

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

ÖZELLEŞTİRMELERİN FİNANS PİYASALARI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Seyit Taha KETENCİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Prof. Dr. Orhan ÇOBAN

Konya-2014



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Bilimsel Etik Sayfası

Öğrencinin	Adı Soyadı	Seyit Taha KETENCİ
	Numarası	124226001014
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/>
	Tezin Adı	Özelleştirmelerin Finans Piyasaları Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Seyit Taha KETENCİ

Önsöz

1970’li yıllarda yaşanan krizlerle birlikte dünya ekonomisi yeniden müdahaleci devlet anlayışından serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci geçirmiştir. Özellikle 1980 sonrası dönem özelleştirme, liberilizasyon ve deregülasyon kavramlarının gündeme geldiği dönem olmuştur. Küreselleşme ile birlikte birçok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye’de de bu kavramlar benimsenmiş ve devletin ekonomideki ağırlığını azaltmaya yönelik uygulamalar yapılmıştır. Özelleştirmelerin etkileri ile ilgili olarak çok sayıda teorik araştırma bulunmaktadır. Bu çalışmanın temel amacı Türkiye’deki özelleştirme uygulamalarının 1980’li yıllarda serbestleşerek uluslararası finansal sisteme entegre olan Türk finansal sistemi üzerindeki etkilerini incelemektir.

Çalışmanın her aşamasında emeğini bir an olsun esirgemeyen ve desteğini sürekli hissettiğim saygıdeğer Prof. Dr. Orhan ÇOBAN’a, çalışmayı tamamlamamdaki destekleri nedeniyle Prof. Dr. Zeynep KARAÇOR’a, Araştırma Görevlisi arkadaşlarım Yeşim KUBAR ve Duygu BAYSAL KURT’a, bugüne kadarki eğitim hayatımda üzerimde emeği bulunan tüm hocalarıma bu vesileyle teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışma boyunca maddi ve manevi hiçbir desteğini benden esirgemeyen bütün aileme ve özellikle annem F. Yasemin KETENCİ’ye fedakârlıklarından ötürü teşekkür etmek isterim.



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Seyit Taha KETENCİ	Numarası: 124226001014
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat	
	Danışmanı	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN	
	Tezin Adı	Özelleştirmelerin Finans Piyasaları Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği	

Özet

1970’li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından 1973 ve 1978 yıllarında yaşanan petrol şoklarına Keynesen iktisat politikalarının bir çözüm üretememesiyle birlikte refah devleti anlayışı ekonomik ve sosyal krizlerin nedeni olarak görülmeye başlanmıştır. 1980’lerden sonra ise sürekli genişleyen ve büyüyen devletin, ekonomik sorunların kaynağı olduğu görüşü ortaya çıkmış ve birçok devlet yöneticisince kabul görmüştür. Ortaya çıkan sınırlı devlet anlayışı çerçevesinde devletin ekonomideki ağırlığının azaltılmasına yönelik olarak özelleştirme kavramı ortaya çıkmış ve 1970’lere kadar hakim olan kamulaştırma uygulamaları 1980 sonrası yerini özelleştirme uygulamalarına bırakmıştır.

Bu çalışmada özellikle 24 Ocak kararları ile birlikte serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecine giren Türkiye’de; özelleştirme uygulamalarının finans piyasalarını nasıl etkilediği irdelenmiştir. Çalışma; özelleştirmeye ve finans piyasalarına ilişkin teorik çerçeve ile ampirik çerçeve olmak üzere üç bölümden

oluşmaktadır. Özelleştirmeye ilişkin teorik çerçevenin ele alındığı ilk bölümde genel olarak özelleştirme kavramı, özelleştirmenin nedenleri ve özelleştirme yöntemleri incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde finansal piyasalar ve içeriği açıklanmıştır. Ampirik çerçevenin ele alındığı üçüncü bölümde ise Türkiye’de yapılan özelleştirme uygulamalarının Türkiye’nin finans piyasaları üzerine etkisi üç değişkenli vektör otoregresif fonksiyonu kurularak Otoregresif metodu (SVAR) ile fonksiyon tahmin edilmiş, etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri yapılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda özelleştirmenin finansal sistem ve dolayısı ile ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki bıraktığını savunan literatürü destekler sonuçlar elde edildiği söylenebilir. VAR ve SVAR metotlarından elde edilen etki – tepki fonksiyonlarının özelleştirme gelirlerinde yaşanan pozitif bir şokun hem borsada yapılan işlem hacmini hem de bankacılık kesimi tarafından dağıtılan kredi tutarı üzerinde pozitif etkisi olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Özelleştirme, Finansal Piyasalar, VAR ve SVAR Analizi



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Seyit Taha KETENCİ	Numarası: 124226001014
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat	
	Danışmanı	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN	
	Tezin İngilizce Adı	Impact of Privatizations on Financial Markets: The Case of Turkey	

Summary

At the very starting of 1970s , after Bretton Woods system collapsed, as Keynesian economics could not work out / find a solution to petrol shock between 1973 and 1978 , welfare government system was seen as the reason of economic and social crisis. Later than 1980s it is argued that the state which is developing and expanding constantly is the source of economic problems and it is accepted by many government administrator / directors. Within the frame of limited government concept that is applied, privatization, which is intended for reducing the government, affects in economy, showed up and after 1980s privatization applications took place of expropriation applications that is carried out since 1970s.

In this study, it is researched how privatization applications affect finance market in Turkey that is started to adapt free market economy after 24th January decisions. This study includes three parts which are; theoretical and empirical frame of privatization and finance market. In the first part which is about the theoretical frame of privatization, privatization concept, its reasons and methods

are discussed. In the second part of the study, the date content of financial market is explained. In the third part that is examined theoretical frame, effect of privatization applications in Turkey in terms of Turkey's finance market is predicted by settling down tervariant vector autoregressive function and with Autoregressive (SVAR) method, and also action and reaction and variance decomposition analysis are implemented.

As a result of analyses, it can be argued that these results support the idea that privatization has a positive effect on financial system and accordingly on economic development. It is found that positive shock occurred in privatization incomes of action – reaction functions taken from VAR and SVAR methods have positive effect on trading volume in stock market and credit amount given by banking business

Keywords: Privatization, Financial Markets, , VAR and SVAR Analysis

İçindekiler

Sayfa No:

Bilimsel Etik Sayfası	i
Yüksek Lisans Tezi Kabul Formu	ii
Önsöz.....	iii
Özet	iv
Summary.....	vi
İçindekiler	viii
Kısaltmalar.....	xii
Tablolar Listesi	xiii
Şekiller Listesi.....	xiv
Giriş.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
ÖZELLEŞTİRMEİNİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	3
1.1. Özelleştirmenin Tanımı.....	3
1.2. Özelleştirmenin Tarihsel Gelişimi	4
1.2.1. Dünya’da Özelleştirme Uygulamaları	6
1.2.2. Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları	8
1.3. Özelleştirmenin Amaçları.....	10
1.3.1. Mali Amaçlar	10
1.3.2. Sosyal Amaçlar	12
1.3.3. Siyasal Amaçlar	12

1.4. Özelleştirme Yöntemleri	13
1.4.1. Şirketleştirme	15
1.4.2. Satış Yöntemi.....	15
1.4.3. İhale Yöntemi (Contacting-Out).....	16
1.4.5. Yönetim Devri Yöntemi	17
1.4.6. İmtiyaz Devri Yöntemi (Franchising).....	17
1.4.7. Finansal Kiralama Yöntemi (Leasing).....	17
1.4.8. Kupon Yöntemi.....	18
1.4.9. Fiyatlama Yöntemi (User Charges)	18
1.4.10. Ortak Girişimler (Joint Venture)	19
1.4.11. Çalışanlara Hisse Devri Yöntemi	19

İKİNCİ BÖLÜM..... 20

FİNANSAL PİYASALAR..... 20

2.1. Finansal Piyasaların Tanımı	20
2.2. Finansal Piyasaların Yapısı	20
2.3. Finansal Piyasaların İşleyişi	21
2.4. Finansal Piyasaların Fonksiyonları	22
2.5. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	26
2.5.1. Para ve Sermaye Piyasaları	26
2.5.2. Birincil ve İkincil Piyasalar.....	28
2.5.3. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar	28
2.5.4. Ulusal ve Uluslararası Piyasalar.....	29
2.5.5. Türev Piyasalar	29
2.6. Finansal Piyasalarda Yeralan Kurumlar	30
2.6.1. Merkez Bankası.....	30
2.6.2. Ticari Bankalar (Mevduat Bankaları)	31

2.6.3. Kalkınma ve Yatırım Bankaları	32
2.6.4. Özel Finans Kurumları	33
2.6.5. Sigorta Kurumları.....	33
2.6.6. Menkul Kıymetler Borsaları	34
2.6.7. Diğer Kurumlar	35
2.7. Finansal Piyasa Araçları.....	35
2.7.1. Para Piyasası Araçları.....	35
2.7.2. Sermaye Piyasası Araçları	38
2.7.3. Uluslararası Finansal Piyasadaki Araçlar.....	38
2.8. Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler	40

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM..... 44

ÖZELLEŞTİRMELERİN FİNANS PİYASALARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ANALİZ 44

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı.....	44
3.2. Veri Seti ve Yöntem	46
3.2.1. Veri Seti.....	46
3.2.2. Yöntem	47
3.2.2.1. Birim Kök Testleri: Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron	48
3.2.2.2. Toda – Yamamoto Nedensellik Analizi	51
3.2.2.3. Vektör Otoregresif (VAR) Metodolojisi	52
3.2.2.4. Blanchard Quah Uzun Dönem Yapısal Vektör Otoregresif (SVAR) Metodolojisi.....	56
3.2.2.5. Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması.....	60
3.3. Literatür	63
3.4. Analiz Sonuçları	64
Sonuç ve Değerlendirme.....	74

Kaynakça	78
Ekler	85

Kısaltmalar

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BİST: Borsa İstanbul

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü

NASDAQ: National Association of Security Dealers Automated Quantation System

OİB: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

SSK: Sosyal Sigortalar Kurumu

SVAR: Yapısal Vektör Otoregresif Metodu

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TÜSİAD: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

VAR: Vektör Otoregresif Metodu

Tablolar Listesi

Sayfa No:

Tablo- 1: Analizlerde Kullanılan Veriler	47
Tablo- 2: ADF Birim Kök Test Sonuçları	65
Tablo- 3: Phillips-Perron Birim Kök Test Sonuçları	66
Tablo- 4: VAR Modeli Etki – Tepki Fonksiyonları	67
Tablo- 5: Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi Değişkeni VAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu	68
Tablo- 6: Borsa İşlem Hacmi Değişkeni VAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu	69
Tablo- 7: SVAR Modeli Etki – Tepki Fonksiyonları	70
Tablo- 8: Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi Değişkeni Uzun Dönem SVAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu	71
Tablo- 9: Borsa İşlem Hacmi Değişkeni Uzun Dönem SVAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu	72
Tablo- 10: Geleneksel Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	72
Tablo- 11: Toda – Yamamoto Granger Tipi Nedensellik Testi Sonuçları....	73

Şekiller Listesi

Sayfa No:

Şekil- 1: Özelleştirme Yöntemleri..... 14

Şekil- 2: Finansal Piyasaların İşleyişi..... 24

Giriş

Bu tezin amacı, 24 Ocak kararları sonrasında serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecine başlayan Türkiye’de yapılan özelleştirmelerin; 1980’li yıllarda uluslararası finansal piyasalara dâhil olmasıyla birlikte Türkiye’nin finansal sistemi üzerindeki etkisini ekonometrik bir analiz vasıtasıyla ölçerek ortaya koymaktır.

Çalışmanın konusu, kamu işletmelerinin özel sektöre devredilmesinin, 24 Ocak kararları doğrultusunda 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nı kuran Türkiye’de yapılan özelleştirmeler ile devlet kontrolünün azaltılması hedeflenen finans piyasalarında ne gibi bir etki oluşturacağıdır. Özelleştirmelerin oluşturacağı anlamlı etki ile borsa işlem hacminde meydana gelebilecek değişiklikler gerek uluslararası gerekse ulusal yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bunun yanında hisseleri borsada işlem gören ve kamu sektöründen özel sektöre devredilmiş firmaların piyasa değerlerindeki değişiklikler de özelleştirme ile hedeflenen amaçlara ne derece ulaşıldığına ilişkin bir sonuç göstergesi olabilmektedir.

Çalışma kapsamında ilk olarak özelleştirme ve finans piyasalarına ilişkin literatür ortaya konmaya çalışılmıştır. Devamında ise ampirik çalışmada kullanılacak yöntem ve analizlere ilişkin literatür çalışması yapılarak açıklanmaya çalışılmış ve 1986-2013 dönemine ait yıllık verilerle Türkiye’deki özelleştirme uygulamalarının Türk finansal piyasalarına etkisi incelenerek analiz sonuçları değerlendirilmiştir.

Tez üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde özelleştirmenin tanımı ve kavramsal çerçevesi, tarihsel gelişimi, amaçları ve özelleştirme yöntemleri incelenerek özelleştirmeye ilişkin genel bir bakış açısının ortaya konulması amaçlanmıştır. Uygulama sonuçlarındaki başarıların; amaçlanan hedeflere ne derece ulaşıldığına bağlı olduğu gerekçesiyle özelleştirme amaçları mali, sosyal ve siyasi amaçlar olmak üzere üç alt başlıkta incelenmiştir.

İkinci bölümde finansal piyasaların yapısı, işleyişi fonksiyonları açıklanmaya çalışılmış, finansal piyasalar beş alt başlıkta sınıflandırılmıştır. Finansal piyasalarda yer alan kurumlar ve finansal piyasa araçları yine bu bölümde irdelenmiş ve finans piyasalarını etkileyen temel faktörler özetlenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde; analizin amacı ve kapsamı belirtilerek veri seti ve yöntem hakkında açıklamalar yapılmıştır. Analiz kapsamında kullanılan farklı yöntemler dört alt başlık halinde açıklanmıştır. Literatürde daha önce yapılan çalışmaların sonuçları hakkında bilgiler verilmiş, Eviews-8 ekonomik programından yararlanılarak özelleştirmelerin finans piyasaları üzerine etkisi Türkiye örneğinde ölçülmüş ve sonuç kısmında yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRMENİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Özelleştirmelerin ekonomi, hukuk, işletme ve daha birçok bilim dalının çalışma alanına girmesi sebebiyle her bilim dalı özelleştirmeyi kendi temel öğretileri kapsamında tanımlamaktadır. Bu bölümde özelleştirmeye ilişkin bazı farklı tanımlar ve özelleştirmenin kavramsal çerçevesi açıklanmaya çalışılacaktır.

1.1. Özelleştirmenin Tanımı

Özelleştirme her bir ülkenin içinde bulunduğu farklı sosyal, politik ve ekonomik şartları çerçevesinde tanımlanabilmekte olması sebebiyle birçok farklı tanımı ve kullanımı bulunmaktadır. Özelleştirmenin devamlılık içeren bir süreç olmasıyla sebebiyle; sürece bağlı olarak anlamı da sürekli değişmektedir. Öte yandan özelleştirme kavramının her yazar tarafından farklı şekillerde algılanıp yorumlanması da özelleştirmeye ilişkin farklı tanımlamaların ortaya çıkması sonucunu doğurmaktadır.

Özelleştirme kavramı The Economist (1985) tarafından “hükümetler ile vatandaşları arasındaki şimdiye kadar olan en büyük mübadele” şeklinde tanımlanmıştır (Aktaran: Sezgin, 2010: 155).

Sarısu (2009) ; kavramsal olarak özelleştirmeyi siyasi otoritenin iradesinin devletin ekonomideki rolünü azaltacak şekilde aldığı idari kararlar bütünü yansıması şeklinde tanımlamaktadır. Bir diğer tanımlamada ise özelleştirme; kamuya ait varlık ve değerleri özel kişi veya kurumlara satarak devleti hiçbir iktisadi faaliyete karışmayacak bir şekilde aradan çıkartmaktır (Aktaran: Atasoy, 1998: 30).

Özelleştirme için dar ve geniş anlamda olmak üzere iki şekilde tanım yapılabilmektedir. Bu çerçevede;

Dar anlamda özelleştirme; Cevizoğlu'na göre (1989); devletin ekonomik faaliyetlerinin ortadan kaldırılması amacıyla yönelik olarak Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) mülkiyetinin özel sektöre devredilmesidir. Başka bir deyişle

kamu mülkiyetinde olan teşebbüslerin özel kişi ya da kurumların mülkiyetine geçirilmesidir.

Özelleştirme kavramı en geniş şekilde ise “ *ekonomik aktivitelerde kamu sektörünün payını azaltan her türlü süreç*” (DPT, 2000: 21) olarak tanımlanabilir. Bu tanımlamadan da anlaşılacağı üzere sadece mülkiyet devri söz konusu olmamakta ve kamu sektörünün ekonomideki payını azaltan her türlü girişim özelleştirme olarak tanımlanmaktadır.

En geniş tanımına göre özelleştirme içerisinde (Aktaran: Delice ve Yavilioğlu, 2010: 16);

- Kamu mülkiyetinin ve yönetiminin tamamen veya kısmen özel sektöre devredilmesi,
- Kamusal tekellerin kaldırılması,
- Finansmanı devlet tarafından sağlanan mal ve hizmetlerin üretiminin özelleştirilmesi,
- Kamu kesimince üretilen mal ve hizmetlerin finansmanının özelleştirilmesi, unsurlarını içerisinde barındırmaktadır .

Çeşitli tanımlamalardan da anlaşılacağı üzere özelleştirme kavramına ilişkin tek bir tanım bulunmamakla birlikte özelleştirme; kamuya ait işletmelerce üretilen mal ve hizmetlerin iktisadi etkinliği ve verimliliği arttırmak amacıyla özel sektöre üretilmesine ve devletin iktisadi alandaki faaliyetlerinin asgari düzeye indirgenmesine yönelik olarak yapılan düzenlemeler bütünü şeklinde tanımlanabilir.

1.2. Özelleştirmenin Tarihsel Gelişimi

“Özelleştirme” sözcüğü ilk defa 1983 yılında Wester’s New Collegiate Dictionary’nin dokuzuncu baskısında yer almış ve “özel hale getirmek, sınai veya ticari hayattaki denetim ve mülkiyeti kamu kesiminden özel kesime aktarmak olarak tanımlanmıştır. Sözcüğün ilk kullanılışı ise Peter F.Drucker’in 1969 yılında basılan “The age of Discountinuity” isimli eserinde “rapivatization” şeklinde olmuş, 1976 yılında ise Robart W.Pooe bu terimi “privatization” olarak kısaltmış ve “Reason Foundation” isimli çalışmasında kullanmıştır (Aktaran: Şanöz, 2007: 8).

1970'lerin sonlarında İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Fransa, Japonya gibi gelişmiş ülkelerde; Yeni Sağ olarak adlandırılan iktisadi ve siyasi düşünce akımı tarafından uygulamaya konulan neo-klasik görüş kısaca, üretim araçlarının devlet mülkiyetinde olmasını ve KİT'lerin varlığını dışlar. Bu akıma göre, bütün piyasalarda tam rekabet koşulları var ise, ekonomide Pareto optimumuna ulaşılır, bu durumda da kaynaklar en etkin biçimde dağıtılarak toplumsal refah en yüksek düzeyde gerçekleşir. Bu görüşten yola çıkarak İngiltere ve ABD 'de de uygulanan iktisat politikalarının başlıcaları, kamu harcamalarının azaltılması, kuralsızlaştırma ve yaygın özelleştirme uygulamaları olmuş, devletin ekonomideki rolünü azaltmaya yönelik girişimler önem kazanmıştır (Yarrow, 1995).

Neo-klasik görüşün ışığında özelleştirme, ilk defa 1979 yılında İngiltere'de Margaret Thatcher liderliğindeki Muhafazakâr Partinin seçim bildirgesinde yer almış, 1970 yılındaki başarısız Şili uygulamaları haricinde ilk özelleştirme uygulamaları da İngiltere'de Muhafazakâr Parti döneminde gerçekleşmiştir (Aktaran: Türk, 2014: 4). Muhafazakâr Parti iktidara geldiğinde seçim öncesi vadettiklerinden daha fazlasını yaparak kamu kesimi elindeki şirketlerin büyük bir bölümünü özel sektöre devretmiştir. 1991 yılı itibariyle, kamu kesiminin yarısından fazlası özelleştirilmiş; 650 bin işçi sektör değiştirmiş, 1 milyon 250 bin belediye konutu satılmış ve dokuz milyon insan özelleştirilen şirketlerin hisse senedine sahip olmuştur (Uyanık, 1993: 223-227).

1980 sonrası dönemde tüm dünyayı etkileyen özelleştirme akımı Türkiye'de de etkili olmuş, 24 Ocak kararlarıyla serbest piyasaya geçiş yönünde adımlar atılmış ve 1983 yılında yasal altyapısı oluşturulmuş, 1984 yılında da özelleştirme çalışmaları başlamıştır.

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından 1985 yılında yayımlanan Özelleştirme Ana Planı kapsamında, Türkiye şartlarında özelleştirmenin amaçları öncelik sırasına göre, pazar güçlerinin ekonomiyi harekete geçirmesine imkân verilmesi, verimliliğin ve randımanın artırılması, malların ve hizmetlerin kalite, miktar ve çeşitliliğinin artırılması, halka açık şirketlerin teşvik edilmesi, sermaye

piyasalarının geliştirilmesinin hızlandırılması, Hazinesin KİT'lere sağladığı mali desteğin asgariye indirilmesi, KİT'ler tarafından uygulanan tekelci fiyatlandırma ve dolaylı vergilendirmenin azaltılması, kamu görevlilerinin politika ve yönetmelik konularında çalışmalarına izin verilmesi, modern teknoloji ve yönetim tekniklerinin cezbedilmesi, çalışanlara hisse senedi vermek suretiyle iş verimliliğinin artırılması, kamu ve özel sektör kuruluşları arasındaki dengenin değiştirilmesi, yabancı yatırımlarla uluslararası ekonomik ve politik bağların kuvvetlendirilmesi, mevcut sermaye yatırımlarındaki iç karlılığın artırılması ve devlete gelir sağlanması olarak belirlenmiştir (Kilci, 1994: 2).

1.2.1. Dünya'da Özelleştirme Uygulamaları

Dünya'da özelleştirme programı uygulamış ve uygulayan ülkelere bakıldığında ortak bazı amaçlar olsa da ülkelerin koşullarına göre şekillendirdiği farklı öncelik ve amaçlarda gözlenebilmektedir. Öte yandan ülkelerin özelleştirme uygulamalarında farklı yöntemleri tercih edebildiği de dikkat çekici bir husustur.

Dünyadaki özelleştirme uygulamalarına bakıldığında 1979'da İngiltere'de başlayan özelleştirme rüzgârının 1990 sonrası Çekoslovakya, Polonya, Doğu Almanya, Asya'da Bangladeş, Malezya ve Sri Lanka, Latin Amerika'da Şili, Arjantin, Brezilya ve Meksika'da etkili olduğu ve özelleştirme konusunda ciddi mesafe kat edildiği görülmekle beraber özelleştirmenin en pozitif şekilde uygulandığı ülkenin İngiltere olduğu ifade edilebilmektedir (Çoban, 1997: 37-46).

Bazı çalışmalar özelleştirmeye ilişkin ilk tartışma ve uygulamaların 1980'lerin başında İngiltere'de başladığı sonucuna ulaşmaktadır. Thatcher hükümeti ile başlayan özelleştirme sürecinde; uygulamalar genellikle dilimler halinde hisse satışı ya da blok satış yolu ile şirket mülkiyetinin ya da kontrolünün özel sektöre devri şeklinde gerçekleştirilmiştir (Mandell, 2002). İngiltere'deki özelleştirme programı sonucunda kamu sektörü varlıklarında değer düşüşü gerçekleşmiş olmasına rağmen kamu finansmanında iyileşme olduğu ve kamu şirketlerinin ekonomiye katkısında azalma meydana geldiği yönünde genel kabuller bulunmaktadır. Ayrıca piyasa performansı artmış, etkinlik ve rekabet artışı sağlanmış ve hisse sahipliğinde büyüme meydana gelmiştir (Cartlidge, 2006: 19).

Fransa'da genellikle halka arz, açık arttırma ihale usülü ve çalışanlara satış yöntemi kullanılmıştır. Berne ve Porogel (2004) tarafından yapılan çalışmada özelleştirmelerin performans etkileri fiyatlar, verimlilik/maliyet yapısı ve finansman olarak üç genel başlıkta incelenmiş ve verimlilik/maliyet açısından özelleştirmeden sonra uluslararası büyümenin firma açısından daha kolay hale geldiği tespit edilmiştir.

Batı Almanya, özelleştirme uygulamasında ilk defa 1957 yılında başlamış ve başarılı özelleştirme örnekleri verilmiştir. Öncelikli olarak maden sektöründe faaliyet gösteren bir anonim şirket olan Preussap özelleştirilmiştir. Hisse senetlerinin satışa sunulması sırasında bir kişiye en çok 5 adet hisse senedi satılması şeklinde bir sınırlama getirilerek, hisselerin daha çok kişi tarafından alınması sağlanmıştır (Doğan, 1993:137). Doğu Almanya'nın KİT'leri ise Treuhandansalt (THA) isimli tek bir şirketin kontrolü altında toplanarak gerçekleştirilmiştir. THA özelleştirmeden en yüksek faydayı elde etme hedefinden ziyade satış sonrasında ilave yatırım ve istihdam taahhütlerinin üzerinde durmuştur. Oldukça başarılı ve hızla uygulanmış bir özelleştirme programı gibi gözükse de kurum aceleci olduğu ve şirketlerin yeniden yapılandırılmasında yetersiz kaldığı yönünde eleştirilmiştir (Uzun vd., 2010: 176).

