

**T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**



**DÖVİZ KURUNUN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNDE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Zahra GASIMOVA

**İşletme Anabilim Dalı
İşletme Yönetimi Programı**

TEMMUZ, 2021

**T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**



**DÖVİZ KURUNUN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNDE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Zahra GASIMOVA
(Y1912.040042)**

**İşletme Yönetimi Anabilim Dalı
İşletme Yönetimi Bilim Dalı**

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Mortaza OJAGHLOU

TEMMUZ, 2021

ONAY FORMU

ONUR SÖZÜ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Döviz Kurunun Hisse Senetleri Üzerinde Etkisi: Türkiye Örneği ” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim. (.../.../20..)

Zahra GASIMOVA

ÖNSÖZ

Tez çalışmam boyunca yardımını ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli tez danışmanım Dr.Öğr. Üyesi MORTAZA OJAGHLOU'ya tüm kalbimle minnet ve şükranlarımı sunarım.

Yüksek lisans eğitimim boyunca ders aldığım ve tanıdığım tüm değerli hocalarıma ve İstanbul Aydın Üniversitesi akademik ve idari personeline, ayrıca tez çalışmam boyunca benden desteklerini esirgemeyen değerli yüksek lisans arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunarım.

Eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi destek ile yardımını benden esirgemeyen değerli anne ve babam ile tüm aileme verdikleri emeklerden dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Temmuz, 2021

Zahra GASIMOVA

DÖVİZ KURUNUN HİSSE SENETLERİ ÜZERİNDE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ÖZET

Borsa, modern ekonomide finansal kuruluşlar ve portföy yöneticileri için önemli bir rol oynamaktadır. Zira borsa, pay piyasası getirisindeki dalgalanma, borç verenler ve borç alanlar arasında portföylerin riskini değerlendirme ve gelecekteki yatırım gelirlerinin getirisini tahmin etmede yardımcı olan temel araçlardan biridir. Bahsedilen önemi sebebi ile tarafımızca hazırlanmış olan bu çalışmada Türkiye’de pay piyasası ve döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Pay senedi getirileri için BİST100 endeksi, döviz kuru riski için Türk Lirası’nın ABD Doları ve Euro karşılığı döviz kuru dikkate alınmıştır. Araştırmanın kapsamını, Ekim 2008-Mart 2021 arası döneme ait aylık veriler oluşturmaktadır. Döviz kurlarının İstanbul Menkul Kıymetler Piyasası üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkilerini belirlemek için zaman serisi modelinin *NARDL (Nonlinear Autoregressive Distributed Lag)* ve *ARDL (Nonlinear Autoregressive Distributed Lag)* metodolojisi kullanılmıştır. İlgili kapsam dahilinde söz konusu veriler üzerinde bahsi geçen teknikler ile yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre döviz kurları (ABD Doları ve EURO) ile pay senedi getirileri arasında uzun ve kısa dönem ilişkisinin mevcut olduğu görülmüştür. Bu ilişki pozitif, asimetrik ve hem uzun hem de kısa dönem için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Anahtar Kelimeler: NARDL, ARDL, ABD Doları, Euro, BİST100, Borsa İstanbul

THE IMPACT OF EXCHANGE RATE TO STOCK MARKETS: CASE OF TURKEY

ABSTRACT

The stock market plays an important role for financial organizations and portfolio managers in modern economics. Volatility in stock market return is one of the essential tools between lenders and borrowers that help them to assess the risk of portfolios and predicting the return of future investment's income. This paper investigates the relationship between the stock market and the exchange rates of Turkey. BİST100 index is employed as a proxy for stock returns and Dollar to Lira and EURO to Lira (currency rate of Turkish Lira against US Dollar and EURO) are considered for exchange rate exposure. The series is on monthly data over the period 2008 October- 2021 March. We use the NARDL and ARDL mythology of the time series model to determine the short-run and long-run impacts of the exchange rates on the İstanbul Stock Market. Our findings indicate that there is a relationship between both exchange rates (US Dollar and EURO) and stock returns. This relationship is positive, asymmetric, and statistically significant for both the long and short run.

Keywords: NARDL, ARDL, US Dollar, Euro, BİST100, Borsa İstanbul

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGE LİSTESİ.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ.....	x
I. GİRİŞ.....	1
II. DÖVİZ KURU	6
A. Döviz Kuru Olgusu ve Önemi	6
B. Döviz Kurları ile İlgili Temel Kavramlar	8
1. Nominal ve Reel Döviz Kuru.....	8
2. Efektif Döviz Kuru.....	10
3. Çapraz Kur	12
C. Döviz Kuru Sistemleri	13
1. Dalgalı Döviz Kuru.....	13
2. Sabit Kur Sistemleri	15
a. Parasal birlikler.....	16
b. Para kurulu	17
c. Dolarizasyon.....	18
3. IMF’ e Göre Döviz Kuru Sistemleri	20
D. Kur Sistemleri ve Politikaları	26
E. Türkiye’ de Döviz Kuru Sistemi.....	29
F. Döviz Kurlarını Etkileyen Başlıca Faktörler.....	30
1. İktisadi Faktörler	30
a. Ödemeler dengesi	30
b. Ekonomik büyümenin döviz kuru rejimine etkisi.....	31
c. Spekülasyon	34
G. Döviz Kurlarını Belirleme Yöntemleri.....	35

1. Geleneksel Yaklaşımlar	36
2. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı	36
3. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı	37
4. Yeni Yaklaşımlar	40
5. Parasalcı Yaklaşım	40
6. Portföy Dengesi Teorisi	42
7. Para İkâmesi	43
III. TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASASI	45
A. Pay Senetlerinin Tanımı	45
B. Pay Senedinin Çeşitleri	46
1. Adi ve İmtiyazlı Pay Senedi	46
2. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senedi	46
3. Primli ve Primsiz Pay Senedi	47
C. Pay Senetleri Türevleri	47
1. Kâr Zarar Ortaklığı Belgesi	47
2. Katılma İntifa Senedi	49
D. Türkiye Pay Piyasasının Kısa Bir Evrim Tarihi	49
IV. DÖVİZ KURLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	51
A. Teorik Argümanlar	53
1. Pay Piyasasının Döviz Kurlarına Etkisi	53
2. Döviz Kurlarının Pay Piyasasına Etkisi	55
V. LİTERARÜR ARAŞTIRMASI	59
VI. METEDOLOJİ VE BULGULAR	65
A. Modeller	67
1. Birim Kök Testi	69
2. ARDL Modeli: Uzun Dönem İlişki Analizi	70
3. Kısa Dönem İlişki Analizi:	72
4. Durağanlık Analizi	73
VII. SONUÇ	74
VIII. KAYNAKÇA	76
ÖZGEÇMİŞ	86

ÇİZELGE LİSTESİ

Çizelge 1 Verilerin Tanımı	65
Çizelge 2 Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	66
Çizelge 3 Birim Kök Testi	70
Çizelge 4 Uzun Dönem Katsayısı USD-BIST100	71
Çizelge 5 Kısa Dönem Katsayısı USD ve EURO - BIST100.....	72

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 Seriler.....	66
Şekil 2 Tahmin Edilen Modellerin İstikrarlılık Testi.....	73

I. GİRİŞ

1970'lerde Bretton Woods sisteminin çöküşünden günümüze döviz kuru üzerinde meydana gelen hareketlilik; yatırımcılar, araştırmacılar, yöneticiler ve hissedarlar için önemli bir faktör haline gelmiştir. Bretton Woods sistemi sonrası ortaya çıkan piyasa düzeni, yabancı sermaye kontrollerinin azalması ve daha esnek döviz kuru rejimlerinin benimsenmesi ile pay senedi ve döviz kuru arasındaki etkileşimler; araştırmacılar, iktisatçılar ve yatırımcıların odak noktası haline gelmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde döviz üzerindeki kontrollerin azaltılması, hatta 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında daha esnek döviz kuru rejimlerinin benimsenerek döviz piyasalarının dalgalanmalarının artması, döviz kuru ile ilişkili yatırımların riskini arttıran bir etken olmuştur.

Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra oluşan açık ekonomilerde döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar ise esas olarak makroekonomi göstergeleri etkileyen en önemli faktörlerden biri olmuştur. Yatırımlarda döviz kuru ve para birimi seçimi, genel portföy kararına önemli bir boyut kazandırmış ve firmaların nakit akışını ve pay senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkileşim altına almıştır. Ayrıca bu çöküşü izleyen kısa süreli serbest dalgalı döviz kurları deneyiminin ardından uluslararası parasal düzenlemeler çok çeşitli ara döviz kuru sistemleri ile karakterize edilmiştir (Weymark, 1998).

