

# TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİNİN YAPISI VE DÖNÜŞÜM GEREKSİNİMİ

SEMİH EMRE ÇEKİN

SETA | ANALİZ

TEMMUZ 2019 · SAYI 290







# TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİNİN YAPISI VE DÖNÜŞÜM GEREKSİNİMİ

SEMİH EMRE ÇEKİN



COPYRIGHT © 2019

Bu yayının tüm hakları SETA Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı'na aittir. SETA'nın izni olmaksızın yayının tümünün veya bir kısmının elektronik veya mekanik (fotokopi, kayıt ve bilgi depolama vd.) yollarla basımı, yayımı, çoğaltılması veya dağıtımı yapılamaz. Kaynak göstermek suretiyle alıntı yapılabilir.

SETA Yayınları

ISBN: 978-605-7544-74-2

Uygulama: Hasan Suat Olgun

Baskı: Turkuvaz Haberleşme ve Yayıncılık A.Ş., İstanbul

**SETA | SİYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI**

Nenehatun Cd. No: 66 GOP Çankaya 06700 Ankara TÜRKİYE

Tel: +90 312 551 21 00 | Faks: +90 312 551 21 90

www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

**SETA | İstanbul**

Defterdar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı No: 41-43

Eyüpsultan İstanbul TÜRKİYE

Tel: +90 212 395 11 00 | Faks: +90 212 395 11 11

**SETA | Washington D.C.**

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite 1106

Washington D.C., 20036 USA

Tel: 202-223-9885 | Faks: 202-223-6099

www.setadc.org | info@setadc.org | @setadc

**SETA | Kahire**

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen Flat No: 19 Cairo EGYPT

Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985 | @setakahire

**SETA | Berlin**

Französische Straße 12, 10117 Berlin GERMANY

Tel: +49 30 20188466

# İÇİNDEKİLER

ÖZET	7
GİRİŞ	8
TÜRKİYE'NİN FİNANSAL PİYASALARINA BAKIŞ	9
FIRSATLAR VE ÖNLEMLER	18
SONUÇ	26

## YAZAR HAKKINDA

### **Semih Emre Çekin**

Tübingen Üniversitesi'nde İktisat ve İşletme alanlarında lisans derecesi, 2014'te Texas Tech Üniversitesi'nde İktisat alanında doktora derecesi aldı. Doktora sürecinde çeşitli dersler veren Çekin doktora sonrasında Governors State Üniversitesi'nde öğretim üyesi olarak görev yaptı. Çalışmalarına Türk-Alman Üniversitesi İktisat Bölümü'nde öğretim üyesi olarak devam etmektedir. Makroekonomi, gelişmekte olan piyasalar ve para politikası üzerine çalışmaları ve yayınları bulunmaktadır.

## ÖZET

Bu analizde bankacılık sektörü hisse piyasaları, yatırım fonları ve VİOP gibi piyasalar incelenerek Türkiye'nin finans sektörünün yapısı, tarihi gelişimi ve diğer ülkelere kıyasla konumu ele alınmakta, sektörün ekonomiyi destekleyecek sürdürülebilirliği kazanması için önerilerde bulunmaktadır.

Birçok fırsatı ve riski beraberinde getiren finans sektörü geliri artan ekonomilerde reel ekonomiye yatırım, tasarruf, güvenilirlik ve riskleri azaltma gibi hayati görevler üstlenmektedir. 1980'lere kadar Türkiye ekonomisinde görece önemsiz bir yer teşkil eden finans sektörü özellikle bu dönemden sonra ekonominin önemli bir parçası haline gelmiştir. 2000'lerde uluslararası finansal piyasalar arasında da önemli bir konuma gelen Türkiye finans sektörü 2013'ten sonra özellikle ABD merkezli para politikası değişiklikleri nedeniyle aşırı oynaklık ve finansman sıkıntılarıyla karşı karşıya gelmiştir.

Bu analizde bankacılık sektörü hisse piyasaları, yatırım fonları ve Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Piyasası (VİOP) gibi piyasalar incelenerek Türkiye'nin finans sektörünün yapısı, tarihi gelişimi ve diğer ülkelere kıyasla konumu ele alınmakta ve sektörün ekonomiyi destekleyecek sürdürülebilirliği kazanması için önerilerde bulunmaktadır. Bunlar arasında tasarrufların kısa vadeli bankacılık mevduatlarının ötesinde orta ve uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirilmesi, alternatif tasarruf ve finansman araçlarının yaygınlaşması için gerekli mevcut hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapının geliştirilmesi ve eğitim sisteminin bu sürece katkı sağlaması gibi öneriler ön plana çıkmaktadır.

## GİRİŞ

Dünyada ve Türkiye’de finans sektörü zamanla önem kazanmış ve işlem hacmi itibarıyla da artış kaydetmiştir. Finansal sektörün ekonomi üzerindeki etkisi 19. yüzyıldan itibaren incelenen bir konudur. Walter Bagehot 1873’te merkez bankaları üzerine yazdığı kitabında<sup>1</sup> ve Keynesyen teorinin öncülerinden John Hicks<sup>2</sup> de 1969’daki makalesinde finansal sektörün İngiltere’nin sanayileşmesinde önemli bir rol oynadığını öne sürmektedirler. Bunu destekler nitelikte bir başka çalışmada Levine finans ve ekonomi arasında pozitif bir etkileşimin olduğunu savunurken<sup>3</sup> Lucas buna karşın finansal sektörün ekonomi üzerinde etkisinin önemsiz olduğunu

1. Walter Bagehot, *Lombard Street. A Description of the Money Market*, (HS King, Londra: 1873).

2. John Hicks, *A Theory of Economic History*, Cilt: 9 (Oxford University Press, ABD: 1973).

3. Ross Levine, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, Cilt: 35, Sayı: 2, (1997), s. 668-726.

öne sürmektedir.<sup>4</sup> Yakın zamanda yapılmış çalışmalarında Cecchetti ve Kharroubi kredi hacminin çoğalmasıyla işçilerin üretkenliği arasında gelişmiş ekonomiler için negatif bir ilişkinin olduğunu söylemekte ve finans sektörünün reel ekonomi için her zaman olumlu etki sağlamadığını belirtmektedir.<sup>5</sup>

Finans sektörünün ekonomi üzerindeki etkisi tartışılırken özellikle yükselmekte olan ekonomilerin finansal krizlere maruz kaldıkları aşıkardır. 1990’larda Meksika, Tayland, Rusya, Brezilya gibi ülkeler finansal krizler yaşamış ve bu krizlerin arkasında genelde kırılgan finansal sistemler, yüksek borç oranları, yüksek cari açıklar ve spekülasyonlar gibi unsurlar bulunmuştur.<sup>6</sup> Bu ülkeler arasında yer alan Türkiye son olarak 1994, 2000, 2001, 2008 ve 2018’de<sup>7</sup> finansal krizlerin veya aşırı oynaklıkların etkisinde kalmış, bu finansal dalgalanmaların reel ekonomiye olan etkileri ciddi olmuştur.

İlerideki bölümlerde açıklanacağı üzere Türkiye’de finansal piyasalar diğer birçok ülkeye kıyasla yeterince gelişmemiş olmakla beraber genç nüfusu, yüksek büyüme oranları, coğrafi konumu ve teknolojik altyapısı itibarıyla ciddi bir büyüme potansiyeline sahiptir. Bu analizde Türkiye’nin finans sektörünün yapısı çeşitli sektörler incelenerek ele alınmakta, daha sağlıklı ve sürdürülebilir finansman modelleri ve olası risklere değinilmektedir. Analizin birinci

4. Robert E. Lucas, “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, Cilt: 22, Sayı: 1, (1988), s. 3-42.

5. Stephen G. Cecchetti ve Enisse Kharroubi, “Why Does Credit Growth Crowd out Real Economic Growth?”, *National Bureau of Economic Research*, Sayı: 25079, (2018), s. 1-26.

6. 1990 ve 2000’lerde yükselmekte olan ekonomilerde yaşanan krizler için bkz. Rudi Dornbusch, “A Primer on Emerging Market Crises”, *NBER Working Paper*, Sayı: 8326, (2001), s. 1-14 içinde; *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. Sebastian Edwards ve Jeffrey A. Frankel (University of Chicago Press, Chicago: 2002), s. 743-754.

7. Bu krizlerin anatomisi ve etkileri için bkz. F. Gülçin Özkan, “Currency and Financial Crises in Turkey 2000–2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?”, *The World Economy*, Cilt: 28, Sayı: 4, (2005), s. 541-572; Nurlan Gür vd. “2018’de Ekonomi”, *2018’de Türkiye*, (SETA, İstanbul: 2018), s. 203-235.

kısımında Türkiye'de bankacılık sektörü, hisse piyasaları, yatırım fonları ve VİOP'un tarihi gelişimi ve ekonomi içerisindeki payları ele alınmaktadır. İkinci kısmında ise alternatif finansman araçları ve teknoloji gibi fırsatlara değinilmektedir. Analizin amacı orta vadede Türkiye ekonomisinin finans alanındaki potansiyelini değerlendirebilmesi için bazı önerilerde bulunmaktır. Türkiye'de finansal piyasaların gelecekte istikrarlı ve sürdürülebilir nitelikte gelişmesi için alternatif finansman modellerinin hayata geçirilmesinin ve gerekli hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapının oluşturulmasının öneminin altı çizilmektedir.

## TÜRKİYE'NİN FİNANSAL PİYASALARINA BAKIŞ

### Bankacılık Sektörü

Türkiye'de finansal piyasaların en önemli parçası şüphesiz bankacılık sektörüdür. Bu önem sektörün sermaye hacminin büyüklüğü ve hanehalkının tasarruflarının büyük kısmının banka mevduatlarında değerlendirilmesi gibi unsurlarla daha da iyi anlaşılmaktadır. Dünya Bankası verilerine göre Türkiye'de bir banka hesabına sahip olanların oranı 2011-2017 arasında yüzde 58'den yüzde 69'a çıkmıştır. Bu oran yükselme eğilimi gösteriyor olsa da yüzde 90'ın üstünde oran sergileyen yaklaşık bütün gelişmiş ülkelere kıyasla düşüktür.