Dünyada kamunun ekonomik sektörde en az yer aldığı ülke olan ABD'de özelleştirme uygulamaları diğer ülkelere nazaran farklılık göstermektedir. ABD'de özelleştirmeler için ciddi anlamda yapısal ve sistematik bir nedenin bulunmamaktadır. Özelleştirmeye yönelik uygulamalar daha çok etkinlik ve verimlilik kapsamında savunulabilmektedir. Kamu hizmetleri büyük oranda hizmet sözleşmeleriyle özel sektöre devredilmiştir. Ülkedeki özelleştirme çabalarının temelinde kamu bütçelerine daha fazla yük yüklemekten yeni altyapı hizmetleri sunmak veya mevcut hizmetleri iyileştirmek hususları yatmaktadır (Uzun vd., 2010: 178).

Doğu Avrupa'daki özelleştirme uygulamalarının milli ekonominin yeniden yapılandırılması şeklinde bir temel hedef üzerinde şekillendiği görülmektedir. Bu ülkelerde serbest piyasa sistemine geçiş kararlarından önce kumanda ekonomisi söz konusu olduğu için mülkiyetin kamu sektöründen özel sektöre devrinde özel

sektörün yeterli sermaye birikimi olmaması sebebiyle özelleştirme programlarında aksama meydana gelmiştir (Maclean vd., 2006: 218).

İngiltere, Şili, Jamaika, Meksika, Polonya, Filipinler, Togo gibi ülkeler nispi olarak satışları hızlı ve kolay, rekabet gücü yüksek, politik riskleri daha az olan küçük ve orta ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirilmesine öncelik verirken Arjantin ve Brezilya gibi ülkeler ise ciddi finansal bir çalışma gerektiren ve uzun bir süreçte başarılabilen büyük ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirilmesine öncelik vermişlerdir (Aktaran: Kabaklarlı, 2013: 43).

1.2.2. Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları

1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizlerin bir reçetesi olarak sunulan kamunun ekonomideki ağırlığını azaltma çalışmaları özelleştirme kavramının sıklıkla gündeme gelmesini sağlamıştır. Bu bağlamda Türkiye’de 1980’li yıllar itibariyle Türkiye’nin iktisat tarihine “24 Ocak Kararları” olarak geçen istikrar tedbirleri uygulaması ile serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecini başlatmıştır.

24 Ocak kararlarının temel amaçları, KİT’lerin Türkiye ekonomisi üzerindeki yükünü azaltarak, bunların serbest piyasa ekonomisi şartlarına göre çalışmalarını sağlayacak iyileştirme çalışmalarına başlamak ve KİT’leri zamanla özel sektöre bütünüyle devretmek, fiyat oluşum sürecini serbest piyasa mekanizmasına bırakmak, yabancı sermaye girişimini teşvik edici önlemler almak ve ithal ikameci bir iktisat politikası yerine ihracatı arttırmayı, ithalatı ise serbestleştirmeyi hedef alan bir dış ticaret politikası izlemektir (Akalın: 1990: 42).

1895-1989 yıllarını kapsayan beşinci beş yıllık kalkınma planında ilk kez KİT’lerin özelleştirilmesi gündeme gelmiş, 1990-1994 yıllarını kapsayan altıncı beş yıllık kalkınma planında özelleştirmenin temel amacı KİT’lerde etkinliği arttırmak ve sermayenin tabana yayılmasını sağlamak olarak belirlenerek bu doğrultuda özelleştirme faaliyetlerinin süratle gerçekleştirilmesi gerekliliği savunulmuştur.

Türkiye’de süreç içerisinde çeşitli kanun ve kararnameler çıkarılmış olsa da özelleştirme uygulamalarına ilişkin en kapsamlı ve temel nitelik taşıyan hukuksal altyapı 24.11.1994 tarih ve 4046 sayılı “ Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik

Yapılmasına Dair Kanun” kanun ile oluşturulmuştur (Delice ve Yavilioğlu, 2010: 324).

Türkiye’de özelleştirme yöntemlerinden; %44 oranında tesis ve varlık satışı, %36 oranında blok satış, %16 halka arz, %2 Borsa İstanbul’da satış ve yine %2 oranında bedelli devir gerçekleştirilmiş ve özelleştirmelerden 1985-2003 yılları arasında 8240 milyon dolar elde edilmiştir, öte yandan yıllar itibariyle en çok gelir 12486 milyon dolarla 2013 yılında elde edilmiştir (ÖİB, 2014).

Türkiye’de 1985 yılından itibaren 270 kuruluşdaki kamu hisseleri, 22 yarım kalmış tesis, 1602 taşınmaz, sekiz otoyol, iki boğaz köprüsü, 123 tesis, altı liman, şans oyunları lisan hakkı ile araç muayene istasyonları özelleştirme kapsamına alınmıştır. 25 kuruluşdaki kamu payı ile dört taşınmaz daha sonra özelleştirilme işlemine tabi tutulmaksızın kapsamdan çıkarılmak, tasfiye edilmek veya kapsamda olmayan başka bir kuruluşla birleştirilerek tüzel kişiliği sona erdirilmek üzere devredilmiştir. İdare tarafından 1986 yılından bugüne kadar 204 kuruluşta hisse senedi veya varlık satış/devir işlemi yapılmış ve bu kuruluşlardan 194 ünde hiç kamu payı kalmamıştır. Bir bölümü vadeli ve döviz cinsinden gerçekleştirilen hisse senedi ve varlık satış işlemlerinden Haziran 2014 itibariyle 54,5 milyar \$ net giriş sağlanmıştır. Halen ihale veya satış/devir prosedürü devam eden sekiz tane kuruluş ve çok sayıda taşınmaz bulunmaktadır. (ÖİB)

Yavilioğlu vd., (2010: 711) tarafından 1986-2008 yılları arasında özelleştirilen 77 şirkete ilişkin yapılan analizler neticesinde;

- Özelleştirilen 30 şirketin hem özelleştirme öncesi ve sonrasında da kar elde ettiği, 18 şirketin özelleştirme öncesinde zarar ederken daha sonrasında kar elde ettiği,
- 11 tanesinin özelleştirme öncesi kar ederken daha sonrasında zarar ettiği, 7 tanesinin hem özelleştirme öncesinde hem de sonrasında kar elde ettiği,
- Şirketlerin 27 tanesinden temettü sağlanabildiği,
- Özelleştirme Fonu’nda 31 şirkete kaynak aktarıldığı,

- İncelemesi yapılan şirketlerden 64 tanesinde alıcılar tarafından yatırım yapıldığı,
- İncelenen şirketlerden 33'ünde personel artışı olurken 44 şirkette personel azalışı olduğu,
- Analizi yapılan şirketlerden 64'ünden çalışmakta iken işten çıkartılarak diğer kamu kurum ve kuruluşlarına geçici personel olarak atananlarla beraber özelleştirme uygulamaları ile birlikte toplam istihdam sayısında 16.803 kişilik bir artış olduğu,
- 68 şirkette üretime devam edilirken dört şirkette faaliyet kalmadığı için başka kamu şirketleri ile birleştirilerek tüzel kişiliklerinin sonlandırıldığı tespit edilmiştir.

1.3. Özelleştirmenin Amaçları

1.3.1. Mali Amaçlar

Özelleştirme ile gerçekleştirilmesi hedeflenen mali amaçları devlete gelir sağlamak, kamu sektörünün dış finansman ihtiyacını azaltmak yoluyla hazinenin yükünü azaltmak ve vergileme yapısını değiştirmek şeklinde sıralayabiliriz.

-Devlete Gelir Sağlamak: Asıl amacı ekonomik olan özelleştirmeler yoluyla bazen sırf devlete gelir sağlamak amaçlanabilmektedir. Hızla artış gösteren devlet gelirlerinin neden olduğu mali kaynak bulma sıkıntısı hususunda iç ve dış kaynaklardan borçlanma suretiyle temin etmek yahut özel yatırımların azalmasına neden olması muhtemel olan vergi yükünü arttırmak yerine özelleştirme ile gelir sağlama yolu tercih edilebilir. Diğer gelir kaynaklarının güvensizliği ve vergi nedeniyle ortaya çıkabilecek tepkiler kaynak sağlamada özelleştirmeyi daha cazip hale getirebilir (Alper, 1994: 16). Ancak özelleştirmeyi diğer gelir kaynakları gibi bir gelir aracı olarak görmek yanlıştır. Çünkü sadece gelir sağlamak amacıyla yapılacak özelleştirmelerin orta ve uzun vadede neden olacağı sorunlar kısa vadede sağlayacağı faydadan daha büyük olabilir (Demirbaş ve Türkoğlu, 2002: 246).

Yapılan bazı ampirik çalışmalara göre özelleştirme devlete gelir sağlamak için her zaman kullanılabilir doğru bir yol değildir. Latin Amerika üzerinde yapılan çalışmalarda özelleştirmeden devletin elde ettiği gelirin çok az olduğu, bütçe açıklarını kontrol altına almada zaman aldığı için finansal problemleri çözmede yardımcı olamadığı sonuçları elde edilmiştir (Pinheiro ve Schneider, 1995).

-Dış Finansman İhtiyacını ve Hazinenin Yükünü Azaltmak: Özelleştirmeler çeşitli sektörlerdeki teşebbüslerin kamu bütçesi kısıtlarına tabi olmasından kaynaklanan finansman yetersizliklerine karşı bir çare olarak kullanılabilir (Bishop, Kay ve Mayer, 1994: 3). Devletlerin ekonomik hayata müdahalesi arttıkça kamu harcamaları artmış ve hazinenin finansman yükünü arttırmıştır. Söz konusu harcamaların finansmanı için maliyeti yüksek finansman yöntemlerine başvurulmuştur. Yurtiçi tasarrufların yetersiz olması sebebiyle iç borçlanmalarda, kredi itibarının düşük olması sebebiyle ise dış borçlanmada zorluk çeken ülkelerde özelleştirme ile hazinenin finansman yükü azalacaktır (Tümer, 2004: 28).

Bunun yanında hükümetler özelleştirmeden elde edilecek gelirlerle kamu borçlarını ödemek için gerekli finansmanı sağlayabilir. Ayrıca devletin asli görevlerini yerine getirmesini sağlamak için bu gelirleri kullanmak borçlanma ihtiyacını azaltacak ve vergi artırımını gibi politikalara gerek kalmayacaktır (Şanöz, 2007: 13).

-Vergileme Yapısını Değiştirmek: Hükümetler KİT'ler tarafından üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarını adaletsiz bir vergi türü olan enflasyon vergisi almak çerçevesinde bir vergi aracı olarak kullanabilmektedir. Devletin KİT ürünlerini kullanarak kazanmış olduğu bu dolaylı vergi kamu işletmelerinin özel sektöre devri ile yerini özel teşebbüslerden elde edilen gelir ve kurumlar vergisi gibi dolaysız vergilere bırakacaktır.

Vergi yapısını bozan, vergi gelir kaybına yol açan, kamunun hizmetlerinden yararlanmasına rağmen vergisini ödemeyen kişilerin yol açtığı problem olarak tanımlanabilen “bedavacılık sorunu” (free rider problem) özelleştirme tarafından; özel mülkiyetin kamudan devraldığı kamuya ait işletmeleri bedavacılığa yer

vermeden denetlemesi ve hizmetleri etkin bir biçimde fiyatlaması ile ortadan kaldırılabılır (Kabaklarlı, 2013: 15).

1.3.2. Sosyal Amaçlar

Özelleştirmenin sosyal amacı olarak gelir dağılımındaki eşitsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermayenin tabana yayılması gösterilmektedir (Yaralıoğlu, 1992: 2). Servet dağılımının düzeltilmesi ve servetin daha geniş kitlelere yayılması amacıyla özelleştirme bir araç olarak kullanılabilir. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için KİT'lerin geliri düşük kişilere satışında kolaylık sağlanmalıdır (Tandırcıoğlu, 2002: 200). Ayrıca sermayenin tabana yayılması gerçekleştiği takdirde gelir dağılımının da adil bir yapıya kavuşturulması mümkün olabilecektir (İnan, 1994: 135).

Öte yandan özelleştirme ile serbest rekabet düzeni içinde kıt kaynakların etkin dağılımı gerçekleşecek bu da toplumsal refahın optimizasyonunu sağlayacaktır. Özellikle kapitalist ülkelerde kişilerin ücret gelirleri yanında sermaye mülkiyetine sahip olmaları ve buradan da gelir elde etmeleri istenmektedir. Bunun için KİT hisselerinin halka satılarak mülkiyetin yaygınlaşması, toplum huzurunun ve toplumsal dayanışmanın artırılması sağlanabilir (Üzümcü, 2007: 107).

Bu kapsamda özelleştirmede hedeflenen sosyal amaçlara ulaşabilmek için özelleştirme programları makroekonomik ve sosyal politikalar ile uyumlu olmalı ve program kapsamında alınacak tedbirlerle denetlenmelidir.

1.3.3. Siyasal Amaçlar

Özelleştirmenin hangi amaçla yapıldığından bağımsız olarak, bu uygulamalardan siyasal sonuçlar elde etmek mümkündür. Siyasal sonuçlara ulaşmanın mümkün olduğu özelleştirme uygulamaları siyasal amaçlarla da uygulamaya konulmaktadır. Özellikle iktidardaki siyasi partilerin ekonomiye bakış açıları özelleştirme politikalarının belirlenmesi ve uygulanması açısından önem arz etmektedir (Çoban, 1997: 46). Kapitalist ideolojilerinde bireysel özgürlükler ön planda olup devletin ekonomiye müdahalesi kabul edilmemektedir. Bu görüşe göre ekonomi serbest piyasa kurallarıyla işlemelidir (Kepenek, 1990: 150). Bu sebeple devlet asli görevlerine dönmeli ve kamunun ekonomi içerisindeki yeri düzenleme ve denetleme işleviyle sınırlı kalmalıdır. Devletin büyümesi bir yandan kamusal

harcamaların milli gelir içindeki payının artmasına diğer yandan devletin ekonomiye dolaylı ve dolaysız müdahalelerinin artmasına sebep olmaktadır. Yaşanan bu durum serbest piyasa düzeninin karar alma mekanizmalarını bozarak rasyonelliği ortadan kaldırmaktadır (Oyan, 1994: 173).

Devleti küçültme amacının yanında özelleştirmenin demokrasinin gelişmesine katkıda bulunacağı da düşünülmektedir. Demokrasinin serbest bir ortamın varlığını öngörmesinden hareketle, devletlerin ekonomik faaliyetler üzerinde herhangi bir sınırlandırma yapmaması, serbest piyasanın işleyişine müdahale etmemesi ile birlikte demokrasinin gelişip güçlenmesine katkı sağlanması düşünülmektedir (Sezgin, 2010: 158).

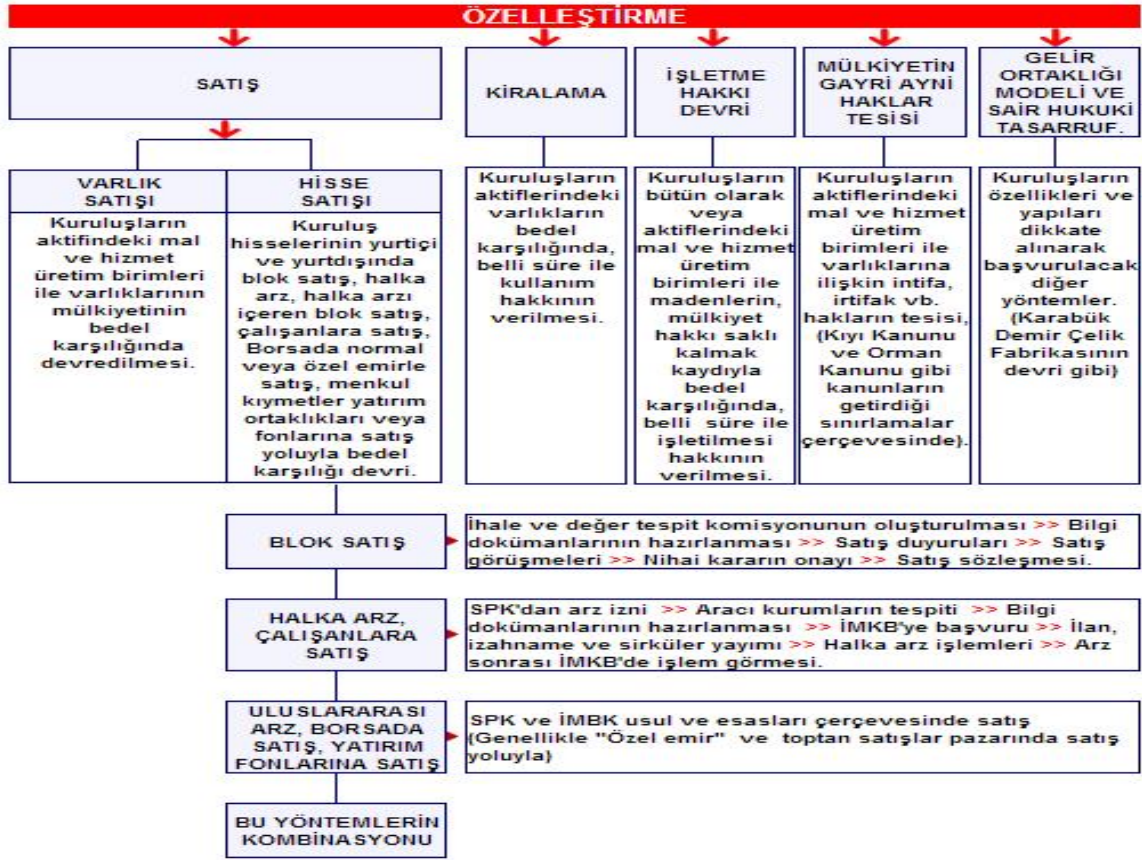
Dolayısıyla özelleştirmeler yoluyla devlet ekonomik tercihlere müdahaleden uzak tutularak tüm ekonomik faaliyetlerin şartlar imkân verdiği ölçüde özel girişim tarafından gerçekleştirilmesi sağlanabilir.

Birçok ülkede özelleştirmenin amaçlarından birisi de devletin sendikaların baskısını azaltmak ve sendikalardan kurtulma isteğidir. KİT'ler üzerinde sendikaların sahip olduğu kuvvetli baskı iktidarları etkileme gücüne sahiptir. Özelleştirme ile KİT'ler özel sektöre devredilerek bir yandan sendikaların gücü zayıflatılırken diğer yandan da KİT'lerin sendikalar eliyle iktidar üzerinde oluşturdukları baskı azaltılacaktır. Diğer yandan ücretler serbest piyasa koşullarında sendikalar ve işverenler arasındaki pazarlığa göre belirlenecek, böylelikle sendika baskıları nedeniyle oluşan şişirilmiş ücretlerin yerini daha gerçekçi bir ücret sistemi alacaktır (Sönmez, 1994).

1.4. Özelleştirme Yöntemleri

Dünyadaki ülkeler, kamu varlıklarının özelleştirilmesinde ülke ekonomisinin başlangıç koşulları ve sorumlu siyasi partinin ekonomik ideolojilerine bağlı olarak farklı yöntemler takip etmişlerdir (Filipovic, 2005: 3). Bu kapsamda Özelleştirme İdaresi başkanlığınca tematize edilen yöntemler Şekil-1'de yer almaktadır.

Şekil- 1: Özelleştirme Yöntemleri



Kaynak: ÖİB, 2014.

Genel olarak özelleştirmede satış, kiralama, işletme hakkı devri, mülkiyetin gayri ayni haklar tesisi ve gelir ortaklığı modeli ve sair hukuki tasarruf yöntemleri bulunmaktadır. Satış yöntemi ise kendi içerisinde varlık satışı ve hisse satışı olarak ikiye ayrılmaktadır. Hisse senedi satışları; blok satış, halka arz-çalışanlara satış, uluslararası arz-borsada satış-yatırım fonlarına satış ve bu yöntemlerin kombinasyonu şeklinde yapılabilmektedir.

Özelleştirme yöntemi seçilirken (Taner, 2006:100);

- Özelleştirmenin amacı
- Özelleştirilecek kuruluşun faaliyet gösterdiği sektör
- Özelleştirilecek kuruluşun içinde bulunduğu finansal yapı
- Özelleştirilecek kuruluşun sahip olduğu teknolojik yeterlilik

- Özelleştirilecek kuruluşun karlılığı
 - Özelleştirilecek kuruluşun iş potansiyeli
- hususları göz önünde bulundurulmalıdır.

Özelleştirmenin geniş anlamda tanımının oldukça kapsamlı olması sebebiyle özelleştirme yöntemlerinin sınıflandırılmasına ilişkin olarak bir görüş birliğine varılamamıştır. Bu nedenle çoğunlukla kullanılan özelleştirme yöntemleri; herhangi bir sınıflandırmaya tabi tutulmadan aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

1.4.1. Şirketleştirme

Şirketleştirme kavramı bir KİT'in özel sektöre satılmadan önce özel bir şirkete dönüştürülmesini ifade etmektedir. Bu yöntemde devlet KİT'e ait bütün hisseleri elinde bulundurmaktadır.

Makul bir şirketleştirme yapabilmek için karar verilmesi gereken konuların başında dışarıdan uzmanların katkısıyla dahi tam ve doğru bir şekilde yerine getirilmesi pek mümkün olmayan KİT bilançosunun değerinin çok iyi bir şekilde belirlenmesi gerekliliğidir (Graham, 2003: 90).

Şirketleştirme yönteminin temel gereksinimleri; net ve çelişkili olmayan hedeflerin konulması, liyakate dayalı yönetim kurulu üyeleri ve personelin atanması, yönetsel özerklik, etkili performans izleme sistemi, ücretlendirme ve hizmette piyasa şartlarına uygunluk, performansa dayalı ödül ve ceza sistemi, rekabet ortamının kurulması, özel işletmeler gibi vergi yükümlülüğü, ticari muhasebe uygulamaları, sübvansiyonların eliminasyon ve tüketici ve pazar odaklı yaklaşımın benimsenmesi şeklinde sıralanabilir (Sharma, 2006: 630).

Şirketleştirme uygulamasının son dönemlerde yaygın olarak kullanılmakta olan bir diğer şekli ise mahalli idareler tarafından şirket kurularak ya da kurulan veya var olan bir şirkete ortak olunmasıdır. İlgili mahalli idare şirketin kurulmasından sonra sözleşme dâhilinde bahse konu şirketten hizmet satın almaktadır (Delice, 2010: 52).

1.4.2. Satış Yöntemi

Kamu kuruluşlarının aktiflerinin blok halinde kısmen ya da tamamen satışa arz edildiği bu yöntemde devredilen hisse miktarı genellikle şirkette yönetimin

kontrolünü sağlayan büyüklükte olmaktadır. Ancak zaman zaman yönetimde kontrol hakkı vermeyen blok hisse satışları da yapılabilmektedir. Bu tür uygulamaları genellikle yatırım fonları talep etmektedir (Delice, 2010: 52). Çok büyük sermayeye sahip bir kamu işletmesinin bir özel kişi ya da kurumun almasının zorluğu sebebiyle doğrudan satış yönteminin uygulanabilmesi için özelleştirilecek kamu kuruluşunun gerek sermaye gerekse aktifler bakımından çok büyük olmaması ve işletmenin mali performansının çok iyi olması gerekmektedir (İnan, 1994: 140).

Yöntemin en önemli avantajı özelleştirmenin çabuk gerçekleştirilmesidir. Etkin uygulama şartlarında olumlu sonuçlar elde edilmesi mümkün olan bu yöntem özellikle satış fiyatının tespitinde karşılaşılan sakıncalar nedeniyle ve milli gelirin adaletsiz dağılımına yol açtığı gerekçeleriyle eleştirilmektedir. Yönteme ilişkin bir başka eleştiri ise satışta subjektif değerlendirme payının mevcut olmasıdır. Ayrıca özelleştirme amaçları içerisinde belirtilen sermaye piyasasının gelişmesi, yaygın mülkiyet ortaklığı ve küçük tasarrufların hisse senetlerine yöneltmesi gibi özelleştirmeden beklenen yararları sağlamaktan uzak bulunması yöntemin en önemli dezavantajlarından biridir (TÜSİAD, 1986: 88).

1.4.3. İhale Yöntemi (Contacting-Out)

İhale yönteminde daha önce kamu kurumları tarafından icra edilen kamu hizmetlerinin taşeron bir firma ile özel sektöre yaptırılması söz konusudur. Bu tarz bir taşeronluk hizmeti çöplerin toplanması gibi bütün bir kamu hizmetini kapsayabileceği gibi, su ya da elektrik sayaçlarının okunması ve faturalandırılması, ambulans ve diğer acil hizmetler, yol yapımı, inşaat hizmetleri vb. kamu hizmetinin bir kısmını da kapsayabilmektedir (Seven, 2001: 24). Bu yönteme uygulamada yerel yönetimler tarafından kamu hizmetlerinin gerçekleştirilmesinde daha çok rastlanılmaktadır. Kamusal nitelikteki mal ve hizmetlerin özel sektör kuruluşunun karar verme yetkisinde üretilmesi rekabeti kurumsallaştırarak hizmetlerin daha iyi ve verimli yapılmasını sağlamakta olup bu husus yöntemin en büyük avantajı olarak ifade edilebilir.

1.4.5. Yönetim Devri Yöntemi

Bu yöntemde özel sektör tarafından belirli bir sabit bedel karşılığında mülkiyeti kamuya ait olan birimlerin yönetimi devralınmaktadır. Devir işlemi sonucunda özelleştirmeye konu kamu işletmesinin mülkiyeti devlette kalmakta, sadece işletmenin yönetimi bir antlaşma çerçevesinde özel sektöre devredilmektedir (Ganmet, 2006: 59). Bu yöntem daha çok hava alanları ve atık su ünitelerinin özelleştirilmesinde kullanılmaktadır. Doğrudan satış yöntemine kıyasla daha az tartışmalı olması, varlık yoğunlaşma riskini azaltarak verimliliği artırma potansiyeli yöntemin avantajlı yönüdür.