Döviz kurlarının pay piyasaları üzerindeki etkisi, yatırım için önemli bir faktör iken döviz kurlarının daha uzun süre istikrarı, tasarrufları çekmek ve fiyat istikrarını sağlamak için temel bir faktör olarak para politikası standartları açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle hükümetler, döviz kurlarının istikrarını sağlamak ve para birimlerinde dönemden döneme yaşanan keskin dalgalanmalardan kaçınmak için bir takım politika ve platformlar üzerinde çalışmaktadırlar.¹ Çeşitli alternatifler sunan dalgalı ve sabit döviz kuru

¹ Geleneksel döviz kuru teorileri, döviz kurunun temel belirleyicileri olarak satın alma gücü paritesini veya cari hesap göstergelerinin kullanılması yöntemini benimsemiştir. *Satın Alma Gücü*

sistemlerinin çeşitleri olmasına rağmen, genellikle tartışmalarda sabit ve dalgalı döviz kurları arasında ayırım yapılmaktadır. Her alternatifin kendi kuralları olduğundan hepsi döviz piyasalarına farklı düzeylerde merkez bankası müdahalesi gerektirir. Bununla birlikte dalgalı döviz kurları ve ülkelerin mali ve ekonomik durumları üzerindeki etkileri ağırlıklı olarak dalgalı kur sistemlerini ayarlayanlarla ilgilidir. Nitekim uluslararası finansal entegrasyon son yıllarda daha fazla ilgi görürken ekonomiler de krizlerle daha sık karşı karşıya kalmaya, krizin etkileri ise daha yıkıcı ve daha küresel bir hal almaya başlamıştır. Bu nedenle finansal piyasaların etkileşimini ve karşılıklı bağımlılığını anlamak yatırımcılar, politika yapıcılar ve sektör paydaşları için son derece önem arz etmektedir (Çetin, 2016). Nitekim 30 Aralık 1998'de Avrupa pay piyasaları kapandığında, tüm pay senetleri yerel para biriminde fiyatlandırılmıştır. Paris'te Fransız Frangı, Frankfurt'ta Deutsche markaları ve Milano'da İtalyan lirası... Piyasalar beş gün sonra, 4 Ocak 1999'da yeniden açıldığında piyasaların on birindeki pay senetleri Euro olarak fiyatlandırılmış ve yatırımcıların on bir piyasadaki pay senedi fiyatlarını aynı para biriminde karşılaştırmalarına izin verilmiştir. Euro dönüşümü bu pazarlarda fiyat şeffaflığını anında arttırmış, bu artan şeffaflığın Avrupa borsaları arasında bir tür rekabeti tetiklemiş olabileceği düşünülmüştür (Dewenter, Han ve Koski, 2018). Dolayısıyla uluslararası finansal piyasalarda gerçekleşen sermaye akışında meydana gelen yükselmenin bir sonucu olarak döviz kurları ve pay piyasaları arasında doğrudan bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. (Belen ve Karamelikli, 2016).

Pay senedi ve döviz piyasalarındaki hareketler, her iki piyasayı sistematik olarak etkileyen ve piyasa katılımcıları arasında bazı beklentilerin birbirine yakın olmasına yol açan bazı temel ekonomik değişkenler nedeniyle ilişkili olabilir (Ajayi, Friedman ve Mehdian, 1998). Ortaya çıkan bu ilişki, ekonomileri sermaye hareketlerine oldukça hızlı tepki veren Türkiye ve diğer

¹*Paritesi*, basitçe iki ülke arasındaki nominal döviz kurunun ilgili iki fiyat serisinin oranına eşit olması gerektiğini savunur. Makroekonomik yönelim çalışması ise özellikle Robert Mundell ve J. Marcus Fleming'in etkili çalışmaları sonucunda döviz kurunun belirlenmesinde önemli bir role sahip olan sermaye hareketliliğini tanıtarak varlık piyasası görüşünün ilk modelini ortaya koymuştur. Bu teoride döviz kuru, mal piyasasının denkleştireceği ve para talebinin hâkim gelir düzeyinde ve dünya faiz oranlarında para arzına eşit olacağı bir seviyeye ulaşır (Dornbusch ve Fischer, 1980).

gelişmekte olan ülke ekonomileri için oldukça caziptir (Belen ve Karamelikli, 2016).

Pay piyasası ve döviz piyasası arasındaki bağlantıyı öneren iki teorik yaklaşım vardır: *Geleneksel Yaklaşım* ve *Portföy Yaklaşımı*. Geleneksel yaklaşım, döviz kurlarından pay senedi fiyatlarına doğru ilerleyen bir Granger nedensellik analizini öneren “akış odaklı” döviz kuru modelleri hakkındadır ve döviz kuru dalgalanmalarının uluslararası rekabet gücünü etkilediği tezi üzerinde durur. Bu durumda ise kâr marjı olmayan ticaret koşulları, gerçek geliri ve dolayısıyla stok maliyetlerini etkileyebilir. Ayrıca bir pay senedinin tahmini değerinin gelecekteki beklenen sermaye akışlarının iskonto edilmiş katma değerine eşit olması sonucunda döviz kuru değişimlerinin yanı sıra makroekonomik olaylara tepki verirler. Ayrıca portföy yaklaşımı “pay senedi odaklı” döviz kuru tahminlerine dayanmaktadır. Dolayısıyla bu durum döviz kurundaki değişimlerin² pay senedi fiyatlarından kaynaklandığını düşündürmektedir (Hersı ve Koy, 2020). Yükselen pay piyasasına sahip olan bir ülkeye yönelik sermaye akışı ulusal paraya olan talebi arttırmak suretiyle ulusal para biriminin değerinin artmasına (kurların düşmesine), pay piyasalarında meydana gelen bir düşüş ise yerli yatırımcıların servetinde erimeye neden olacaktır. Bu durum da para talebi ile faizlerin düşmesini ve buna bağlı olarak sermaye çıkışlarına neden olmak suretiyle ulusal paranın değer kaybetmesini beraberinde getirecektir (döviz kurlarını artması) (Belen ve Karamelikli, 2016).

Döviz kuru dalgalanmaları aynı zamanda iktisadi faaliyetleri ve dolayısıyla da para politikası kararlarını etkilemektedir. Nispeten düşük riskle getirilerini artırmanın yollarını arayan yatırımcılar ve portföy yöneticileri için döviz kurları da önemlidir. Bu nedenle uluslararası pay senetleri ve menkul kıymetler içeren çeşitlendirilmiş portföyler trend içindedir. Ancak portföye

² Pay senedi fiyatlarındaki değişiklikler belki de her gün duyulabilecek haberlerden biridir. Medyada kötü ekonomik ve siyasi gelişmeler nedeniyle pay senedi fiyatlarının düştüğünü veya teşvik edici bir ekonomik ve politik olay nedeniyle yükseldiğine dair haberlere sıklıkla rastlamak mümkündür. Bu nedenle finans literatüründe pay senedi fiyatlarının temel belirleyicilerini ana hatlarıyla ortaya çıkarmaya çalışan araştırmalara araştırmalar üzerine bir alan mevcuttur. Öte yandan siyasi olayların nasıl gelişeceğini tahmin etmek ve piyasaları nasıl etkileyeceğini öngörmek zor olduğundan çoğu çalışma verilerin kolayca elde edilebildiği ekonomik değişkenler üzerinde yoğunlaşmıştır (Bahmani-Oskooee ve Sohrabian, 1992).

uluslararası piyasa pay senetlerinin dahil edilmesi kur riskine bağlıdır (Guler, 2020).

Bu kapsamda Türkiye, özellikle son on yılda uluslararası portföy yatırımı alan en hızlı büyüyen gelişen pazarlar arasında yer almaktadır. Ancak Türkiye, 2014'ten itibaren finansal dalgalanmalar yaşamıştır. 2016'da başarısız bir "askerî darbe teşebbüsü"ün ardından siyasi çalkantılar yaşanmıştır. Bu nedenle finansal ve politik çalkantıları içeren bu dönemde borsa ve döviz piyasasındaki karşılıklı bağımlılıklarının incelenmesi, menkul kıymetler ve döviz piyasaları arasındaki dinamiklerin anlaşılmasına katkı sağlayacaktır³.

Döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişki birçok çalışmada ampirik olarak analiz edilmiştir. Sözü edilen argümanları takiben bu araştırma tezi ile bu iki piyasa arasındaki nedensel ilişkiyi araştırmaya ek olarak Borsa İstanbul'a odaklanarak döviz kurlarının pay piyasaları üzerindeki etkisinin Türkiye ekonomisi için araştırılmasını da amaçlanmıştır. Öte yandan bu çalışmanın temel amaçlarından biri de döviz kurunun İstanbul Menkul Kıymetler Borsası getirileri üzerinde uzun ve kısa vadeli bir etkisinin olup olmadığını incelemektir. Bu amaç doğrultusunda döviz kurlarının borsa üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkilerini belirlemek için zaman serisi modelinin NARDL ve ARDL testleri kullanılmıştır. NARDL ve ARDL Bound testlerinin bulguları, döviz kurları (ABD Doları ve EURO) ile pay senedi getirileri arasında ilişkiyi gösterecektir.

Yine bu çalışmada, bireylerin finansal piyasalarda yatırımlarını gerçekleştirdiği pay senetlerinin çalışmanın evrenini oluşturan 2008 Mart ve 2021 Ekim arası döneme ait aylık veriler arasındaki süreçte dünyada yaygın olarak kullanılan döviz türü olan Dolar ve Euro'da meydana gelen değişimlerin Dolar'ın ve Euro'nun Borsa İstanbul'da işlem gören BİST 100'e nasıl ve hangi yönde etki ettiği ve bu etkiler sonucunda pay senetlerinde yaşanan değişimlerin nasıl ve ne yönde etkilediği de incelenmiştir.

³ Gelişmekte olan bir ülkeyi son veriler üzerinden dinamik modellerle analiz etmek ilginçtir çünkü çoğu zaman gelişmekte olan bir ülke, döviz kuru risklerini azaltmak için gelişmiş bir finansal piyasayı gözden geçirir (Guler, 2020).