Türkiye'de bankacılık sektörünün faaliyetleri 1840'larda Galata'da faaliyet gösteren bankerler vasıtasıyla devlet borçları için finansman sağlanmak amacıyla başlamıştır. 1847'de kurulan ilk yabancı banka Bank-ı Dersaadet (İstanbul Bankası) olmuş, 1856-1875 döneminde de yabancı sermayeli on bir banka kurulmuştur.<sup>8</sup>

1881'de kurulan Düyun-ı Umumiye İdaresi ile Galata bankerlerinin önemi azalmış, 1856'da kurulan Londra merkezli Bank-ı Osmani (Osman Bank) edindiği imtiyazlar sayesinde önem kazanmıştır. Cumhuriyet dönemine kadar kısıtlı alanlarda finansman sağlamak amaçlı faaliyetlerde bulunan ve ağırlıklı olarak yabancı sermayeli olan bankacılık sektörü Cumhuriyet sonrasında bazı değişikliklerden geçmiştir.

Türkiye'de banka hesabı sahibi olma oranı yükselme eğilimi gösteriyor olsa da bu oranın yüzde 90'ı bulduğu gelişmiş ülkelere kıyasla düşüktür.

### 1923-1960

Cumhuriyet sonrasında 1932'ye kadar yirmi yedi ulusal banka kurulmuş, bunlardan ilki 1924'te kurulan İş Bankası olmuştur. 1929'da ABD'de başlayan Büyük Buhran'ın etkilerinin hissedildiği 1930'ların başından İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesine kadar devlet planlamasının ön plana çıktığı ekonomi politikalarına paralel olarak kalkınmayı destekleme amaçlı Sümerbank (1933), Etibank (1935) ve Halk Bankası (1938) gibi devlet bankaları kurulmuştur. Yine bu süreçte atılan önemli adımlar arasında 1930'da Merkez Bankası'nın kurulması, 1933'te 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanunu ve 1936'da 2999 sayılı Bankalar Kanunu gibi yasal düzenlemelerin yürürlüğe koyulması sayılabilir. Savaşın bitmesinden 1960'a kadar süren ve özel sektörün ön plana çıktığı süreçte Yapı ve Kredi Bankası (1944), Garanti Bankası (1946), Akbank (1948) gibi birçok özel banka kurulmuştur. 1958'de 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile bankacılık sektöründe bazı değişikliklere gidilmiştir.

8. Öztin Akgüç, "Türkiye'de Yabancı Bankalar", *Mubasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 36, (2007), s. 6-17.

## 1960-1980

1960 Darbesi'ni takip eden süreçte özel sektör odaklı politikalar tekrar arka planda kalmış, ithal ikame odaklı kalkınma planları vasıtasıyla ön plana çıkarılan devlet planlaması önem kazanmıştır. Devlet bu süreçte faiz oranları ve döviz kurlarını kontrol etmeye çalışmış, mevcut bankaları devlet kalkınma planlarını desteklemeye yönlendirmiş ve yabancı bankaların açılmasına müsaade etmiştir. 1970'lerde ekonominin dışsal koşulların kötüleşmesi, Kıbrıs askeri operasyonu, petrol krizleri gibi etken ya da zorluklarla karşı karşıya gelmesiyle finansal piyasalar da birçok sorun yaşamıştır. Bu süreçte reel faizler negatif olmuş, krediler öncelikli sektörler verilmiş ve toplam kredi hacmi içerisinde 1979'da yüzde 75'lere varmıştır.<sup>9</sup> Bu sorunlara rağmen bankaların bilançoları büyümüş, varlıklar ve kredi hacmi genişlemiştir.

## 1980-1990

Ocak 1980 İstikrar Programı ile beraber kur rejimi ve faiz uygulamalarının serbestleştirilmesi, ithal ikame odaklı politikalar yerine ihracat odaklı ticaret politikalarının uygulanması, sermaye piyasalarının yeniden organizasyonu gibi finansal piyasalara yönelik birçok liberalleşme politikalarının temeli atılmıştır. 1983'te Turgut Özal'ın seçilmesiyle liberal politikalar devam ettirilmiş, bankalar arası piyasa, döviz piyasaları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyetlerine başlamış, Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini kullanmaya başlamış, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. Bu süreç sancısız geçmemiş, 1983'te İstanbul Bank, Ortadoğu İktisat Bankası ve Hisarbank gibi bankalar zorunlu olarak Ziraat Bankası'na devredilmiştir.

9. Cevdet Deniz, Mustafa Dinç ve Murat Tarımcılar, "Measuring Bank Efficiency in the Pre-and Post Liberalization Environment: Evidence from the Turkish Banking System", *World Bank Policy Research Working Paper*, Sayı: 2476, (2000), s. 1-61.

## 1990-2001

90'larda Türkiye ekonomisi ve finansal piyasaları tarihinin en dalgalı dönemlerinden birisini deneyimlemiştir. 1990'da sermaye hesabının serbestleştirilmesiyle birlikte gerekli makro ihtiyati politikaların eksikliği ve finansal piyasaların gerekli derinliğe sahip olmaması sonucunda sık sık finansal krizler yaşanmış, aynı zamanda yüksek bütçe açıkları norm haline geldiği için ekonomi yüksek enflasyon ve yüksek reel faiz oranlarıyla karşı karşıya gelmiştir. Ekonominin ve finansal piyasaların kırılganlıklarının bir sonucu olarak 1994 ve 2001'de finansal krizler, 2000'de de bir banka krizi yaşanmıştır. 1999'a kadar Türkiye'de bulunan bankaların toplam sayısı seksen bire ulaşmış, 2000 ve 2001 krizlerinden sonra bu sayı birleşme ve iflas gibi sebeplerle elli beşe kadar inmiştir. Birçok bankanın batmasıyla sonuçlanan Eylül 2000'de olumlu bir gelişme olarak bankacılık sektörünün denetlenmesinde sonraki senelerde çok önemli rol oynayacak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) faaliyete geçmiştir. 4389 sayılı Bankalar Kanunu ile kurulan BDDK'nin görevleri Kanun'da şu şekilde belirtilmiştir:

Kurum, tasarruf sahiplerinin haklarını ve bankaların düzenli ve emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye sokabilecek ve ekonomide önemli zararlar doğurabilecek her türlü işlem ve uygulamaları önlemek, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak üzere gerekli karar ve tedbirleri almak ve uygulamakla yükümlü ve yetkilidir.

Diğer olumlu bir gelişme 2001'de gerçekleşen finansal krizi müteakip kabul edilen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olmuştur. Bu programda özellikle 1990'larda para politikası, mali politikalar ve finansal piyasalara yönelik uygulanan hatalı yaklaşımlar dile getirilmiştir. Bankacılık sektörüne de değinen programda kamu bankalarının şeffaf olmayan yöntemlerle kamu

TABLO 1. BANKACILIK SEKTÖRÜ BİLANÇOSU (MİLYON DOLAR)

	Aralık 2002	Aralık 2009	Aralık 2018
<b>Aktifler</b>	<b>130.954</b>	<b>560.076</b>	<b>734.784</b>
Krediler	30.237	263.696	455.136
Takipteki Alacaklar	2.310	2.408	18.354
Diğer	98.407	293.972	261.294
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>130.954</b>	<b>560.076</b>	<b>734.784</b>
Toplam Yabancı Kaynaklar	115.136	485.659	654.823
Toplam Öz Kaynaklar	15.817	74.417	79.960
(Yurt İçi) Personel Sayısı	123.627	183.614	206.974

Kaynak: BDDK

borçlarının finansmanı görevini üstlenmiş olmaları ve zararlarının zamanla artmış olması, özel bankaların ise önceliklerinin reel ekonominin finansmanı olmaktan çıkarak kamu borçlarını finanse etmek olması eleştirilmiştir, bu sorunların giderilmesi için öneriler sunulmuştur. Kamu ve özel bankalar için sermaye artırımı, kar odaklı verimlilik esasının benimsenmesi ve yeniden yapılandırmalarla beraber Merkez Bankası bağımsızlığı ve disiplinli mali politikalar da dile getirilmiştir. Kasım 2002'de seçilerek göreve başlayan Adalet ve Kalkınma Partisi (AK Parti) hükümetinin de alınan bu kararları uygulaması sonucunda enflasyon ve faiz oranları hızla gerilemiş, 2008'de yaşanan küresel kriz sonrasında Türkiye'de bankacılık sektörü bundan önemli derecede etkilenmemiştir.<sup>10</sup>

Şubat 2019 itibarıyla 34'ü mevduat, 13'ü kalkınma, 6'sı katılım bankası olmak üzere Türkiye'de toplam 52 banka bulunmaktadır. BDDK verilerine göre Aralık 2018 itibarıyla mevduatların toplam değeri yaklaşık 3,9 trilyon liraya ulaşmıştır. Bu değerın yüzde 56'lık kısmı TL

cinsinden, geri kalanı yabancı para ve kıymetli maden depo hesaplarından değerlendirilmiştir. Tablo 1'de bankacılık sektörüne dair veriler sunulmaktadır.

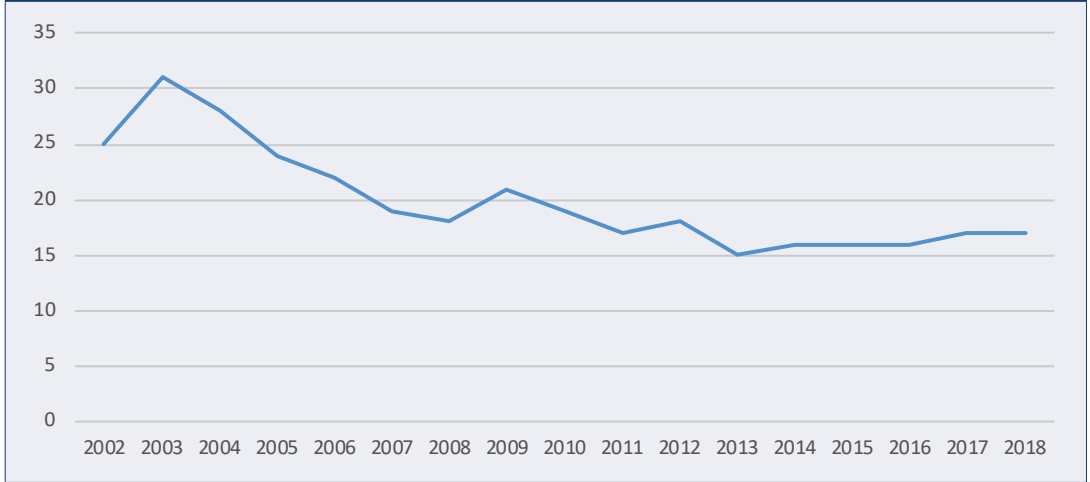
Tablo 1'de bankacılık sektörünün 2002'den günümüze kadar olan gelişimini gösteren veriler sunulmaktadır. Tablodan anlaşılacağı üzere birçok türbülansın yaşandığı 2009 ve 2018 senelerinde bile Türkiye'de bankacılık sektörü büyümüş, kredi hacmi ve öz kaynaklar açısından artış devam etmiştir. Yine tablodan anlaşılacağı üzere takipteki alacaklar 2001 krizi sonrasında yüksek iken 2009 ve 2018 senelerinde yüksek volatiliteye rağmen görece düşük kalmıştır. Bununla beraber bankacılık sisteminin risklere karşı sağlamlığını ölçen başka bir veri olan sermaye yeterliliği oranı Grafik 1'de sunulmaktadır.