1.4.6. İmtiyaz Devri Yöntemi (Franchising)

Bu uygulama doğal tekel karakteristiğine sahip piyasalarda rekabeti arttırmaya yönelik bir özelleştirme aracı olarak karşımıza çıkmaktadır (Dnes, 1995: 2). Bu sistemde devlet belirli bir alandaki üretimin finansmanını kısmen veya tamamen kendisi sağlarken mal ve hizmet üretimi özel kesim tarafından yapılmaktadır. Özel sektör tarafından üretilen hizmetin kullanıcılarının doğrudan tedarikçiye ödeme yapmaları sebebiyle imtiyaz sözleşmeleri tüketicilerin belirlenebildiği ve üretilen hizmetin fiyatlandırılabilir olduğu durumlarda yapılabilmektedir. Franchise yöntemi ile devlet kendisi tarafından denetlenmesi mümkün olan ve belirli bir standarta bağlanmış bir sürüm ve dağıtım ağı kurarak özel kesimden bir dağıtım aracısı olarak yararlanmaktadır (Delice, 2010: 57). İmtiyaz devri yöntemi günümüzde gelişmekte olan ülkelerde enerji, telekomünikasyon ve su gibi alanlarda yoğun olarak kullanılmaktadır.

1.4.7. Finansal Kiralama Yöntemi (Leasing)

Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu'nda yer alan tanıma göre Finansal Kiralama : *"Bir finansal kiralama sözleşmesine dayalı olmak koşuluyla, bu Kanun veya ilgili mevzuatı uyarınca yetkilendirilen kiralayan tarafından finansman sağlamaya yönelik olarak bir malın mülkiyetinin kira süresi sonunda kiracıya devredilmesi; kiracıya kira süresi sonunda malın rayiç bedelinden düşük bir bedelle satın alma hakkı tanınması; kiralama süresinin malın ekonomik ömrünün yüzde sekseninden daha büyük bir bölümünü kapsamaması veya finansal*

kiralama sözleşmesine göre yapılacak kira ödemelerinin bugünkü değerlerinin toplamının malın rayiç bedelinin yüzde doksandan daha büyük bir değeri oluşturması hâllerinden herhangi birini sağlayan kiralama işlemi” ifade etmektedir (6361 sayılı kanun, 2012).

Mülkiyet transferi söz konusu olmadığından finansal kiralama gerçek bir özelleştirme yöntemi kapsamında değerlendirilmemektedir. Ancak bu yöntemle özelleştirilecek KİT'lerin mali yapıları güçlendirilerek serbest piyasa koşullarında rekabet edecek bir duruma getirilmesi mümkün olmaktadır (Akbelen, 2007: 18).

1.4.8. Kupon Yöntemi

Kupon yöntemi; devletin gelir düzeyi düşük ve/veya belirli tüketici sınıflarının belirli mal ve hizmetleri tüketmesi amacıyla söz konusu mal ve hizmetlerin bedelini kapsayan bir kupon vermesi ve bu kişilerin mal ve hizmetleri özel sektörden bu kupon karşılığında temin etmelerine dayalı bir yöntemdir (Tümer, 2004: 36). Kuponların verileceği tüketici gruplarını belirlemek yöntemin uygulamasında karşılaşılan en büyük engeldir.

Devletin düşük gelirli vatandaşlara ya da kamu personeline devlet hastanelerinde düşük bedelle veya bedelsiz sağlık hizmeti sunmak yerine, söz konusu kişilere sağlık kuponu vererek sağlık hizmetini özel hastanelerden temin etme imkânı sağlaması kupon yolu ile satış yöntemine örnek verilebilir (Aktaran: Kabaklarlı, 2013: 29)

1.4.9. Fiyatlandırma Yöntemi (User Charges)

Faydaları bölünebilen ve kullanıcıları tüketicilerinden ayrılabilen yüksek eğitim, sağlık hizmetleri ve elektrik gibi mal ve hizmet türleri ya devlet tarafından bedava sağlanarak vergilerle finanse edilir veya faydalanan bireyler kullanım ücreti ödeyerek bu hizmetlerden faydalanırlar. Bu yöntemde daha önce kamu kesimince üretilen mal ve hizmetleri kullanan tüketiciler tükettikleri miktara bağlı olarak bir bedel öderler. Kamusal mal ve hizmetlerin yararlananlar tarafından finanse edilmesini ve özel kesimce daha fazla üretim yapılmasını amaçlayan bu yöntemde kullanıcıdan karşılık alınarak hizmetin gerçek masrafını karşılamak

amaçlanmaktadır. Yükseköğretimdeki harç uygulamaları fiyatlama yöntemine de örnek olarak gösterilebilir (Delice, 2010: 59).

1.4.10. Ortak Girişimler (Joint Venture)

Hukuken ve iktisaden kendi faaliyetlerini sürdürmekte olan iki veya daha çok ortağın belirli bir iş konusunda sürekli veya süreye bağlı bir şirket kurup, kurdukları bu şirkete kendi faaliyetlerini sürdürdükleri şirket üzerinden teknik, mali ve ticari destek sağlamak üzere kurdukları ortaklığa ortak girişim (joint venture) adı verilmektedir (Aktaran: Kayar, 2003: 13). Günümüzde ortak girişim çoğunlukla kamu-özel sektör işbirlikleri denilen ve kamu sektörü ve özel sektörün farklı şekillerde faaliyetini esas alan sözleşmelerle yürütülmektedir.

İktisadi alanda yeni yatırımlar yapmayı hedefleyen devlet işletmeleri, bu yatırımlarını yerli veya yabancı özel sektör işletmeleri ile kuracakları ortaklıklar ile gerçekleştirebilirler. Kamu sektörüne ait kuruluşlar doğrudan bir ortak girişim grubuna ortak olabileceği gibi kurulacak yeni bir şirket ile de ortaklığa katılabilmektedir. Bu yöntemle yapılacak özelleştirmelerde, devletin özelleştirilecek kuruluş üzerindeki etkinliği devam etmektedir (Delice, 2010: 61).

1.4.11. Çalışanlara Hisse Devri Yöntemi

Bu yöntem devlete ait bir kuruluşun; hisselerin satışı veya varlıkların devri şeklinde çalışanlarına veya yöneticilerine satılmasıdır. Bu yöntemle amaçlanan çalışanların işletme sahibi konumuna getirilmesiyle özelleştirilen kamu kuruluşunun daha etkin ve verimli çalışmasıdır (Tümer, 2004: 33). Bu yöntem; politik olarak çekiciliği ve görece olarak uygulanabilirliğinin daha kolay olması sebebiyle Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinde oldukça yaygın bir şekilde kullanım alanı bulmuştur. Özellikle İngiltere’de gerçekleştirilen özelleştirmelerin birçoğu bu yöntemle gerçekleştirilmiştir. Yönetilen ve yönetime hesap veren şahısların aynı kişilerden oluşması sebebiyle bu yöntemle gerçekleştirilen özelleştirmelerde yönetim ilişkileri açısından sorunlar yaşanabilme ihtimali yöntemin en büyük dezavantajıdır (Delice, 2010: 58).

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSAL PİYASALAR

Finansal piyasalar; tasarruf fazlası bulunanlar ile fon açığı bulunup borç talep edenler arasında aracı kurumlar vasıtasıyla fon transferinin sağlandığı finansal sistemin bir parçasıdır. Bu bölümde etkin ve sağlam bir yapıya sahip olması ülke ekonomileri açısından ciddi öneme sahip olan finansal piyasalara ilişkin bilgiler verilecektir.

2.1. Finansal Piyasaların Tanımı

Yatırım kavramı eldeki mevcut fonların gelecekte gelir getirmesi beklenen çeşitli alanlara tahsis edilmesi olarak tanımlanır. Yatırımlar sabit yatırım olarak gerçekleştirilebileceği, gibi finansal yatırım şeklinde de gerçekleştirilebilirler. Sabit yatırımlar herhangi bir ürün ya da hizmetin üretilmesi suretiyle yatırımcının servetinin artırılmasını amaçlayan yatırımlarken; finansal yatırımlar herhangi bir finansal varlığı ya da başka bir ifadeyle menkul kıymetin gelir elde etmek ya da mevcut serveti arttırmak amacıyla satın alındığı yatırımlardır (Konuralp, 2005: 3).

Her ekonomik birimin çeşitli sebeplerden dolayı fona gereksinimi vardır ekonomik birimler fon gereksinimlerini öncelikle kendi öz kaynakları ile karşılarlar. Bir ekonomik birimin tasarruflarından fazla yatırım yapmak istemesi ya da başka bir nedenden ötürü ekstra fona ihtiyaç duyması ek finansman gereksinimi yaratır. Böylece dış finansman kaynaklarına ve dolayısıyla finansal piyasalara başvurulur (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 1). Finansal piyasalar, fon fazlası bulunanların fonlarının fon eksiği bulunanlara transfer edilmesini sağlayan ve bunu finansal araçlar ve araçlar aracılığı ile gerçekleştiren piyasalardır (Mishkin, 2004: 3).

2.2. Finansal Piyasaların Yapısı

1980'li yıllarda dünya ticaretinin dışa açık hale gelmesi ile ekonomik faaliyetler gün geçtikçe artmaya başlamıştır. Bu da faaliyette bulunan ekonomik birimlerde ciddi finansal taleplere neden olmuştur. Finansman ihtiyacını öz kaynaklarından gideremeyen birimler dış finansmana ihtiyaç duymuştur. Bunun

yanında ekonomide fon fazlalığı olan birimlerin de olması iki tarafı ortak bir amaç doğrultusunda karşı karşıya getirmiştir. Finansal sistem yatırım tasarruf denkleğini sağlamaya aracılık ederek tam da bu noktada kendini göstermektedir. Finansal piyasanın yapısı borç ve alacaklıya aracılık eden araç ve kurumlardan oluşmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 1). Finansal yapı ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstermekle birlikte genel olarak beş unsurdan oluşur. Bu unsurlar şunlardır (Uludağ ve Arıcan, 1999: 113-16):

- Fon arz edenler (tasarruf sahipleri)
- Fon talep edenler (yatırımcılar)
- Fon akımına aracılık eden yardımcı kuruluşlar
- Yatırım ve finansman araçları
- Hukuki ve idari düzen

Finansal yapı fon arz edenlerle fon talep edenleri üç temel bileşen ile bir araya getirebilmektedir. Bunlar: Finansal kuruluşlar, finansal piyasalar ve finansal araçlardır. Finansal kurumlar, finansal araçların değişimine aracılık ederler. Finansal piyasalar, piyasa katılımcıları arasında kaynakların akışının sağlandığı organizasyonlardır. Finansal araçlar ise finansal kesimler arasında paranın değişimi ile paranın belirli vadedeki taahhütlerini taşır (Uludağ ve Arıcan, 1999: 113-16). Genel itibariyle tanımladığımızda finansal sistem, fon kullananlar ile fon arz edenlerin, fon akımını gerçekleştiren kurumların, finansal araçların ve tüm bu unsurları düzenleyen hukuki- idari kurallar bütünü oluşturduğu sistemdir (Kargı, 1998: 29).

2.3. Finansal Piyasaların İşleyişi

Finansal piyasa katılımcıları; hane halkı, özel sektör işletmeleri, kamu, kamuya ait kuruluşlar, yerel yönetimler ve belediyeler, uluslararası bireysel ya da kurumsal yatırımcılar olabilir.

Bir ekonominin sağlıklı işlemesi, fonların tasarruf edenlerden yatırımcılara doğru ve etkin bir şekilde akışını sağlayacak işlevsel olarak etkin finansal piyasaların

varlığına dayanmaktadır. Fonların etkin akışı sağlanamazsa ekonomi fonksiyonunu yerine getiremez (Konuralp, 2005: 16).

2.4. Finansal Piyasaların Fonksiyonları

Finansal sektörün fonksiyonlarını anlamak için finansal yapı ve hizmetlerin sağlanması arasındaki ilişki incelenmelidir. Bu bakımdan finansal sistem; banka, para gibi belli enstrümanlara odaklanmayı engelleyerek finansal yapı ve finansal fonksiyonlar arasındaki ilişkiyi incelemenin daha doğru olacağı bir alanı temsil etmektedir. Ülkelerin gelişimlerini sürdürebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri yatırımlarda sağlanan artıştır. Yatırımların artması yatırımda kullanılacak fonlardaki artışa bağlıdır. Yatırıma dönüştürülmek istenen fonların kısıtlı oluşu ve verimli alanlarda kullanılmaması olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bu noktada finansal piyasalara önemli görevler düşmektedir (Levine, 1997: 691). Finansal piyasanın fonksiyonlarını (Kar vd., 2008: 193-99);

- Risk yönetiminin kolaylaştırılması
 - Fon akışını sağlamak
 - Bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmek
 - Tasarrufların mobilizasyonu
 - Yöneticilerin izlenmesi
 - İşlem maliyetlerinin düşürülmesi ve uzmanlaşma
 - Değişimi kolaylaştırmak
 - Finansal aracılığın maliyetinin düşürülmesi
- şeklinde yedi başlık altında toplamak mümkündür.

Finansal varlığın riski, getirisinde ölçülebilir belirsizlik olarak tanımlanabilir. Risk finansal varlığın fiyatını belirleyen en önemli özelliktir. Devlet tahvili ve bonolarının riski sıfır alarak kabul edilir. Çünkü devletin para basma gücü vardır ve vadesi gelen faiz ve anaparanın ödenmemesi gibi bir durum olmayacaktır. Özel kişi ve kurumlara ait finansal varlıklar risk taşırlar (Aydın, 2001: 360). Finansal işlemlerde risk likidite riski ile duruma özel risk olarak iki başlık altında incelenir

(Levine, 1997: 691). Likidite riski, varlıkların değişim aracına dönüştürme sürecinde belirsizlikten kaynaklanan risk, sahip olunan varlığın istenildiğinde paraya çevrilememe ve kıymetin cari hesap değeri altında elden çıkarılması durumlarıdır. Duruma özel risk ise içinde bulunulan durumdan kaynaklanan risklerdir. Finansal sistem yatırımcılara özellikle likidite ve yatırım riskini azaltma olanağı sunmaktadır (Kar vd., 2008: 194-96).

Finansal sektörün fon akışı sağlamadaki rolü, birbirinden habersiz fon sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bağlantıyı kurmak, fonlar fon sahiplerinden toplanırken zaman kazanmak ve maliyeti azaltmaktır (Levine, 1997: 69). Finansal sektörde yönetim ve piyasa koşullarının denetimi zor ve maliyetlidir. Kişi ya da kurumlar finansal alanda yeteri kadar bilgi sahibi olamayabilir ya da zaman sorunu yaşayabilir. Günümüzde bilgi önemli ve pahalı bir maliyettir ve zaman ister. Finansal araçlarla maliyet ve zamandan tasarruf etmek mümkündür. Kişi ya da kurumlar bu gibi sebeplerden dolayı finansal araçlara başvurur.

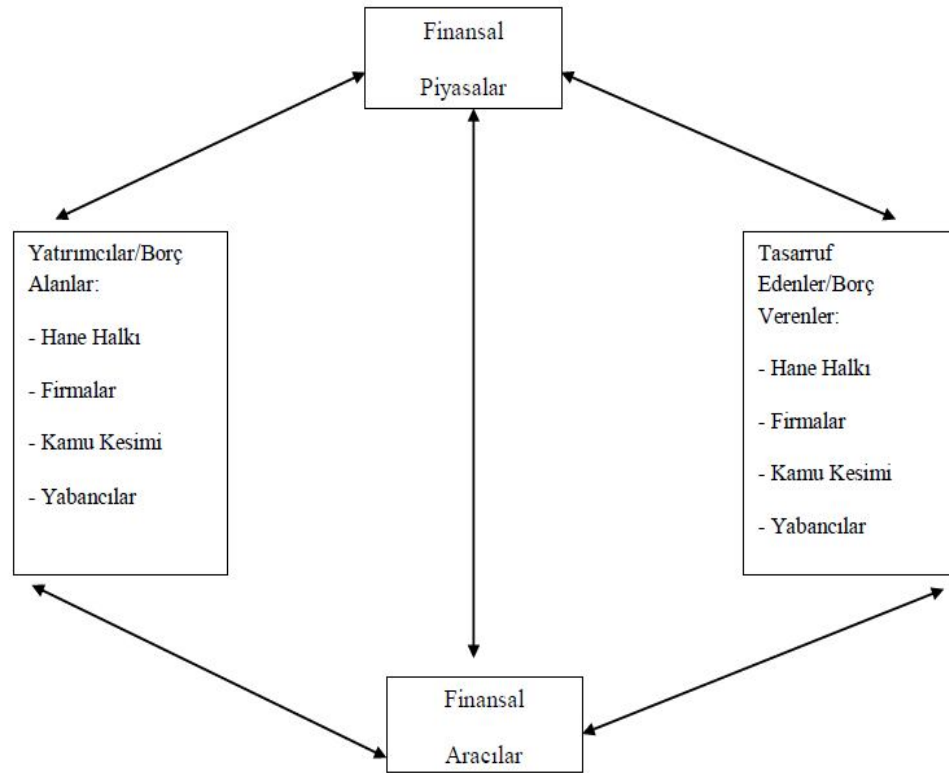
Tasarrufların mobilizasyonu olarak adlandırılan fonksiyon ile risk dağıtılarak likidite güçlendirilir ve kaynak dağılımında iyileştirme sağlanır. Ayrıca finansal araçlar verimsiz alandaki fonları verimli alanlara aktarmayı da sağlar. Bir finansal sistem yatırımları ne kadar hızlı ve az maliyetle yatırıma aktarabiliyorsa etkinliği o kadar yüksektir (Kar vd., 2008: 197). Önemli olan az maliyetle yüksek kar elde etmektir. Tasarruf sahipleri kar elde ederken yatırımcılar da ihtiyacı olan finansal kaynağı elde etmiş olurlar.

Finansal sistemdeki aracı kurumların izlenmesi, performansın takibi ve artması adına önem taşır. Dolayısıyla performansı iyi olmayan ya da görevini kötüye kullanan yöneticilerin görevden uzaklaştırılması söz konusu olur. Bu durumda kişi görevden alınma ya da uzaklaştırılma korkusuyla daha etkin çalışır. Böylece daha iyi bir şirket kontrolü sağlanır ve etkinlik artmış olur (Bayraktar, 1999: 8). Finansal piyasalarda verimin artmasının diğer bir unsuru da uzmanlaşmadır. Uzmanlaşma maliyeti düşürücü bir etkidir. Adam Smith'in 1776 Milletlerin Zenginliği adlı eserindeki örneklemede olduğu gibi finansal alanda da işin uzmanlar tarafından yapılması maliyeti azaltıcı bir unsurdur. Uzmanlaşmayla birlikte yapılan işteki kalite düzeyi arttırılarak, doğru yönlendirmeyle fon akımı doğru şekilde sağlanmış olur.

Küreselleşen bir dünyada değişim oldukça kolaylaşmıştır. Daha önceleri bir malın başka bir yere götürülmesi aylarca zaman alırken şimdi çok kısa zaman almaktadır. Söz konusu finansal araçlar olunca teknolojinin de gelişimiyle bu süreç daha da hızlanmış durumdadır. Bir kısım finansal araçlar para gibi kullanılabilir ya da paraya kolayca dönüştürülebilirler. Çek hesaplarını örnek olarak verebiliriz. Bir finansal varlık ne kadar kısa sürede değerinden önemli ölçüde kaybetmeksizin paraya dönüştürülebiliyorsa likiditesi o denli yüksek olur (Aydın, 2001: 360). Finansal sektörün gelişmesiyle finansal aracılarn maliyetinin de düşürülmesi beklenmektedir. Maliyet düştükçe finansal araçların kullanımı daha fazla artacak ve yaygınlaşacaktır.

Finansal piyasaların işleyiş mekanizması Şekil-2 yardımıyla gösterilmiştir.

Şekil- 2: Finansal Piyasaların İşleyişi



Kaynak: Yılmaz, 2002.

Şekil-2'den de anlaşılacağı fonlar, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara finansal varlıklar aracılığı ve bir takım finansal araçlar yardımı ile akar. Aslında, fonların akısını iki şekilde sınıflandırmak mümkündür.

-Fonların Direkt Transferi: Fon arz edenlerle fon talep edenler karşılıklı birbirini bulup, araya herhangi bir finansal aracı kuruluş girmeden fonların transfer edilmesi şeklini tanımlar. Günümüzde çok sık rastlanmamakla birlikte bu tür direkt transfer de mümkündür.

-Fonların Dolaylı Transferi: Fonların herhangi bir finansal aracı kuruluş yardımı ile fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki transferini açıklamaktadır. Fonların dolaylı transferinde yatırım bankalarının ve aracı kurumların aracılığını diğer finansal aracı kuruluşlardan özelliği itibariyle ayırmak mümkündür. Bu tip kuruluşlar firmaların ihraç ettiği hisse senedi ve tahvilleri halka satmada aracılık ederler. Bazen de, ihracın tamamını kendileri satın alıp daha sonra bunları nihai alıcılara (yatırımcılara) satarlar. Dolayısıyla, finansal varlıklar hiç şekil değiştirmeden tasarruflara transfer edilir.

Finansal piyasalara fon sunanlar, diğer kişilere devrettikleri fonların karşılığında fon talebinde bulunanlardan finansal varlık adında bir belge almaktadırlar. Finansal varlıklar kendi içerisinde alacak hakkı tanımlayanlar ve ortaklık hakkı tanımlayanlar olmak üzere ikiye ayrılırlar (Konuralp, 2005: 17).

1. Alacak Hakkı Tanımlayan Finansal Varlıklar

- Finansal Aracı Kuruluşların İhraç Ettiği Finansal Varlıklar
 - ✓ Tasarruf Mevduat Sertifikası (Bankalar)
 - ✓ Hayat Sigortası Poliçeleri (Sigorta Şirketleri)
 - ✓ Banka Bonoları (Yatırım Bankaları)
- Kamu Kesiminin İhraç Ettiği Finansal Varlıklar
 - ✓ Devlet Tahvili
 - ✓ Hazine Bonosu
 - ✓ Gelir Ortaklığı Senetleri
- Özel Kesimin İhraç Ettiği Finansal Varlıklar
 - Tahvil
 - Finansman Bonosu

2. Ortaklık Tanımlayan Finansal Varlıklar

- ✓ Hisse Senetleri

✓ Yatırım Fonları

Finansal piyasalar çok çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilen ve olup, finansal literatürde en çok yapılan sınıflandırma şekli vadelerine göre yapılan sınıflandırma şeklindedir (Karan, 2001: 16).

2.5. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar çok çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilen ve olup, finansal literatürde en çok yapılan sınıflandırmalar aşağıda yer almaktadır.

2.5.1. Para ve Sermaye Piyasaları

Finansal piyasalar sağlanan fonların sürelerine göre para piyasaları ve sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır.

Para piyasaları, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Para piyasalarında vade genellikle bir yılı aşmaz. Para piyasalarından sağlanan fonlar, kredi olarak işletmelerin çalışma sermayesinin ve dönen varlıkların finansmanında kullanılır (Yılmaz, 2002: 5)

Para piyasalarının temel aracı kurumları ticari bankalar olup hazine ve finansman şirketleri de diğer aracı kurumları arasındadır. Dolayısıyla fon sahiplerinin bankalarda açtırdıkları mevduat hesapları, bankalar kanalıyla satın aldıkları mevduat sertifikası, hazine bonusu veya ticari finansman bonusu gibi araçlar piyasa arzını oluşturur. Bankaların bu fonlara dayanarak açtıkları krediler veya hazinenin ya da ticari şirketlerin likidite ihtiyacını karşılamak üzere çıkartıp bankalar aracılığıyla veya doğrudan tasarruf sahiplerine pazarladıkları bonolar da piyasanın talep yönünü ifade eder (Karşlı, 1994: 23).

Başlıca para piyasaları araçları şunlardır: (Karşlı, 1994: 23).

-Hazine Bonusu: Kısa vadeli devlet borçlanma senedir. İskonto edilerek satılan bu aracın ödenmeme ve likidite riskinin sıfır olduğu kabul edildiğinden, getirisi diğer araçların getirilerine oranla daha düşüktür.

-Repo: Yeniden satın alma anlaşması anlamına gelen “Repurchase Agreement” kelimesinin kısaltılmışıdır. Genel olarak günlük ve haftalık bazda yapılan repo işlemlerinde, repo yapan taraf Hazine bonusu veya devlet tahvili gibi bir menkul

kıymeti tasarruf sahibine geri alım vaadiyle satmaktadır. Vade sonunda aldığı parayı faiziyle birlikte öderken, satmış olduğu kıymeti geri satın almaktadır.

-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet: Finans kuruluşlarının sahip oldukları alacak senetlerini bir havuzda toplayarak oluşturdukları bir varlığı, teminat göstermek suretiyle ihraç ettikleri yeni menkul kıymettir.

-Mevduat Sertifikası; hamiline düzenlenmiş vadeli hesaplara karşılık verilen sertifikalardır.

-Finansman Bonosu; büyük şirketlerin kısa vadeli olarak ihraç ettikleri borçlanma senetleridir.

-Eurodollar; Avrupa bankalarındaki dolar mevduatına verilen isimdir. Avrupa bankaları sahip oldukları bu dolar mevduatını ABD mevzuatından bağımsız olarak uluslararası finansmanda kullanmakta, vade, faiz ve kredi koşulları tamamen Avrupa piyasasının koşullarına göre oluşturulmaktadır.

Güleryüz, (2005)'e göre ise başlıca para piyasaları araçları şunlardır:

-Devlet Tahvili; devlet tarafından ihraç edilen uzun vadeli, düşük faizli ancak risksiz bir finansal araçtır.

-Şirket Tahvilleri; özel şirketlerce ihraç edilen, uzun vadeli ve faizleri, şirketlerin derecelendirme sonucunda aldıkları puanlarına göre belirlenen bir finansal araçtır.

-Hisse Senedi; anonim şirketlere ortaklık hak ve yetkisi veren ve mülkiyeti temsil eden menkul kıymetlerdir.