Çalışmanın döviz kurlarının temeline odaklanılan 1. Bölüm'ünde döviz kuru rejimlerini gözden geçirilip döviz kurunun belirleme yöntemlerine odaklanılırken Türkiye'deki döviz kuru sisteminin gelişiminin kısa bir özeti de sunulmuştur. 2. Bölüm'de Türk pay piyasalarının gelişimi incelenip açıklanırken 3. Bölüm'de döviz kurları ile pay piyasaları arasındaki ilişki hem teorik hem de ampirik olarak incelenmiştir. 4. ve son bölüm ise veriler ve metodoloji açıklanarak çalışma neticesinde varılan sonuçlara ayrılmıştır.

II. DÖVİZ KURU

Döviz kuru, en genel ifade ile her ülke ekonomisi için tek başına en önemli ve birçok hükümet tarafından rutin olarak belirlenen veya belirli bir seviyede tutulması hedeflenen fiyattır. Başka bir deyişle bir ülkenin para biriminin başka bir ülke veya ekonomik bölgenin para birimine göre değeridir. Döviz kurlarının çoğu serbest dalgalıdır ve piyasadaki arz ve talebe bağlı olarak yükselir veya düşer (Butt *vd.*, 2020). Öte yandan ekonomik faaliyetlerin merkezinde merkezinde yer aldığı ve hükümet politikalarının para birimi üzerinde güçlü bir etkisi olduğu için de ayrıca önem arz etmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar daha ziyade döviz kuru politikasının tercih edilmesi konusunda döviz kuru sistemlerinin birbirleri arasındaki farklılıklar üzerine odaklanmış durumdadır. (Broz, Frieden ve Weymouth, 2008).

Döviz kurunun belirlenmesinde öne çıkan birincil faktör parasal temellerdir. Meese ve Rogoff, parasal temellerin kısa ve orta vadede sınırlı bilgi içerdiğini vurgulamaktadırlar. O zamandan beri parasal temellerin döviz kuru üzerindeki etkisine dair ampirik kanıtlar, nominal döviz kuru dinamiklerinin uzun ufuklar boyunca parasal temellerle açıklanabileceği genel sonucuyla karıştırılmıştır (Butt *vd.*, 2020).

Literatürde döviz kurunun, ithalata bağımlı ülkelerin nüfusu için çok düşük ithalat fiyatı esneklikleri ile geniş kapsamlı refah etkilerine sahip olan kilit bir fiyat olduğuna karar verilmiştir (Bature, Iormom ve Ogba, 2020).

A. Döviz Kuru Olgusu ve Önemi

Geleneksel yaklaşıma göre döviz kurları pay senedi fiyatlarının belirlenmesine öncülük etmektedir. Portföy dengesi yaklaşımı ise döviz kurlarının piyasa mekanizmasıyla belirlendiğini ifade etmektedir (Aydemir ve Demirhan, 2009).

Piyasada bir yabancı para fazla ise diğer koşullar sabit iken yerel paranın değeri düşme eğilimindedir. Yani bir döviz kuru değerlemesi vardır. Yerli paranın değer kazanması, bir yandan ithalatı daha ucuz hale getirecek ve diğer yandan yerel para cinsinden ölçülen ihracattan elde edilen geliri azaltacaktır. Bu durum ise ihracatta azalma ve ithalatta artış sebebiyle ödemeler dengesinin dış dünyada borçlu duruma gelmesi sonucunu doğurur. Yani ödemeler dengesi negatif etkilenir ve buna bağlı olarak döviz arzında düşüş gerçekleşir (Terra, 2015).

Döviz piyasası, dünyanın en büyük ve en likit finansal piyasasıdır. Döviz kuru şirketler, yatırımcılar ve politika yapımcılarla olan ilişkileri nedeniyle açık ekonomilerde en önemli göstergelerden biridir. Bu da yatırımların belirlenmesi, risk yönetimi ve hükümetlerin ekonomik kararları ile olur. Para birimlerinin fiyatı, çok sayıda makroekonomik değişkeni etkileyen yerli ve yabancı malların nispi değerleri üzerinde etkiye sahiptir (Flores-Sosa, Merigó ve Avilés-Ochoa, 2020).

Döviz kuru değişiklikleri, girdi ve çıktı fiyatı üzerindeki etkileri yoluyla firmaların rekabet gücünü etkiler. Döviz kuru değerlendirildiğinde, ihracatçılar uluslararası pazarda rekabet gücünü kaybedecek ihracatçıların satışları ve kârları azalacak ve pay senedi fiyatları düşecektir. İthalatçılar ise yurt içi pazarlarda rekabet güçlerini artıracaktır. Bu nedenle kârları ve pay senedi fiyatları artacaktır. Döviz kurunun değer kaybetmesi ihracatçılar ve ithalatçılar üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır. İhracatçılar diğer ülkelerin ihracatçılarına karşı avantaj elde edecek, satışlarını artıracak ve stok fiyatları daha yüksek olacaktır. Yani dövizin değer kazanması, sırasıyla ihracat ağırlıklı ve ithalat ağırlıklı bir ülke için iç borsa üzerinde hem olumsuz hem de olumlu bir etkiye sahiptir (Aydemir ve Demirhan, 2009).

Döviz kuru tüm ithalatçıları, ihracatçıları, uluslararası yatırımcıları, turistleri ve diğer ülkelerle mal, finansal varlık veya hizmet ticareti yapan herkesi ilgilendirir. Döviz kuru, dünyanın geri kalanıyla iş yapmak için bir referans noktası olduğundan önemli bir göstergedir. (Terra, 2015).

Rekabetçi devalüasyonun yaşandığı 1930'lu yıllarda döviz kurları, ticari hareketleri ve uluslararası ticaret hacmini olumsuz etkilemiştir. *Bretton Woods*

Sistemi'nin kabulü ile döviz kurlarındaki istikrar, 1971'de ABD'nin aldığı bir kararla sona ermiştir. Sabit kurdan dalgalı kura geçiş, doların altına endeksli olması durumunun sonlandırılması ile başlamıştır. Bretton Woods'ta belirlenen döviz kuru sistemi 1973'te kaldırılmıştır. Döviz kurlarındaki belirsizlik ve dalgalanmalar başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm ekonomileri etkilemiştir. Döviz kurlarındaki dalgalanmalara ek olarak petrol krizleri (1973-1974 ve 1978) özellikle gelişmekte olan ülkelerin ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir. Özellikle dış ticaret açığını azaltmak ve ithalatı kontrol etmek için ülkeler döviz kurlarını (özellikle devalüasyonları) ve tarife dışı engelleri kullanmışlardır. Bretton Woods Sistemi'nden önce yaygın olan rekabetçi devalüasyonlar bugün farklı şekillerde uygulanmaktadır (Catalbas, 2016).

B. Döviz Kurları ile İlgili Temel Kavramlar

1. Nominal ve Reel Döviz Kuru

Nominal döviz kuru, yabancı para birimine dönüştürülebilen ulusal para birimi cinsinden bir yabancı para biriminin birim fiyatı olarak tanımlanır. Nominal döviz kurunun para birimi cinsinden ifade edilmesi için tersine çevrilebilir olması gerekir. Döviz cinsleri her ülkede farklı bir nominal değere sahiptir. Yani dövizlerin sabit bir fiyatı yoktur. Farklı döviz cinsleri için ülke piyasasında ödenen fiyat o ülkeye göre dövizin nominal değerini gösterir (Bıktıyar-Alalaw, 2016). Örneğin 1 Amerikan Doları, Türkiye'de 8 Türk Lirası ederken yine 1 Dolar Azerbaycan'da 1 Manat 70 Kuruş nominal değere sahiptir.

Ekonomistler ve diğerleri döviz kuruna, özellikle nominal döviz kuru ölçülerine büyük önem vermektedirler. Bununla birlikte, nominal döviz kuru davranışı parasal modellerle yeterince açıklanamadığından artan ilgi reel döviz kuruna yönelmiştir (Johnston, 1993).

Nominal döviz kuru, bir para biriminin başka bir para birimi cinsinden döviz kuru olarak tanımlandığından reel döviz kuru, yerel fiyatların nispi seviyeleri arasındaki fiyat farklılıklarına göre ayarlanan nominal döviz kuruna eşdeğer olacaktır. Döviz kurları ve ülkelerin yerel piyasalarında bir birim mal satın almak için gereken döviz ile yurtdışından alınacak mallar için gereken

ulusal para birimi reel döviz fiyatını oluşturmaktadır. En basit haliyle reel döviz kuru (RER) aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$RER = \frac{NER \times P_f}{P}$$

Denklem 1

P: ülkede genel fiyat seviyesi

P_f : ticari partner ülkede genel fiyat seviyesi

NER: nominal döviz kurunu

veya

$$r = s + p$$

Denklem 2

Burada “r”, yabancı malların birimi başına yerli mallar birimi olarak ifade edilen günlük reel döviz kuru, “s” birim yabancı para birimi başına yerel para birimi olarak ifade edilen günlük nominal döviz kuru ve “p” ise bir yabancı mal sepetinin fiyatının yerel bir mal sepetinin fiyatına bölünmesiyle elde edilen günlük değerini ifade eder (Ganguly ve Breuer, 2010).

Reel döviz kurunun denge değerine dönmesini sağlayan aktarım mekanizması, yatırımcıların düşük değerleri arbitraj amacıyla işlem yapması ve küresel ekonomiye kıyasla daha yüksek kâr elde etmek amacıyla ülkelerine para gönderdiklerinde ortaya çıkacak olan nominal döviz kurudur veya yurtiçi ticarete konu olan mal ve hizmetlerin fiyatını “tek fiyat kanunu” uyarınca uluslararası ticarete konu olan mal ve hizmetlerin fiyatını yükseltmek için özellikle ücretleri yukarı doğru ayarlayacak olan yerel fiyat seviyesidir. Böyle bir düzeltme, nominal döviz kuru ile reel döviz kuru arasında oluşabilecek uyumsuzlukları ve herhangi bir düşük değerlemeyi ortadan kaldıracaktır (Hipolit, 2013). Bu açıdan reel döviz kuru, fiyatlardaki farklılıkları ayarlayarak ekonomiler ve zaman arasında malların değerinin karşılaştırılmasına izin veren kullanışlı bir kavramdır (Ahn, C. Mano ve Zhou, 2020).