2003'ten sonra sermaye yeterliliği düşmüş olsa da BIS tarafından ilk olarak 1988'de sunulan ve zamanla güncellenen Basel kriterlerine göre asgari oran olan yüzde 8'in üstünde kalmaktadır. Mermud ve Ceran'a göre bankacılık sektörü Türkiye'de uluslararası kıyaslamalara göre risklere karşı sağlam bir yapıya sahiptir.<sup>11</sup>

10. 2008 krizinin Türkiye'de bankacılık sektörüne olan etkilerinin analizi için bkz. Mustafa Kılıç, Zübeyir Kılıç ve M. İbrahim Türhan, "Resilience of the Turkish Economy During the Global Financial Crisis of 2008", *Emerging Markets Finance and Trade*, Cilt: 48, Sayı: 5, (2012), s. 19-34.

11. Aslı Yüksel Mermud ve Mustafa Ceran, "Basel III Doğrultusunda Bankacılık Riskleri ve Sermaye Yeterliliği: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 2, Sayı: 4, (2011), s. 29-38.

GRAFİK 1. SERMAYE YETERSİZLİĞİ (YÜZDE, 2002-2018)



Kaynak: Uluslararası Ödemeleri Bankası (Bank for International Settlements, BIS)

## Tasarruflar

Türkiye’de hanehalkının tasarruflarının toplam değeri Eylül 2018 itibarıyla 1,5 trilyon lira olarak gerçekleşmiş, bu varlıkların yüzde 78’i bankacılık sektöründe tasarruf mevduatları olarak değerlendirilmiştir. Buna karşın 2017’de toplam yurt içi tasarrufları 2,8 trilyon olarak gerçekleşmiş, yüz-

de 60’ı bankacılık sektöründe, yüzde 26’sı sabit getirili menkul kıymetler piyasasında ve yüzde 12,7’si de pay senedi piyasalarında değerlendirilmiştir. Bu varlıkların dağılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir.<sup>12</sup>

12. Hanehalkı tasarrufları Eylül 2018, toplam tasarruf Aralık 2017 içindir.

TABLO 2. HANEHALKI FİNANSAL VARLIKLARI VE YURT İÇİ TASARRUFLAR (EYLÜL 2018)

	Hanehalkı Tasarruf (Milyar TL)	Hanehalkı Tasarruf (Yüzde Pay)	Toplam Tasarruf (Milyar TL)	Toplam Tasarruf (Yüzde Pay)
Toplam	1.504,1	100	2.800,2	100
TL Tasarruf Mevduatı	638,5	42,5	954,4	34,1
Yabancı Para Tasarruf Mevduatı	537,5	35,7	732,3	26,2
Kıymetli Maden Deposu	36,7	2,4	24,1	0,86
Tahvil ve Bonolar	30,7	2,0	734,4	26,2
Kamu	12,3	0,8	574,3	20,5
Özel Sektör	18,4	1,2	73,6	2,6
Eurobond	-	-	86,4	3,1
Pay Senedi	66,9	4,4	355,0	12,7
Diğer	193,8	12,9	-	-

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, TSPB

TABLO 3. PAY SENEDİ PİYASALARI (2017)

	İşlem Hacmi (Milyon Dolar)	Devir Hızı (Turnover Velocity)	Pay Senedi Endeksi (Yıllık Değişim)
New York Borsası	14.535.350		%15,85
Almanya Borsası	1.467.245	%67,3	%13,1
Avustralya Borsası	827.490	%57	%17,15
Brezilya Borsası (Brasil Bolsa Balcao)	666.670	%75,2	%26,9
Shenzen Borsası	9.166.835	%264,5	%-3,6
Euronext	1.925.753	%48	%17,09
Johannesburg Borsası	380.737	%35,2	%17,5
Hindistan Ulusal Borsası	1.013.341	%51	%35,9
İrlanda Borsası	27.228	%20,2	
Japonya Borsası	5.804.709	%103,9	%19,7
Kanada Borsası (TMX Group)	1.244.261	%56,6	%6,03
Meksika Borsası (Bolsa Mexicana de Valores)	113.559	%23,9	%0,9
Borsa İstanbul	391.644	%187,4	%47,6

Kaynak: World Federation of Exchanges (WFE)

Bu verilere göre Türkiye’de hanehalkı varlıklarının büyük çoğunluğu banka mevduatlarında değerlendirilmekte, sabit getirili menkul kıymetler veya pay senetlerinin rolü ise önemsiz kalmaktadır. Bununla beraber Türkiye’de yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin ve resmi kuruluşların dahil edildiği toplam tasarruf hacmi hanehalkı tasarruflarının iki katı olarak gerçekleşmiş ve bu hacmin en büyük kısmı banka mevduatlarından, önemli bir kısmı da sabit getirili menkul kıymetler ve pay senetlerinden oluşmuştur. Bu rakamlara göre hanehalkı finansal piyasalara en basit yatırım aracı olan banka mevduatları vasıtasıyla iştirak etmekte, yurt içi yerleşiklerin geri kalan kısmı yatırımlarını çeşitlendirerek farklı araçlara yatırım yapmaktadır.

### Hisse Piyasaları

Türkiye’de sermaye piyasalarının tarihi yaklaşık yüz elli sene olup 1866’da sermaye temini amacıyla kurulan Dersaadet Tahvilat Borsası ile

başlamıştır. Zamanla çeşitli düzenlemelerden geçen borsa 1906’da Esham ve Tahvilat Borsası, 1929’da da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adları altında mevcudiyetini sürdürmüştür. Bunlarla beraber organize hisse işlemleri 1986’da İMKB’nin faaliyete geçmesiyle başlamış, İMKB ve İstanbul Altın Borsası’nın 2013’te birleşmesi ve vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini de bünyesine almasıyla Borsa İstanbul ismiyle işlemlerini devam ettirmektedir. Kuruluşu 19. yüzyıla dayanmasına rağmen halka açık hisselerin ancak 1986’da organize piyasalarda aktif olarak alınıp satılması göz önünde bulundurulduğunda Türkiye’deki hisse piyasalarının diğer ülkelere kıyasla çok yeni olduğu söylenebilir zira ABD’nin ve dünyanın en önemli borsalarından New York Menkul Kıymetler Borsası 19. yüzyılın başında, Frankfurt Borsası<sup>13</sup> 16. yüzyılda,

13. “Deutsche Boerse”, Deutsche Börse Group, <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/frankfurt-stock-exchange/history-of-the-frankfurt-stock-exchange>, (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019).

Londra Borsası<sup>14</sup> 17. yüzyılda, Meksika Borsası<sup>15</sup> 19. yüzyılın sonlarında ve Güney Afrika Borsası<sup>16</sup> 19. yüzyılın sonlarında aktif hisse ticaretine başlamıştır. Günümüzde Borsa İstanbul hisse ticareti ve borçlanma senedi hacmi itibarıyla dünyanın önemli merkezlerdendir.

Tablodan anlaşılacağı üzere Borsa İstanbul dünya pay senedi piyasaları arasında hacmi ve getirisi itibarıyla önemli bir yer ve çekici bir yatırım fırsatı teşkil etmektedir. Aynı zamanda hisselerin likiditesi, fiyat bulma mekanizmasının sağlığı ve etkin dağılımı gibi yararları olan yüksek devir hızına sahip olması ve yatırımcılara dolar bazında yüksek gelirler sağlaması Borsa İstanbul'un yükselmekte olan ekonomilerde bulunan piyasalar arasında önemli bir yere sahip olmasını sağlamıştır. Grafik 2 ve 3'te Türkiye'de ve OECD ülkelerinde listelenen kamuya açık firmaların piyasa kapitalizasyonu GSYH'ye oranla gösterilmektedir.

Grafikten anlaşılacağı üzere hisse piyasalarının derinliği ve potansiyelini ölçen bir veri olarak kullanılan piyasa kapitalizasyonu Türkiye'de OECD ülkelerine kıyasla düşük seviyelerdedir ve ulaşabileceği sermaye kapitalizasyonu kapasitesinin altında işlem görmektedir.<sup>17</sup> Bu veriye ilaveten 2017 itibarıyla Türkiye'de 509 halka açık ortaklık mevcut olup bunların toplam piyasa kapitalizasyonu 233 milyar dolara ulaşmışken OECD ülkelerinde bu rakam ortalama olarak 2,25 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.<sup>18</sup>

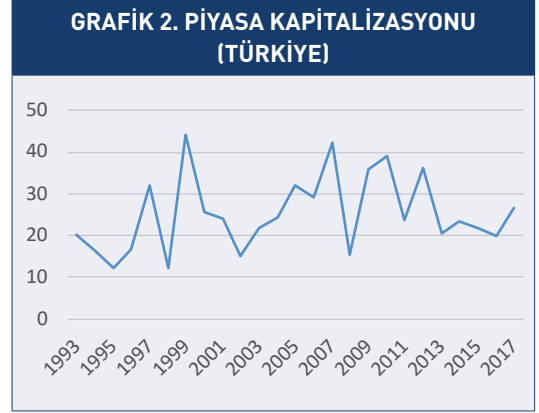
14. "Our History", London Stock Exchange, <https://www.londonstockexchange.com/products-and-services/rns/history/history.htm>, (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019).

15. "About Us", BMW Group, <https://www.bmw.com.mx/en/bmw-group/about-us>, (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019).

16. "JSE Overview", Johannesburg Stock Exchange (JSE), <https://www.jse.co.za/about/history-company-overview>, (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019).

17. Bkz. Nihal Bayraktar, "Measuring Relative Development Level of Stock Markets: Capacity and Effort of Countries", *Borsa İstanbul Review*, Cilt: 14, Sayı: 2, (2014), s. 74-95.