Para piyasalarına karşılık sermaye piyasaları ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasada vade bir yıldan fazla olmalıdır. Sermaye piyasasından sağlanan krediler genellikle işletmelerin bina makine, teçhizat gibi duran varlıklarının ve uzun vadeli yatırım projelerinin finansmanında kullanılır (Karlı, 1994: 23).

Sermaye piyasaları sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı, örgütlenmiş, birincil ve ikincil piyasalardan oluşur. Birincil piyasada yeni çıkan menkul değerler

işlem görmekte iken, ikincil piyasada mevcut olan menkul değerler işlem görmektedir (Karşlı, 1994: 23).

Son olarak, para piyasalarında kısa süreli fon alışverişi söz konusu olduğundan risk ve dolayısıyla faiz oranı düşüktür. Sermaye piyasalarında ise, uzun süreli fon alışverişi söz konusu olduğundan risk dolayısıyla faiz oranı yüksektir (Yüksel ve Rodoplu, 1980: 87).

2.5.2. Birincil ve İkincil Piyasalar

Birincil ve ikincil piyasa sınıflandırması yapılırken esas alınan kriter piyasada işlem gören menkul kıymetlerin durumudur. Birincil piyasa şirketlerin ilk defa ihraç ettiği menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasa olup, ikincil piyasa daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikinci el piyasadır (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2008: 1).

Birincil piyasalar, hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile bu menkul kıymetleri almak isteyen yatırımcıların, yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştığı piyasalardır. İhraç işleminde arada şirketin bizzat kendisinin bulunmaması, ihraç işleminin şirket adına bir banka veya aracı kurum eliyle yapılması, bu işlemin bir birincil piyasa işlemi olmasına engel teşkil etmemektedir.

İkincil piyasalar ise, birincil piyasalarda ihraç edilen menkul kıymetlerin el değiştirmesini sağlayan piyasalardır. Bu piyasalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar (Yılmaz, 2002: 6).

2.5.3. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar

Örgütlü ve tezgah üstü piyasa sınıflandırmasında esas alınan kriter, piyasanın fiziki durumudur. Organize piyasalar, alıcı ile satıcıyı belli bir fiziksel alanda buluşturan ve işlemlerini gerçekleştirmesi için belli kural ve düzenlemeler içeren piyasalardır. Örneğin; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) organize olmuş bir piyasadır. Bu piyasadaki işlemler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) hükümleri ve SPK'nın tebliğlerinde öngördüğü kural ve düzenlemeler çerçevesinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, bu piyasada yalnızca borsa üyeleri işlem yapabilir ve

sadece kurul kaydına alınmış, borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin ticareti yapılabilmektedir (Konuralp, 2005: 20).

Borsa kotuna alınmamış menkul kıymetlerin alım satımı ise tezgahüstü piyasalarda gerçekleşir. Örgütlenmemiş finansal piyasalar, alım satım işlemlerine devam ederken, fiziki ve resmi bir mekâna sahip olmayan, hukuki ve idari kuralları bulunmayan, ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetiminden uzak piyasalardır. Gelişmekte olan ülkelerin bazılarında, kayıt dışı ekonominin hala büyük boyutlarda olması dolayısıyla, örgütlenmemiş finansal piyasaların da önemli boyutlarda işlem hacimlerine sahip oldukları düşünülebilir (Ergezen, 2006: 8).

ABD'deki NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quantation System) tezgah üstü piyasalara örnek olarak verilebilir.

2.5.4. Ulusal ve Uluslararası Piyasalar

Ulusal finansal piyasalar ülke içinde yalnızca o ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalardır. Uluslararası piyasalarda ise yabancı ülke ya da şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetler de işlem görmektedir. New York, Londra, Tokyo gibi büyük finansal merkezler hem ulusal hem de uluslararası piyasalar tanımına uygun piyasalardır. Söz konusu piyasalarda hem ulusal hem de uluslararası katılımcılar borç alma ya da borç verme faaliyetlerinde bulunabilmektedirler. Türkiye'deki bir firmanın ya da hazinenin Tokyo piyasasında ihraç ettiği borçlanma araçları uluslararası finansal piyasa işlemlerine örnek olarak verilebilir (Konuralp, 2005: 20).

2.5.5. Türev Piyasalar

Değerleri bir başka varlığın değerine bağlı olan finansal araçlara Türev Finansal Araçlar ya da daha yaygın kullanımı ile Türev Ürünler denir (Brian, 2009: 43). Başka bir ifade ile türev ürünler, değeri başka bir temel varlığın değerine bağlı ürünlerdir. Bu temel varlıklardan başlıcaları hisse senetleri, tahviller, döviz, faiz ve çeşitli emtialardır. Türev piyasalar ise türev ürünlere ilişkin işlemlerin gerçekleştirildiği ve türev ürünlerin alım satımının yapıldığı piyasalardır.

Başlıca türev ürünler, futures, forwards, opsiyon ve swaplardır. Futures sözleşmeler, fiyatı bugünden belli olan bir malın ileriki bir tarihte teslimi için yapılan

sözleşmelerdir. Futures sözleşmeler, standart süre ve tutarı içeren, organize edilmiş borsalarda işlem gören, günlük dengeleme prosedürüne bağlı olan anlaşmalardır. Günlük dengeleme prosedüründe, her işlem günü sonunda kaybeden taraf diğerine ödemede bulunmak zorundadır. Bir yatırımcı futures kontrat satabilmek için bu kontrat konusu varlığa sahip olmak zorunda değildir. Futures kontratlar kauçuk, pamuk, kakao, bakır gibi fiziksel emtialara bağlı olabilecekleri gibi devlet tahvili, hazine bonosu, hisse senedi, tahvil, banka sertifikaları gibi menkul kıymetlere de bağlı olabilirler (Chambers, 2007: 7).

Forward kontratlar, alıcı ile satıcı arasında imzalanan ve fiyatı bugünden belirlenen bir varlığın gelecekte belirlenen bir tarihte teslimini içeren anlaşmalardır (Chance, 1989: 210). Vadeye ulaşıldığında alıcı, önceden anlaşılan fiyat üzerinden ödemeyi yapar, satıcı da anlaşılan miktar ya da tutarda varlığı alıcıya teslim eder. Vade gününde satıcının 2 seçeneği vardır: Satıcı kendi varlık stokunu azaltarak malı kendi stoklarından teslim eder ya da spot piyasadan varlığı satın alarak alıcıya teslim eder.

Opsiyon, elinde bulunduran tarafa bir finansal aracın belirlenen bir süre içinde ya da belirlenen bir tarihte prim karşılığında, önceden belirlenen fiyattan satma ya da satın alma yetkisi veren bir haktır. Dolayısıyla bu hak, aynı zamanda taraflar arasında yapılan bir sözleşmedir. Opsiyon alıcısı seçim hakkına sahip olurken, karşı taraf yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Opsiyon hakkı sahibi, seçim hakkını kullanma ya da bu haktan vazgeçme hakkını prim karşılığında elde etmekte iken karşı taraf ise prime karşılık rizikoya girmektedir (Fettahoğlu, 2003: 369).

Swaplar iki taraf arasında, önceden belirlenen bir sistem içerisinde, belirli bir finansal varlıktan kaynaklanan nakit akışlarının değiştirilmesi konusunda yapılan özel anlaşmalardır. Taraflar bu anlaşma ile içinde buldukları finansal koşulları kendi yararlarına değiştirmeyi amaçlarlar (Chambers, 2007: 123).

2.6. Finansal Piyasalarda Yeralan Kurumlar

2.6.1. Merkez Bankası

Merkez bankalarının en önemli görevi para ve kredi hacmini ekonomik gidişata göre ayarlayarak, fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu kapsamda Merkez bankaları para,

kredi ve döviz politikalarını belirleyip uygulayan finansal para kurumlarıdır. Merkez bankası para basma yetkisine sahip tek kurumdur. Merkez bankası, en son kredi veren, bankaların likidite gereksinimini karşılayan kurum olarak ulusal banka sisteminin başı, uluslararası finansal sistemin de bir parçasıdır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 130).

Merkez bankaları, ticari bankaların kuruluşundan sonra toplumdaki sosyal ve ekonomik gelişmelerin bir gereği olarak ortaya çıkmışlardır. Merkez bankası, ülkede bankacılık ve parasal yapının düzenleyicisidir. Bunların yanı sıra merkez bankası; devletin hazine işlemlerini yapmak, bankaların mevduat karşılıklarını ve nakit ihtiyaçlarını muhafaza etmek, bankalar arasındaki alacak ve borçlarının alacak ve mahsubunu yapmak, uluslararası ödemelere aracılık etmek, ülkenin altın ve döviz rezervlerini muhafaza etmek gibi görevleri de bulunmaktadır. Bu nitelikleriyle merkez bankası para ve kredi hacmini ekonominin gereksinimlerine göre düzenleyen ve ekonomiye yön veren bir kurumdur (Öçal, 1997: 51).

2.6.2. Ticari Bankalar (Mevduat Bankaları)

Bankalar para alıp satan kurumlardır. Doğal olarak bankaların birincil işlevi, çeşitli şekillerde toplamış oldukları fon kaynaklarını, kredi olarak kullandırmaktır. Bu kullanımı yaparken, kredinin getirisi ve kredinin riskini göz önünde bulundururlar (Çolak, 2003: 92).

24.06.2011 tarihi itibarıyla Türkiye’de toplam 31 ticari banka faaliyet göstermektedir. Bu bankalardan 3 tanesi Kamu sermayeli, 11 tanesi özel sermayeli, 16 tanesi yabancı sermayeli mevduat bankaları iken, 1 tanesi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)’na devredilen mevduat bankasıdır (TBB, 2014).

Bankaların sundukları finansal hizmetler, yaptıkları işler daha ayrıntılı olarak (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 111):

- Mevduat kabulü ya da diğer borçlanma yolları ile kaynak (fon) sağlama,
- Ödünç verme - kredilendirme (tüketici kredileri, fatura iskontosu, factoring, forfaiting dahil),
- Kabul, aval, garanti, teminat mektubu gibi gayri nakdi krediler verme,

- Finansal kiralama (leasing),
 - Para gönderme (havale - para transferi) işlemleri,
 - Kendisi ya da müşterileri hesabına;
 - Para piyasası araçları (mevduat sertifikası, hazine bonoları, diğer finansman kurumları tarafından kabul edilmiş veya aval verilmiş poliçeler)
 - Döviz,
 - Basılı veya külçe altın, Menkul değer,
 - Türev menkul değerler (finansal futures, opsiyon sözleşmeleri) alım satımı yapmak.
 - Ödeme araçlarının çıkarılması ve yönetimi (kredi kartları, seyahat çekleri, vb.),
 - Menkul değer çıkarılmasına katılmak ve bu çıkarım işleri ile ilgili müşterilere hizmet sunmak
 - Portföy yönetimi ve müşteriye danışmanlık,
 - Para komisyonculuğu (para piyasası ajanı olarak faaliyetler),
 - Finansal varlıkların korunması,
 - Kiralık kasa hizmetleri,
 - Kredi referans hizmetleri.
- şeklinde belirtilebilir.

2.6.3. Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma ve yatırım bankaları mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlardır (5411 sayılı kanun, 2005).

24.06.2011 tarihi itibarıyla Türkiye’de toplam 13 adet kalkınma ve yatırım faaliyet göstermektedir. Bu bankalardan 3 tanesi kamusal sermayeli kalkınma ve yatırım bankaları, 6 tanesi özel sermayeli kalkınma ve yatırım bankaları, 4 tanesi ise yabancı sermayeli kalkınma ve yatırım bankalarıdır (TBB, 2014).

Kalkınma ve yatırım bankaları sermaye piyasasında faaliyet gösteren ve işletmelere orta ve uzun vadeli krediler açarak yatırımlara destek sağlayan finansman kurumlarıdır (Çolak ve Öcal, 1999: 41).

2.6.4. Özel Finans Kurumları

Özel finans kurumları, tasarrufları değerlendirme ve kredi verme yöntemleri açısından İslam bankacılığı sistemini uygulayan, faiz yerine kar zarar ortaklığı esasına dayalı olarak faaliyetlerini sürdüren kurumlardır (Aras, 2000: 103).

Finansal gelişmeye katkı sağlamak ve Ortadoğu ülkeleriyle ekonomik ilişkileri geliştirmek amacıyla, bu ülkelerin ekonomik sistemlerinin dayandığı bir model olan faizsiz bankacılığın bir uygulaması olarak Özel Finans Kuruluşlarına ülkemizde izin verilmiştir. Bankacılık sektörü dışında bulunan Özel Finans Kuruluşları sisteme 1980'li yıllarda katılmıştır (Şahin, 1997: 33).

2.6.5. Sigorta Kurumları

Türkiye'de sigorta kurumları özel sigorta kurumları ve kamu sosyal güvenlik kurumlarıdır. Türkiye'de ilgili yasalarla kurulmuş ve faaliyet gösteren üç türde kamu sosyal güvenlik kurumu bulunmaktadır. Bunlar; Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ve BAĞ-KUR'dur.

-Emekli Sandığı: Kamu personelinin sosyal güvenlik ihtiyaçlarını karşılamak için faaliyet göstermektedir.

- Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK): İşverene bağlı çalışanların sosyal güvenlik ihtiyaçlarını karşılamak için faaliyet göstermektedir.

-BAĞ-KUR: İşverene bağlı olmaksızın kendi adı ve hesabına çalışanların sosyal güvenlik ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla faaliyet göstermektedir.

Özel sigorta şirketleri, geleceğin getireceği belirsizlikleri azaltabilmek adına kurulmaktadır. Bireylerin tasarruflarını verimli alanlara kanalize ederek ekonomik kalkınmanın sağlanmasına katkıda bulunabilmektedirler. Sigorta şirketleri, bireylere hem tasarruf hem de yatırım hizmetleri sağlarlar. Hayat sigortası şirketleri, tüketicilerin ödemelerini kabul eder, hayat sigortası mukavelesi (kontratı) yapar ve yıllık poliçelerle ödemeler taahhüt edilir, böylece yıllarca büyük miktarda fonlar

toplanır. Sigorta şirketleri, hisse senedi, tahvil, konut ve ticari ipoteklere yatırım yaparak tüketicilere poliçe kredisi vererek borçlanmak için hayat sigortalarına nakit verebilirler. Ayrıca sigorta şirketleri, ipotek bankacılığı ve finansman şirketlerini ikame ederek finansal işlemlere de katkıda bulunabilir.

Bir diğer sigorta kurumu türü sayılabilecek Bireysel Emeklilik Şirketleri, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi suretiyle emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeyinin yükseltilmesine yardımcı olurlar. Bunu gerçekleştirirken ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasına ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasına, sosyal güvenliğin kapsamının genişletilmesine, kamunun sosyal güvenlik kaynaklı yükünün azaltılmasına, mali sektörde uzun vadeli fonların artarak kurumsal yatırımcıların gelişmesine ve sermaye piyasalarının derinleşmesine de katkı sağlamaktadır (Dağ, 2011: 10).

2.6.6. Menkul Kıymetler Borsaları

Menkul kıymet borsaları, kote ettirilmiş tahvil ve hisse senetlerinin alım ve satım işlemlerinin yapıldığı kapalı piyasa alanlarıdır. Menkul kıymet borsalarında yalnızca borsada kayıtlı finansal varlıklar alınıp satılır (Aydoğuş, 2006: 25).

Menkul kıymetler borsaları kuruluşlarındaki yasal özellikleri açısından başlıca Devlet Borsaları ve Özel Borsalar olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadırlar. Devlet borsaları, genellikle bir kanunla kurulmakta ve borsanın yönetimi resmi oluşturduğu kurallara bırakılmaktadır. Kıta Avrupa'sındaki menkul kıymetler borsaları bu tipin örnekleri olarak gösterilir. Özel borsalar ise borsa üyeleri tarafından kurulan şekli bir anonim şirket statüsündedir. Bunların kar amacı yoktur ve esas itibarıyla bir mesleki kuruluş niteliğindedir. Bütün Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul kıymetler borsaları bu türün örnekleri sayılabilir. Ancak hükümetler sonradan çıkardıkları kanun veya kararname gibi yasal belgelerle borsalara bir resmiyet verirler. Bir de karma nitelikte borsalar vardır. Bu tür borsalar, kısmen devlet borsası gibi resmi kısmen özel borsalar gibi yarı resmi bir nitelik taşırlar. Örneğin: İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş olmasına rağmen, idari açıdan ticaret odasına bağlanmak suretiyle mesleki bir kuruluş hüviyetini almıştır (İMKB, 2000: 11).

2.6.7. Diğer Kurumlar

Tasarruf ve ikraz birlikleri, mesken ve ticari konut sektörüne ipotek karşılığı kredi açan ve mevduat toplayan kuruluşlardır.

Finans şirketleri tüketicilerle küçük ve orta ölçekli işletmelere kredi veren kurumlardır. Bunlar mevduat toplamaz. Fon kaynakları sermaye, uzun vadeli borç ve özellikle finansman bonusu çıkararak sağlanan kısa süreli borçlardan oluşur.

Finans şirketleri bütün finansal kurumlarda olduğu gibi yasal düzenleme ve denetime tabidirler. Türkiye finans şirketleri henüz önemli bir boyuta ulaşmış değildir.

Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası pazarlarda işlem gören finansal varlıklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla kurulan anonim şirketlerdir. Bu şirketlerin fon kaynakları sermaye ve uzun vadeli borçlardan oluşur (Müslümov, 2008: 12).

2.7. Finansal Piyasa Araçları

Finansal piyasalar genel olarak, literatürde vadelerine göre işlem gören, araçlar açısından ikiye ayrılmaktadır; para piyasası ve sermaye piyasası. Para piyasasında, kısa vadeli veya bir yıldan daha kısa vadeli işlemler (hazine bonoları, banka kabulleri ve mevduat sertifikaları gibi) yapılmaktadır. Sermaye piyasasında bir yıldan uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri işlem görmektedir. Ancak; uygulamada her iki piyasanın karşılıklı bir ilişki içerisinde olduğu gözlemlenmektedir. Çünkü ekonomik sistem içerisinde arz ve talep edenler her iki piyasayı da kullanabilmektedir. Ancak, finansal piyasaların rolü, finansal sistemin ekonomik yapı içindeki etkinliği ve yeri ile ilişkili olmaktadır (Uludağ ve Arıcan, 1999: 128).

2.7.1. Para Piyasası Araçları

Bilindiği üzere, para piyasası vadesi bir yıldan kısa vadeli menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Para piyasasında işlem gören başlıca para piyasası araçları şunlardır (Özyurt, 2006: 40):

- Hazine Bonosu,
- Mevduat Sertifikası,

- Finansman Bonosu,
- Repo,
- Banka Kabulü,
- Banka Bonosu,
- Eurodolar,
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet,
- Mevduat, Mevduat Hesabı,
- Teminat Mektubu.

Para piyasasında işlem gören araçların başında mevduat gelmektedir. Mevduat denilince, istenildiği zaman veya belli bir vade sonunda geri alınmak üzere bankalara verilen para anlaşılır. Bankalara tevdi edilen para bankaların mülkiyetine geçer. Mevduat sahipleri verdikleri para kadar bankalardan alacaklı olurlar. Başka bir deyişle, mevduat bankalarının yaptıkları bir borçlanma işlemidir. Dolayısıyla parasını bankaya veren kimse bankaya kredi vermiş olur (Solak ve Öçal, 1999: 41). Mevduat çeşitli açılardan sınıflandırılabilmeyle birlikte en yaygın sınıflandırma vadeyi dikkate alarak vadeli mevduat, vadesiz mevduat ve ihbarlı mevduat şeklinde yapılmaktadır. Mevduat toplama ticari bankalara tanınmış bir ayrıcalıktır (Akdemir, 2000: 25).

Hazine bonoları, Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan kısa vadeli Devlet İç Borçlanma senetleridir. Hazine bonoları, iskontolu değer üzerinden satılır ve dönem sonunda üzerinde yazılı bedeli alıcı tarafından tahsil edilir.

Mevduat sertifikası, banka tarafından, mevduat sahibine satılan bir borç senedir. Banka, belli bir vade (Genel olarak bir yıl veya daha kısa süreli) ve faiz karşılığında almış olduğu borcu, hamiline yazılı bir sertifika ile belgeler. Sertifika ciro edilebilir. Bundan dolayı, hazine bonusu gibi el değiştirme hızı yüksektir (Solak ve Öçal, 1999: 41)

Finansman bonusu, sadece tanınmış ve itibarlı firmalar ve finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen ve hazine bonosunda olduğu gibi güvencesi olmayan kısa

vadeli borçlanma aracıdır. Firmalar likidite sağlamak veya bir yatırımı finanse etmek için bankalardan borç almak yerine finansman bonosu ihraç edebilmektedir.

Yeniden satın alma anlaşmaları (Repolar), ödünç alıcı borcu geri ödemezse ödünç vericinin aldığı hazine bonolarının bir teminat, bir varlık olarak hizmet gördüğü, genellikle iki haftadan daha az bir vadeye sahip, etkin kısa dönemli borçlardır (Mishkin, 2004: 27).

Banka kabulleri, bankaların bir ödemenin sorumluluğunu üzerine aldığını gösterir. Bankanın üzerine çekilecek poliçeyi kabul ederek, firma itibarı yerine kendi itibarını koymasıyla gerçekleştirilen bir kredileşmedir. Banka, üzerini imza ettiği poliçenin bedelini, poliçe borçlusuna ödemediği zaman ödemek zorunda kalır. Bu itibarla kabul kredisi, nakdi kredi olmayıp sadece bankanın imzasını borç vermesi niteliğinde olan kısa vadeli bir kredidir (Altan, 2001: 142).

Banka bonoları, bankanın, borçlu sıfatıyla düzenleyip, kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre ya da hamiline yazılı kıymetli evraktır. Banka tarafından satışı yapıldığı tarihte vadesine en az 90 en çok 360 gün kalmış olması gerekir (Parasız, 2000: 243).

Eurodolar, uluslararası para birimleri ile yapılan işlemleri anlatır. Geleneksel mali sistemde, bankalar içinde faaliyet gösterdikleri ülkelerin yasa ve düzenlemelerine bağlı olarak, o ülkelerin ulusal paraları üzerinden mevduat hesapları açar ve ödünç fon talep edenlere de kredi sağlar. Bugün ise ülke parasının yanında, birçok yabancı para cinsinden mevduat kabul eden ve ihtiyaç sahiplerine fon sağlayan çağdaş bankacılık sistemi ortaya çıkmıştır. Europara (euro currency) piyasası ve ondan türeyen “eurotahvil (euro bond), euroborç senedi” (euro commercial paper) ve “eurohisse senedi” (euro quity) piyasaları son yarım yüzyılın en önemli mali yeniliklerinden bazılarını oluşturur (Seyidoğlu, 2003: 294).

Varlığa dayalı menkul kıymetler, firmaların ve bankaların kendi alacaklarını karşılık göstererek çıkardıkları, belli bir faiz taşıyan ve alacaklarının vadesinden önce paraya çevrilmesine imkân sağlayan araçlardır (Özyurt, 2004: 46).

2.7.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur. Menkul kıymetler: *Ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır* (2499 sayılı kanun, 1981).

Hisse Senetleri, Anonim ortaklıklar ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda payları temsil eden bir sermaye piyasası varlığıdır. Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar da hisse senedi ihraç edebilmektedirler ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadırlar. Hisse senedi sahipleri gerçek ya da tüzel kişiler, anonim ortaklığın ortaklarındandırlar. Bu senet ile pay sahibi, yönetime katılma, oy kullanma, iptal davası açma, gibi haklar ve kar payı, rüçhan hakkı, hazırlık dönemi faizi gibi haklar kazanmaktadırlar (Konuralp, 2005: 28).

Tahviller, kamu harcamalarının finansmanında ve anonim ortaklıkların uzun süreli borçlarına karşılık olarak düzenlenen ve piyasada dolaşım yeteneği olan borçlanma belgesidir. Tahvillerde vade genellikle 5-20 yıl arası yoğunlaşmaktadır. Vadesi uzadıkça tahviller öz sermaye fonksiyonu üstlenir (Berk, 2007: 50).

Gelir Ortaklığı Senetleri, Kamu iktisadi teşebbüsleri ve iktisadi devlet teşekkülleri dahil olmak üzere, kamu kurum ve kuruluşlarının gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkartılan senetlerdir. Bir borçlanma senedi olan gelir ortaklığı senedi, temel altyapı yatırımlarının gelirleri teminat gösterilerek ihraç edilmektedirler (Solak ve Öçal, 1999: 33).

Gayrimenkul Sertifikaları, proje sahiplerinin, inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamak amacıyla ihraç ettikleri menkul kıymetlerdir (İMKB, 2003: 139).

2.7.3. Uluslararası Finansal Piyasadaki Araçlar

Finansal sistemin yenileşmesi ve küreselleşme yeni finansal araçları da gündeme getirmiştir ve uygulama da olan finansal araçlara da yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler ürün, hizmet, teknoloji ve

piyasaların her alanında kendini göstermiştir (Lucas, 1994: 179). Bu ilerleme ile dünyada para ve diğer finansal varlıkların kullanılabilmesi 152 dolayında enstrüman mevcuttur (Odabaşı, 1999: 38).

Finansal piyasaların uluslararasılaşması ise 1990'lardan sonra bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki yenilik ve finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmaya başlaması ile birlikte görülen bir değişimdir. Artık şirketler bilgisayar ve internet sayesinde kaynağa ihtiyaç duydukları zaman kolaylıkla yurt dışında kaynak arayabilmekte ya da yabancı şirketler yurt içinde günün her saatinde yatırım yapabilmektedir. Uluslar arası finansal piyasalarını genel olarak iki başlık altında ele alabiliriz. Bunlar; Euro-Para piyasaları ve Euro-Tahvil Piyasalarıdır (Yalta, 2011: 61).

