concepts Of International Currency Substitution. 101-130. (M. D. Connolly, & J. McDermott, Dü) New York: American Economic Association.
- Mundell, R. A. (1963, November). Capital Mobility And Stabilization Policy Under Fixed And Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal Of Economics And Political Science*, 29(4), 475-485. Canadian Economics Association.
- Muth, J. F. (1961, July). Rational Expectations And The Theory Of Price Movements. *Econometrica*, 29(3), s. 315-335.
- Müslümov, A., Hasanov, M., & Özyıldırım, C. (2002). Döviz Kuru Sistemleri Ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri. *Tügiad Ekonomi Ödülleri*.
- Omrane, W. B., Bauwens, L., & Giot, P. (2005). News Announcements, Market Activity And Volatility In The Euro/Dollar Foreign Exchange Market. *Journal Of International Money And Finance*, 24(7), s. 1108-1125.

- Öztürk, N. (2012). *Dış Ticaret Kuram Politika Uygulama*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Öztürk, N., & Bayraktar, Y. (2010, Nisan). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar. *C.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1), 157-191.
- Papell, D. H., & Prodan, R. (2003, November). Long Run Purchasing Power Parity: Cassel or Balassa-Samuelson?
- Parasız, İ. (2000). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (7. Baskı b.). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Peel, D. A., & Taylor, M. P. (2002, February). Covered Interest Rate Arbitrage In The Interwar Period And The Keynes-Einzig Conjecture. *Journal Of Money, Credit And Banking*, 34(1), 51-75.
- Ramirez-Rojas, C. L. (1985). Currency Substitution In Argentina, Mexico, and Uruguay. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 32(4), 629-667.
- Rogoff, K. (1999, June). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal Of Economic Literature*, 34(2), 647-668.
- Samur, C. (2011). "Finansal Kabarcıklar" Teorisi Ve Finansal Krizler. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), s. 117-176.
- Sarno, L., & Taylor, M. (2002). *The Economics Of Exchange Rates*. New York: Cambridge University Press.
- Sarno, L., & Taylor, M. P. (2001, May). The Microstructure Of The Foreign-Exchange Market: A Selective Survey Of The Literature. *Princeton Special Papers In International Economics*(89).
- Seyidoğlu, H. (1997). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shaw, G. K. (1987). Rational Expectatitons. *Bulletin Of Economic Resarch*, 39(3), s. 187-209.
- Takağı, S. (1991, May). Exchange Rate Expectations: A Survey of Survey Studies. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 38(1), s. 156-183.
- Taşkın, F. (1995). Döviz Kuru Belirlenmesinde "Parasalıcı" Yaklaşım Modeli: Türkiye'deki Döviz Kurları Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomik Yaklaşım*, 6(18-19), 67-87.
- Taylor, A. M., & Taylor, M. P. (2004). The Purchasing Power Parity Debate. *Journal Of Economic Perspectives*, 18(4), 135-158.

- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference As Behaviour Towards Risk. *Review Of Economic Studies*, 25(2), 65-86.
- Tunalı, Ç. B. (2009). İktisatta Beklentiler ve Beklentilerin Modellenmesi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59(1), s. 135-168.
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2008, Nisan). Satın Alma Gücü Paritesi. *Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi - 4*. Ankara, Türkiye: Türkiye İstatistik Kurumu Matbaası.
- Ülgen, G. (2007). *İktisat Bilimine Giriş*. İstanbul: Der Yayınları.
- Worldbank. (2015). *Real effective exchange rate index*. Eylül 9, 2015 tarihinde <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER> adresinden alındı
- Yen, G., & Lee, C.-f. (2008). Efficient Market Hypothesis (EMH): Past, Present and Future. (E. A. World Scientific Publishing Co. And Center For Pasific Basin Business, Dü.) *Review Of Pasific Basin Financial Markets And Policies*, 11(2), s. 305-329.
- Yurdakul, F., & Özcan, M. (2014). Uyarlanmış Ve Rasyonel Beklentiler Modellerinin Doğrusal Olmayan Eşik Regresyon Modelleri Çerçevesinde İncelenmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 69(2), s. 309-331.