18. Dünya Bankası verisi



Kaynak: Dünya Bankası



Kaynak: Dünya Bankası

Diğer önem teşkil eden verilere göre; 1) Borsa İstanbul'da 2018'de işlem yapan yatırımcıların yüzde 99'u yerlidir. 2) İşlem hacminin yüzde 30'u ve piyasa değerinin yüzde 65'i yabancı yatırımcılar tarafından oluşturulmuştur. 3) Yabancı yatırımcıların yüzde 29'u ABD'de yerleşik yatırımcılardan, yüzde 13'ü Birleşik Krallık'ta yerleşik yatırımcılardan oluşmuştur. 4) Varlıkları ortalama elde tutma süreleri 2011'de yerli yatırımcılar için 37 gün iken 2018'de 31 güne, yabancı yatırımcılar için 316 günden 133 güne düşmüştür. 5) Yerli yatırımcıların yüzde 99,5'i gerçek, yüzde 0,5'i tüzel yatırımcılardan ve yabancı yatırımcıların yüzde 67'si gerçek, yüzde 33'ü de tüzel yatırımcılar-

dan oluşmaktadır.<sup>19</sup> Borsa İstanbul teknoloji alanında verimliliği artırmak amacıyla teknolojik altyapısını 2015'ten itibaren güncellemiştir. ABD'nin teknoloji borsalarından olan NASDAQ ile yaptığı iş birliği anlaşması neticesinde 2015'ten itibaren BISTECH isimli otomatik işlem platformunu kullanmaya başlaması olumlu bir gelişme olmuştur.

19. MKK/Tüyd, *Borsa Trendleri Raporu*, (Tüyd Rapor, İstanbul: Ocak-Aralık 2018), Sayı: XXVII, s. 1-21.

## Yatırım Fonları

Varlık yönetiminin önemli aktörlerinden olan yatırım fonları Türkiye'de hisse piyasaları gibi aktif olarak 1980'lerde kurulmuştur. Bununla beraber tasarruf sahiplerinin yatırımlarını yönetme gibi önemli bir rol üstlenen bu kurumların boyutu Türkiye'de diğer ülkelere nazaran küçüktür. Tablo 4'te çeşitli ülkeler için bu fonların ellerinde bulunan varlıkların hacmi ve yönettikleri varlıklara göre dağılımı gösterilmektedir.

**TABLO 4. YATIRIM FONLARININ BÜNYELERİNDE BULUNDURDUKLARI NET VARLIKLARIN HACMİ VE TOPLAM İÇİNDE YÜZDELERİ (MİLYON AVRO)**

	Hisse Senedi	Tahvil- Bono	Para Piyasası	Karma	Diğer	Toplam
ABD	12.187.506 %55	4.123.320 %19	2.473.689 %11	3.142.548 %14	54.732 %0,25	21.981.795 %100
Almanya	312.551 %15	456.120 %22	7.442 %0,36	955.319 %46	176.848 %8	2.088.462 %100
Avustralya	810.407 %45	58.996 %3	-	-	930.019 %52	1.799.422 %100
Brezilya	75.005 %5	905.065 %61	61.568 %4	349.973 %24	75.973 %5	1.484.342 %100
Çin	100.426 %6	239.883 %15	1.038.543 %66	189.659 %12	10.555 %0,7	1.579.067 %100
Fransa	339.001 %18	280.634 %15	339.876 %18	339.068 %18	450.729 %24	1.915.767 %100
Güney Afrika	40.864 %24	4.688 %3	20.259 %12	87.066 %52	10.079 %6	167.454 %100
Hindistan	81.858 %34	67.220 %28	47.045 %20	21.101 %9	21.788 %9	239.704 %100
İngiltere	812.393 %49	241.802 %15	23.241 %1	246.179 %15	312.287 %19	1.665.761 %100
İrlanda	720.325 %28	545.377 %11	479.769 %1	115.136 %58	660.658 %1	2.535.619 %100
Japonya	1.440.638 %91	33.369 %2	89.267 %6	-	-	1.576.618 %100
Kanada	427.337 %29	164.262 %11	17.752 %1	866.282 %58	13.708 %1	1.489.342 %100
Lüksemburg	1.310.937 %30	1.214.497 %28	310.942 %7	960.037 %22	413.507 %10	4.279.762 %100
Meksika	14.864 %13	22.813 %21	52.955 %48	20.226 %18	-	110.869 %100
Türkiye	410 %6	2.707 %41	1.792 %27	597 %9	1.046 %16	6.602 %100

Kaynak: EFAMA

Tablo 4’te görüldüğü üzere Türkiye’de yatırım fonlarının yönettikleri varlık hacmi Güney Afrika gibi benzer ülkelere kıyasla çok daha küçük kalmaktadır. Bununla beraber bu varlıklar gelişmiş ülkelerde daha çok hisse senedi ve tahvillerden oluşan karma fonlar veya hisse senetlerinden oluşurken Türkiye ve diğer yükselmekte olan ülkelerde ağırlıklı olarak risk ve getirisi düşük tahvil/bonolardan ve para piyasası fonlarından oluşmaktadır. Bu veriler Türkiye’de yatırım fonlarının büyümesi için ciddi bir potansiyel olduğunu ortaya koymaktadır. Tablo 4’e dahil edilmeyen emeklilik yatırım fonları da (EYF) Türkiye’de zamanla önem kazanarak finansal sistemin –özellikle tasarruf ve güvence açısından– önemli yapı taşlarından biri haline gelmiştir. Bireysel emeklilik sistemi

2001’de “Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasını Öngören Kanun” ile düzenlenmiş, zamanla olumlu teşvik mekanizmalarının devreye sokulması amacıyla bazı değişikliklere tabi tutulmuştur. Bunlardan ilki 2013’te ödenen katkı paylarının yüzde 25’i oranında devletin katkı sağlaması, ikincisi de 2017’de yürürlüğe sokulan otomatik katılım sistemidir. Davranışsal finans yöntemlerinden olan ve birçok ülkede uygulanan otomatik katılım sistemi devreye girmeden önce bireysel emeklilik sistemine dahil olmak isteyenler kendi istekleriyle bu sisteme katılmaktadırlar. 2017’den sonra yürürlüğe giren sisteme göre ise ücretli çalışanlar sisteme otomatik olarak dahil olup çıkmak istemeleri durumunda bunu beyan etmeleri gerekmektedir. Sistem 2017 itibarıyla yaklaşık 80 milyar TL’lik hacme ulaşmıştır.

**TABLO 5. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ TÜRLERİNE GÖRE DAĞILIMI (MİLYON TL, 2013-2017)**

	2013	2014	2015	2016	2017
Esnek/Değişken Fon	8.057	11.323	14.000	17.103	21.774
Borçlanma Araçları Fonu	100	162	308	216	9.023
Para Piyasası Fonu	2.229	3.480	4.970	5.571	7.424
Kamu Borçlanma Araçları (Yabancı Para)	865	1.567	2.918	4.356	7.191
Kamu Borçlanma Araçları (TL)	10.209	12.721	13.191	15.296	5.099
Pay Senedi Fonu	1.854	2.543	2.796	3.344	4.504
Altın Fonu	84	301	545	1.444	3.275
Karma Fon	182	275	244	267	1.376
Endeks Fon	37	33	227	378	565
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	34	57	80	371	464
Fon Sepeti Fonu	-	-	2	10	18
Dengeli Fon	118	123	112	109	0
Uluslararası Fon	186	21	173	0	0
Standart Fon	1.173	2.188	3.075	4.050	5.462
Standart Fon (Katılım)	86	218	533	867	1.425
Devlet Katkısı Fonu	1.097	2.864	4.735	6.998	9.663
Devlet Katkısı Fonu (Katılım)	53	155	303	436	473
Başlangıç Fonu (Otomatik Katılım Fonları)	-	-	-	-	656
Başlangıç Fonu (Katılım)	-	-	-	-	1.137
<b>Toplam</b>	<b>26.364</b>	<b>38.032</b>	<b>48.211</b>	<b>60.814</b>	<b>79.530</b>

Kaynak: Takasbank, TSPB

2013-2017 arasında yüzde 200 civarında büyüyen sistemde Takasbank verilerine göre en büyük pay kamu iç borçlanma senetlerinden oluşmakta, bunu pay senetleri ve diğer yatırım araçları takip etmektedir. Bu gelişmelerle beraber 2017'de başlayan başlangıç fonu yüksek cayma oranlarıyla karşı karşıya gelmiştir ancak buna rağmen devam ettirilmesi önem arz etmektedir.<sup>20</sup>

## Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Piyasası (VİOP)

Türev piyasaları dünya finansal piyasalarının önemli bir parçası haline gelmiştir. Milattan önceye dayanan tarihiyle beraber gelişmiş ülkelerde özellikle 20. yüzyılın ikinci kısmından itibaren önem kazanan bu piyasalar risk yönetimi araçlarını yaygınlaştırmakla beraber spekülasyon hareketleriyle de bilinmektedir. Vadeli işlemler ve opsiyonlar farklı ürünler için sözleşmenin bugün, alım satımın ise gelecekte bir tarihte yapılmasını içeren finansal piyasa enstrümanlarıdır.<sup>21</sup>

20. Otomatik katılım sistemlerinin analizi için bkz. Shlomo Benartzi ve Richard H. Thaler, "Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior", *Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 21, Sayı: 3, (2007), s. 81-104.

21. Teknik terimlerin açıklamaları için bkz. Frederic Mishkin, *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, (Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul: 2011).

Bu enstrümanlar başlangıçta daha çok tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki belirsizliği minimize etmek için kullanılmışsa da zamanla faiz oranları, hisseler, kurlar, emtia ve altın gibi çeşitli ürünler için de kullanılmaya başlanmıştır.

Dünyanın en önemli türev piyasası olan CME Group 1848'de Chicago Board of Trade olarak kurulmuş, zamanla türev piyasalarının getirdiği birçok yeniliğe öncülük yapmıştır. Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) Bakanlar Kurulu kararıyla 2001'de kurulmuş, 2005'te faaliyete geçmiş ve 2013'te de Borsa İstanbul ile birleşerek faaliyetlerini sürdürmüştür. Günümüzde Türkiye'de VİOP dünya piyasalarının içerisinde küçük bir pay almakla beraber hızla gelişmektedir. WFE verilerine göre Türkiye'de 2016-2017 arasında işlem hacmi yüzde 32'lik bir oranla büyüyen piyasada toplam işlem hacminin yüzde 4,4'ü opsiyon işlemlerinden, yüzde 95,6'lık kısmı vadeli işlemlerden oluşmaktadır. Vadeli işlemler arasında ise en önemli iki kalem ise pay hissesi endeksli vadeli işlemler ve kur işlemlerinden oluşmaktadır. Altı ve yedinci tablolarda dünya piyasalarında ve Türkiye'de vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarına dair veriler sunulmaktadır.