Genel itibariyle uluslar arası finansal piyasalar hem para piyasası hem de sermaye piyasası araçlarını kapsar. Para ve sermaye piyasa araçları ülkeler arası piyasada kullanılmaktadır. Kısa vadeli para piyasası kaynakları ağırlıklı olarak banka kredilerinden oluşmaktadır. Yurtiçi banka kredilerinin uluslararası karşılığı euro-para piyasalarıdır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise ödünç kaynaklar ve hisse senedi sermayesinden oluşur. Bu tür uluslar arası araçlara euro-tahviller örnek verilebilir. Geleneksel bankacılık sisteminde finansal kurumlar faaliyet gösterdikleri ülkelerin yasa ve düzenlemelerine bağlı olarak o ülkelerin ulusal paraları üzerinden mevduat hesabı açarlar ve ödünç fon talep edenlere de kredi sağlarlar. Fakat günümüzde banka gibi finansal kurumlar, ülke parası dışında birçok yabancı para cinsinden mevduat kabul eden ve ihtiyacı olana fon sağlayan çağdaş bir sistem haline gelmiştir. 1950'lerin sonlarına doğru gelişen euro-para ve euro-tahvil piyasaları hızlı bir şekilde gelişim göstermiş hatta ulusal paraya tercih edilen bir konuma gelmiştir. (Seyidoğlu, 2003: 679).

Euro-para'ya, kendi ülkesi dışındaki bankalarda bulunan paradır denilebilir. En önemlisi Amerika dışındaki bankalarda bulunan Amerikan doları cinsinden mevduatları ifade eden euro-dolar'lardır. Euro-para terimi önceleri sadece Avrupa'daki dolarlar için kullanılırken daha sonraları kendi sınırları dışında işlem gören diğer paralar için de kullanılmaya başlanmıştır. Euro-para piyasaları aynı zamanda işlemlerin telefon, faks, internet yoluyla yapıldığı tezgah üstü piyasalara da

örnektir. En önemli euro-para piyasaları New York ve Londra da bulunmaktadır. Londra euro-para piyasasında bankalar-arası piyasada geçerli olan faiz oranına LIBOR denilmektedir (Yalta, 2011: 62). Euro-para piyasalarının hiçbir ülkenin yetki alanı içine girmemesi, bu yüzden de hükümet müdahaleleri dışında kalması faiz oranlarının arz ve talebe göre belirlenmesi en önemli özelliğidir (Seyidoğlu, 2003: 687).

Euro-tahvil, milli para birimi cinsinden ihraç edilip başka bir ülkede satılan tahvillerdir (Konuralp, 2005: 21). Gelişmiş ülkelerde firma ve hükümetlerin uzun vadeli kaynak elde etmek için uyguladıkları başlıca yöntem tahvil ihracıdır (Akgüç, 1998: 645). Euro-tahviller, belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılır. Örneğin; Londra'da satılan bir tahvilin Amerikan doları cinsinden olması, bu tahvilin euro-tahvil olduğunu gösterir. Yabancı tahvil kavramı da belirlendiği para birimini kullanan ülkede çıkarılan tahvil olarak açıklanır. Örneğin; Alman otomobil üreticisi Porsche, Amerika'da dolar cinsinden tahvil satarsa bu yabancı tahvildir. Euro-tahvil piyasa araçları şirket veya devletlerin yurtdışında kaynak sağlamalarını kolaylaştırılması bakımından önemlidir (Yalta, 2011: 63).

2.8. Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler

T.C. Merkez Bankası'nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliğini sağlayan para politikası uygulamaları ile yakından ilgili olduğu için, ülkemizdeki finansal piyasaları etkileyen temel faktörler ve bunların olası etkileri, bu alt bölümde kısaca anlatılmaya çalışılmaktadır.

Söz konusu temel faktörler; T.C. Merkez Bankası'nın açıkladığı likidite rezerv rakamı, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihale ödemeleri ve itfası, T.C. Merkez Bankası Açık Piyasa işlemleri, T.C. Merkez Bankası Bankalar-arası Para Piyasası işlemleri, T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasası işlemleri, kamu maaş ödemeleri, vergi ödemeleri, Hazine ve kamu kurumlarının nakit giriş ve çıkışlarıdır.

Çalışmanın konusu gereği, bir kısmı ileriki bölümlerde detayları ile incelenecek olan bu faktörleri ve finansal piyasalar üzerindeki beklenen etkilerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Kıran, 2000: 109);

-Likidite rezerv rakamı: T.C.Merkez Bankası piyasalara yön vermek için piyasaları etkileyen tüm nakit hareketlerinden oluşan günlük likidite rezerv rakamını ve sonraki 2 günlük geçici rezerv rakamını hesaplayarak, Bankalar arası Para Piyasası'nın işlem başlangıç saati olan saat 10: 00'da ilan etmektedir.

Çeşitli kalemlerin toplanıp çıkarılması ile bulunan likidite rezerv rakamını oluşturan alt kalemler aşağıda yer almaktadır (Kıran, 2000: 109):

(+) Bankaların Serbest TL Deposu

(+) DİBS İtfası

(+) T.C. Merkez Bankası'nın BPI aracılığıyla Kredi Verişi (Bankaların Kredi Alışları)

(+) T.C.Merkez Bankası Döviz Alışı

(+) Hazine ve Kamu Bankaları Nakit Çıkışları

(-) DİBS Satışı Ödemesi

(-) T.C. Merkez Bankası'nın BPI Aracılığıyla Kredi Geri Alması (Bankaların Geri Ödemeleri)

(-) T.C.Merkez Bankası Döviz Satışı

(-) Kamu Maaş Ödemesi

(-) Vergi Ödemesi

(-) Hazine ve Kamu Bankaları Nakit Girişleri

=LİKİDİTE REZERV RAKAMI

Buradan da anlaşılacağı üzere, esas olarak bankacılık sisteminin T.C. Merkez Bankası'na olan borcunu ya da alacağını göstermekte olan bu kalem, günlük TL arz ve talebini etkilemektedir. Bu yüzden kısa vadeli TL faizlerinin belirlenmesinde en önemli kalem olarak kabul edilmektedir.

Likidite Rezerv Rakamı (-) ilan edildiğinde, piyasadaki likidite sıkıntısını göstermektedir. Bu günlerde TL faizlerinin yükselmesi beklenirken, (+) açıklandığı günlerde likidite fazlasını işaret ettiğinden TL faizlerinin düşmesi beklenir.

-Devlet İç Borçlanma Senetleri ihale ödemeleri ve itfası: T.C. Merkez Bankası, Devlet İç Borçlanma Senetlerini (DİBS) kesin olarak sattığı zaman, piyasadaki TL çekeceğinden likiditede azalma yaşanması ve TL faizlerinin yükselmesi; piyasadaki DİBS'leri kesin olarak aldığı zamanlarda piyasaya para vereceğinden likiditenin artması ve TL faizlerinin düşmesi beklenir.

-T.C. Merkez Bankası Açık Piyasa işlemleri: Açık Piyasa işlemleri aracılığı ile, T.C. Merkez Bankası'nın doğrudan ya da repo ihalesi ile menkul kıymet sattığı günlerde piyasaya para verildiğinden, TL rezervinin artması ve faiz oranlarının düşmesi; Merkez Bankası'nın doğrudan ya da ters repo ihalesi aracılığıyla menkul kıymet aldığı günlerde ise piyasadaki para çekildiğinden, TL rezervi azalması ve TL faizlerinin artması beklenir.

-T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası işlemleri: Merkez Bankası, piyasada likidite sıkışıklığı yaşandığı günlerde TL depo işlemleri ile piyasaya para vererek, piyasanın TL rezervinde artış yaşanmasını ve dolayısıyla TL faizlerinin düşmesi beklentisinin hakim olmasını sağlar.

Likiditenin yüksek olduğu dönemlerde yine TL depo işlemleri aracılığıyla piyasadaki para çekerek, TL rezervinde azalış olmasını ve dolayısıyla beklentilerin faiz oranlarında artış olacağı yönünde gelişmesini sağlayarak, bir bakıma dolaylı olarak, faiz oranlarını düzenler.

-T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları işlemleri: T.C. Merkez Bankası'nın piyasaya döviz satması sonucu likiditenin azalması ile TL faizleri artarken, döviz fiyatları düşer ve aynı şekilde T.C. Merkez Bankası'nın piyasadaki döviz alması sonucu artan likidite ile TL faizleri düşerken, döviz fiyatları artar.

Merkez Bankası, bu piyasada yaptığı işlemleri ya kurlara müdahale etmek ya da döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla gerçekleştirmektedir.

-Kamu maaş ödemeleri: Kamu çalışanlarına maaş ödemelerinin yapıldığı günlerde piyasada likidite azalmakta ve dolayısıyla o günlerde TL faizlerinin yükselmesi beklenmektedir.

Kamu maaş ödemelerini takip eden günlerde ise likidite artmakta ve TL faizlerinde düşüş yaşanmaktadır.

-Vergi ödemeleri: Vergi ödemelerinin yapıldığı günlerde piyasada oluşan likidite sıkışıklığı nedeniyle TL faizleri yükselmektedir.

-Hazine ve kamu kurumlarına nakit giriş – çıkışları: T.C. Merkez Bankası ülkemiz ekonomi politikalarının para politikası sorumlusu olarak para politikasını belirlemek ve para politikası araçlarını etkin şekilde kullanarak nihai amacını sağlamak doğrultusunda finansal piyasaları yönlendirmek durumundadır. Bunun için Bankalar arası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve likidite rezerv rakamının açıklanması, Açık Piyasa çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında repo ve ters repo işlemleri ile Hazine Bonosu alım-satım işlemleri, Döviz ve Efektif Piyasalarında döviz alım-satım işlemleri gerçekleştirmektedir. Bu işlemler ise finansal piyasaları ve ekonomik birimlerin beklentilerini doğrudan etkilemektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRMELERİN FİNANS PİYASALARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ANALİZ

Özelleştirmelerin finans piyasaları üzerindeki etkisi, özelleştirme gelirlerinin ne derece verimli alanlara yönlendirildiği anlamında bir gösterge olabilmektedir. Bu bağlamda çalışmanın bu bölümünde veri seti ve yöntem açıklanacak, literatürde daha önce yapılmış çalışmaların sonuçları değerlendirilecek ve Türkiye özelinde özelleştirme uygulamalarının finans piyasaları üzerindeki etkisi ekonometrik olarak ölçülerek yorumlanacaktır.

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

24 Ocak kararları ile birlikte Türkiye ekonomisinde serbest piyasa ekonomisine geçiş yaşanmaya başlamıştır. Bu doğrultuda ekonomide ihracata dayalı sanayileşme stratejisini benimseyerek dışa açık hale gelen Türk ekonomisi finansal piyasalarda yapılan düzenlemeler ile finansal açıdan da uluslararası sermaye piyasalarına açılmıştır. Program çerçevesinde devletin ekonomik hayattan çekilmesi için bir dizi kararlar alınmıştır. Böylece gerek reel gerekse finansal piyasalarda devletin varlığı minimum düzeye indirilerek serbest piyasa koşullarına haiz bir ekonomik yapı oluşturulacaktır.

24 Ocak kararları çerçevesinde ekonomik hayatta devletin varlığını en aza indirme amacı ile alınan en önemli kararlardan bir tanesi ise 1980 öncesi dönemde devlet eli ile kurulan devlet kuruluşlarının özelleştirme kapsamında özel sektöre devredilmesine yönelik konulan hedefdir. Özelleştirme hedefi 1980 yılında alınan karar çerçevesinde şekillendirilse de özelleştirme ile ilgili ilk yasal düzenleme ancak 29.2.1984 tarih ve 1983 sayılı kanun ile yapılmıştır (Kilci, 1994: 6). Böylece özelleştirme hedeflerine yönelik uygulamalar ancak 80'li yılların ikinci yarısından itibaren başlamıştır.

Program kapsamında finansal piyasalarda devlet kontrolünün azaltılması amacı ile devletin kredi ve vadeli mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi kaldırılmış, faiz

oranlarının piyasa tarafından belirlenmesine izin verilmiş, yabancı sermayenin ülke içerisine girmesini özendirmek amacı ile kontrollerin azaltılması benimsenmiştir. Sermaye piyasalarındaki işleyişin düzenlenmesi amacı ile 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. SPK'ya idarî ve malî özerkliğe sahip bir kamu kurumu niteliği yüklenmiştir (Erdem, 2008: 152). Yine reel sektörün ihtiyaç duyduğu sermayenin toplanması amacı ile 1986 yılında İMKB kurulmuş, 3 Ocak 1986 tarihinde ilk işlem gerçekleştirilmiştir (Aydın, 2012: 14). Sermaye piyasalarının tam olarak serbestliğe kavuşması ise 1989 yılında gerçekleşmiştir. Alınan kararlar doğrultusunda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile her türlü menkul kıymetin ve borç senedinin alınıp satılması serbest hale gelmiş ve böylelikle portföy yatırımlarında konvertibiliteye geçiş sağlanmıştır (Oksay, 2000: 3).

Bu bölümde Türkiye ekonomisinde 80'li yıllarda başlayan özelleştirme faaliyetlerinin yine aynı dönemde serbestleşerek uluslararası finansal sisteme entegre olan Türk finansal sistemi üzerindeki etkilerini incelemek amacı ile üç değişkenli vektör otoregresif fonksiyonu kurulacaktır. Bu doğrultuda öncelikle Vektör Otoregresif metodu (VAR) ve Yapısal Vektör Otoregresif metodu (SVAR) ile fonksiyon tahmin edilecek, etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri yapılacaktır. Daha sonra konvansiyonel Granger nedensellik analizi ile Granger temelli Toda-Yamamoto nedensellik analizi yapılacaktır. Son olarak yapılan ampirik analizlerden elde edilen çıktılar gerek teorik gerekse ekonometrik açıdan tartışılacaktır.

Bölümün ilk kısmında ampirik testlere tabi tutulacak model oluşturulacaktır. İkinci kısımda analizde kullanılacak veriler tanıtılacaktır. Bölümün üçüncü kısmında kullanılan verilere ait zaman serilerinin birim kök taşıyıp taşımadıklarına dair yapılan durağanlık testlerine yer verilecektir. Takip eden bölümlerde sırası ile VAR, SVAR, konvansiyonel Granger ve Toda-Yamamoto Granger tipi nedensellik testlerinin teorik açıklamalarına ve uygulama sonuçlarına değinilecektir. Son kısımda elde edilen ampirik sonuçlar yorumlanacak ve ekonometrik açıdan karşılaştırmalar yapılacaktır.

3.2. Veri Seti ve Yöntem

3.2.1. Veri Seti

Bu bölümde yapılan ampirik analizde 1986 – 2013 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Türkiye’de kamu kuruluşlarının özelleştirme kapsamına alınması ve uygulamalarının yürütülmesine ilişkin esasların 3291 sayılı kanunla 1986 yılında belirlenmiş olması sebebiyle, kanunun çıktığı yıl analiz için başlangıç yılı olarak alınmıştır. Analizde özelleştirme işlemlerini Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından yayınlanan Rakamlarla Özelleştirme adlı rapordan alınan yıllık özelleştirme gelirleri temsil etmiştir. Rapordan elde edilen özelleştirme geliri verisi yine Dünya Bankası veri bankasından elde edilen Amerikan Doları cinsinden yıllık carî GSYİH verisine bölünmek sureti ile endeks haline getirilerek reel hale dönüştürülmüştür. Bu işlemde Amerikan Doları cinsinden olmasının sebebi özelleştirilme gelirlerinin yine dolar cinsinden yayınlanıyor olmasıdır. Analizin bundan sonraki kısmında özelleştirme gelirleri değişkenine istinaden PRIV kısaltması kullanılmıştır.

Bankacılık sektörü tarafından dağıtılan krediler ile ilgili veriler ise Türkiye Bankalar Birliği tarafından yayımlanan Türkiye’de Bankacılık Sistemi adlı rapordan alınmıştır. Bu veriyi endeks haline çevirmek amacı ile Türkiye İstatistik Kurumu’na (TÜİK) ait internet sitesinden temin edilen Türk Lirası cinsinden cari GSYİH değerleri kullanılmıştır. Analizin bundan sonraki kısmında bankacılık sektörü kredileri değişkenine istinaden BCCREDIT kısaltması kullanılmıştır.

İMKB’de yapılan işlemlerin hacmi ile ilgili veriye ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılmıştır. Bu veri yine TÜİK’ten elde edilen Türk Lirası cinsinden carî GSYİH verisine bölünmek sureti ile endeks haline dönüştürülmüştür. Yine analizin bundan sonraki kısmında bu değişkene ait kısaltma MCAP şeklindedir.

Modelde kullanılan verilere dair özet tablo aşağıda verilmiştir (Tablo-1). Bu bölümde analizlerin tamamı Eviews-8 versiyonundaki ekonometrik programından yararlanılarak yapılmıştır.

Tablo- 1: Analizlerde Kullanılan Veriler

Veri	Kaynak
Özelleştirme Gelirleri (ABD Doları) (Yıllık)	ÖİB
Carî GSYİH (ABD Doları) (Yıllık)	DB
Bankacılık Sektörü Tarafından Dağıtılan Kredi Tutarı (TL) (Yıllık)	TBB
Carî GSYİH (TL) (Yıllık)	TÜİK
BIST İşlem Hacmi (TL) (Yıllık)	TCMB

3.2.2. Yöntem

Özelleştirmenin makro ekonomik büyüklüklere yapmış olduğu etkileri inceleyen ilk çalışmalardan Plane (1997) ve Barnett (2000) özelleştirmenin ekonomik büyümeyi farklı kanallar vasıtası ile olumlu etkilediğini rapor etmişlerdir. Bu kanallardan bir tanesi de finansal sistemdir. Zira özelleştirme faaliyetleri sonucu gelişen finansal sistem orta ve uzun vadede ekonomik büyümenin gelişmesine neden olacaktır. Bununla birlikte Cook ve Uchida (2003), Filipovic (2005) ve Adams (2006) değişkenler arasında negatif ilişkinin olduğuna dair ampirik bulgular elde etmişlerdir. Cook ve Uchida (2003) bu durumu özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeterli sermaye birikiminin olmayışından dolayı rekabet şartlarının gelişmemiş olmasına dayandırmaktadırlar. Filipovic (2005) ise yine gelişmekte olan ülkelerde düzenleyici kurumların gelişmemesinden dolayı özelleştirme faaliyetlerinden elde edilen kazanımların değerlendirilemediğini iddia etmektedir. Tüm bu açıklamalar ışığında oluşturacağımız model ile cevaplamak istediğimiz soru şu şekildedir: “Özelleştirme Türkiye ekonomisinde finansal piyasaların gelişmesini desteklemiş midir?”.

Finansal sistemin gelişimini izlemek amacı ile kullanılacak çok sayıda değişken bulunmaktadır. Bununla birlikte özelleştirmenin finansal piyasalar üzerindeki etkisini incelemek amacı ile kullanılacak değişken sayısı sınırlıdır. Boutchkova ve Megginson (2001) ve Boubakri ve Hamza (2007) borsa işlem hacminin özelleştirmenin sağlamış olduğu likiditeden dolayı ve Perotti ve vanOijen (2001) ve Leaven ve Perotti (2002) ise yine borsa hacminin özelleştirme sonucu

politik riskin azalmasından dolayı artacağını belirtmişlerdir. Levine vd. (2000) ve Boubakri vd. (2009) ise özelleştirmenin borsalar kanalı ile reel sektörü destekleyeceğinden dolayı ekonomik büyümeyi destekleyeceğini belirtmişlerdir. Tüm bu açıklamalar çerçevesinde Türkiye ekonomisinde özelleştirme faaliyetlerinin finansal sistemi ne derece etkilediğini anlamak amacı ile şimdiki adı Borsa İstanbul (BIST) olan (İMKB) işlem hacminin modele dahil edilmesi yerinde olacaktır. Borsa işlem hacminin reel hale dönüştürmek amacı ile işlem hacmi verilerinin GSYİH değerine bölünmesi sonuçların daha sağlam olmasını sağlayacaktır.

Diğer yandan Beck ve Levin (2004) iyi bir şekilde çalışan finansal sistemin ekonomik büyümeyi destekleyeceğini belirtmişlerdir. Bu kapsamda finansal sistem tarafından dağıtılan kredilerin hacmi finansal sistemin reel sektöre yönelik desteklerine ilişkin fikir vermektedir. Açıklamalar ışığında Boubakri vd. (2009) bankalar tarafından verilen kredilerin toplamının özelleştirme faaliyetlerinin finansal sistem üzerindeki etkilerini görmek amacı ile kullanılabilir önemli bir gösterge olduğunu ifade etmiş ve ilgili değişkenlerin ilişkilerini incelemek amacı ile kullanmıştır. Türkiye ekonomisinde özelleştirme faaliyetlerinin bankacılık sektörü üzerindeki etkilerini görmek amacı ile bankacılık sektörü tarafından dağıtılan kredi hacminin modele eklenmesi uygun olacaktır. Borsa işlem hacminde olduğu gibi bankacılık sistemi tarafından dağıtılan kredi hacminin GSYİH verisine bölünmesi analiz sonuçlarının daha sağlam olmasını sağlayacaktır.

Özelleştirme faaliyetinin özelleştirmeden elde edilen gelir ile tanımlamak mümkündür (Boubakri vd., 2009: 24). Bu amaçla kurulan modelde özelleştirmeden elde edilen gelirin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır.

Kurulan model ile ilgili olarak tüm bu açıklamalar ışığında model kapsamında sorgulanan iki hipotezden ilki “Özelleştirme işlem hacminin artması finansal sistemde dağıtılan toplam kredi miktarını pozitif etkiler”, ikincisi ise “Özelleştirme işlem hacminin artması borsa işleminin hacminde artışa neden olmaktadır”.

3.2.2.1. Birim Kök Testleri: Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron

Bu bölümde değişkenlere ait serilerin durağan olup olmadıkları birim kök testleri ile kontrol edilecektir. Bu amaçla öncelikle genişletilmiş Dickey-Fuller

(ADF) ve Phillips–Perron birim kök testleri uygulanmıştır. Zira durağanlığın test edilmesi sahte regresyon probleminin kontrol edilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Sahte regresyonun varlığı gerçekte birbiri ile alakası olmayan serilerin arasında bir bağlantının var olduğuna dair yanıltıcı bilgilerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen birim kök testleri sadece birinci dereceden otoregresif süreçlere uygulanmaz. Daha yüksek dereceden otoregresif süreçlere de Dickey ve Fuller testlerini uygulamak mümkündür. p inci dereceden bir otoregresif (Autoregressive) (AR) (p) süreci:

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \phi_3 Y_{t-3} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.1.)$$

biçiminde yazılabilir. Burada, zaman serisi modelinin 3.1. numaralı denklem ile kurulması gerekirken, varsayımsal denklem;

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} \quad (3.2.)$$

şeklinde kurulmuş ve birinci dereceden bir otoregresif süreç modeli ise, hata terimi ε_t temiz dizi olmayacak, aksine serisel korelasyonlu olacaktır. Böyle bir durumda, 3.1. numaralı denklemdeki hataların korelasyonlu olması Dickey-Fuller sürecinin geçerliliğini yitirmesine neden olacaktır. Öyle ki; 3.1. numaralı denklemdeki hata terimi;

$$\varepsilon_t = \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + v_t \quad (3.3.)$$

olarak algılanacaktır. Bu nedenle, kalıntılardaki serisel korelasyonun ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu amaçla, modele değişkenin gecikmeli değerleri ya da 3.3. numaralı denklemdeki gibi değerler katılarak hatalardaki korelasyon ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Sonuç olarak; 3.3 numaralı denklem, 3.1 numaralı denklemdeki yerine yazıldığında elde edilecek yeni model şu şekilde oluşacaktır:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \delta_1 \Delta Y_{t-1} + \delta_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \delta_p \Delta Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.4.)$$

Burada, δ_i 'ler ϕ 'lerin genel fonksiyonlarıdır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010: 322).

Perron (1989)'a göre; x_t bir zaman serisi olarak kabul edilecek olursa, AR (p) sürecinin (Augmented Dickey-Fuller) ADF regresyon denklemleri şu şekilde türetilir (John v.d., 2007: 68):

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 DU_t + d(DTB)_t + \beta_t + \rho x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5.)$$

$$x_t = \alpha_0 + \gamma DT_t + \beta t + \rho x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6.)$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 DU_t + d(DTB)_t + \gamma DT_t + \beta_t + \rho x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.7.)$$

Denklemlerde Δ fark işlemcisini, β parametresi sabit terimi, ρ gecikme uzunluğunu, t deterministik trendi, ve ε_t de hata terimini ifade etmektedir. Denklem 3.1.'de yer alan regresyon sabit terimsiz ve trend değişkeninin yer almadığı modeli, 3.2. numaralı denklemde yer alan regresyon sadece sabit terimin dahil edildiği modeli, 3.3. numaralı denklemde yer alan regresyon ise, sabit terim ve trend değişkeninin dahil edildiği modeli ifade etmektedir.

Test süreci α değişkeninin birden küçük olup olmaması üzerine kuruludur. Birim kök testi sonucunda boş hipotezin reddi diğer bir ifadeyle alternatif hipotezin kabul edilmesi y_t serisinin birim kök taşımadığı ve durağan olduğu sonucuna ulaştırır. Serinin düzey değerinde durağan olması ise I(0), birinci farkında durağan olması I(1) ile ifade edilmektedir.