Reel döviz kurunun denge düzeyine dönmesini engelleyecek potansiyel sürtüşmenin meydana geleceği yer ise finansal piyasalardır. Fiyat seviyesine ek olarak nominal döviz kuru, bu sürecin gerçekleştiği diğer ayarlama mekanizmasıdır (Hipolit, 2013).

Ekonomi literatüründe denge reel döviz kurunun analizi iki farklı teorik yaklaşıma dayanmaktadır: *Temel* ve *Davranışsal* yaklaşım. Temel yaklaşım genellikle makroekonomik politikaları düzenlemek amacıyla kullanılır ve reel döviz kurunun kısa vadeli değişimlerini etkileyen ekonomi politikasının bileşenlerini vurgular. Davranışsal yaklaşım ise, ekonomi politikası için yüksek bir faydaya sahiptir ve uzun vadeli reel döviz kurunun makroekonomik belirleyicilerini vurgular. Bu yaklaşım, reel döviz kuru dengesinin iç ve dış denge ile uyumlu seviyesini değil reel döviz kurunun uzun vadeli belirleyicilerini belirlemeye çalışmaktadır (Bouzahzah ve Bachar, 2014).

2. Efektif Döviz Kuru

Efektif döviz kurunun ekonomide iki farklı anlamı vardır. Bir taraftan bu kavram, yerli tüketiciler için ithalat fiyatları ve yabancı tüketiciler için ihracat fiyatları üzerindeki çeşitli vergilerin, sübvansiyonların ve diğer vergilerin ortalama değerine göre ayarlanmış döviz kurunu ifade eder. Dolayısıyla efektif döviz kuru, 1 \$'lık ihracat veya ithalat için fiilen alınan (veya ödenen) nakit miktarıdır. İhracat (ERRx) ve ithalat (ERRm) için efektif döviz kurunu ayrı ayrı tahmin edebiliriz. Bu iki döviz kurunun oranı, ihracat işlemlerinin ithalat işlemlerine göre göreceli avantajının bir göstergesidir (ERRx / ERRm veya tersi). Son yıllarda ticaret engellerinin yaygınlığı birçok ülkede önemli ölçüde azalmıştır. Ancak yine de ihracatın ve ithalatın önünde birçok kota ve diğer tarife dışı engeller bulunmaktadır. Uygulamada tarife dışı engellerin fiyatlar üzerindeki ortalama etkisini tahmin etmek zordur. Bu anlamda efektif döviz kuru kavramı artık nadiren kullanılmaktadır.

Ülkenin ortalama döviz kurunu ana ticaret ortaklarına göre hesaplamak için sıklıkla efektif döviz kuru terimi kullanılır. Örneğin ülkenin döviz kuru, yüksek enflasyonlu bir ticaret ortağına göre güçleniyorsa ya da aynı şekilde düşük enflasyonlu bir ticaret ortağına göre zayıflıyorsa efektif döviz kuru, bu iki

değişikliğin ortalaması olarak yerel para seviyesinin bir ifadesidir (Kurilenko, 1998).

Efektif döviz kuru nominal bir fiyattır. Çünkü ikili döviz kurunun ortalamasını ifade eder ve ülkenin yurtdışındaki rekabetçi yönünün bir işaretidir. Bu nedenle nispi fiyat değişikliklerinin etkisi ortadan kaldırılarak ayarlanabilen bu nominal orana tabi olmalıdır. Reel efektif döviz kuru, ülkedeki enflasyona göre ayarlanmış nominal döviz kurlarının efektif ağırlıklı ortalaması olduğu için yerel para biriminin farklı satın alma güçlerinin ağırlıklı ortalamasını seçildiği döneme göre ölçer. Nominal efektif döviz kuru, belirli bir zaman dilimi içinde diğer ülkelerin çeşitli para birimleri için ülke piyasasındaki döviz kurlarının ortalama değişimini ölçen endekse ait gerçek döviz kurlarını yansıtır. Bu nedenle, döviz kuru endeksinin, gerçek ortalaması ikili döviz kurları sayısına eşittir ve döviz kuru para biriminin diğer bir dizi para birimi için ilerleme derecesini gösterir. Sonuç, yerel para birimi ile bir dizi yabancı para birimi arasındaki ikili döviz kurlarının ağırlıklı ortalamasıdır ve bu ortalamayı para biriminin değerini ölçmek için kullanır (Bıktıyar-Alalaw, 2016).

Bireysel ikili döviz kuru endekslerinin ortalamaları ve ekonomik literatürde kullanılacak uygun ağırlıklarla ilgili önemli tartışmalar olmuştur. Ancak ne yazık ki ağırlık seçimine bu odaklanma eşit derecede temel ve pratikte genellikle daha önemli bir sorunu, yani bu tür indeksleri hesaplarken kullanılacak uygun matematiksel formülasyonu gölgede bırakmıştır.

Efektif döviz kurları, belirli bir temel döneme göre belirli ülkeler topluluğunun para birimleri cinsinden ana ülkenin döviz kurundaki değişimin nicel bir ölçüsünü gösterir (Brodsky, 1982).

Reel Efektif Döviz Kuru (REER) ile *Reel Döviz Kuru (RER)* arasındaki fark: İki ülke arasındaki reel döviz kuru, tek bir temsili malla ölçülebilir. Örneğin bir Big Mac hamburger, birçok ülkede neredeyse aynı şekilde satılan McDonald's ürünüdür. Bu ürünün reel döviz kuru 1 ise hamburgerin fiyatı ortak bir para birimi ile ifade edildiğinde, örneğin Almanya'da satılan hamburger ile Amerika Birleşik Devletleri'nde satılan hamburger aynı maliyete sahip olacaktır. Big Mac'in Amerika Birleşik Devletleri'nde 5,30 ABD Doları ve

Almanya’da 4,50 Euro olması halinde durum böyle olacaktır. Bu tek ürünlü dünyada (fiyatların döviz kurlarına eşit olduğu) Dolar ve Euro’nun satın alma gücü paritesi aynıdır ve RER 1’dir. Fakat çoğunlukla ekonomistler ve politika yapımcılar, bir para biriminin genel uyumunu ölçerken gerçek efektif döviz kuru (REER) ile daha çok ilgilenirler. REER, ülke ile ticaret ortakları arasındaki ikili RER’lerin ortalamasıdır ve her bir ortağın ilgili ticari payları oranında hesaplamaya katılır. Bu bir ortalama olduğu için bir ülkenin para birimine diğerlerine göre daha az değer verildiği sürece, bir veya daha fazla ticari ortağın para birimine göre fazla değerlendirildiği taktirde, bir ülkenin REER’i “dengede” olabilir (genel olarak yanlış hizalama göstermez).

Bir para biriminin ne zaman değerlendirildiğini ve bu değerlendirmenin ne kadar sapmaya sahip olduğunu belirlemek için zaman içinde REER serisi ile zor bir değerlendirme elde edilebilir. Mutlak ve göreceli RER’lerde olduğu gibi para birimleri dengede ise hiçbir değişiklik olmamalıdır. Ancak tüketim kalıpları, istatistikçilerin oluşturduğu pazar sepetlerinden daha hızlı değişebildiği için ticaret politikaları, tarifeler ve nakliye maliyetleri gibi – REER’lerdeki sapmalar ille de temel bir yanlış hizalamayı göstermez (Rowe *vd.*, 2017).

3. Çapraz Kur

Çapraz kur, döviz kuru teklifinin verildiği ülkenin resmi para birimleri olmadığından iki para birimi arasındaki döviz kurudur. Yani işlemi başlatan tarafın para birimini içermeyen bir döviz çiftini veya işlemi ifade eder. Döviz (forex) tüccarları bu terimi teklifin hangi ülkede verildiğine bakılmaksızın ABD Doları’nı içermeyen döviz fiyatlarını belirtmek için kullanırlar. Örneğin, İngiliz merkezli bir tüccar, poundu herhangi bir şekilde doğrudan dahil etmeden Euro ve Yen arasındaki çapraz oranı arayabilir. Tipik olarak, çapraz kur işleminde ABD Doları sözleşme ödeme para birimi olarak kullanılmaz. Euro ve Japon Yeni arasındaki döviz kuru, ABD Doları’nı içermeyen için bu anlamda yaygın olarak kote edilen bir çapraz kur olarak kabul edilir. Bununla birlikte tanımın tam anlamıyla Japonya’ya veya Euro kullanan ülkelere birinde olmayan bir konuşmacı veya yazar tarafından atıfta bulunulduğunda çapraz oran olarak kabul edilir. Çapraz kurun saf tanımı, para biriminin kullanılmadığı bir yerde referans alınmasını gerektirse de terim öncelikle ABD Doları’nı içermeyen bir

ticaret veya kotaya atıfta bulunmak için kullanılır (<https://www.investopedia.com>).