**TABLO 6. DÜNYA VİOP BORSALARINDA VADELİ İŞLEM VE OPSİYON SÖZLEŞMELERİ İŞLEM HACMİ (NOSYONEL DEĞER-MİLYON DOLAR, 2017)**

	Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Endeks Opsiyon Sözleşmeleri	Döviz Opsiyon Sözleşmeleri
CME Group	60.326.200	20.894.341	49.103.800	27.345.300	2.245.508
Almanya Borsası	22.900.987	-	1.910	15.743.394	413
Avustralya Borsası	1.388.332	1.287.054	24.077	492.620	13.817
Brezilya Borsası (Brasil Bolsa Balcao)	1.636.367	6.664.240	13.012	224.935	4.552
Hong Kong Borsası	60.800	3.227	112	299.515	1.046
Hindistan Ulusal Borsası	674.200	-	-	2.639	382.861
Kanada Borsası (TMX Group)	899.647	-	-	18.124.076	72
Johannesburg Borsası	475.181	53.103	45.814	1.411	563
Meksika Borsası (Bolsa Mexicana de Valores)	22.309	83.778	-	558	899
Borsa İstanbul	144.352	68.650	2.911	857	8.667

Kaynak: WFE

**TABLO 7. BORSA İSTANBUL VİOP İŞLEMLERİ HACMI  
(NOSYONEL DEĞER-MİLYON DOLAR, 2016-2017)**

	2016	2017
Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri	124.645	144.352
Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	936	3.305
Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri	37.245	68.650
Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri	2.294	2.911
Pay Opsiyon Sözleşmeleri	573	669
Endeks Opsiyon Sözleşmeleri	845	857
Döviz Opsiyon Sözleşmeleri	6.290	8.667

Kaynak: WFE

Sadece organize borsalarda işlem gören sözleşmelerin sunulduğu tablolardan anlaşılacağı üzere vadeli işlemler ve opsiyon sözleşmelerinin toplam işlem hacmi dünya piyasalarında çok yüksek rakamlara tekabül etmekle beraber bu hacmin önemli kısmı ABD ve Almanya gibi ülkelerde işlem görmektedir. Türkiye ekonomisinin kur riskinin yüksek olduğu bir ortam olması sebebiyle opsiyon piyasalarında en çok işlem gören kalem yüzde 85'lik oranla döviz opsiyon sözleşmeleridir. Vadeli işlem ve opsiyon piyasaları üretici veya yatırımcılar için muhtemel risklere karşı korunma imkanlarını sunmakla birlikte piyasa istikrarını artırıp artırmadığı tartışılan bir konudur. Bu konuda ABD'de birçok ürün için vadeli işlemlerin sunulduğu 1980'leri inceleyen Stein emtia piyasaları gibi spot piyasalarına giren spekülörlerin piyasalar için istikrar bozucu bir etken olduklarını savunmakta,<sup>22</sup> buna karşın Pilar, Rafael ve Bohl gibi isimlerin yaptıkları çalışmalarda bu piyasaların dayanak varlıklar üzerinde istikrar sağlayıcı bir rol üstlendiklerini belirtmektedir.<sup>23</sup> Türkiye piyasasını

22. Jeremy C. Stein, "Informational Externalities and Welfare-Reducing Speculation", *Journal of Political Economy*, Cilt: 95, Sayı: 6, (1987), s. 1123-1145.

23. Corredor Pilar ve Santamira Rafael, "Does Derivatives Trading Destabilize the Underlying Assets? Evidence from the Spanish Stock Market", *Applied Economics Letters*, Cilt: 9, Sayı: 2, (2002), s.107-110; Martin T. Bohl, Jeanne Diesteldorf ve Pierre L. Siklos, "The Effect of Index Futures Trading on Volatility: Three Markets for Chinese Stocks", *China Economic Review*, Sayı: 34, (2015), s. 207-224.

inceleyen Adnan Kasman ve Saadet Kasman bu konuda ikinci görüşü destekleyen deliller sunmakta ve vadeli işlem piyasalarının İMKB'nin volatilitesini azalttığını iddia etmektedir.<sup>24</sup>

Türkiye'de vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının döviz işlemleriyle beraber sıklıkla olumsuzlukları beraberinde getiren faiz ve enerji<sup>25</sup> alanlarında da genişlemesi muhtemeldir. Zira dünya piyasalarında faiz sözleşmelerinin işlem hacmi 2 katrilyon doları geçerken Türkiye'de ise bu hacim 2017'de 3 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

## FIRSATLAR VE ÖNLEMLER

Türkiye ekonomisinin son senelerde yaşadığı kırılganlıklardan en önemlisi şüphesiz özel sektör finansmanı ile alakalıdır. 2010-2017 arasında ortalama yüzde 5,9 olarak gerçekleşmiş olan cari açık oranlarının görece yüksek olması yurt dışı kaynaklı finansman ihtiyacını beraberinde getirmiş, bu ihtiyaç ve spekülasyonlar neticesinde 2018'de şiddetli kur oynaklıkları meydana gelmiştir. Bu gelişmelerin neticesinde çeşitli kamu kurumları nezdinde yurt dışı kaynaklı finansma-

24. Adnan Kasman ve Saadet Kasman, "The Impact of Futures Trading on Volatility of the Underlying Asset in the Turkish Stock Market", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Cilt: 387, Sayı: 12, (2008), s. 2837-2845.

25. Örneğin bkz. Gür vd., 2018'de Ekonomi.

**TABLO 8. HANEHALKI VARLIKLARININ DAĞILIMI (2014, YÜZDE)**

	Nakit ve Mevduat	Borç Senetleri	Hisse Senetleri	Yatırım Fonları Gelirleri	Hayat Sigortası ve Gelirleri	Emeklilik Fonları
Türkiye	79,8	2,6	8,6	1,6	0,6	4,4
OECD Ortalaması	35,2	3,4	19,7	6,8	10,2	18,2

Kaynak: OECD Factbook (2015-2016)

**TABLO 9. DÖVİZ VE KIYMETLİ MADEN HESAPLARININ TOPLAM MEVDUATLAR ARASINDAKİ ORANI (YÜZDE, 2012-2018)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Oran	32	32	36	39	38	41	45

Kaynak: BDDK

na alternatif yolları genişletmek için çalışmalar başlatılmıştır.<sup>26</sup> OECD ülkeleri arasında nakit ve mevduat hesaplarının toplam varlıklar arasında en yüksek orana sahip ülkenin Türkiye olduğu düşünüldüğünde hanehalkının finansal piyasalarına iştirak etmelerini sağlayacak önlemler almak kısa ve orta vadede önem taşımaktadır. Tablo 8 ve 9'da 2014 için OECD ülkelerinde çeşitli finansal varlıkların toplam finansal varlıklar içindeki dağılımı ve Türkiye'de 2014-2018 arası döviz ve kıymetli maden hesaplarının toplam mevduatlar arasındaki oranı sunulmaktadır.

Tablo 8'den anlaşılacağı üzere OECD ülkelerine kıyasla Türkiye'de hanehalkı varlıkları büyük oranda nakit ve mevduat hesaplarında değerlendirildiğinden diğer varlıkların rolü düşük kalmaktadır. Tablo 9'da ise özellikle 2013'ten sonra bireylerin tasarruflarını döviz ve kıymetli maden hesaplarında değerlendirdikleri ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede bireylerin finansal piyasalara katılımını sağlayacak ve varlık çeşidini artıracak önerilere ve finansal altyapının verimini artırabilecek bazı teknolojilere ve alternatif finansman yöntemlerine değinmek gerekir.

26. "BİST Başkanı Arıcan: Reel Sektöre Alternatif Finansman Kanalları için Çalışıyoruz", *Dünya*, 13 Kasım 2018.

## Finansal Okuryazarlık

"Finansal okuryazarlık" bireylerin finansal alanlarda bilgi seviyesini ölçen bir kavramdır. Türkiye ekonomisi için sürekli önem taşıyan konulardan olan tasarrufların artırılması, yatırımların finansal sistemde uzun vadeli değerlendirilmeleri, cari açığın düşmesi gibi konularla doğrudan alakalıdır. OECD'nin bu konuda yaptığı 2016'daki araştırmasına göre Türkiye'de ortalama finansal okuryazarlık OECD ülkelerine kıyasla yetersiz kalmıştır.<sup>27</sup> Yapılan diğer araştırmalarda finansal okuryazarlığı daha düşük olan insanların finansal piyasalara daha az katılım sağladıkları ortaya koyulmakta,<sup>28</sup> Türkiye'de bu etkinin İslami finans alanında katılım sağlayan bireyler için de geçerli olduğu belirtilmektedir.<sup>29</sup> Çiftlik Bank gibi olağanüstü getiri vaatleriyle ciddi hacimlerde dolandırıcılık yapan yapıları da beraberinde getiren bu husustaki yetersizliğe

27. Adele Antikson, Chiara Monticone ve Flore-Anne Messy, "OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies", OECD Report, (2016), s. 1-95.

28. Maarten van Rooij, Annamaria Lusardi ve Rob Alessie, "Financial Literacy and Stock Market Participation", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 101, Sayı: 2, (2016), s. 449-472.

29. İstemi Çömlekçi, "İslami Finansal Okuryazarlık Düzeyinin Belirlenmesi: Katılım Bankaları Müşterileri Üzerine Bir Araştırma", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 16, Sayı: 3, (2017), s. 1423-1439.

karşı gerekli birtakım tedbirlerin alınması önem arz etmektedir. Bazı finans kuruluşları Milli Eğitim Bakanlığıyla iş birliği yaparak bu konuda finansal okuryazarlık eğitimi veriyor olsa da toplumun önemli bir kesiminin hassasiyetlerini göz önünde bulunduran alternatif finansal alanlara yeterince önem verilmemektedir. Toplumun daha büyük kısımlarına ulaşmak amacıyla –birçok ülkede olduğu gibi– ortaokul veya lise seviyesinde temel finans eğitimi, müfredatların seçmeli veya zorunlu parçası olarak daha önemli bir konuma getirilebilir.