Dickey ve Fuller (1979) testinde ortaya çıkan otokorelasyon problemini düzeltmek için Phillips ve Perron (1988), parametrik olmayan alternatif bir yaklaşım önermişlerdir. PP testinde ilk olarak aşağıdaki regresyon modeli EKK ile tahmin edilmektedir.

$$\Delta y_t = \alpha y_{t-1} + x_t' \delta + \varepsilon_t \quad (3.8)$$

PP testinde, ADF testinde olduğu gibi, sıfır hipotezi serinin durağan olmadığını/birim kök içerdiğini ($H_0 : \alpha = 0$), alternatif hipotez ise serinin durağan olduğunu/birim kök içermediğini ($H_0 : \alpha < 0$) sınamaktadır. PP yaklaşımı, yukarıdaki modelin EKK tahmininden elde edilen α parametresine ait t-istatistiği ile sınanmaktadır. Ancak, otokorelasyon probleminin test istatistiğinin asimptotik dağılımını etkilenmemesi için aşağıdaki “uyarlanmış t-istatistiği” hesaplanmaktadır:

$$\tilde{t}_\alpha = t_\alpha \sqrt{(\gamma_0 / f_0)} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)(se(\tilde{\alpha}))}{2\sqrt{f_0}s} \quad (3.9)$$

Burada t_α ve $se(\tilde{\alpha})$, α parametresine ait t-istatistiği ve standart hata, s regresyon modeli standart hatası, γ_0 ($\gamma_0 = (T-k)s^2 / T$) hata terimi varyansının tutarlı tahmini ve f_0 ise, sıfır frekansta hata terimi spektrumunun bir tahminidir.

3.2.2.2. Toda – Yamamoto Nedensellik Analizi

Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen nedensellik analizi standart Granger nedensellik analizi üzerinde standart bir asimptotik dağılım gösteren test istatistiği kullanan Granger testi üzerinde bir gelişim göstermektedir (Squalli, 2007; 1197). Bu teknik sistemin bütünleşme ve eşbütünleşme özelliklerini hesaba katmaması uygulanması açısından avantajlıdır. Bu yaklaşımda, asimptotik dağılıma sahip olan VAR (k)’nın parametrelerinin doğrusal kısıtlarında Wald testinin uygulanması için VAR ($k + d_{\max}$) tahmin edilmektedir. Modelde yer alan serilerin maksimum bütünleşme derecesini bilmek ve modeli doğru belirlemek nedensellik sınamaları için yeterli olmaktadır (Altıntaş ve Taban, 2010; 1724).

TodaYamamoto nedensellik analizinde ilk adım değişkenlerin gecikme uzunluklarının belirlenmesidir. Daha sonra ise durağanlık testleri yardımı ile bütünleşme seviyelerinin elde edilmesidir. Analizin son adımında ise tahmin edilen VAR modeline H_0 hipotezi $\beta, \delta, \phi, \rho, \vartheta, \theta, \nu, \tau, \zeta, \psi$ ve ξ sıfıra eşit iken değişkenler arasında hiçbir nedensellik ilişkisinin olmadığını gösteren geliştirilmiş (modified) Wald testi uygulanmaktadır.

$$i_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} i_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d a_{2j} i_{t-j} + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \pi gap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \beta_{2j} \pi gap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \delta_{1i} ygap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \delta_{2j} ygap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \phi_{1i} egap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \phi_{2j} egap_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.10)$$

$$\pi gap = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} \pi gap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d a_{2j} \pi gap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \rho_{1i} i_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \rho_{2j} i_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{1i} ygap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \vartheta_{2j} ygap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \theta_{1i} egap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \theta_{2j} egap_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.11)$$

$$ygap_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} ygap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d a_{2j} ygap_{t-j} + \sum_{i=1}^k v_{1i} \pi gap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d v_{2j} \pi gap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \tau_{1i} i_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \tau_{2j} i_{t-j} + \sum_{i=1}^k \zeta_{1i} egap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \zeta_{2j} egap_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.12)$$

$$egap_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} egap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d a_{2j} egap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \zeta_{1i} \pi gap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \zeta_{2j} \pi gap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \psi_{1i} ygap_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \psi_{2j} ygap_{t-j} + \sum_{i=1}^k \xi_{1i} i_{t-i} + \sum_{j=k+1}^d \xi_{2j} i_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.13)$$

3.2.2.3. Vektör Otoregresif (VAR) Metodolojisi

Sims'in 1980 yılında yazmış olduğu makale ile popüler hale gelen VAR yaklaşımı özellikle makroekonomik analizlerde kullanışlı bir araçtır. Bu yaklaşımın popülaritesi, politikadaki değişikliklerin sistematik bir şekilde ekonometrik modellerin yapısında değişiklik yapılmasını gerektirdiğinin ortaya çıkması ile artmıştır. Bu durum büyük ölçekli makroekonomik modellerin ileriye yönelik tahminlerde kullanımının terk edilmesine neden olmuştur.

Sim (1980) tarafından büyük ölçekli modellere yapılan eleştiriye göre, bu tip modellerde yapıdaki aşırı katılıkları çıkarmak için çok sayıda tanımlayıcı kısıtlar bulunmaktadır. Modelleyici her bir denklemde belirleyici olarak istediği değişkeni seçebilir ve bu değişkenin içsel ya da dışsal olduğuna dair varsayımlarda bulunabilir. Bu varsayımlar kişinin önceki bilgilerine ya da ekonomi teorisi bilgisine bağlıdır. Bu sınırların üstesinden gelmek için hangi verinin içsel hangisinin dışsal olduğunu belirlemek yerine VAR modelinde bütün değişken içsel kabul edilerek verilerin kendilerinin bu konuda belirleyici olması sağlanmıştır.

Bir denklemler sistemi olan VAR analizinde, sistemdeki her bir içsel değişken için aynı açıklayıcı değişkenler kullanılmaktadır. Burada iktisat teorisine düşen tek

görev modele dahil edilecek değişkenlerin belirlenmesidir. Bu işlem için gereken iktisat bilgisi bir yana konulduğunda bu yöntem teorik bir yapıda değildir.

VAR modeli bir eşanlı denklemler sistemi tahminine dayanmaktadır. Bir eşanlı denklemler sisteminin vektör şeklinde yazılışı aşağıdaki gibidir:

$$Ay_t = B(L)y_{t-1} + C\varepsilon_t \quad (3.14)$$

burada y_t içsel değişkenler vektörü, y_{t-1} söz konusu değişkenlerin gecikmeli değerlerinin vektörü, ε_t her bir değişken için hata terimlerinin beyaz gürültü vektörüdür. n değişken sayısı olmak üzere, $n \times n$ A kare matrisi eş zamanlı değişkenlerin yapısal parametrelerini ihtiva etmektedir. $n \times n$ C kare matrisi ise şok ya da yenilik durumunda değişkenlerin eş zamanlı tepkilerini içermektedir. B(L) ise gecikme işlemcisinde p . dereceden matris polinomu, p ise modelde kullanılan gecikme döneminin sayısıdır.

Gecikme işlemcisi L şu şekilde çalışmaktadır:

$$Ly_t = y_{t-1}, L^2 y_t = Ly_{t-1} = y_{t-2}, \dots, L^n y_t = y_{t-n} \quad (3.15)$$

Bütün B_i kare matris iken matris polinomu,

$$B(L)y_{t-1} = B_0 y_{t-1} + B_1 Ly_{t-1} + \dots + B_p L^p y_{t-1} \quad (3.16)$$

şeklindedir.

(3.16) numaralı denklemdeki gösterim şekli problemlidir. Çünkü matrislerdeki katsayılar bilinmemektedir ve her bir değişkenin birbiri üzerindeki eşanlı etkilerine dair parametrelerin belirlenmesi mümkün değildir. Bu şekildeki model tam olarak tanımlanmış değildir. Bununla birlikte modeli indirgenmiş şekle dönüştürmek mümkündür. Bu şekilde standart VAR görünümü elde edilir.

$$y_t = d(L)y_{t-1} + e_t \quad (3.17)$$

burada $D(L) = A^{-1}B(L)$ ve $e_t = A^{-1}C\varepsilon_t$ olarak tanımlanır. Hata terimi (e_t) , doğrusal birbirinden bağımsız şokların (ε_t) kombinasyonudur. Her bir hata terimi sıfır ortalama ile seri olarak birbirinden bağımsızdır ve sabit varyansa sahiptir.

Σ matrisi, VAR modelinin tahmininde elde edilen hata terimlerinin, varyans/kovaryans matrisidir. σ^2 varyans ve σ_{ij} kovaryansı göstermektedir. Kovaryans ise, şu şekilde elde edilmektedir.

$$\sigma_{ij} = (1/T) \sum_{t=1}^T e_{it} e_{jt} \quad (3.18)$$

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \dots & \sigma_{1n} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \dots & \sigma_{2n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \dots & \sigma_n^2 \end{bmatrix} \quad (3.19)$$

$\sigma_{12} = \sigma_{21}$ olduğu sürece Σ matrisi simetriktir, bundan dolayı (3. 18) no'lu denklemdaki parametrelerin elde edilmesi için $(n^2 + n)/2$ adet farklı parametre tahmin edilmelidir. Ω matrisi yapısal karışıklıkların (disturbances) varyans/kovaryans matrisidir. Tahmin edilecek yapısal parametrelerin sayısı, $(n^2 + n)/2$ elemanı bulunan Ω varyans/ kovaryans matrisine bağlıdır. Son olarak A ve C matrislerinin her biri n^2 eleman içermektedir. Tahmin edilecek toplam parametre sayısı $2n^2 + (n^2 + n)/2$ kadardır. Fakat Σ matrisinden $(n^2 + n)/2$ kadar tahmin edilmiş parametre bulunmaktadır. Bundan dolayı tanımlama için $2n^2$ kadar kısıt gerekmektedir.

Her bir şokun bağımsız olaylardan kaynaklandığı çıkarılmasına dayanarak yapısal karışıklıkların sıfır kovaryansa sahip beyaz gürültü bir terim olduğu varsayıldığından Ω köşegen matristir. Bu $(n^2 - n)/2$ adet kısıt sağlamaktadır. Ek olarak, A ve C matrislerinin birime eşit olarak köşegen öğelere sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu $2n$ adet daha kısıt getirmektedir. Birçok çalışmada C matrisini özdeş matris hale getirmek için matrise dışlama kısıtları eklenmektedir. Bu ek olarak $(n^2 - n)$ kadar kısıt gerektirir. Tüm bunlar toplandığında gereken kısıt sayısı $(n^2 - n)/2$ kadardır. Aksi takdirde sistem tanımsız olacaktır.

Geleneksel VAR modellerinde Cholesky ayrıştırması olarak bilinen tekrarlanan bir yapıya dayanan tanımlama kısıtları önerilmektedir. Bu istatistikî ayrıştırma metoduna göre, hata terimleri değişkenlerin ihtiyarî bir şekilde sıralanması temeline dayanan kısıt önerileri kullanılarak ilişkisiz (ortogonal) şoklara dağıtılır. Ayrıştırma ilk değişkenin sadece kendi dışsal şokuna tepki vereceğini, ikinci değişkenin hem kendi hem de ilk değişkende oluşacak şoka cevap vereceğini ortaya koymaktadır. Aşağıdaki sistemde z_t Cholesky kısıtları iken ω_t ortogonal şokların vektörünü temsil etmektedir.

$$e_1 = \omega_1 \quad (3.20)$$

$$e_2 = z_1 e_1 + \omega_2 \quad (3.21)$$

$$e_3 = z_2 e_1 + z_3 e_2 + \omega_3 \quad (3.22)$$

$$e_4 = z_4 e_1 + z_5 e_2 + z_6 e_3 + \omega_4 \quad (3.23)$$

Verilen dört değişkenli Cholesky ayrıştırma örneğinde sistemi tanımlamak için altı adet kısıt bulunmaktadır. Fakat bu değişkenlerin geçerli dizilimi içindir. Dört değişken için yirmi dört farklı dizilim söz konusu olabilir. Bu yüzden VAR sonuçları değişkenlerin dizilimlerine oldukça duyarlıdır. Dolayısıyla, bir değişkende meydana gelen şokun sistemdeki diğer değişkenler üzerindeki etkilerinin Cholesky ayrıştırması yaklaşımıyla belirlenmesinde VAR sistemindeki değişkenlerin sıralaması belirleyici olmaktadır ve bu VAR modellerinin zayıf bir yönünü göstermektedir.

VAR analizi, makroekonomik politikaları uygulamalarının değerlendirilmesi açısından iki önemli araç sağlamaktadır; etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması. Etki tepki fonksiyonları, VAR sisteminde yer alan içsel bir değişkende meydana gelen bir şokun, zaman içerisinde sistemdeki değişkenler üzerindeki etkilerini göstermektedir. VAR modeli tahmininde elde edilen katsayılar, fonksiyonun doğrusal olmamasından dolayı gerçek değerlerini yansıtmamasına rağmen, etki tepki fonksiyonlarının gerçek değerleri belirli bir olasılıkla güven aralıklarının içerisinde yer alır (Özgen ve Güloğlu, 2004: 101).

VAR modelinin kullanımı yoluyla elde edilecek bir diğer analiz varyans ayrıştırmasıdır. Bu analiz tekniğinin amacı her bir rassal şokun gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini ortaya çıkarmaktır. Varyans ayrıştırması metodunda içsel değişkenlerden birinde yaşanan şokun diğer değişkenler üstündeki etkisi her bir değişken için tek tek ayrılmaktadır. Böylece ayrıştırma modelin dinamik yapısı hakkında bilgi vermektedir.

Varyans ayrıştırma metodunun yorumlanması da önemlidir. Değişkenlerden birinde yaşanan şok diğer değişkeni tahmin döneminin uzunluğuna bakılmaksızın etkilemiyorsa o değişken dışsaldır. Aksine söz konusu değişkendeki şok diğer değişkenin hata varyansını birebir etkilemekte ise değişken içsel olarak kabul edilmektedir. Son olarak varyans ayrıştırması metodolojisinde Cholesky ayrıştırması kullanılmaktadır ve değişkenlerin dizilimi analiz sonuçlarını etkileyecektir.

3.2.2.4. Blanchard Quah Uzun Dönem Yapısal Vektör Otoregresif (SVAR) Metodolojisi

Parasal ve finansal sistem ile ilgili konularda son yıllarda VAR modelleri yerine yapısal VAR (structural VAR-SVAR) modelleri kullanılmaktadır. SVAR modellerinin ortaya çıkmasında başlangıç noktası VAR modelinin yapısal değişkenlerin etkisini istenilen düzeyde yansıtamamış olmasıdır. VAR modelleri, kullanılan denklem sistemindeki tüm değişkenlerin kendi ve kendisi dışındaki diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri üzerine tanımlanan çok boyutlu lineer modeller olarak tanımlanabilmektedir (Temurlenk,1998: 56). Aynı zamanda VAR yaklaşımı; modelde kullanılan verilerin dinamik özelliklerini içeren bir çeşit indirgenmiş form modelleri şeklinde özetlemektedir (Cooley ve Leroy, 1985). Cooley ve Leroy (1985), VAR modellerinde şok kavramının ve bununla beraber etki tepki fonksiyonlarının yeteri kadar açıklayıcı olmadığını bu yüzden politikaların değerlendirilmesinde uygun olmayacağını iddia etmektedirler.

Sims (1980a, 1980b) çalışmalarında SVAR modellerinin türetildiği VAR modellerinden çok fazla farklar içermediği belirtilmektedir. VAR modelleri yapısal bir makroekonomik sistemi tam olarak tanımlayamamaktadır (Cooley ve Leroy, 1985, Bernanke, 1986). Ancak bu yaklaşıma karşın literatürde SVAR modelleri ile ilgili başlangıca Sims (1981, 1986), Bernanke (1986), Shapiro ve Watson (1988)

çalışmalarının kaynaklık ettiği bildirilmektedir. Bu çalışmalarda genel olarak otoregresif katsayıların belirlenmesi ile ayrıntılı olarak irdelenmesinden ziyade dışsal şokların sistemdeki lineer birleşimi olarak kabul edilen hata terimlerinin ayırt edilmesi üzerinde durulmaktadır.

VAR modellerinde elde edilen kalıntılar genellikle birbiriyle ilişkilidir. Bunun sonucu olarak da sisteme verilen şokun tepkileri herhangi bir kalıntı üzerindeki net etkisini göstermemektedir. Bu sorunu gidermek için tepkilerin dikeyleştirilmesi (orthogonalized) gerekmektedir. Önceki çalışmalarda Sims (1980) ve Sargent (1978) VAR'daki şokları kovaryans matrisinin Cholesky ayrıştırmasıyla dikeyleştirmiş yani ilişkisizleştirmiştir. Bu çalışmanın sonucunda değişkenler arasında anlık veya aynı dönemli ilişkilerin üzerine alt üçgen matris ya da yinelemeli (recursive) kısıtlamalar konulmuştur. Böylece t döneminde, ilk değişken herhangi bir değişkenden etkilenmezken diğer tüm değişkenleri etkileyebilmekte, ikinci değişken ilk değişken dışındaki değişkenlerden etkilenmemesine karşın diğer tüm değişkenleri etkileyebilmekte, üçüncü değişken ilk iki değişkenden etkilenmekte ve diğer tüm değişkenleri etkileyebilmekte ve benzer şekilde sistem yapılandırılmaktadır (Temurlenk, 1998: 57). Etki tepki fonksiyonlarını bu eksikliğini gidermek için yapılan çalışmaların sonucunda SVAR yaklaşımı ortaya çıkmıştır.

SVAR modellerinin ortaya çıkması ve gelişimi VAR modellerinin bu problemleri çözmeye yönelik geliştirilen çözüm önerileridir. SVAR modelleri yapısal şoklar seti ile bir değişkende bu şoklardan kaynaklanan hareketler arasında bağlantı kurma faaliyetidir (Tunay, 2003: 165). Bir diğer anlatımla; SVAR modeli en öz şekliyle, ekonomideki şokları ortaya çıkarmak amacıyla yeterli kısıtların belirlenmesi faaliyetinin bir sonucudur. Kısıtların belirlenmesi, iktisat yazınına dayanan bilgilerden faydalanarak tekrar eden sistemler, kovaryans veya varyans kısıtları, katsayı kısıtları ve simetri kısıtları ile ilgili kısıtlar şeklinde gerçekleştirilebilir.

İlk olarak Cooley ve Leroy (1985) geleneksel VAR modellerinin politika tepki analizleri hakkında eleştiri yapmıştır. Sonrasında Sims (1986), Bernanke (1986), Blanchard ve Watson (1986) tarafından benzer eleştirilere maruz kalan VAR metodunun yerine SVAR yaklaşımı geliştirilmiştir. Bu modelde kısıtlar yapısal şokların (ε_t) yeniden elde edilmesinde tahmin edilen artıkların (e_t) gözlemlenen

değerleri üzerindeki kısıtların belirlenmesinde iktisat teorisi kullanılmaktadır. Buna ek olarak şoklar arasındaki bağımsızlığın sağlanmasına yönelik hata yapısı varsayımlarının korunması da önemlidir.

Cholesky metodunda kullanılan ihtiyarî kısıt belirleme metodunun aksine iktisat teorisine bağlı kalınarak eşanlı yapısal kısıtlar konulmakta ve yapısal parametreler tahmin edilmektedir. Bu uygulama şokların geçici etkilerinin olacağı düşünülerek oluşturulmuş kısa dönem kısıtları olarak algılanabilir (McCoy, 1997: 6). Bir diğer SVAR yaklaşımı ise Blanchard ve Quah (1989) ve Shapiro ve Watson (1988) tarafından şokların sürekli etkilerinin olduğu varsayılarak geliştirilmiştir. Bu yaklaşımda sürekli oldukları zaman çerçevesinde şokların etkileri çoğaldığından dolayı değişkenler durağan değildir. Değişkenlerin birim köklerinin olması, düzeyde tahmin edilen VAR modelinin yalancı regresyon olma ihtimalini artırmaktadır. Şokların sürekli etkilerinin olduğu durumda yalancı regresyon ihtimalini bertaraf etmek için değişkenlerin birinci farklarını kullanmak doğru olacaktır. Özetle SVAR modeli tanımlama için kullanılan kısıtların belirlenmesinde iktisat teorisinde kullanılan geleneksel bir VAR modelidir. SVAR modeli kısıtların belirlenmesinde kısa ya da uzun dönemin dikkate alınmasına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Blanchard ve Quah (1988) tarafından geliştirilen uzun dönem SVAR modelinde yaşanan şokların kalıcı etkileri olduğu varsayılmaktadır.

Blanchard ve Quah (1989) uzun dönem kısıtlı yapısal VAR modelini önermişlerdir. p. dereceden sabit terimsiz bir yapısal VAR (SVAR) modeli matris biçiminde şu şekilde yazılabilir:

$$\Gamma(L)y_t = \varepsilon_t \quad (3.24)$$

burada $\Gamma(L) = \Gamma_0 - \Gamma_1 L^1 - \Gamma_2 L^2 - \dots - \Gamma_p L^p$ ve $\varepsilon_t \sim W(0, \Sigma)$ olup beyaz gürültü sürecidir. VAR sürecinin durağan olduğu varsayılırsa yukarıdaki yapısal SVAR modeli için sonsuz gecikmeli yapısal hareketli ortalama (SVMA) süreci şu şekilde yazılabilir:

$$\Gamma(L)^{-1} = A(L) = A_0 + A_1 L^1 + A_2 L^2 + \dots \text{ dersek}$$

$$y_t = (A_0 + A_1 L^1 + A_2 L^2 + \dots) \varepsilon_t \quad (3.25)$$

$$= \sum_{k=0}^{\infty} A_s \varepsilon_{t-s}$$

SVMA yoğun biçimde şu şekilde de yazılabilir:

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

burada $A_{ij}(L) = \left(\sum_{s=0}^{\infty} A_{ij} L^s \right)$ gecikme işlemcisi çok terimli olup $A_{ij}(L)$

katsayıları $a_{ij}(s)$ ($i=1,2$ ve $j=1,2$) şeklinde gösterilebilir. Basitlik amacıyla yapısal hata terimlerinin ilişkisiz olduğunu varsayarsak yapısal form varyans kovaryans matrisi köşegen olacaktır. Ayrıca yapısal form varyans kovaryans matrisinin uygun biçimde normalize edilmesiyle birlikte birim matris elde edilebilir. Bu durumda $\text{var}(\varepsilon_t) = I_k$ olacaktır. Denklem (3.15)'de $A_0 \varepsilon$ 'nun y üzerindeki anlık etkisini temsil ederken $A_s \varepsilon$ 'nun y üzerindeki ileri dönemlerdeki etkisini temsil etmektedir. Bu bakımdan $a_{12}(s)$ katsayısı (y_1) değişkeninin ikinci şoka s dönem sonraki tepkisini yansıtmaktadır.

İndirgenmiş form modeli için hareketli ortalama süreci (VMA) şu şekilde elde edilebilir.

$$y_t = (I_n + \Psi_1 L^1 + \Psi_2 L^2 + \dots) u_t \quad (3.26)$$

Bunu şu şekilde de yazabiliriz

$$y_t = \sum_{k=0}^{\infty} \psi_k u_{t-k} \quad \Psi_0 = I_k \quad (3.27)$$

burada $\text{var}(u_t) = \Omega$ olarak tanımlanmaktadır. Yapısal form ve indirgenmiş form denklemleri şu şekilde ilişkilendirilmiştir:

$$y_t = (A_0 + A_1 L^1 + A_2 L^2 + \dots) \varepsilon_t$$

$$y_t = (I_n + \Psi_1 + \Psi_2 L^2 + \dots) u_t$$

$$u_t = A_0 \varepsilon_t \quad (3.28)$$

$$\Psi_1 u_{t-1} = A_1 \varepsilon_{t-1}$$

$$\Psi_1 A_0 \varepsilon_{t-1} = A_1 \varepsilon_{t-1}$$

$$A_1 = \Psi_1 A_0$$

$$A_k = \Psi_k A_0 \quad \forall k \quad (3.29)$$

A_0 elde edildikten sonra Ψ_s A_s 'lar $A_k = \Psi_s A_0$ ($s=1,2,3\dots$). kullanılarak hesaplanabilir. A_0 matrisindeki k^2 tane bilinmeyen parametre $\text{var}(u_t) = \text{var}(A_0 \varepsilon_t)$ 'den hareketle hesaplanabilir ve böylece $\Omega = A_0 \text{var}(\varepsilon_t) A_0'$ elde edilir. Bu ilişki A_0 matrisinin elemanları üzerine k değişken sayısını göstermek üzere $k(k+1)/2$ tane kısıt getirir. Çünkü indirgenmiş form varyans-kovaryans matrisinde bu sayıda birbirinden bağımsız eleman yer almaktadır. Bu durumda tam ayırt edilme için $k(k-1)/2$ adet ek uzun dönem kısıtına ihtiyaç duyulmaktadır. Örneğin $\sum_{s=0}^{\infty} a_{11}(s) = 0$ kısıtının anlamı 1.inci şokun(ε_1) 1.inci değişken üzerinde kümülatif etkisi sıfırdır Yani 1.inci şok 1.değişkenin düzeyi üzerinde uzun dönemde etkili değildir anlamındadır. Çünkü $a_{11}(s)$ 1.şokun y_1 üzerindeki k dönem sonraki etkisini göstermektedir. Birinci şokun y_1 üzerinde uzun dönemde etkisinin olmaması için $\sum_{s=0}^{\infty} a_{11}(s) = 0$ olması gerekmektedir. Basit bir şekilde tanımlayacak olursak iki değişkenli bir VAR modelinde, değişkenlerin durağan olduğu varsayımı altında Blanchard-Quah modelinde kısıtlamalar aşağıdaki gibi belirlenmektedir.

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & 0 \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (3.30)$$

3.2.2.5. Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması

Etki tepki analizi modelde yer alan bir değişkene bir standart sapmalı şok verildiğinde diğer değişkenlerin verdiği tepkilerin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Aşağıda iki değişkenli birinci mertebeden bir VAR modelinin etki tepki fonksiyonu yardımıyla çözümlenmesi örneklenmektedir.

İki değişkenli birinci mertebeden VAR modeli aşağıdaki gibidir,

$$\begin{aligned} y_t &= a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \\ z_t &= a_{20} - a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \end{aligned} \quad (3.31)$$

Yukarıdaki denklemlerdeki $\{y_t\}$ ve $\{z_t\}$ serileri sırasıyla e_{1t} ve e_{2t} serileri cinsinden aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (Enders, 1995: 305).