Çapraz kur, yatırımcılar tarafından döviz ticaretinde bir araç olarak sıklıkla kullanılır. Nitekim spekülâtorler, faiz oranı oyunlarından ve döviz kuru hareketlerinden kâr elde edebildikleri için çapraz oranları da yararlı bulmakta, yatırımcılar arasında ise döviz riskinden korunma fırsatı sağladığı için popüler bir hale gelmektedir. Bir dövizin cari değerinin başka bir dövizin değeriyle karşılaştırılması, döviz ticareti için son derece önemli bir gösterge olarak kabul edilir. Bu gösterge, yatırımcılara çeşitli olayların işlem gören para birimlerinin değeri üzerindeki etkisini izlemek için yararlı bir yöntem sağlar. Dolayısıyla bu veriler açık piyasada para birimlerinin gelecekteki performansının tahminlerinde kullanılır. Elbette bu gibi durumlarda söz konusu olayların söz konusu para birimlerinin performansını etkilemeye devam ettiği varsayılmaktadır. (<https://www.economywatch.com/currency/cross-rate.html>).

C. Döviz Kuru Sistemleri

Bretton Woods sisteminin yıkılması, ülkeleri çok çeşitli döviz kuru rejimlerine yönelmesine sebep olmuştur. Meksika, Doğu Asya, Brezilya, Arjantin ve Rusya'daki döviz krizleri, sabit ve dalgalı rejimlere ve uygun döviz kuru rejimlerinin seçilmesine ilişkin tartışmalara yeniden ilgi uyandırmıştır. Bu krizler, esnek kur rejimlerinin ve ara döviz kuru rejimlerinin doğasında var olan kırılganlığı ortaya çıkarmıştır. 2001 Arjantin krizinin gösterdiği gibi güçlü kurlar veya para kurulu düzenlemeleri gibi güçlü düzenlemeler bile zaman testine dayanmamıştır. En çok sabit döviz kuru rejimlerinin sürdürülmesinden kaynaklanan krizlerin bir sonucu olarak gelişmekte olan ülkeler zarar görmüştür (Wessels, 2004).

1. Dalgalı Döviz Kuru

Dalgalı döviz kuru rejimi, hükümetin piyasanın döviz kurunu belirlemesine izin verdiği rejimdir (Trudel, 2005). 1971'de ABD Dolar'ı dalgalı bir para birimine geçmiş ve birçok büyük hükümet bunu takip etmiştir (Stošić vd., 2015). Dalgalı para birimleri iki döviz kuru rejiminden oluşur: *Yönetilen Dalgalı* ve *Bağımsız Dalgalı* grup (Stošić vd., 2015). Hükümet dalgalı bir döviz

kurunu etkilemek için döviz piyasasına müdahale edebilse de bu durumda döviz kuru rejimi “yönetilen algalı” olarak adlandırılır. Döviz kuru için bu isteğe bağlı olarak yapılır, ilan edilmiş veya fiili bir hedef yol tutmaz (Trudel, 2005). Bağımsız dalgalanma rejimindeki döviz kurları, döviz piyasasına göre dalgalanırken yönetilen dalgalanma rejimi (kirli dalgalanma olarak da bilinir) altındaki oranlar günlük olarak dalgalanır ve hükümet müdahalesinden etkilenir. Yönetilen bağımsız dalgalanma rejimlerine geçişler; çeşitli ekonomik, politik ve piyasa faktörlerine bağlıdır (Stošić *vd.*, 2015). Para biriminin dalgalanmasına izin veren bir ülkede, düşük düzeyde uluslararası rezervler ekonomik bir tehlike oluşturmaz. Hükümetin döviz piyasasına müdahale etmesi gerekmediğinden, ekonomik istikrarı sağlamak için rezerv tutması gerekmemektedir. Dalgalı döviz kuru olan ülkelerdeki piyasa katılımcıları, döviz kuru riskini bir risk olarak kabul edecek ve arzu ettikleri ölçüde riskten korunacaktır (Trudel, 2005).

Dalgalı döviz kurları, uluslararası işlemler hakkında belirsizlik yaratarak sınır ötesi ticareti yapılan mal ve varlıkların maliyetlerine bir risk primi eklemektedir. Bir hükümet, para birimini dengeleyerek daha fazla ticaret ve yatırımı teşvik edebileceği gibi dalgalı bir döviz kuru, bir hükümetin kendi bağımsız para politikasını takip etmesine izin verme gibi büyük bir avantaja sahiptir.⁴ Bu bağımsızlık değerlidir. Çünkü ticaret koşullarında ve dünyanın finansal koşullarında meydana gelen değişiklikler dahil olmak üzere yabancı ve yerel şoklara uyum sağlama esnekliği sağlamaktadır. Dalgalanma, döviz kurunun bir politika aracı olarak kullanılmasına izin verir. Örneğin politika yapıcılar, ticari mallar sektörünün rekabet gücünü etkilemek için nominal döviz kurunu ayarlayabilir (Frieden, 2008). Bağımsız bir para politikasına daha fazla ihtiyaç duyan ve bunu takip etme becerisi daha yüksek olan bir ekonominin dalgalı bir kur seçme olasılığı daha yüksektir (Frieden ve Stein, 2001). Bazı ülkelerde, özellikle yüksek ve değişken enflasyon geçmişi olan ülkelerde, politika yapıcılar parasal istikrara ağır basan bir değer verebilirler. Ancak diğer ülkeler için esneklik pahasına parasal istikrara ulaşmak çok büyük bir fedakârlık

⁴ Shambaugh (2004), dalgalı kur sistemine sahip ülkelerin ana orandaki hareketlere daha az ve daha gecikmeli yanıt verdiğini göstermiştir (An, Kim ve You, 2016).

gerektirebilir. Özerk bir para politikası, karşılaştıkları dış şoklarla baş etmenin en iyi yolu olabilir (Frieden, 2008).

2. Sabit Kur Sistemleri

Sabit döviz kuru rejimi, hükümetin döviz kurunu sabit bir nokta veya sabit dar aralık olarak belirlediği bir rejimdir (Trudel, 2005). Sabit döviz rejimi, pariteden vazgeçmeden döviz kurunun bir politika aracı olarak kullanılmasını imkânsız hale getirir ve ayrıca makroekonomik politika amaçları için faiz oranlarının kullanılmasını zorlaştırır veya imkânsız hale getirir (zorluk, sermaye hareketliliğinin derecesine göre değişir) (Bodea, 2010). Sabit döviz kuru, yerel para politikasının para birimi ve ödemeler dengesi hususlarına tabi olmasını gerektirir (Frieden, 2008).

Sabit bir döviz kuru koruyan ülkeler⁵ değer kaybetme baskısı altına girerse kendi para birimlerinin değerini desteklemek için döviz rezervleri bulundurmalıdır (Trudel, 2005). Öte yandan sabit döviz kurları, döviz kuru hareketliliğini inkâr edilemez şekilde azaltırken döviz kurunu sabitlemenin de maliyetleri vardır. İlk olarak döviz kuru sabitlendiğinde gerekli olan herhangi bir döviz kurunun ayarlanması genellikle maliyetlidir (Crosby, 2001). Sabitleme yoluyla daha fazla ekonomik entegrasyonun faydalarını elde etmek için hükümetlerin bağımsız bir para politikası yürütme kapasitelerini feda etmeleri gerekmektedir (Frieden, 2008).

Gelişmekte olan ülkelerin gerçekliği, sabit kur rejiminin güvenilirliği ve güven oluşturuca özellikleri zayıflasa veya düzeltmeyi yöneten kurallar düzenli olarak geçersiz kılınsa bile sabit oranların sık sık ayarlanmasıdır. Sabit oranların devalüasyonlara veya sabit oranların tamamen terk edilmesine neden olan aşırı parasal büyümenin siyasi maliyetini artıran görünür, şeffaf taahhütler oldukları için işe yaradığı iddia edilmiştir. Öncelikle sabit oranlar maliyetli bir enflasyon düşürme mekanizmasıdır. (Bodea, 2010). Uzun süredir devam eden yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerin enflasyonu düşürmek için sabit bir döviz

⁵ Di Giovanni ve Schambaugh'a (2008) göre yüksek yabancı faiz oranları iç ekonomiyi daraltıcı bir etkiye sahiptir ve bu etki sabit döviz kuru olan ülkeler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Benzer şekilde Miniane ve Rogers (2007), sabit döviz kurları ve açık finansal piyasalara sahip ülkelerin baz şoklarını daha yakından takip ettiklerini, Bluedorn ve Bowdler (2010) ise baz faiz oranına dışsal şoklara daha güçlü tepki verdiklerini ortaya koymaktadır (An, Kim ve You, 2016).

kuru kullanması özellikle cazip gelebilir. Bununla birlikte bu faiz, yüksek enflasyon koşullarında para birimini sabitlemenin tipik olarak gerçek bir değerlenmeye yol açması, ödemeler dengesi üzerinde istenmeyen etkiler yaratmasıyla hafifleyecektir. Dolayısıyla sabit bir döviz kurunun anti-enflasyonist avantajları, geçici bir reel değerlenmenin dezavantajlarına karşı tartılmalıdır. Bu son dezavantajlar, yüksek derecede endeksleme ile veya büyük ücret ve fiyat esnekliği ile hafifletilebilir. Her ikisi de gerçek bir değerlenme olasılığını önemli ölçüde azaltır (Frieden ve Stein, 2001).

a. Parasal birlikler

Geleneksel olarak her ülkenin kendi para birimi vardır ve her ülkede yalnızca bir para birimi tedavül etmektedir. Para birlikleri nadirdir ve bu nedenle savaş sonrası dönemde ülke sayısındaki artış, dünyada dolaşan para birimlerinin sayısında büyük bir artışa neden olmuştur. 1947’de dünyada 76 ülke varken bugün 193 ülke vardır ve birkaç istisna dışında her ülke kendi para birimine sahiptir (Barro ve Alesina, 2000).