OECD 2016 Finansal Okuryazarlık Raporu'na göre az yirmi yedi ülkede okullarda finans eğitimi verilmekte, bunların birçoğunda müfredat kamu kurumları tarafından geliştirilmekte veya onaylanmaktadır. Örneğin Malezya'da 2014'ten itibaren ilkokullarda, 2017'den de itibaren ortaokul ve liselerde finansla alakalı zorunlu eğitim verilmekte, öğretmenler için finans alanında eğitim imkanları sunulmaktadır. Bunlara ilaveten davranışsal iktisat yöntemlerini kullanarak ve bakanlıklar tarafından oyunlar ve sosyal medya odaklı içerikler üretilerek finansal okuryazarlık artırılabilir. Türkiye'de henüz gelişmekte olan finansal piyasaların şekillenmesinde önemli rol oynayabilecek bu önlemlerin alınması uzun vadeli ekonomi planlamalarının bir parçası olabilir.

## İslami Finans ve Alternatif Finansman Yöntemleri

İslami finans varlık yönetimi, risk yönetimi ve diğer finans alanlarına İslam'a uygun alternatifler sunan reel sektör odaklı bir alan olup 2017 itibarıyla küresel piyasalarda 2,4 trilyon dolarlık hacme ulaşmıştır.<sup>30</sup> Sektör, katılım bankacılığı, İslami usullere uygun sigortacılık (tekafül), varlığa dayalı kira sertifikaları (sukuk) ve diğer

İslami yatırım araçlarından oluşmaktadır. Alternatif finans alanlarından sayılan İslami finansın prensipleri özetle faiz alınmaması, helal olmayan ürünlerin alım-satımının yapılmaması, varlığa dayalı ve aşırı risk içermeyen enstrümanların kullanılması ve tarafların karla beraber zarara da ortak olmaları olarak sayılabilir.

İslami finans teşebbüslerinin ilkleri 1960'larda Mısır'da yerel tasarruf bankaları olarak kurulmuştur. Türkiye'de ise bu kuruluşlar faaliyetlerine 1985'te Albaraka Türk ve Faisal Finans'ın kurulmalarıyla Özel Finans Kurumları adıyla başlamış, 2005'te Bankacılık Kanunu ile katılım bankaları ismini almıştır. Bu sektörün Türkiye'deki hacmi 2017'de 34 milyar dolar olarak gerçekleşerek küresel piyasanın yüzde 2,6'sını teşkil etmiştir.<sup>31</sup> İslami finans faaliyetleri Malezya'da –birçok ülkede olduğu gibi– 1980'lerde başlamış olmasına rağmen günümüzde 500 milyar dolarlık hacme ulaşmıştır. Türkiye'de sektörün görece küçük kalmış olmasının en önemli sebepleri arasında sektörün uzun seneler politika yapıcıları tarafından yeterince itibar görmemesi, standardizasyonun yeterli düzeyde olmaması ve gerekli hukuki düzenlemelerin yapılmaması sayılabilir.<sup>32</sup> Küresel sektörde olduğu gibi Türkiye'de de yüzde 78'lik oranla İslami finans sektörünün büyük çoğunluğu katılım bankacılığından oluşmaktadır. Sektör, bankacılık sektörünün içerisinde yüzde 5'lik paya sahip olup 2019 itibarıyla altı katılım bankasından oluşmaktadır.

## Kira Sertifikaları ve Güvenilirlik

Katılım bankacılığının yanında son senelerde finansal sistemde değerlendirilmeyen altın tasarruflarının sisteme kazandırılması ama-

30. "Islamic Finance Development Report 2018", Thomson Reuters, <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/Reuters-Islamic-finance-development-report2018.pdf>, (Erişim tarihi: 15 Şubat 2019).

31. *Islamic Financial Services Industry Stability Report*, (IFSB Report, Kuala Lumpur: 2018), s. 1-163.

32. Türkiye'nin İslami Finans tarihi için bkz. Mücahit Özdemir ve Hakan Aslan, *Türkiye'de İslami Finansın Dönüşümünün Ekonomi Politikası*, (SETA Rapor, İstanbul: 2017).

TABLO 10. TÜRKİYE'DE 2010-2017 ARASI SUKUK İHRAÇLARI (MİLYON TL)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010-2017
Katılım Bankaları	153	616	-	1.405	4.031	4.061	5.945	6.873	23.085
Özel Şirketler	-	-	-	100	100	25	75	25	325
Kamu	-	-	4302	5.805	5.394	3.390	9.151	8.797	36.840
Toplam	153	616	4.302	7.310	9.525	7.476	15.171	15.695	59.925

Kaynak: Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB)

cıyla altın kira sertifikaları ihraç edilmiştir. Bankacılık haricinde tasarruf sahiplerinin doğrudan iştirak edip ortak olabilecekleri birçok reel ekonomi odaklı yatırım formlarını içeren İslami finans mevcut finansman modellerine ilaveten tamamlayıcı bir model olarak hayata geçirilebilir. Yapılan çeşitli anketlere göre<sup>33</sup> Türkiye'de bireylerin İslami finans kuruluşlarını tercih etmelerinin sebepleri arasında faizsiz kurum imajı ve dini hassasiyetler ön plana çıkmaktadır. Birçok yüksek maliyetli projenin hayata geçirildiği Türkiye'de ekonomik bireylerin uzun vadeli altyapı proje finansmanlarında ortak olmaları finansal piyasalara yeni bir dinamizm getirebilir. Bu hususta çalışmalar yapan Dünya Bankası'nın hazırladığı bir rapora<sup>34</sup> göre Türkiye ve diğer birçok ülkede kamu-özel iş birliği içeren projelerde İslami finansman yöntemleri kısmen kullanılmış ama Türkiye'de yurt içi kaynaklı finansmanın rolü küçük kalmıştır. Buna karşın kira sertifikası ihracında dünyanın en önemli ülkelerden biri konumunda olan Malezya'da yurt içi kaynaklı özel sektör ihraçları ve altyapı projelerinin finansmanları geleneksel tahvil ihraçlarını 2017 Aralık itibarıyla geçmiş durumdadır.<sup>35</sup> 2001-2018 arasında ihraç

edilen hacim itibarıyla Türkiye dünya sukuk piyasasının yüzde 4'ünü oluşturmuş,<sup>36</sup> sektörün öncülüğünü Birleşik Arap Emirlikleri ve Malezya yapmışlardır. 2017'de ise Türkiye dünya piyasalarında kamu sukuk ihraçlarının yüzde 3,15'ine (finans sektörü dahil) ve özel sektör ihraçlarının da yüzde 7,2'sine sahip olmuştur.<sup>37</sup>

Türkiye'de sukuk piyasasına yönelik ilk yasal düzenleme 2010'da özel sektöre yönelik *Resmi Gazete*'de yayımlanmış olan "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile, kamunun ihracını sağlayan kanun da 2012'de 6327 sayılı "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile yürürlüğe girmiş ve bunları diğer kanunlar takip etmiştir.<sup>38</sup> Tablo 10'da 2010-2017 arasında bankacılık sektörü, özel sektör ve kamu tarafından gerçekleştirilmiş kira sertifikası ihraçlarının toplam hacmi sunulmaktadır.

Tablodan anlaşılacağı üzere 2010'dan itibaren sukuk ihraçları hacim itibarıyla sürekli artış

33. Örneğin bkz. Turhan Anaç ve Ferudun Kaya, "Bireysel Müşterilerin Katılım Bankacılığını Tercih Etmesini Etkileyen Faktörler", *Bartın Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 5, (2017), s. 145-182.

34. Ahmad Aijaz ve Alawode A. Abayomi, *Mobilizing Islamic Finance for Infrastructure Public-Private Partnerships*, (The World Bank Documents and Report, Washington: 2017), s. 1-80.

35. Ijlal Ahmed Alvi vd., *International Islamic Financial Market Sukuk Report*, (IIFM Sukuk Report, Kuala Lumpur: 2018), s. 2-204.

36. Alvi vd., *International Islamic Financial Market Sukuk Report*.

37. *Islamic Financial Services Industry Stability Report*.

38. Yasal düzenlemeler sırasıyla "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" (2010), "Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması ile Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ve Diğer Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" (2011), "Sermaye Piyasası Kanunu Kira Sertifikaları Tebliği" (2013), "Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" (2016) olarak sayılabilir.

TABLO 11. ALTINA DAYALI KİRA SERTİFİKA VE TAHVİL İHRAÇLARI

İhraç Dönemi	Ekim 2017	Mart-Nisan 2018	Eylül-Ekim 2018
Altın Kira Sertifikası	1.319 kg (%54)	1.113 kg (%58)	1.272 kg (%61)
Altın Tahvili	1.146 kg (%46)	809 (%42)	814 kg (%39)
Toplam	2.465 kg	1.922 kg	2.086 kg

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

göstermiş; en önemli aktörler katılım bankaları ve kamu olmuş, finans dışı özel sektör ihraçlarının rolü ise çok kısıtlı kalmıştır.

2017'den itibaren 3 bin 500 ton olduğu düşünülen<sup>39</sup> "yastık altı" altın stoğunu finans sektörüne kazandırmak amacıyla Türkiye'de üç kira sertifikası ihracı yapılmış, bu ihraçların sonucunda Tablo 11'de yer alan senet türleri ve hacimleri tercih edilmiştir.

Bu verilere göre üç ihraçta toplamda 6,5 ton altın ekonomiye kazandırılmıştır. Bu ise finans sektöründe değerlendirilmeyen altın miktarının yüzde 0,2'sini teşkil etmiş, kira sertifikalarının payı yaklaşık yüzde 0,1 olmuştur. Yapılan bazı çalışmalarda Türkiye'de bireylerin altın taleplerinin yüksek olmasının sebeplerinden birinin dini hassasiyetler olduğu belirtilmektedir.<sup>40</sup> Bu hassasiyet göz önünde bulundurulduğunda kira sertifikası ve benzer çalışmaların daha başarılı olması için ihraç edilecek enstrümanların ve katılım bankacılığının İslami prensiplere uygunluğunun daha güvenilir standartlar çerçevesinde araştırılması ve halk nezdinde güvenilirliğin sağlanması elzemdir.<sup>41</sup> Gerek sukuk gerekse katılım bankacılığı alanında İslami prensiplere uygun finansman

39. Dünya Altın Konseyi, (2015).

40. Bkz. Osman Gülseven ve Özgün Ekici, "The Turkish Appetite for Gold: An Islamic Explanation", *Resources Policy*, Cilt: 48, (2016), s. 41-49.