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (3.32)$$

(3.13) denklemi $\in y_t$ ve $\in z_t$ cinsinden tekrar yazılımı aşağıdaki gibidir.

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (3.33)$$

(4.14) ve (4.15) denklemleri birleştirildiğinde,

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (3.34)$$

denklemi elde edilecektir (Enders, 1995: 305).

(3.34) denklemini daha basit bir şekilde yazılacak olursa aşağıdaki denklem elde edilir (Enders, 1995: 305).

$$\phi_i = \begin{bmatrix} \mathbf{A}_1^i / (1 - b_{12} b_{21}) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \quad (3.35)$$

Hareketli ortalamalar yöntemi y_t ve z_t serilerinin arasındaki ilişkinin gösterilmesi ϕ_i için kullanılmaktadır. ϕ_i katsayısı $\in y_t$ ve $\in z_t$ deki şokların $\{y_t\}$ ve $\{z_t\}$ serileri üzerindeki etkisini göstermek için kullanılmaktadır. Anlatımı kolaylaştırmak için ϕ_i 'nin dört çarpanı etki çarpanları olarak adlandırılacaktır. Örneğin ϕ_{12} çarpanı $\in z_t$ 'deki bir birimlik şokdaki değişimin $\{y_t\}$ serisine eş zamanlı etkisini göstermektedir. Diğer taraftan $\in z_t$ 'deki şokun, n dönem boyunca $\{y_t\}$ üzerindeki toplam etkisi $\sum_{i=0}^{\infty} \phi_i$ olacaktır. Buna uzun dönem çarpanı denmektedir (Enders, 1995: 306).

$\phi_{11}(i), \phi_{12}(i), \phi_{21}(i)$ ve $\phi_{22}(i)$ katsayıları etki tepki fonksiyonlarıdır. $\{y_t\}$ ve $\{z_t\}$ serilerinin çeşitli şoklara karşı verdikleri tepkilerin ölçmenin en pratik yolu etki tepki fonksiyonlarıdır. Etki tepki fonksiyonunun kullanılabilmesi için denklem sisteminin

belirlenmiş olması gerekmektedir. Etki tepki fonksiyonunda bu problemi ortadan kaldırmak için Choleski Ayrıştırması kullanılabilir.

Varyans Ayrıştırmasında bir değişkene ilişkin öngörü hata varyansının, diğer değişkenler tarafından açıklanma oranıdır(Bozkurt, 2007: 99). Varyans ayrıştırması bir örnekle açıklanacaktır.

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + e_t \quad (3.36)$$

eşitliğinde A_0 ve A_1 katsayıları X_t 'in X_{t+1} döneminin tahmin edilmesi için kullanılabilir. X_{t+1} 'nin koşullu beklenen değeri,

$E_t X_{t+1} = A_0 + A_1 X_t$, buradan tahminin hatası $e_{t+1} = X_{t+1} - E_t X_{t+1}$ olarak bulunur(Enders, 1995; Yıldırım, 2007).

İki dönem sonra ise,

$$X_{t+2} = A_0 + A_1 X_{t+1} + e_{t+2}$$

$$X_{t+2} = A_0 + A_1 (A_0 + A_1 X_t + e_{t+1}) + e_{t+2} \quad (3.37)$$

biçiminde olmaktadır. Bu denklemin koşullu beklenen değeri alındığında,

$$E_t X_{t+2} = (I + A_1) A_0 + A_1^2 X_t \quad (3.38)$$

olmaktadır. Bu durumda iki dönem gelecekteki tahmin hatası ise $e_{t+2} + A_1 e_{t+1}$ biçiminde olmaktadır. Buradan genel olarak modelin n dönem geleceğe ait tahmininin,

$E_t X_{t+n} = (I + A_1 + A_1^2 + \dots + A_1^{n-1}) A_0 + A_1^n X_t$ biçiminde olduğu söylenebilmektedir. İlgili tahmin hatası ise, $e_{t+n} + A_1 e_{t+n-1} + A_2 e_{t+n-2} + \dots + A_1^{n-1} e_{t+1}$

olarak ifade edilir. Bu denklemin n dönem sonraki hareketli ortalamalar ile gösterimi ise

$$X_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_i \varepsilon_{t+n-i} \text{ olacaktır. } \{y_t\} \text{ serisinin } n \text{ dönem sonraki tahmin hatası}$$

aşağıdaki gibidir(Enders, 1995: 310).

$$\begin{aligned} y_{t+n} - E y_{t+n} &= \phi_{11}(0) \varepsilon_{y_{t+n}} + \phi_{11}(1) \varepsilon_{y_{t+n-1}} + \dots + \phi_{11}(n-1) \varepsilon_{y_{t+1}} + \phi_{12}(0) \varepsilon_{z_{t+n}} \\ &+ \phi_{12}(1) \varepsilon_{z_{t+n-1}} + \dots + \phi_{12}(n-1) \varepsilon_{z_{t+1}} \end{aligned} \quad (3.39)$$

biçiminde bulunmaktadır. Bu hatanın varyansı ise,

$$\sigma_y^2(n) = \sigma_y^2[\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2] + \sigma_z^2[\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2] \quad (3.40)$$

şeklinde elde edilmektedir. $\phi_{jk}(i)^2$ katsayılarının değeri negatif olmayacağından, tahmin hatasının varyansı, n arttıkça artacaktır. $\sigma_y(n)^2$ var-yansı ε_{yt} serisi için,

$$\frac{\sigma_y^2[\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2]}{\sigma_y(n)^2} \quad (3.41)$$

ε_{zt} serisi için,

$$\frac{\sigma_z^2[\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2]}{\sigma_z(n)^2} \quad (3.42)$$

Tahmin hatasının varyans ayrıştırması, bir seride meydana gelen hareketlerin nedenini bulmak için kendinde meydana gelen şoklarla diğer serilerde meydana gelen şokları karşılaştırma anlamına gelmektedir. Eğer tüm tahmin dönemi boyunca ε_{zt} şokları $\{yt\}$ serisinin tahmin hata varyansının hiçbirini açıklamıyorsa bu durumda $\{yt\}$ serisinin dışsal olduğu söylenebilir. Aksine eğer tüm tahmin dönemi boyunca zt şokları $\{yt\}$ serisinin tahmin hata varyansının tamamını açıklıyorsa bu durumda $\{yt\}$ serinin içsel olduğu söylenebilir (Enders, 1995: 312).

3.3. Literatür

Literatürde özelleştirme faaliyetlerinin finansal sistem üzerindeki etkisine yönelik çok az sayıda çalışma bulunmaktadır. Mevcut çalışmalarda; Megginson ve Boutchkova (2001) ve Boubakri ve Hamza (2007) yaptıkları analizlerde özelleştirmeler sonucunda likiditenin artmasıyla birlikte borsa işlem hacminin artacağını tespit etmişlerdir. Perotti ve VanOijen (2001) tarafından yapılan analizde gelişmekte olan ülkelerde politik riskteki değişikliklerin genel olarak yerel borsa ve aşırı getiriler üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğuna yönelik bulgular elde edilmiştir. Öte yandan Levine vd. (2000) özelleştirmelerin borsalar kanalıyla reel sektörü desteklediklerini ve bunun da ekonomik büyümeye pozitif etkisi olduğunu ifade etmişlerdir.

Boubakri vd. (2009) yaptıkları çalışmada; özelleştirmenin sermaye piyasalarının büyüklüğü üzerindeki etkilerini ve likiditeyi geliştirmekte olan çok uluslu 31 piyasayı örneklem olarak incelemişlerdir. Özel sektörün yoğunluğu ve özelleştirme tekliflerinin kullanılmasının finans piyasalarının gelişimine katkısını arttırdığını tespit edilmesine karşın bu artış elden çıkarma işleminin özelliklerine bağlı olarak coğrafi bölgeler arasındaki farklılıklardan etkilenmektedir.

Megginson ve Boutchkova (2001), bankacılık sistemi tarafından iç piyasalara sağlanan kredinin GSYİH'ye oranının 1990-1998 döneminde en iyi ülke gruplarının yanı sıra tüm dünyada hemen hemen sabit kaldığını tespit etmişlerdir. Aynı dönemde sermaye piyasasının kapitalizasyonun GSYİH'ye oranının tüm dünyada %52'den %82'ye, yüksek gelirli ülkelerde ise %56'dan %95'e yükseldiği tespit edilmiştir. Ayrıca hisse senedi işlem hacminin 1980-1998 yılları arasında, özelleştirilen firmaların piyasa değerinin ise 1983-1999 yılları arasında çarpıcı bir şekilde arttığı belirtilmiştir. Akademik çalışmalar; özelleştirme kapsamında ihraç edilen hisse senedi yatırımcılarının kayda değer kazanç elde ettiğini göstermektedir. Hisse sahipliği yoluyla özelleştirme çoğu ülkede çarpıcı bir biçimde artmakla beraber hisse senedi değişimi yoluyla yapılan bu özelleştirme modeli istikrarsız bir yapıyı da beraberinde getirmektedir.

3.4. Analiz Sonuçları

Analizlerde öncelikli olarak serilerin durağanlığını belirlemek amacıyla birim kök testine başvurulmuştur. Dickey-Fuller (1979) ADF testinin limit dağılımlarını türetmiş ancak MacKinnon (1991,1996) sonlu örneklem için kritik değerleri elde etmiştir. Analiz sonuçları Tablo: 2 yardımıyla özetlenmiştir.

Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) birim kök testi sonuçlarına göre %1 kritik değer seviyesinde tüm değişkenlere ait seriler düzey değerlerinde birim kök içermektedir. Sadece özelleştirme (PRIV) serisi % 10 kritik değer seviyesinde durağan gözükmemektedir. Bununla birlikte serilerin birinci farkları alındığında kritik değerlerin %1 anlamlılık seviyesinde durağan hale geldiği görülmektedir. ADF sonuçlarına göre serilerin VAR analizine birinci farkları alınarak dahil edilmesi yerinde olacaktır.

Birim kök testleri sonuçları tüm değişkenlerin seviyede birim kök içerirken birinci farklarında durağanlaştıklarını göstermektedir. Zira VAR modellerinin tahmininde ilk aşama değişkenlere ait serilerin durağanlıklarının belirlenmesidir. Değişkenler modele durağanlığın sağlandığı halleri ile girmektedir. Bu durumda her bir değişken modele birinci farkları ile dahil edilmiştir.

Tablo- 2: ADF Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	ADF t-istatistiği		ADF t-istatistiği	
	(Düzye)		(Birinci Fark)	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
PRIV	-2.83*	-3.54*	-5.85***	-5.71***
BCCREDIT	0.21	-1.31	-6.52***	-7.61***
MCAP	-1.57	-3.49*	-6.46***	-5.35***
Anlamlılık	%1	-3.69	-4.33	-3.71
Düzye	%5	-2.97	-3.58	-2.98
	%10	-2.62	-3.22	-2.62

Not: MacKinnon (1996) kritik değerleri kullanılmıştır. ADF testinde bütün değişkenler Schwarz bilgi kriterine göre değerlendirilmiştir.

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

PP test istatistiğinin asimptotik dağılımı, ADF testinde olduğu gibi sıfır hipotezi altında “standart student-t dağılımı” göstermediği için kritik değerlerler simülasyonlar ile üretilmiştir (Tablo-3).

Tablo-3’de yer alan Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen birim kök testi sonuçlarına göre %1 anlamlılık seviyesine göre değişkenlerin tamamı seviye değerlerinde birim kök içerdiği ortaya çıkmıştır. Birinci farklar alındığında ise %1 anlamlılık seviyesinde tüm değişkenlerin durağan olduğu ortaya çıkmıştır. Yine PP testi sonuçlarına göre serilerin VAR analizinde birinci farkları ile teste tabi tutulmaları gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Tablo- 3: Phillips-Perron Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	PP t-istatistiği (Düzey)		PP t-istatistiği (Birinci Fark)		
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli	
	PRIV	-2.83*	-3.57*	-6.01***	-5.83***
BCCREDIT	1.04	-0.88	-6.52***	-7.68***	
MCAP	-1.25	-3.46*	-13.17***	-15.88***	
Anlamlılık	%1	-3.69	-4.33	-3.71	-4.35
Düzeyi	%5	-2.97	-3.58	-2.98	-3.59
	%10	-2.62	-3.22	-2.62	-3.23

Not: MacKinnon (1996) kritik değerleri kullanılmıştır. PP testinde bütün değişkenler Schwarz bilgi kriterine göre değerlendirilmiştir.

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

VAR modellerinde ikinci aşama gecikme değerlerinin belirlenmesidir. Gecikme değerleri belirlenirken otokorelasyonun olmaması önem arz etmektedir. Bundan dolayı kök karakteristiklerine, otokorelasyonun varlığına ve heteroskedastisitenin varlığına dikkat edilmelidir. Modelin gecikme uzunluğu belirlenirken Schwarz bilgi kriteri kullanılmıştır. Bu bilgi kriteri gecikme sayısını bir olarak belirlemiştir. Otokorelasyon ve heteroskedastisite kontrol edildiğinde de bir gecikme uzunluğunda otokorelasyon problemine rastlanmamıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisite testlerine ait tablolar ve modelin kök tablosu ekte verilmiştir.

Durağanlığın ve gecikme sayılarının belirlenmesinin ardından VAR modelinde etki-tepki fonksiyonları test edilmiştir. Bankacılık sektörü kredi hacmi ve borsa işlem hacmi değişkenlerinin özelleştirme işlemlerinde yaşanan bir birimlik şoka vermiş olduğu tepkiler Tablo-4’de verilmiştir.

Tablo-4’e göre özelleştirme gelirleri değişkeninde yaşanan %1’lik pozitif bir şok durumunda borsa işlem hacmi pozitif etkilenmektedir. Etki üç dönem boyunca sürmektedir. Dördüncü dönem negatife dönerek anlamsızlaşmaktadır. Sonuç istatistikî ve iktisadî açıdan anlamlı olmakla birlikte özelleştirme gelirlerindeki

artışın borsadaki işlem hacmini oldukça zayıf bir şekilde etkilediği görülmektedir. Zira yüzde 1’lik bir artışa borsa işlem hacmi ilk ay ancak yüzde 4’lük bir artış şeklinde tepki vermektedir. Bununla birlikte bu sonuç ilk hipotezin doğru olduğu yönünde kanıtlar sunmaktadır.

Tablo- 4: VAR Modeli Etki – Tepki Fonksiyonları

Dönem	PRIV’deki %1’lik pozitif şoka değişkenlerin tepkisi		
	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	0,0525	0,0414	0,0138
2	0,0013	0,0145	0,0052
3	0,0003	0,0048	0,0020
4	-0,0001	-0,0015	-0,0007
5	-0,0001	0,0004	0,0002
6	-0,0000	-0,0001	-0,0001
7	0,0000	0,0000	0,0003
8	-0,0000	-0,0000	-0,0000
9	0,0000	0,0000	0,0000
10	-0,0000	-0,0000	-0,0000

Yine özelleştirme gelirlerinde yaşanan % 1’lik pozitif bir şoka bankacılık kesimi tarafından dağıtılan kredi tutarının tepkisi pozitif olup üç dönem boyunca devam etmektedir. Dördüncü dönemde negatife dönerek anlamsızlaşmaktadır. Sonuç iktisadî ve istatistikî açıdan anlamlıdır. Fakat borsa işlem hacmi değişkeninde olduğu gibi kredi hacmi değişkeninde de şoka verilen tepki oldukça zayıftır. Değişkenin vermiş olduğu tepki ilk yıl yüzde 1 seviyesinde iken üçüncü yıl ancak binde 7 seviyesine düşmüştür. Bununla birlikte elde edilen sonuç ikinci hipotezi doğrular niteliktedir.

Sonraki aşamada varyans ayrıştırması yapılmıştır. Varyans ayrıştırması metodu sayesinde bir değişkende yaşanan şokun yüzdelik biçimde ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığı bulunabilmektedir. Analiz sonuçları Tablo-5’deki gibidir.

Tablo- 5: Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi Değişkeni VAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu

BCCREDIT VARYANS AYRIŞTIRMASI				
Ay	S.E.	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	0.07291	3.5832	0.1308	96.2859
2	0.076561	3.7225	0.4882	95.7891
3	0.076941	3.7553	0.5813	95.6633
4	0.076982	3.7612	0.5978	95.6401
5	0.076987	3.7621	0.6002	95.6375
6	0.076987	3.7623	0.6005	95.6370
7	0.076987	3.7623	0.6006	95.6370
8	0.076987	3.7623	0.6006	95.6370
9	0.076987	3.7623	0.6006	95.6370
10	0.076987	3.7623	0.6006	95.6370

Tablo-5’de yer alan varyans ayrıştırması sonuçlarına göre bankacılık kesimi kredi hacminde yaşanan bir şokun önemli bir kısmı kendisi tarafından açıklanmaktadır. Bu ele alınan dönemin tamamında neredeyse hiç değişmemektedir. Şokun ancak yaklaşık %4’lük kısmı özelleştirme tarafından açıklanabilmektedir. Kredi hacminde yaşanan şokun sadece % 0,6’lık kısmı borsa işlem hacmi tarafından açıklanabilmektedir.

Diğer taraftan borsa işlem hacminde yaşanan bir şokun kaynağı hakkında bilgi verilmektedir. Buna göre borsa hacminde yaşanan bir şokun önemli bir kısmı kendisi tarafından açıklanmaktadır. % 14’lük kısmı ise özelleştirme değişkeni tarafından açıklanmaktadır. Bu oran dönem boyunca neredeyse sabit kalmaktadır. Diğer yandan kredi hacmi değişkeninin borsa işlem hacminde yaşanan şokun ancak binde birini açıklayabildiği görülmektedir (Tablo-6).

Tablo- 6: Borsa İşlem Hacmi Değişkeni VAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu

MCAP VARYANS AYRIŞTIRMASI				
Ay	S.E.	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	0.11126	13.8635	86.1364	0.0000
2	0.11554	14.4461	85.5536	0.0002
3	0.11590	14.5292	85.4694	0.0012
4	0.11593	14.5387	85.4594	0.0017
5	0.11593	14.5397	85.4583	0.0019
6	0.11593	14.5398	85.4582	0.0019
7	0.11593	14.5398	85.4582	0.0019
8	0.11593	14.5398	85.4582	0.0019
9	0.11593	14.5398	85.4582	0.0019
10	0.11593	14.5398	85.4582	0.0019

Tablo-6'ya göre özelleştirmenin borsa işlem hacmini daha fazla etkileme gücüne sahip olduğunu göstermektedir.

Blanchard ve Quah tarafından geliştirilen uzun dönem yapısal VAR (SVAR) analizine ait etki-tepki ve varyans ayrıştırma sonuçları Tablo-7, Tablo-8 ve Tablo-9 yardımıyla özetlenmiştir.

Tablo-7'deki SVAR analizinde de geleneksel VAR analizinde olduğu gibi serilerin birim kök taşıyıp taşımadıkları önemlidir. Bu yüzden değişkenler birinci farkları ile SVAR analizine dahil edilmişlerdir. Ayrıca yine VAR analizinde olduğu gibi uygun gecikme sayısının belirlenmesi ve bu yapılırken otokorelasyon ve heteroskedastisiteye dikkat edilmesi önemlidir. Bu yüzden uygun gecikme sayısı otokorelasyon ve heteroskedastisite kontrol edilerek bir alınmıştır. Bu analizlerin tamamı geleneksel VAR analizindeki ile aynı olduğundan dolayı ek kısmında tekrar yer verilmemiştir.

Tablo- 7: SVAR Modeli Etki – Tepki Fonksiyonları

Dönem	PRIV'daki %1'lik pozitif şoka değişkenlerin tepkisi		
	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	1,3698	0,4017	0,3803
2	0,3437	0,1335	0,3022
3	0,0307	3,2008	0,4941
4	0,0007	-2,2742	-0,5051
5	-0,0189	-0,6016	0,2121
6	0,0411	1,2376	-0,0009
7	-0,0164	-0,3227	-0,0584
8	-0,0091	-0,2540	0,0339
9	0,0099	0,1878	-0,0020
10	-0,0012	-0,0015	-0,0081

Tablo-7'de yer alan SVAR etki tepki sonuçlarına göre özelleştirme gelirlerinde yaşanan % 1'lik pozitif bir şok durumunda bankacılık kesimi tarafından dağıtılan kredi hacminde pozitif bir değişim yaşanmaktadır. Bu durum tıpkı geleneksel VAR analizinde olduğu gibi hipotezi desteklemektedir. Kredi hacminin şoka vermiş olduğu tepki gerek istatistikî gerekse iktisadî açıdan anlamlı olup üç dönem sonra anlamsızlaşmaktadır. Tepkinin büyüklüğü geleneksel VAR analizi sonuçları ile karşılaştırıldığında daha büyük olduğu gözlemlenmektedir.

Özelleştirme gelirlerinde yaşanan % 1'lik pozitif bir şoka borsa işlem hacminin vermiş olduğu tepki üç dönem boyunca pozitifdir. Bu sonuç model kurulurken oluşturulan hipotezler ile uyumludur. Sonuçlar aynı zamanda istatistikî ve iktisadî açıdan anlamlıdır. İlk iki dönemde tepki nispeten küçük iken üçüncü dönemde büyümekte ve sonra anlamsızlaşmaktadır.

Tablo-8; bankacılık sektörü tarafından dağıtılan kredi hacminde yaşanan bir şokun kaynağı hakkında bilgi vermektedir. Buna göre kredi hacminde yaşanan bir şokun %90'lık kısmı kendisi tarafından açıklanmaktadır. Daha sonraki dönemlerde düşerek % 69'a kadar gerilemektedir. Özelleştirme gelirlerinin şoku açıklama

yeteneği ilk dönemde % 8 civarında iken dönem sonunda % 30'a kadar çıkmaktadır. Diğer yandan borsa işlem hacmi değişkeninin kredi hacminde yaşanan şokun ancak çok küçük bir kısmını açıklayabildiği görölmektedir.

Tablo- 8: Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi Değişkeni Uzun Dönem SVAR Modeli Varyans Ayırıştırma Tablosu

BCCREDIT VARYANS AYRIŞTIRMASI				
Ay	S.E.	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	1.3327	8.1445	0.1429	91.2175
2	1.4184	11.7313	0.4287	87.8399
3	1.5072	21.1370	0.4399	78.4229
4	1.5897	29.0968	0.3973	70.5058
5	1.6039	30.3326	0.4006	69.2667
6	1.6040	30.3308	0.4025	69.2665
7	1.6051	30.4231	0.4020	69.1747
8	1.6054	30.4542	0.4020	69.1436
9	1.6054	30.4543	0.4021	69.1435
10	1.6054	30.4561	0.4021	69.1417

Tablo-9 incelendiğinde borsa hacminde yaşanan bir şokun kaynağı hakkında bilgi verilmektedir. Varyans ayırıştırması sonuçlarına göre borsa işlem hacminde yaşanan bir şok ilk üç dönemde kendisi tarafından açıklanabilirken daha sonraki dönemlerde özelleştirme gelirleri şoku açıklamada etkin hale gelmektedir. Bu durum istatistikî açıdan anlamlı gözükse de iktisadî açıdan anlamlı değildir. Kredi hacminin şoku açıklama yeteneği ise dönem boyunca % 2 civarındadır.

Tablo- 9: Borsa İşlem Hacmi Değişkeni Uzun Dönem SVAR Modeli Varyans Ayrıştırma Tablosu

MCAP VARYANS AYRIŞTIRMASI				
Ay	S.E.	PRIV	MCAP	BCCREDIT
1	1.8076	4.9394	90.4533	4.6071
2	1.9322	4.8011	89.4844	5.7143
3	3.7764	73.0955	24.4338	2.4705
4	4.4331	79.3602	18.3473	2.2924
5	4.4741	79.7212	18.0132	2.2655
6	4.6434	81.1190	16.7656	2.1152
7	4.6549	81.2010	16.6889	2.1100
8	4.6618	81.2562	16.6399	2.1037
9	4.6656	81.2860	16.6134	2.1004
10	4.6656	81.2860	16.6134	2.1005

Geleneksel Granger nedensellik analizi sonuçları Tablo-10’da verilmiştir.

Tablo- 10: Geleneksel Granger Nedensellik Testi Sonuçları

	PRIV	MCAP	BCCREDIT
PRIV	-----	0.2964 [0.5861]	0.1332 [0.7151]
MCAP	0.0169 [0.8966]	-----	0.0160 [0.9938]
BCCREDIT	0.011 [0.9746]	0.0636 [0.8009]	-----

Tablo satırlar şeklinde okunmaktadır. Örneğin 0.2964 “MCAP’tan PRIV’e nedensellik yoktur.” sıfır hipotezinin testini göstermektedir.

Tablo-10’da yer alan nedensellik analiz sonuçlarına göre değişkenler arasında hiç nedensellik ilişkisi yoktur.

Toda–Yamamoto Granger tipi nedensellik testi analizi sonuçları ise Tablo-11’de gösterilmektedir.

Tablo- 11: Toda – YamamotoGranger Tipi Nedensellik Testi Sonuçları

	PRIV	MCAP	BCCREDIT
PRIV	-----	0.0371 [0.8492]	0.7277 [0.4042]
MCAP	0.5419 [0.4706]	-----	0.4927 [0.4912]
BCCREDIT	0.3683 [0.5511]	0.0015 [0.9686]	-----

Tablo satırlar şeklinde okunmaktadır. Örneğin 0.0371 “MCAP’tan PRIV’e nedensellik yoktur.” sıfır hipotezinin testini göstermektedir.

Tablo-11’e göre kurulan modele ait uygun gecikme sayısı birdir ve değişkenlerin en yüksek bütünleşme derecesi birdir. Geliştirilmiş (Modified) Wald testi kurulan bu model üzerinden Toda-Yamamoto nedensellik testleri yapılmıştır. MWald testi sonuçlarına göre değişkenler arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Sonuçlar geleneksel Granger nedensellik analizi sonuçlarını desteklemektedir.