Para birlikleri ekonomisi, Mundell’den (1961) çıkan optimal para bölgesi literatürüne dayanmaktadır (Crosby, 2001). Parasal birlik ve para birliğini tanımlamak zordur. Para birliği için önerilen tanımlar, Palgrave’de sunulan para alanlarının kesin tanımına dayanmaktadır. Para birimi bölgesi, birbirine yakın parasal bağlara sahip iki veya daha fazla egemen devletten oluşan bir grup olarak tanımlanabilir (Xenias, 2007). Başka bir deyişle para birliği, aynı para birimini paylaşan iki veya daha fazla devleti içeren hükümetler arası bir anlaşmadır (Barro ve Tenreyro, 2007). Para birliği, Avrupa’nın çoğunda tek bir para biriminin yani Euro’nun yürürlüğe anlaşması gibi bir veya daha fazla ülkede tek bir para biriminin çıkarılmasına yönelik bir anlaşmadır (Crosby, 2001). Bu eyaletler aynı oranda entegrasyona sahip olmayabilirler. İki ülke, birkaç nedenden dolayı ortak bir para birimini paylaşmaya motive olabilirler (Barro ve Tenreyro, 2007). Bir para birliğini oluşturan ülkelerin (ortak bir para birimini paylaşan bir grup ülke) kendi aralarında diğer ülkelere göre daha entegre olduğu düşünülmektedir. 1990’ların sonlarından itibaren Andrew Rose tarafından yazılan veya ortak yazılan başka bir dizi makale, tek bir para birimini paylaşan ülkelerin bu parasal düzenlemeden önemli ölçüde yararlandığı sonucuna varmıştır (Whitten, 2013). Tek bir para birimi, tanım gereği çeşitli

para birimlerinin kullanımından kaynaklanan bir dizi sorunu ve eksikliği ortadan kaldırmaktadır. Bunlar,

- 1- Para birimlerinin sürdürülebilirliğindeki eksikliklerin giderilmesi,
- 2- Birlik içindeki istikrarsızlaştırıcı spekülasyon sermaye akışlarının ortadan kaldırılması,
- 3- Sabit döviz kuru taahhüdünün bozulmasına ya da bir para biriminin hakimiyetine neden olan birlik içindeki para birimi rekabetinin ortadan kaldırılması,
- 4- Statünün daha geniş bir ekonomik bölgenin tek bir para birimi olarak genişlemesi, daha fazla uluslararası ağırlık taşıyacak ve sendikanın senyoraajın faydalarından yararlanmasını sağlayacaktır.

Ayrıca diğer para birimleri karşısında döviz piyasasına müdahaleler büyük ölçüde kolaylaştırılacak ve dünyanın geri kalanına kıyasla daha az miktarda uluslararası rezerv gerektirecektir (Xenias, 2007).

b. Para kurulu

Para kurulu, para tabanını tamamen yabancı rezerv para birimi ile sabit bir döviz kuru üzerinden ihraç eden bir para kurumudur. Tipik olarak bir “Ortodoks” para kurulu aşağıdaki kriterleri karşılar: (1) sabit bir resmi döviz kuru üzerinden yerel para birimi ile rezerv para birimi arasında tam konvertibilitiyi sürdürmek, (2) yabancı rezervlerle yerli paranın %100 desteğini sürdürmek, (3) son çare olarak borç verenin bulunmaması ve (4) devletin bütçe açığının parasallaştırılmaması (Wu, 2005). Para kurullarının aslında büyük ölçüde İngiliz kolonilerinde benimsedikleri XIX. yüzyıla kadar uzanan uzun bir geçmişi vardır. İlk yönetim kurulu 1849’da Mauritius’ta kurulmuştur. Sonunda birçok ekonomi benzer planları kullanmış ve sistem 1940’larda en parlak dönemine ulaşmıştır. Savaş sonrası dönemde yeni bağımsız bölgeler kendi merkez bankalarını kurarak parasal özerklik arayışında olduklarından ve daha sonra Bretton Woods sisteminin yerini dalgalanma-değişim rejimleri aldığından modası geçmiştir (Tsang, 1999).

Para kurulu, teorik olarak hem bir altın standart sistemine hem de dolarizasyona benzemektedir (Crosby, 2001). Klasik para kurulu, yerel halkın hükümetin bağlantıyı sürdürmesine güvendiği sürece yerel para birimini

istikrara kavuşturmak için iki yerleşik mekanizmaya sahiptir. Birincisi, yerel para birimi için piyasa oranı bağlantılı döviz kurundan daha zayıf hale gelirse insanlar piyasadaki yerel para birimini satın alabilir ve bunu bir arbitraj kârı karşılığında para kurulu ile değiştirebilir, böylece yerel para birimini güçlendirebilir. Böylelikle, piyasaya müdahale etmek yerine (bir para kurulunun yapmaması gerektiği gibi) para kurulu, insanlara güven oluşturmaları ve para birimini desteklemeleri için bir platform sağlar. İkinci olarak eğer yukarıdaki mekanizma yerel para biriminin arzını talebe göre çok daraltırsa yurtiçi faiz oranı yükselecek ve yabancı para akışını çekecektir. Bu iki yerleşik mekanizma, halkın güveni olduğu ve para kurulu kendi katı disiplininden sapmadığı ve bir merkez bankası gibi davranmadığı sürece çalışacaktır (Chan ve Chen, 1999). Merkez bankası, para kurulu sayesinde döviz rezervini yönetir ve yerel para birimini sabit bir döviz kuru üzerinden yabancı para birimi ile değiştirmeyi kabul eder. Günümüzde ise para kurulunun en yaygın biçimi, yerel banknot sorununu destekleyen ABD dolarıdır. Fakat geçmişte bazı ulus devletler, yerel banknot ihracı için İngiliz sterlini kullanmakta idi. Bunun yanı sıra Fransız Frangı kullanan para kurullarına sahip ülkeler de vardı (Crosby, 2001).

c. Dolarizasyon

Başlangıçta Latin Amerika ülkelerinde ABD Doları'nın seçimi düşünüldüğünde döviz talebini ifade etmek için kullanılan "Dolarizasyon" terimi, literatürde 1970'ler ve 1980'ler ifade ederken "para ikamesi" yerine de kullanılmıştır. Ancak 1990'larda dolarizasyon terimi, ABD dolarının bir ülkede yasal para birimi olarak kabulünü tanımlamak için de kullanılır olur. Öte yandan ticari bankalardaki döviz (veya dolar) mevduat oranının %20'yi aştığı bir olgu olarak da tanımlanabilen dolarizasyon devam ederken faydaları ve maliyetleri aynı anda var olabilir. Balino ve Borensztein (1999) ve Kokenyene, Ley ve Veyrunne'ye (2010) göre yükselen dolarizasyon, bir ülke ekonomisinin dünya pazarına artan entegrasyonunun bir işareti olabilir ve bu durum o ülkeye birtakım faydalar sağlar. Bunlardan ilki, dünya ekonomisine daha yakın entegrasyon sağlaması ve yerel finansal piyasaların gelişimini artırabilmesidir. İkincisi olarak dolarizasyon, yabancı yatırımcıların yerli yatırımlar için kur riskini azaltabilir. Son olarak ise düşük kredi maliyetiyle yabancı para cinsinden

kredilendirme, iç tüketim ve yatırımı olumlu yönde etkileyebilir (Park ve Son, 2020).

Bir para birliği oluşturmakla dolarizasyon arasındaki tek fark, bir para birliği ile birliğin tüm üyelerinin tipik olarak para politikasının yürütülmesinde söz sahibi olmasıdır. Dolarizasyon, para politikasının bir ülkeye (Yeni Zelanda durumunda Avustralya) delegasyonunu içerir, böylece çıkararak para birimini benimseyen ülkede para politikasının yürütülmesiyle ilgili faktörler göz ardı edilir (Crosby, 2001). Para birimi ikamesi, yerel para biriminin yanında veya yerine yaygın olarak yabancı para kullandığında meydana gelir. Kullanılan yabancı para birimi ABD doları olduğunda, fenomen “dolarizasyon” olarak adlandırılır. Bu kapsamda dolarizasyon, başka bir ülkede ikamet edenlerin kendi yurtiçi işlemleri ve varlıkları için herhangi bir yabancı paranın resmi veya gayri resmi olarak kullanılması için kısaltılmış bir terim olarak da kullanılır. Ayrıca tipik olarak ekonomik istikrarsızlık ve yüksek enflasyona ve yurt içi yerleşiklerin varlık portföylerini çeşitlendirme arzusuna bir tepkidir (Xenias, 2007). Dolarizasyon ve para ikamesi üzerine araştırmalar, 1990’lardan günümüze dek dünya çapında sık sık döviz salgını veya finansal krizlerin ardından artmaktadır (Park ve Son, 2020).

Dolarizasyon kapsamında incelendiğinde enflasyon veya enflasyona bağlı dalgalanmalar, ülkeler arasında dolarizasyonun derinleşmesinde ortak bir faktör olarak kabul edilmektedir. Öyleyse yükselen dolarizasyon derecesi enflasyonun veya oynaklığının artmasına da neden olabilir mi? Geleneksel olarak döviz kuru dalgalanmaları ve enflasyon arasındaki ilişki genellikle doğrudan geçiş olarak bilinir. Bu, yerel para birimlerinin değer kaybetmesi durumunda başlangıçta ABD doları cinsinden olan ithal malların yurt içi fiyatlarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskıya maruz kalabileceği anlamına gelir (Park ve Son, 2020).