41. Bu tartışmalar için bkz. Soner Yakar, Serkan Yılmaz ve Yıldırım Beyazıt Önel, "Yeni Bir Finansman Aracı Olarak 'Sukuk-Kira Sertifikası' ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 84, (2013), s. 72-94; Feisal Khan, "How 'Islamic' is Islamic Banking?", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Cilt: 76, Sayı: 3, (2010), s. 805-820.

modellerini uygulamaya çalışan diğer birçok ülkede olduğu gibi kurumlara özel danışma kuruluşlarına ilaveten Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) bünyesinde merkezi danışma kurulunun Nisan 2018'de oluşturulması olumlu bir adım olarak değerlendirilebilir. Bununla beraber bu gibi kurulların güvenilirlik kazanması için kamuoyuyla iletişim sağlamaları gerekmektedir.

Sukuk piyasanın gelişmesi için son senelerde Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından teşebbüslerde bulunulmuştur. Yasal düzenlemeler ve ikincil piyasaların Mayıs 2018'de BIST nezdinde kurulmasıyla piyasa Türkiye ekonomisinin önemli bir parçası haline gelmeye devam etmektedir. Bunlara rağmen piyasanın yeterince derin olmaması, ihraç maliyetinin piyasanın kurulma aşamasında geleneksel borçlanma araçlarına kıyasla yüksek olması, standardizasyon ve derecelendirme yetersizliği gibi birçok sorun yüzünden sukuk piyasaları potansiyelinin altında gelişmektedir.<sup>42</sup>

### Konut Finansmanı ve Yeşil Sukuk

Son senelerde Türkiye'de önemi artan ve tasarrufa dayalı faizsiz finans sistemi, el birliği sistemi veya benzer isimlerle adlandırılan alternatif konut finansman modelleri de geleneksel veya katılım bankacılığı tarafından sunulan imkanlara alternatif teşkil etmektedir. Bu gibi sistemlerin sağlıklı

42. Sukuk piyasanın gelişmesine engel teşkil eden bazı unsurların açıklaması için bkz. Ahmet Ulusoy ve Mehmet Ela, "Secondary Market of Sukuk: An Overview", *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, (2018), s. 17-32.

TABLO 12. KOBİ FİNANSMAN KANALLARI (2007-2017)

Borçlanma Türü		2007	2012	2017
Bankacılık Borçları	Krediler (Milyon TL)	76.521	199.743	513.220
	Devlet Kefaleti olan Krediler (Milyon TL)	53	1.553	262.601
	Kefalet Miktarı (Milyon TL)	75,4	1.114	236.698
	Takip Oranı (Yüzde)	3,62	3,17	4,71
Bankacılık Harici Finansman	Risk Sermayesi (Milyon TL)	13,7	110,1	435,1
	Leasing (Milyon Avro)	11.661	17.154	52.018
	Faktoring (Milyon TL)	6.223	16.328	41.599

Kaynak: OECD

büyümesi ve dolandırıcılık gibi etkenlerle güven kaybına uğramaması için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması önem arz etmektedir.

Son olarak Türkiye’de son senelerde artmakta olan çevresel yatırımlar finansman alanında da kullanılabilir. OECD’nin raporuna<sup>43</sup> göre Türkiye’de çevre alanında son senelerde birçok yatırım yapılmış ve gelişme kaydedilmiştir. Aynı zamanda artan çevresel bilincin finansal sisteme kanalize edilmesi için Malezya ve Endonezya’da uygulanan “yeşil sukuk” gibi uygulamalar üzerinde çalışmalar yapılabilir. Çevreyle alakalı projelerin finansmanı için ihraç edilebilecek bu enstrümanlar çeşitli öncelikleri olan bireylerin finansal piyasalara katılım sağlamalarını da beraberinde getirebilir.

## Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ)

Merkez Bankası sektör faaliyet raporlarına göre 2016 itibarıyla Türkiye’de firmalar finansmanlarını daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklardan sağlamaktalar. Bununla beraber yabancı kaynakların yaklaşık yarısı banka kredilerinden oluşmaktadır. İşletmelerin yüzde 99,9’unu ve istihdamın da yüzde 76’sını oluşturan KOBİ’ler için ise finansman kanalları Tablo 12’de görül-

düğü üzere ağırlıklı olarak banka kredilerinden oluşmuş ve 2007-2017 arasında sürekli bir artış göstermiştir. 2016’dan sonra küresel finansman koşullarının kötüleşmesi neticesinde ve hacimlerinin küçük veya teminatlarının yetersiz olması sebebiyle kredi sağlayamayan KOBİ’leri desteklemek amacıyla Kredi Garanti Fonu (KGF) devreye sokulmuş ve bu da işletmelere 2017’de 237 milyar TL hacminde kredi sağlanmıştır. Ciddi hacimlere ulaşan bu ve buna benzer devlet destekli kanalların sağladıkları kredilerin etkisi ve verimliliğini ölçmek amaçlı önce pilot projelerin başlatılması ve sonrasında da sistematik değerlendirilmeler yapılması önem arz etmektedir.

Tablodan anlaşılacağı üzere bankacılık haricinde KOBİ’lerin temin edebildiği finansman yöntemlerinin oranı zamanla artmıştır. Bunlardan risk sermayesi (*venture capital*) henüz önemsiz bir yer teşkil etmekteyken işletmelerin banka limitlerini etkilemeyen ve kısa vadeli nakit yetersizliğini karşılamak için üretilmiş *leasing* veya vadeli işlemlerde nakit temin ve takibi için kullanılan *faktoring* gibi yöntemler de hızla önem kazanmaktadır. BIS verilerine göre Türkiye’de finansman sağlamak amaçlı ihraç edilen özel sektör borçlanma araçları artmakta ancak bu borçlanmalar toplam borçların içerisinde küçük bir pay teşkil etmektedir.

43. OECD *Environmental Performance Reviews: Turkey 2019*, (OECD Report, Paris: 2019).

**TABLO 13. MENKUL KIYMET STOKLARI  
(MİLYAR DOLAR)**

İhraç Eden Sektör	2010	2015	2018 Ç2
Devlet	272,2 %98,0	208,2 %79,2	189,3 %73
Özel Sektör (Finans)	2,84 %1,0	46,3 %3,2	59,6 %23,1
Özel Sektör (Finans Dışı)	0,1 %0,04	8,5 %22,2	9,4 %3,6
Toplam	275,3 %100	263,0 %100	258,3 %100

Kaynak: BIS

Tabloya göre 2010'da borç piyasası neredeyse tamamıyla devlet borçlanmasından oluşmaktayken zamanla finans sektörü önem kazanmıştır. Buna karşın finans dışı özel sektörde ihraçların miktarı ve yüzdesi sürekli bir artış göstermiş ancak toplam rakam içerisinde görece düşük kalmıştır.

Her ne kadar bankacılık alanında finansal teknoloji kullanımı yüksek olsa da altın sertifikası ihracı ve benzeri araçların yeterli oranda başarıya ulaşamamalarının sebepleri arasında teknolojik kolaylıkların sağlanmış olmaması sayılabilir.

Türkiye'de tahvil piyasalarından finansman sağlayabilen finans dışı firmalar sayılı kuruluşlardan oluşmakta, KOBİ'ler büyük ölçüde bu finansman kaynağından istifade edememektedir. Almanya, Çin, Güney Kore gibi ülkelerde de benzer bir durum söz konusu olduğu için son zamanlara bu işletmelerin finansman sağlayabilmelerini amaçlayan KOBİ borçlanma piyasaları kurulmuştur.<sup>44</sup> Bir önceki bölümde

açıklandığı üzere KOBİ'lerin reel sektör odaklı geleneksel ve alternatif<sup>45</sup> birçok enstrümanı bu gibi piyasalarda finansman amaçlı kullanabilmeleri için gerekli teknik ve hukuki altyapı sağlanabilir ve ikincil piyasaların altyapısı hazırlanabilir. Bu piyasalara iştirak etmek isteyen yerel firmaların değerlendirilmesi için kurulması planlanan milli kredi derecelendirme kuruluşu rol üstlenebilir.

### Teknoloji

Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasalarda teknoloji kullanımı özellikle kişisel bilgisayar, akıllı telefon ve internet kullanımının artmasıyla yaygınlaşmıştır. Bu teknolojilerin sayesinde bireyler ve kurumsal yatırımcılar internet ve mobil bankacılığıyla para transferi, ödeme ve yatırım gibi faaliyetleri gerçekleştirebilir. Tablo 14'te 2006-2018 arası finansal teknoloji kullanımı hakkında bilgiler verilmektedir.

Tablodan anlaşılacağı üzere Türkiye'de 2006-2018 arasında dijital bankacılık kullanımı her alanda ciddi bir artış sergilemiş ve nüfusun önemli bir kısmı teknoloji kullanımıyla finansal piyasalara iştirak etmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda bireylerin finansal piyasalara daha aktif ve yapıcı ölçüde katılım sağlamaları için teknolojiden faydalanması gerektiği söylenebilir. Zira her ne kadar bankacılık alanında finansal teknoloji kullanımı yüksek olsa da altın sertifikası ihracı ve benzeri araçların yeterli oranda başarılı olmamalarını sağlayan sebepler arasında teknolojik kolaylıkların sağlanmış olmaması sayılabilir. Bir sonraki alt başlıkta finansal piyasalarda teknoloji kullanımına dair bazı hususlara değinilmektedir.

44. Gökben Altaş, "Kobi Borçlanma Araçları", *Sermaye Piyasalarında Gündem*, Sayı: 127, (2013), s. 6-16.

45. Türkiye'nin özel sektör kira sertifikası tecrübesi için bkz. Murat Kasımoğlu, Feyzullah Yetgin ve Ali Küçükolak, "Kira Sertifikaları, Türkiye Tecrübesi ve Bir Vaka Çalışması", *İstanbul İktisat Dergisi*, Cilt: 68, Sayı: 1, (2018), s. 1-44.

TABLO 14. TÜRKİYE'DE DİJİTAL BANKACILIK KULLANIMI

	Aktif Dijital Bankacılık Kullanıcısı (Bin)	Finansal İşlemler Hacmi (Milyon TL)	Para Transferleri (Milyon TL)	Ödemeler (Milyon TL)	Yatırım İşlemleri Hacmi (Milyon TL)	Kredi Kartı (Milyon TL)	Diğer (Milyon TL)
Aralık 2006	3.368	141.238	90.935	1.921	36.004	4.819	7.559
Aralık 2018	44.182	1.421.963	1.053.105	60.188	253.684	23.008	31.978
Büyüme Oranı (Yüzde)	1.212	907	1.058	3.033	605	377	323

Kaynak: TBB Dijital, İnternet ve Mobil Bankacılık İstatistikleri Aralık 2018, İnternet Bankacılığı İstatistikleri Aralık 2006

Not: Aktif kullanıcı TBB tarafından son üç ay içinde en az bir kez işlem yapmış müşteri sayısı olarak tanımlanmaktadır.