Sonuç ve Değerlendirme

Özelleştirmenin tanımına ilişkin olarak bir görüş birliği bulunmamakla birlikte özelleştirmenin temelinde kamu tarafından üretilen mal ve hizmetlerin özel sektöre üretilmesi sağlanarak ekonomik verimliliğin ve rekabetin artırılması hususu bulunmaktadır. Özelleştirmelerin amaçları her ülkenin kendi iç dinamikleri çerçevesinde farklılaşabilmekte olup genel olarak özelleştirme uygulamaları birtakım mali, sosyal ve siyasal amaçları gerçekleştirmek için gündeme gelmektedir. Bu bağlamda çeşitli özelleştirme yöntemleri bulunmakta beraber özelleştirme uygulamaları bir taraftan mülkiyetin kamu sektöründen özel sektöre devri şeklinde gerçekleştirilebilirken diğer taraftan da mülkiyet kamuda kalacak şekilde sadece yönetimin özel sektöre devredilmesi yoluyla da özelleştirme işlemleri gerçekleştirilebilmektedir.

Dünya'daki özelleştirme uygulamaları değerlendirildiğinde özellikle İngiltere'de özelleştirmenin en iyi şekilde uygulandığı görülmektedir. Geçiş ekonomilerinde ise özelleştirme sürecinin belirlenmesinde farklı öncelikler bulunmakta ayrıca bu ülkelerin özelleştirme süreçleri özel sektörün yeterli sermaye birikimine sahip olmaması nedeniyle ya uzamakta ya da başarısızlıkla sonuçlanmaktadır.

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 tarihinde alınan ve literatüre 24 Ocak Kararları olarak geçen düzenlemeler ile birlikte serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecine başlamıştır. Düzenlemeler çerçevesinde ihracata dayalı büyüme stratejisi seçilirken devletin ekonomik hayattan elini çekerek serbest piyasa şartlarının sağlanması amacı ile kamu iktisadi teşekküllerinin özelleştirilmesi hedeflenmiştir. Nitekim buna yönelik ilk düzenleme 1984 yılında kanun çerçevesinde yapılmış ve 1986 yılından itibaren özelleştirme geliri elde edilmeye başlanmıştır.

80'li yıllarda serbest piyasa ekonomisine geçiş amacı ile yapılan düzenlemelerin bir kısmı ise finansal sisteme yönelik olmuştur. Alınan karar ile kredi ve mevduat faizleri serbest bırakılmış ve oranların serbest piyasa şartları altında belirlenmesi amaçlanmıştır. 1983 yılında özerk bir yapıya sahip olan Sermaye Piyasası Kurumu kurulmuştur. 1986 yılında faaliyete geçen İMKB ile şirketlerin

sermaye ihtiyaçlarının uluslararası sermaye piyasalarından karşılanması için önemli bir adım atılmıştır. 1989 yılına gelindiğinde finansal piyasaların serbest piyasa koşullarına uygun hale getirilmesinde önemli bir mesafe kat edilmiştir.

Yaşanan bu gelişmeler çerçevesinde özelleştirme faaliyetlerinin makro ve mikro boyutta ekonomi üzerindeki etkileri literatürde yoğun bir şekilde analiz edilmiştir. Ancak literatürde özelleştirme faaliyetlerinin finansal sistem üzerindeki etkisi ise yeterince incelenmemiştir. Bu amaçla uygulama bölümünde yapılan analizde 1986 – 2013 tarihleri arasında kalan yıllık veriler kullanılarak oluşturulan model geleneksel VAR, Blanchard-Quah uzun dönem yapısal VAR metotları ile etki – tepki ve varyans ayrıştırma analizlerine tabi tutulmuştur. Ayrıca geleneksel Granger ve Toda–Yamamoto Granger tipi nedensellik analizleri ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri test edilmiştir.

VAR ve SVAR metotlarından elde edilen etki – tepki fonksiyonları göstermektedir ki, özelleştirme gelirlerinde yaşanan pozitif bir şok hem borsada yapılan işlem hacmini hem de bankacılık kesimi tarafından dağıtılan kredi tutarı üzerinde pozitif etkili olmaktadır. Etkinin gücü geleneksel VAR analizi sonuçlarına göre zayıf iken SVAR analizinde nispeten daha güçlü olduğu görülmektedir. Bu durum Blanchard ve Quah tarafından geliştirilen yapısal VAR modelinin uzun dönemli ilişkileri açıklama yeteneğinden ileri geldiği söylenebilir. Ayrıca finansal sistemdeki değişimlerin uzun dönemde görüldüğü dikkate alındığında uzun dönem SVAR analizinin daha sağlam sonuçlar vermesi beklenebilir.

Söz konusu etkinin geçerliliği ise her iki modelde de üç dönem olarak görülmektedir. Bu sonuç özelleştirme gelirindeki artışın finansal sistem üzerindeki etkinin üç yıl sonra kaybolduğu anlamına gelmektedir. Etki süresinin sadece üç yıl sürmüş olması 1986-2013 yıllarını kapsayan analiz döneminde Türkiye'de yaşanan 1991, 1994, 1998-1999 ve 2001 finansal krizlerinin finans piyasalarında yol açtığı kırılmalarla açıklanabilir. Krizler arası sürelerin de yaklaşık olarak üç yıl olması bu ihtimali güçlendirmektedir.

Varyans ayrıştırması analizi sonuçları da etki – tepki analizi sonuçlarını desteklemektedir. Geleneksel VAR analizi sonuçlarına göre gerek borsa işlem hacmi

değişkeni gerekse bankacılık kesimi tarafından dağıtılan kredi tutarı değişkenlerinde meydana gelen şokların küçük bir kısmı özelleştirme gelirleri değişkeni tarafından açıklanmaktadır. Uzun dönem SVAR analizi sonuçları da bu bulguyu desteklemektedir, fakat özelleştirme gelirlerinin açıklama yeteneği diğer metoda göre daha kuvvetlidir.

Ampirik bulguları mevcut literatür ile karşılaştırdığımızda ise özelleştirmenin finansal sistem ve dolayısı ile ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki bıraktığını savunan literatürü destekler sonuçlar elde edildiği söylenebilir. Zira Boutchkova ve Megginson (2001), Boubakri ve Hamza (2007), Perotti ve vanOijen (2001), Leaven ve Perotti (2002), Levine vd. (2000) ve son olarak Boubakri vd. (2009) tarafından yapılan çalışmalar ile benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Özellikle geleneksel VAR analizinde göze çarpan etkileşimin zayıflığı ise Cook ve Uchida (2003) tarafından dile getirilen özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeterli sermaye birikiminin olmayışına atfedilebilir. Yine Filipovic (2005) tarafından dile getirilen yine gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaları düzenleyici ve denetleyici kuruluşların olmaması özelleştirme gelirlerinin finansal sistemde etkin bir şekilde değerlendirilmemesine sebep olması durumu yine bu etkileşimin zayıflığının temelinde bulunabilir. Zira Türkiye’de finansal sistemin etkin bir şekilde denetlenmesi ve düzenlenmesi ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinden sonra mümkün olabilmıştır.

Son olarak geleneksel Granger ve Toda–Yamamoto Granger tipi nedensellik analizleri sonuçları değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığına dair kanıtlar sunmaktadır ki bu durum da yukarıda izah edilen sebeplerden kaynaklanıyor olabilir.

Çalışmanın sınırlarını kurulan model ve özelleştirme gelirleri, cari GSYİH, bankacılık sektörü tarafından dağıtılan kredi tutarı ve BIST işlem hacminden oluşan veri seti oluşturmaktadır. Çalışmaya farklı değişkenler eklenerek ya da kurulan modeller farklılaştırılarak ulaşılması mümkün sonuçlarla çalışma geliştirilebilir. Benzer yöntemlerle ise, özelleştirmelerin; Türkiye ekonomisinin fazlasıyla ihtiyaç

duyduğu yabancı sermaye ve doğrudan yatırımları ne ölçüde etkilediği analiz edilebilir.

Kaynakça

- Adams, S (2006). The impact of privatization on economic growth and income inequality in Sub-Saharan Africa, *The Journal of Social, Political, and Economic Studies*, 31, 295-320.
- AKALIN, Güneri (1990). *Kit Ekonomisi : Kitler, Reformları, Alternatifleri ve Özelleştirilmeleri*. Ankara: Yeni Çağ Basın Yayın.
- Akbelen, Murat M. (2007). *Sağlık Hizmetlerinde Özelleştirme ve Isparta İli Üzerine Bir Araştırma*, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Akdemir, Bülent (2010). *Türkiye’de Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Alper, Yusuf (1994). *İktisadi Amaçları ve Sosyal Sonuçlarıyla Özelleştirme*. Ankara: Sağlık-iş Yayınları.
- Altan, Mikail (2001). *Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık* (1. Baskı). Kırklareli: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Altıntaş, Halil ve Taban, Sami (2010). Türkiye’de ikiz açıklar sorunu ve Feldstein-Horioka hipotezi: ARDL yaklaşımı ve nedensellik araştırması (Bildiri). *Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim*, Malatya.
- Aras, Osman N (2000). Türkiye’nin Kalkınma Sorunu ve Çözüm Noktasında Özel Finans Kurumları, *Journal of Qafqaz University*, Vol.3, No.1, 93-110.
- Atasoy, Veysel (1998). Anayasa mahkemesi kararları ve özelleştirme. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, 41, 24-54.
- Aydın, Nurhan, Kayacan, Murad, Sayılır, Özlem, Taylan A. Sabri, Afşar, Aslı (2012). *Borsaların Yapısı ve İşleyişi*. www.nevoku.com/borsalarin-yapisi-ve-isleyisi--e-kitap--borsalarin-yapisi-ve-isleyisi/viewdeck/326f5ac5-164c-4749-922f-c13b479310a6, Erişim Tarihi: 19.03.2014.
- Aydın, Nurhan (2001). *Genel İşletme*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Yayını.
- Aydoğuş, Özgür (2006). *Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme: Ekonometrik Bir Analiz*, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
- Bankacılık Kanunu. (2005). T.C Resmi Gazete, 25983, 1 Kasım 2005.
- Barnett, Steven (2000). *Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*, IMF Working Paper No.130, Washington, D.C: IMF.
- Bayraktar, İsmail Hakkı (1999). *Kamu Kesiminin Türk Finansal Sistemi Üzerine Etkileri*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Beck, Thorsten and Levine Ross (2004). Stock markets, banks, and growth: panel evidence, *Journal of Banking & Finance*, 28, 423-442.

- Beck, Thorsten, Dermirgüç-Kunt, Asli and Levine Ross (2000). A new database on financial development and structure, *World Bank Economic Review*, 14, 597-605.
- Berk, Niyazi (2007). *Finansal Yönetim* (9.Baskı). İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Berne, Michel and Pogorel, Gérard (2004). *Privatization Experiences in France*, Cesifo Working Paper No.1195.
- Bishop, Matthew, Kay, John and Mayer, Colin (1995). Introduction.(Editors: Bishop, Matthew, Kay, John and Mayer, Colin). *The Regulatory Challenge*. Newyork: Oxford University Press, 1-18.
- Blanchard, Olivie, J and Watson, Mark, W (1986). Are Business Cycles All Alike?. (Editor: Robert J. Gordon). *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: The University of Chicago Press, 123-156.
- Blanchard, Olivie, J. and Quah, Danny (1988). The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. *American Economic Review*, 79, 655-73.
- Boubakri, Narjess and Hamza, Olfa (2005). The dynamics of privatization, the legal environment and stock market development. *Les Cahiers du CREF*, 5, 1-40.
- Boubakri, Narjess, Smaoui, Houcem and Zamiti, Myriam (2009). Privatization dynamics and economic growth. *Journal of Business and Policy Research*, 4 (2), 16-44.
- Boutchkova, Maria, K. and Megginson, William, L (2000). The impact of privatization on capital market development and individual share ownership. *Financial Management*, 29, 67-77.
- Bozkurt, Hilal, Y (2007). *Zaman Serileri Analizi* (2. Baskı). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Brian, Nelson (2009). *Comprehensive Dictionary of Economics* (1st Edition). Delphi: Abhishek Publications.
- Canbaş Serpil ve Doğukanlı, Hatice (1997). *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri* (2.Baskı), İstanbul: Beta Yayınları.
- Canbaş Serpil ve Doğukanlı, Hatice (2001). *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri* (3.Baskı), İstanbul: Beta Yayınları.
- Carlidge, Duncan (2006). *Public Private Partnership in Construction* (1st Edition) Abingdon: Taylor&Francais.
- Cevizoğlu, Hulki (1989). *Türkiye'nin Gündemindeki Özelleştirme*. İstanbul: İlgi Yayıncılık.
- Chambers, Nurgül (2007). *Türev Piyasalar* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Chance, Don, M (1989). *An Introduction to Option and Futures* (1st Edition) Florida: The Dryen Press.
- Cook, Paul and Uchida, Yuichiro (2003). Privatization and economic growth in developing countries. *Journal of Development Studies*, 39, 121-154.
- Cooley, Thomas, F. and Leroy, Stephen, F. (1985). A theoretical macroeconometrics: A critique. *Journal of Monetary Economics*, 16(3), 283-308.

- Çoban, Orhan (Temmuz 1997). Özelleştirmenin sosyal, iktisadi ve siyasi boyutu. *Yeni İpekyolu Dergisi*, 113 (10), 37-48.
- Çolak, Ömer Faruk (2003). *Finansal Piyasalar ve Para Politikası* (3. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Çolak, Ömer Faruk ve Öçal, Tezer (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar* (1.Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Delice, Güven, (2010). Özelleştirmenin nedenleri, amaçları ve yöntemleri. (Editörler: Cengiz Yavilioğlu, Güven Delice, Onur Özsoy) *Dünya'da ve Türkiye'de Özelleştirme Uygulamaları: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Ankara: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye, 41-66.
- Delice, Güven ve Yavilioğlu, Cengiz (2010). Özelleştirme: Kavramsal ve torik çerçeve. (Editörler: Cengiz Yavilioğlu, Güven Delice, Onur Özsoy) *Dünya'da ve Türkiye'de Özelleştirme Uygulamaları: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Ankara: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye, 7-40.
- Delice, Güven ve Yavilioğlu, Cengiz (2010). Özelleştirme: Türkiye'de özelleştirme uygulamaları. (Editörler: Cengiz Yavilioğlu, Güven Delice, Onur Özsoy) *Dünya'da ve Türkiye'de Özelleştirme Uygulamaları: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Ankara: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye, 324-360.
- Demirbaş, Muzaffer ve Türkoğlu, Musa (2002). Kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7 (1), 241-264
- Dickey, David, A and Fuller Wayne, A (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica*, 49, 1057-1072.
- Dickey, David, A and Fuller Wayne, A (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427- 431.
- Dnes, Antony W. (1995). Franchising and privatization. *Viewpoint*, 40, 1-4.
- Doğan, Yahya (1993). *Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme* (2. Baskı.). İzmir: Fakülteler Kitabevi.
- DPT (Devlet Planlama Teşkilatı). (2000). Rekabet Hukuku ve Politikaları, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- Enders, Walter (2004). *Applied Econometric Time Series* (Second Edition). Danvers: Wiley.
- Erdem, Ekrem (2008). *Para Banka ve Finansal Sistemler* (2. Baskı.). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ergezen, Bilge (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasalar ve Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Fettahoğlu, Abdurrahman (2003). *Menkul Değerler Yönetimi* (1.Baskı). İstanbul: Rengin Matbaası.
- Filipovic, Adnan (2005). *Impact of Privatization on Economic Growth*. <http://org.elon.edu/ipe/Adi%20final.pdf>, Erişim Tarihi: 06.04.2014
- Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu. (2012). T.C Resmi Gazete, 28496, 21 Kasım 2012.
- Ganmet Davaahuu (2006). *Geçiş Ekonomilerinde Özelleştirme Uygulamaları ve Değerlendirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Graham, Cosmo, 2003. *Methods of Privatization*, (Editors:David Parker, David S. Saal) *International Handbook on Privatization*, Cheltenham: United Kingdom, 87-101.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2000). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgileri Kılavuzu*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (2003). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- İnan, Ömer (1994). Türkiye’de özelleştirme uygulamaları. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 5 (1-4), 133-150.
- Kabaklarlı Esra (2013). *Türkiye’de Halka Arz Yöntemiyle Gerçekleşen Özelleştirmelerin Etkinlik Analizi*, Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Kar, Muhsin (2008). Finansal sistem ve kalkınma. (Editör: Sami Taban). *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular*, Bursa: Ekim Basım Yayın Dağıtım, 185-226.
- Karan, Mehmet Baha (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (3.Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kargı, Nihal (1998). Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, SPK Yayın No:115, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Karslı, Muharrem (1994). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler* (4.Baskı). İstanbul: İrfan Yayıncılık.
- Kayar M. Akif (2003). Rekabet Hukuku Uygulamalarında Yatay İşbirliği Anlaşmaları: Ortak Girişimler Açısından Bir Değerlendirme, Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi, Rekabet Kurumu, Ankara.
- Kepenek, Yakup (1990). *100 Soruda Türkiye’de Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)* (1. Baskı). İstanbul: Gerçek Yayınevi
- Kilci, Metin (1994). *Başlangıcından Bugüne Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları (1984-1994)*. Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.<http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/kilcim/ozelles.pdf>. (Erişim: 12.02.2014)
- Kök, Recep (1993). *KİT Özelleştirme Maddeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 748.

- Konuralp, Gürel (2005). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi* (2.Baskı). İstanbul: Alfa Yayınları.
- Levine, Ross (1997). Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Lucas, Charles (1994). Financial Innovation. (Editor: Robert C. Effors). *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, IMF, 2, 88-179.
- Maclean, Mairi, Harvey, Charles and Press, Jon (2006). *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*. Palgrave Macmillan
- Mandell, Betty Reid (2002). The privatization of everything. *New Politics*, 9(1), Summer.
- McCoy, Daniel (4-6 April 1997). How Useful is Structural VAR Analysis for Irish Economics. *Eleventh Annual Conference of the Irish Economic Association*, Athlone.
- Mishkin, Frederic, S. (2004). *The Economics Of Money Banking And Financial Markets* (7th Edition). USA: The Addison-Wesley.
- Müslümov, Alövsat (2008). Finansal Sistem, Doğu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/2007-8/ch1MuslumovFIN321.pdf>, Erişim Tarihi: 22.04.2014
- Odabaşı, Harun (Nisan 1999). Para sihirbazları. *Aksiyon Dergisi*, 33, 32-38.
- Oksay, Suna (2000). Finansal piyasalarda yeni yasal düzenlemeler (Re-regülasyon) ihtiyacı ve Türk Finans Sistemi". *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*, Haziran, 1-8.
- Oyan, Oğuz (1994). Özelleştirme söylemi ve gerçekler. (Editör: Aykut Polatoğlu). *Özelleştirme Tartışmaları*, Ankara: Bağlam Yayınları, 167-200.
- Öçal, Tezer, Çolak, Ömer Faruk, Togay, Selahattin, Eser, Kadir (1997). *Para Banka, Teori ve Politika* (1. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları.
- ÖİB (Özelleştirme İdaresi Başkanlığı) (2014). http://www.oib.gov.tr/program/uygulamalar/ozellestirme_yontemleri.htm, Erişim Tarihi: 25.06.2014.
- Özgen, Ferhat Başkan ve Güloğlu, Bülent (2004). Türkiye’de iç borçların iktisadi etkilerinin VAR tekniği ile analizi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 31, 93-114.
- Özyurt, Hasan (2006). *Para Teorisi ve Politikası* (2. Baskı). Trabzon: Derya Kitabevi.
- Parasız, İlker (2000). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (7. Baskı). Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Perotti, Enrico, C. and van Oijen, Pieter (2001). Privatization, market development and political risk in emerging economies. *Journal of International Money and Finance*, 20, pp.43-69.
- Phillips, Peter, C. B, and Perron, Pierre (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75 (2), 335-346.

- Pinheiro, Armando and Schneideri Ben R. (1995). The fiscal impact of privatisation in Latin America. *Journal of Development Studies*, 31(5), 751-776.
- Plane, Patrick (1997). Privatisation and economic growth: An empirical investigation from a sample of developing market economies. *Applied Economics*, 29, 161-178.
- Sarısu, Ayhan (2009). *Kamu & Özel İşbirlikleri (Public&Private Partnership-PPP)* (1.Baskı). Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Sermaye Piyasası Kanunu. (1981). T.C Resmi Gazete, 17416, 30 Temmuz 1981.
- Sezgin, Şennur (2010). Piyasa Ekonomisinin Şartları ve Özelleştirme. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 5 (2), 155-171.
- Seyidoğlu, Halil (2003). *Uluslararası Finans* (4. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sims, Christopher A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48, 1-48.
- Sönmez, Sinan (1994). Kriz, devlet müdahalesi ve özelleştirme.(Editör: Aykut Polatoğlu). *Özelleştirme Tartışmaları*, Ankara: Bağlam Yayınları.
- Squalli, Jay (2007). Electricity consumption and economic growth: Bounds and causality analyses of OPEC Members”. *Energy Economics*, 29, 1192-1205.
- Şahin, Hüseyin (1997). *Türkiye Ekonomisi* (4.Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Şanöz, Fatih (2007). Dünya’da ve Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları: Türkiye’deki Özelleştirme Uygulamalarının Başarısının Ölçülmesi, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Taner, Derya (2006). *Türkiye’de İletişim Tekeli ve Türk Telekomünikasyon A.Ş’nin Özelleştirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Temurlenk, M, Sinan (1998). Vektör Otoresyasyon Modeli: Türkiye’de 1980 sonrası dönemde uygulanan istikrar politikalarının etkinliği üzerine bir uygulama. *Erzurum: Atatürk Üniversitesi İİBF Yayın No: 209*.
- Toda, Hiro, Y. And Yamamoto, Taku (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possible entegrated processes. *Journal of Econometrics*, 66, 225-250.
- Tümer, Ebru Öztüm (2004). *Türkiye’de Özelleştirmenin Ücret ve İstihdam Üzerindeki Etkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Türkiye Bankalar Birliği, www.tbb.org.tr (Erişim: 11.05.2014)
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2008. Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Eğitimi, İstanbul.
- TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği). (1986). *Özelleştirme: KİT’lerin Halka Satışında Başarı Koşulları*. Yayın No. TÜSİAD-T/86. İstanbul.
- Uludağ, İlhan ve Arıcan, Erişah (1999). *Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar ve Araçlar)*. İstanbul: Beta Yayınları.

- Uyanık, Sırrı (1993). İngiltere’de özelleştirme: Metotlar, hedefler ve sonuçları. *Türk İdare Dergisi*, 399/65, 223-227.
- Uzun, Meral A, Delice, Güven, Yavilioğlu, Cengiz, Özsoy, Onur (2010). Gelişmiş ülkelerde özelleştirme uygulamaları. (Editörler: Cengiz Yavilioğlu, Güven Delice, Onur Özsoy) *Dünya’da ve Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Ankara: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye, 133-189.
- Üzümcü, Zeliha (2007). *Özelleştirme Politikası ve Türkiye Uygulamalarındaki Etkinliği*, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Yalta, A. Yasemin (2011). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar, Para Teorisi ve Politikası*, Türkiye Bilimleri Akademisi Açık Ders Projesi (TÜBA), 1-11. www.acikders.org.tr/course/view.php?id=70, Erişim Tarihi: 9.04.2014
- Yaralıoğlu, Kaan (1990). Özelleştirme ve Türkiye’deki uygulamalar. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (2), 451-465.
- Yarrow, George (1995). A theory of privatization or why bureacrats are still in business. *World Development*, 27/1.
- Yavilioğlu, Cengiz (2010). Özelleştirme: Sonuç ve değerlendirme. (Editörler: Cengiz Yavilioğlu, Güven Delice, Onur Özsoy) *Dünya’da ve Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Ankara: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye, 705-713.
- Yılmaz, M. Kemal (2002). *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Yüksel, A. Sait ve Rodoplu, Gültekin (1980). *Sermaye Piyasası*, İstanbul: Filiz Kitapevi.

Ekler**Ek-1. VAR Gecikme Kök Tablosu**

KÖK	Modulus
$-0.317867 - 0.028758i$	0.319165
$-0.317867 + 0.028758i$	0.319165
-0.175287	0.175287
Hiçbir kök birim çemberin dışında değildir.	
VAR istikrar koşulunu sağlamaktadır.	

Ek-2. VAR Otokorelasyon LM Testi Sonuçları

VAR Artık Otokorelasyon LM Testi		
H ₀ hipotezi h gecikme sırasında otokorelasyon yoktur.		
Örneklem: 1986 2013		
Dahil edilen örneklem sayısı: 26		
Gecikme	LM-Stat	Prob
1	5.0876	0.8266
2	5.2853	0.8088
3	3.2547	0.9533
4	4.9862	0.8355
5	11.1583	0.2650
6	9.5063	0.3919
7	2.8413	0.9703
8	15.8851	0.0693
9	10.8444	0.2865
10	7.0341	0.6336
11	2.8957	0.9683
12	23.3188	0.0055
Probsfromchi-squarewith 9df.		

Ek-3. VAR Heteroskedastisite Testi Sonuçları

Örnekleme: 1986 – 2013					
Dahil Edilen Gözlem Sayısı: 26					
Joint test:					
Chi-sq	Df	Prob.			
38.0529	36	0.3761			
Bireysel Bileşenler:					
Bağımlı	R-squared	F(6,19)	Prob.	Chi-sq(6)	Prob.
res1*res1	0.0656	0.2225	0.9646	1.7071	0.9446
res2*res2	0.3195	1.4874	0.2354	8.3095	0.2163
res3*res3	0.0153	0.0494	0.9994	0.40000	0.9989
Res2*res1	0.2402	1.0014	0.4529	6.2469	0.3961
Res3*res1	0.2122	0.8532	0.5457	5.5184	0.4792
res3*res2	0.5495	3.8625	0.0109	14.2870	0.0266