Türkiye’de dolarizasyon olgusunun kökleri, döviz mevduatı mevzuatıyla birlikte 1960’ların sonu ve 1970’lerin başında oluşmaya başlamıştır. 1980’li ve 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme reformları, döviz düzenlemelerindeki değişiklikler ve makroekonomik gelişmeler, Türkiye’de dolarizasyonun gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Bunun ardın Türkiye gelişmekte olan

ekonomilere sermaye akışı, uluslararası enflasyondaki artış, büyümede küresel bir yavaşlama gibi dış etkenlere maruz kalmıştır⁶. Yüksek enflasyon oranları, mali açıklar, mali krizler ve siyasi istikrarsızlıkların yanı sıra Türkiye’de dolarizasyon fenomenini derinleştirdiği gibi dolarizasyon oranını da yükseltmiştir (Işık, 2019). Ayrıca Türkiye, 2002-2005 yılları arası dönemde yüksek ekonomik büyüme ile enflasyon ve faiz dışı fazla hedeflerine ulaşarak ekonomiye olan güveni arttırmıştır. 2004 yılında merkez bankasının bağımsızlığını pekiştiren yeni mali ve ekonomik reformları Türk Lirasından altı sıfır atılarak 1 ABD Doları’nın 1 YTL’ye fiilen eşitlenmesi takip etmiştir. Yalnızca psikolojik bir faktör olmakla birlikte reformların ve psikolojik faktörlerin birleşik etkisi, Türkiye’nin ekonomik ortamını son yıllara kadar canlandırmıştır. Makroekonomik göstergelerde on yıldan fazla bir süredir nispeten istikrarlı ve tutarlı bir yükseliş yaşadıktan sonra, Türkiye ekonomisi 2018’de bir döviz krizi yaşamıştır.

3. IMF’e Göre Döviz Kuru Sistemleri

Uluslararası Para Fonu’na (IMF) üye ülkeler, döviz kuru rejimlerini IMF’ye açıklar ve bu rejimleri yıllık olarak IMF raporlar. 1999’dan önce ülkeler aşağıda yer alan olası üç rejimden birini ilân edebilirdi:

- *Sabitlenmiş Düzenlemeler*: Döviz kurunun tek bir para birimi veya bir para birimi bileşimi karşısında sabit olduğu sabit döviz kuru düzenlemeleridir.
- *Daha Esnek Düzenlemeler*: Döviz kurunun yönetildiği veya serbestçe dalgalanmasına izin verilen daha esnek düzenlemelerdir.
- *Sınırlı Esnek Düzenlemeler*: Döviz kurunun bantlar içinde tek bir para birimi karşısında veya bir kooperatif düzenlemesi içinde hareket etmesine izin verildiği durumlar için kullanılan terimdir.

Yönetilen ve bağımsız dalgalı düzenlemeler arasındaki ayrım, döviz kurunun tam veya sınırlı piyasa belirlemesi için politika duruşunu yansıtmayı amaçlamaktadır. Bağımsız dalgalı rejimler altında arz ve talep prensip olarak

⁶ Cıvır’in (2005) belirttiği gibi 1988 yılının sonuna kadar iç ve dış enflasyon arasındaki yüksek ve dalgalı fark ile yerli paranın değer kaybetmesi enflasyonu etkilemiştir. Sonuç olarak enflasyondan korunmak isteyen sakinler dövize yönelmiştir.

sürekli eşitlik içindedir ve müdahale döviz kurundaki aşırı kısa vadeli dalgalanmaları belirli bir seviye belirlemeden yumuşatmakla sınırlıdır. Yönetilen dalgalı sistemlere sahip ülkelerde döviz piyasası, merkez bankasının müdahalesi olmadan kesin şekilde netleşmez (Johnston vd., 1999).

Sabit Kur Düzenlenmeleri (Tek Para Birimi): Ülkenin ulusal parasının, paritenin seyrek olarak ayarlanmasıyla genellikle ABD doları gibi büyük bir para birimine sabitlenir.

Bileşik Para Birimi: Büyük ticaret veya finansal ortakların para birimleri kullanılarak ağırlıklı bir bileşik oluşturulur. Para birimi ağırlıkları genellikle ülkeye özgüdür ve ticaretin, hizmetlerin veya sermaye akışlarının coğrafi dağılımını yansıtır. Ayrıca, *SDR (Special Drawing Rights)* ve *ECU (European Currency Unit)* gibi standartlaştırılabilirler.

Esnek Kur Düzenlenmeleri (Tek Bir Para Birimi karşısında Sınırlı Esneklik): Para biriminin değeri, İkinci Değişiklik'ten önce gelen daha geniş marjlar rejimi içerisindeki dalgalanmaya ampirik olarak karşılık gelen, fiili sabitleme çevresinde belirli dalgalanma marjları dahilinde tutulur⁷.

Sınırlı Esneklik (İşbirliğine Dayalı Düzenlemeler): Bu rejim, Avrupa Para Sisteminin (EMS) döviz kuru mekanizmasındaki (ERM) ülkelere atıfta bulunur ve her EMS para biriminin sistemdeki diğerlerine (şu anda geniş marjlar dahilinde) sabitlenmesinde kavramsal bir kesişimdir ve EMS para birimleri, EMS olmayan para birimleriyle birlikte ortaklaşa kullanılır.

Daha Esnek (Bir Dizi Göstergelere Göre Ayarlanmıştır): Para birimi, seçilen nicel göstergelerdeki değişikliklere yanıt olarak aşağı yukarı otomatik olarak ayarlanır. Ortak bir gösterge, büyük ticaret ortaklarına göre para birimindeki enflasyona göre düzeltilmiş değişiklikleri yansıtan gerçek efektif döviz kurudur. Diğerleri sabit ve önceden bildirilmiş bir değişikliktir. Bu kategori, 1997'den günümüze aşağıda açıklaması yapılacak olan “Daha Esnek Serbest Kur” kategorisiyle birleştirilmiştir.

⁷ Amerika Birleşik Devletleri Anayasası'ndaki İkinci Değişiklik, silah tutma ve taşıma hakkını korur. Haklar Bildirgesi'nin diğer dokuz maddesiyle birlikte 15 Aralık 1791'de onaylandı.

Daha Esnek (Serbest Kur): Bu kur sisteminde Merkez bankası oranı teklif eder ve destekler. Ancak sık sık değiştirir. Oranın ayarlanmasına yönelik göstergeler; örneğin ödemeler dengesi pozisyonu, uluslararası rezervler veya paralel piyasa gelişmeleri dahil olmak üzere genel olarak belirleyicidir ve ayarlamalar otomatik olmayabilir.

Daha Esnek (Bağımsız Kur): Bu kurda oranlar, oran için bir seviye belirlemek yerine değişim oranını ılımlılaştırmayı amaçlayan bir müdahale ile piyasa tarafından belirlenir (Johnston vd., 1999).

IMF'nin yeni sınıflandırma sistemi, üyelerin resmi olarak ilan ettikleri düzenlemelerden farklı olabilecek fiili rejimlerine dayanmaktadır. Sistem, döviz kuru rejimlerini düzenlemenin esneklik derecesine göre sıralar. Sabitlenmiş rejimlerin daha katı biçimleri (para kurulu düzenlemeleri gibi) arasında ayırım yapar. Bu, ayrı yasal teklifleri olmayan ülkelerin değişim düzenlemelerini ayırt etmek için bir kategori içerir. Yeni sistem, sınıflandırma şemasında daha fazla şeffaflık sağlamanın bir yolu olarak her iki kriteri (yani politika çerçevelerini ve mevcut rejimi) kullanmak ve farklı döviz kuru biçimlerini göstermek amacıyla alternatif para politikası çerçevelerine karşı üyelerin döviz kuru rejimlerini sunmaktadır. Rejimler benzer parasal çerçevelerle tutarlı olabilir (Johnston vd., 1999). Bu sınıflandırma 1999 yılında, "sabitlenmiş" veya "daha esnek" olarak sınıflandırılan politikaların resmi tanımlarında önemli ölçüde farklılaşma gözlemine yanıt olarak rafine edilmiştir. IMF'nin döviz kuru rejimleri sınıflandırması, bir yabancı para biriminin yasal ihale olarak kabul edilmesinden halka açık hale gelene kadar sekiz farklı kategoriye izin vermektedir (Zhou ve Hagen, 2005). Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- *Ayrı Hukuk İhalesi Olmayan Değişim Düzenlemeleri:*

Başka bir ülkenin para birimi tek yasal ödeme aracı olarak dolaşımda bulunur veya üye aynı yasal teklifin sendika üyeleri tarafından çalındığı bir para veya para birliğine aittir. Bu tür rejimleri benimsemek, ulusal para otoritelerinin bağımsız para politikası yürütmeleri için herhangi bir kapsamın kalmadığı yerlerde parasal kontrolü teslim etmek için nihai bir fedakârlık biçimidir.

- *Para Kurulu Düzenlemeleri:*

Yasal yükümlülüğünün yerine getirilmesini sağlamak için düzenleyen makam üzerindeki kısıtlamalarla birlikte, sabit bir döviz kuru üzerinden belirli bir yabancı para birimiyle belirli bir yabancı para birimini değiştirmeye yönelik örtük yasal taahhüdüne dayanan bir parasal rejimdir. Bu kategoride yerel paranın yalnızca döviz karşılığında ihraç edileceğini ve yeni ihraçların tamamen yabancı varlıklar tarafından desteklendiğini, parasal kontrol ve son çare gibi geleneksel merkez bankası işlevlerini ortadan kaldırdığını ve ihtiyari para politikasına çok az alan bıraktığını fakat kurulların kurallarının ne kadar katı oluşturulduğuna bağlı olarak yine de bir miktar esneklik sağlanabilir.