### Algoritmik İşlemler ve HFT

Finansal teknolojiler anlamında kullanılan Fin-Tech dünya finans piyasalarında potansiyelini son senelerde önem arz eden her alanda göstermiştir. Bu alanla bağlantılı olarak Makine Öğrenimi (Machine Learning), Veri Madenciliği (Data Mining), Finansal Teknoloji (FinTech) alanları sayılabilir. “Algoritmik işlemler” çeşitli matematiksel algoritmalara dayalı bilgisayar programlarının emirler koymak ve yönetmek gibi finansal işlemler yapmaları olarak tanımlanabilir. Algoritmik işlemlerin bir alt dalı olarak tanımlanan ve yüksek frekanslı alışveriş işlemleri (*high-frequency trading*, HFT) olarak adlandırılan yazılım bazlı algoritmaların piyasalarda katılımcılar tarafından ticaret stratejileri için uygulanmasıyla ilgilidir. Geleneksel finansal işlemlere kıyasla yeni bir fenomen olan HFT kısa sürede piyasalarda ciddi hacimlere ulaşmıştır. Dünyanın en büyük finansal piyasalarına sahip olan ABD’de HFT 2017’de piyasa hacminin yüzde 60’ını, Birleşik Krallık’ta da 2010’da yüzde 77’sini teşkil etmiştir. Türkiye’de ise 2013-2014 aralığını inceleyen bir çalışmada<sup>46</sup> algoritmik işlemler ve HFT’nin Borsa İstanbul’da yapılan ticaretlerin küçük ama

önemli bir payını teşkil ettiği ve bu yöntemlerin daha çok portföy ve fon yöneten şirketler tarafından kullanıldığı belirtilmektedir. ABD ve diğer finansal merkezlere kıyasla önemi Türkiye’de henüz daha az olan bu işlemlerin gelecekte önem kazanma olasılığı yüksektir.

Bunlarla beraber algoritmik işlemler ve HFT son senelerde zaman zaman dünya finans piyasalarında –Mayıs 2010’da yaşanan ve küresel boyutlara varan “flash crash” adlı satış dalgası gibi– olağanüstü volatilitiyi beraberinde getirmesi ile bu yöntemlerin piyasalar açısından yararının sorgulanmasını sağlamıştır.<sup>47</sup> Bu olumsuz yan etkilerin<sup>48</sup> ve algoritmik işlemler gibi reel ekonomiye doğrudan etkisi sınırlı olan alışverişlerin sınırlı kalması amacıyla Avrupa Komisyonu bir çeşit finansal işlemler vergisi olan “Tobin vergisi” üzerine çalışmaktadır. Türkiye’de henüz küçük boyutlarda olan bu teknolojilerin gelecekte beraberinde getirebilecekleri muhtemel yan etkilerin sınırlı kalması için finansal piyasalarda gerekli altyapı ve düzenlemelerin yapılması kritik önem arz etmektedir.

46. Oğuz Ersan ve Cumhuriyet Ekinci, “Algorithmic and High-Frequency Trading in Borsa İstanbul”, *Borsa İstanbul Review*, Cilt: 16, Sayı: 4, (2016), s. 233-248.

47. Algoritmik işlemlerin özellikleri ve yan etkileri için bkz. Andrei A. Kirilenko ve Andrew W. Lo, “Moore’s Law Versus Murphy’s Law: Algorithmic Trading and Its Discontents”, *Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 27, Sayı: 2, (2013), s. 51-72.

48. Robbin Wigglesworth, “Volatility: How ‘Algos’ Changed the Rhythm of the Market”, *Financial Times*, 9 Ocak 2018.

## Blockchain Teknolojisi

2008’de ortaya koyulan Blockchain teknolojisi önceleri sadece Bitcoin ve diğer sanal para birimleriyle ilişkilendirilirken zamanla farklı alanlarda kullanılmaya başlanmıştır. Bir çeşit dağıtık veri tabanı olan bu teknolojinin bazı özellikleri şu şekilde sıralanabilir: 1) Blockchain işleminin tarafları veri tabanının tamamına ve tarihine erişim sağlayabilmekte ama kontrol edememektedir. 2) İletişim merkezi bir sistemde değil taraflar arasında gerçekleşmektedir. 3) İşlemlerin tamamı sistemde olan herkese açık olup işlem yapanlar anonim kalabilmekte veya kimliklerini açık tutabilmektedir. 4) Kayıtlar bir zincir şeklinde birbirleriyle bağlantılı oldukları için geriye dönük olarak değiştirilememektedir. Kontrat, alışveriş ve kayıtların elektronik ortamda güvenli bir şekilde muhafazasının kritik öneme sahip olduğu finansal piyasalarda bu teknoloji siber saldırılara maruz kalan ve pahalı olan mevcut sisteme hızlı, düşük maliyetli ve güvenilir bir alternatif sunmaktadır. Bunlarla beraber bazı araştırmacılara göre bu teknolojinin potansiyelinin ülkelerde tamamıyla kullanılmasının on yıllar alabileceği ama altyapı çalışmalarının günümüzde başlamasının yararlı olacağı belirtilmektedir.<sup>49</sup>

Finansal piyasalar açısından blockchain teknolojisi siber saldırılara maruz kalan ve pahalı olan mevcut sisteme hızlı, düşük maliyetli ve güvenilir bir alternatif sunmaktadır.

Henüz yeni olan bu teknolojinin Ticaret Bakanlığı nezdinde dış ticaret işlemleri üzerinde

49. Marco Iansiti ve Karim R. Lakhani, “The Truth About Blockchain”, *Harvard Business Review*, (2017), s. 1-11.

uygulanması için çalışmalar başlatılması<sup>50</sup> bu anlamda önemli bir gelişme olarak görülebilir. Bununla beraber finansal kuruluşların sistemlerine entegre edebilmeleri için gerekli hukuki altyapının sağlanması gerekmektedir.

## SONUÇ

Türkiye’de 1980’lerde altyapısı kurulan finansal piyasalar otuz senede işlem hacimleri, kurumsallaşma, teknolojik altyapı gibi nitelikler itibarıyla sürekli önem kazanıp ülke ekonomisinin önemli bir parçası haline gelmiştir. Bunlarla beraber gelişen piyasaların olumsuz yan etkileri de çeşitli krizlerle ekonomiyi etkilemiş, mevcut finansman modellerinin sürdürülebilirliğinin sorgulanmasını sağlamıştır. Son senelerde artan kur oynaklıkları ve fiyat artışlarıyla tekrar ortaya çıkan bu olumsuzluklar uzun vadeli planlamanın ve alternatif modeller üzerinde çalışmanın önemini vurgulamıştır.

Bu analizde Türkiye’nin mevcut finansal sisteminin en önemli kısımlarına değinilmiş, daha sağlıklı ve sürdürülebilir büyüme ve kalkınma modellerini destekleyebilecek önerilerde bulunulmuştur. En önemli bulgular şu şekilde sıralanabilir:

- Türkiye’de finansal sistemin boyutu ve sisteme katılım diğer ülkelere kıyasla yeterli olmamakla beraber hızla büyümektedir.
- Tasarrufların yapısı daha çok kısa vadeli olup geleneksel bankacılık sisteminde değerlendirilmektedir.
- Mevcut finansman sistemine alternatif teşkil edebilecek İslami finans modellerinin araştırılması, standardize edilmesi, altyapı finansmanı ve benzeri teşebbüslerde kullanılması finansal piyasaların şekillenmesinde önemli rol üstlenebilir.

50. “Blokzincir Konusunda İlk Resmi Birim Kuruldu”, *Dünya*, 9 Ocak 2019.

- Halkın finansal farkındalığının artırılması için okul müfredatları ve medya odaklı içerikler üretilmelidir.
- Mevcut finansman modellerinden olan KGF ve benzeri modellerde verimliliğin artması ve KOBİ finansmanının daha sürdürülebilir nitelikte olması için etki analizlerinin yapılması ve enstrümanların çeşitlendirilmesi gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi 2001 krizinden sonra yürürlüğe koyulan ve para politikası, mali po-

litikalar ve finansal piyasaları kapsayan düzenlemelerin uygulanmasıyla yüksek enflasyon ve aşırı kur oynaklıkları gibi birçok olumsuzluğun önüne geçip yüksek büyüme oranları kaydetmiştir. Henüz gelişmiş ekonomilerde olduğu kadar büyümemiş olan finansal piyasaların gelecekte istikrarlı ve sürdürülebilir bir nitelikte gelişmesi için gerekli hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapının sağlanması ekonomik kalkınmayı destekleyebilir, dış ve iç dinamiklerden kaynaklanan finansal krizlerin de büyük ölçüde önlenmesini sağlayabilir.









# TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİNİN YAPISI VE DÖNÜŞÜM GEREKSİNİMİ

SEMİH EMRE ÇEKİN

## SETA | ANALİZ

Birçok fırsatı ve riski beraberinde getiren finans sektörü geliri artan ekonomilerde reel ekonomiye yatırım, tasarruf, güvenilirlik ve riskleri azaltma gibi hayati görevler üstlenmektedir. 1980'lere kadar Türkiye ekonomisinde görece önemsiz bir yer teşkil eden finans sektörü özellikle bu dönemden sonra ekonominin önemli bir parçası haline gelmiştir. 2000'lerde uluslararası finansal piyasalar arasında da önemli bir konuma gelen Türkiye finans sektörü 2013'ten sonra özellikle ABD merkezli para politikası değişiklikleri nedeniyle aşırı oynaklık ve finansman sıkıntılarıyla karşı karşıya gelmiştir.

Bu analizde bankacılık sektörü hisse piyasaları, yatırım fonları ve VİOP gibi piyasalar incelenerek Türkiye'nin finans sektörünün yapısı, tarihi gelişimi ve diğer ülkelere kıyasla konumu ele alınmakta; sektörün ekonomiyi destekleyecek sürdürülebilirliği kazanması için önerilerde bulunmaktadır. Bunlar arasında tasarrufların kısa vadeli bankacılık mevduatlarının ötesinde orta ve uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirilmesi, alternatif tasarruf ve finansman araçlarının yaygınlaşması için gerekli mevcut hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapının geliştirilmesi ve eğitim sisteminin bu sürece katkı sağlaması gibi öneriler ön plana çıkmaktadır.

[www.setav.org](http://www.setav.org)

ANKARA • İSTANBUL • WASHINGTON D.C. • KAHİRE • BERLİN