- *Diğer Geleneksel Sabit Kur Düzenlemeleri:*

Bu kur düzenlemesinde ilgili ülke para birimini (resmi veya fiili) sabit bir oranda büyük bir para birimine veya bir para birimi sepetine sabitler. Burada ağırlıklı bir bileşik, büyük ticaret veya finansal ortakların para birimlerinden oluşur ve döviz ağırlıkları ticaretin coğrafi dağılımını, hizmetleri veya sermaye akışlarını yansıtır. Geleneksel sabitlenmiş bir düzenlemede döviz kuru, merkezi bir oran etrafında en fazla \pm yüzde 1'lik dar bir marj içinde dalgalanır. Para birimi bileşimleri de SDR (Özel Çizim Hakkı) gibi standartlaştırılabilir. Para otoritesi, para politikası takdir yetkisinin derecesini sınırlayarak müdahale yoluyla sabit pariteyi korumaya hazırdır. Çünkü geleneksel merkez bankacılığı işlevleri sınırlı olsa da yine de mümkündür ve para otoritesi döviz kuru seviyesini nadiren de olsa ayarlayabilir.

- *Gruplar İçinde Sabitlenmiş Döviz Kuru:*

Para biriminin değeri, merkezi bir oran etrafında yüzde \pm 1'den daha geniş olan resmi veya fiili sabit bir kur etrafında dalgalanma marjları içinde tutulur. Ayrıca, Avrupa Para Sisteminin (EMS) döviz kuru mekanizmasındaki (ERM) ülkelerin düzenlemelerini de içerir (1 Ocak 1999'da ERM-II ile değiştirildi). Grup genişliğine bağlı olarak sınırlı derecede bir para politikası takdir yetkisi vardır.

- *Sürünen Kur:*

Bu kurda para birimi sabit, önceden ilan edilmiş bir oranda veya seçici niceliksel göstergelerdeki değişikliklere yanıt olarak küçük miktarlarda periyodik olarak ayarlanır (başlıca ticaret ortakları karşısında geçmiş enflasyon

farkları, büyük ticaret ortaklarında hedef enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki farklar). Sürünme oranı, para biriminin değerinde enflasyona göre ayarlanmış değişiklikler oluşturacak şekilde (geriye dönük) veya öngörülen enflasyon farklarının altında önceden bildirilmiş sabit bir oranda (ileriye dönük) ayarlanabilir. İnanırcı bir sürünen peg sürdürmek, para politikasına sabit bir kur sistemine benzer şekilde kısıtlamalar getirir.

- *Sürünen Gruplar İçinde Döviz Kuru:*

Para birimi, önceden bildirilmiş sabit bir oranda periyodik olarak ayarlanan merkezi bir oran etrafında veya seçici nicel göstergelerdeki değişikliklere yanıt olarak belirli dalgalanma marjları dahilinde tutulur. Döviz kurunun esneklik derecesi, grup genişliğinin bir fonksiyonudur. Gruplar ya sürünen bir merkezi parite etrafında simetrik olacak şekilde ya da üst ve alt grupların gezinmesinin asimetrik bir seçimi ile kademeli olarak genişleyecek şekilde seçilir (ikincisinde durumda, merkezi bir oranın ön duyurusu yoktur). Döviz kurunu grup içinde tutma taahhüdü, grup genişliğinin bir fonksiyonu olan politika bağımsızlığı derecesi ile para politikasına kısıtlamalar getirmeye devam etmektedir.

- *Döviz Kuru İçin Önceden İlan Edilmemiş Bir Yol Olmadan Yönetilen Dalgalı Kur:*

Para otoritesi, döviz kuru için önceden ilan edilmiş bir yol belirlemeden veya önceden taahhüt etmeden, döviz piyasasına aktif müdahale yoluyla döviz kurunun hareketlerini etkiler. Oranın yönetilmesine yönelik göstergeler, örneğin ödemeler dengesi pozisyonu, uluslararası rezervler, paralel piyasa gelişmeleri dahil olmak üzere genel olarak belirleyicidir ve ayarlamalar otomatik olmayabilir.

- *Serbest Dalgalanma:*

Bu kategoride döviz kuru, piyasa için bir seviye oluşturmaktan ziyade değişim oranını ılımlılaştırmayı ve döviz kurundaki aşırı dalgalanmaları önlemeyi amaçlayan herhangi bir döviz müdahalesi ile belirlenir. Bu rejimlerde para politikası ilke olarak döviz kuru politikasından bağımsızdır (Johnston vd., 1999).

Döviz kuru rejimini hesaba katmamakla mevcut literatür, uluslararası rezervlerin tüm ülkelerde IMF programına katılımın belirleyicisi olarak eşit derecede önemli olduğunu ve herhangi bir ülkedeki düşük seviyeli uluslararası rezervlerin potansiyel bir ödemeler dengesi krizini gösterdiğini varsayar. Bununla birlikte bir ülkenin döviz kuru rejimi ile düşük rezervlerin etkisi arasında potansiyel bir ilişki de mevcuttur (Trudel, 2005).

Döviz kuru rejimi belirleme son on yıl, kayda değer akademik araştırma ve tartışmalara sahne olmuş, fiyat istikrarı, uluslararası ticaret ve para politikası için temel sonuçların sağlanmasına da öncülük etmiştir (Chang ve Lee, 2017).

Uygun döviz kuru rejimi seçimi, uluslararası ekonomideki en tartışmalı konulardan biri olmuştur. 20. yüzyılın başında çoğu ülke sabit bir oran rejimini tercih edip altın standardını benimserken son dönemlerde esnek döviz kuru rejimleri, çok sayıda ülkenin tercihi haline gelmiştir.

Döviz kuru rejimi belirlenmeden önce tüketicilerin portföylerini seçeceği varsayılmaktadır. Sabit bir değişim bekliyorlarsa, portföy tercihleri belirsizdir. Ancak dolar cinsinden kısa (veya aşırı uzun) vadeli olmayı seçebilirler. Bu durumda sabit döviz kurları, değişken oranlardan daha yüksek beklenen refah sağlar. Bu nedenle döviz kuru rejimine ilişkin beklentilerin kendi kendine karşılanabileceği çoklu denge vardır (Bleaney ve Ozkan, 2011).

Rose (2011), bir ülkenin rejim seçimini genellikle ulusal özelliklerine göre belirlediğini belirtir. Döviz piyasalarında büyük bir ticaret hacmine ve daha kalıcı uzun vadeli rejim dayanıklılığına sahip ülkeler, sabit döviz kuru rejimiyle yakından bağlantılıdır. Fakat küçük ülkeler dalgalı para birimlerine sahip değillerdir. Kanıtlar ayrıca döviz kuru rejimi seçiminin ve istenen döviz kuru düzeyinin, ulusal düzeyde dağıtım açısından ilgili ödünleşmeleri içerdiğini göstermektedir. Döviz kuru rejimlerinin seçiminin, ara rejimler olarak sınıflandırılan sabitleyici veya yönetimli dalgalanma düzenlemelerinin seçimini de içerdiği dikkate alınmalıdır. Bununla birlikte ulusal hükümetler genellikle para birimini sabitleme veya dalgalanmasına izin verme konusunda karar verdiğinde, bu hükümetler dış saldırı altındayken veya para politikasını desteklemek amacıyla para birimini savunmak ya da değerini düşürmek gibi daha acil seçeneklere yönelebilir (Chang ve Lee, 2017).

D. Kur Sistemleri ve Politikaları

Döviz kuru rejimi belirleme, son dönemlerde yapılan birçok akademik araştırmaya ve tartışmalara konu teşkil etmiştir. Döviz kuru rejimi türü; fiyat istikrarı, uluslararası ticaret ve para politikası için temel sonuçlar sağlar. Bu nedenle kapsamlı bir literatür, hükümet ideolojisinin döviz kuru politikalarını etkilediğine dair önemli kanıtlar sağlamaktadır. Daha doğrusu, siyasi partiler arasındaki ideolojik farklılıklar, politikaya ilişkin çeşitli tutumlar yaratır ve karşılığında döviz kuru rejimi seçiminin belirlenmesinde kritik öneme sahip bir rol oynar. Örneğin, sağcı hükümetlerin düşük enflasyonu tercih ettikleri varsayıldığında parasal istikrar yaratmak için sabit döviz kuru rejimini seçebilirler ve bunun karşılığında düşük enflasyon oranları yaratırlar. Benzer bir görüşe göre sol hükümetlerin görece düşük işsizliği ve yüksek çıktıyı tercih ettikleri varsayıldığında, makroekonomik hedeflerine ulaşmak adına bağımsız para politikasını yönetmek için esnek döviz kuru rejimini destekleyebilirler (Berdiev, Kim ve Chang, 2012). Uygun bir döviz kuru rejimi seçimi, açık bir ekonomide en temel politika konularından biridir. Her rejimin avantajları ve dezavantajları vardır. Döviz kurunun sabitlenmesi, işlem maliyetlerini ve döviz kuru risklerini azaltmaya yardımcı olur. Ayrıca para politikası için güvenilir bir nominal çapa görevi görebilir. Bununla birlikte dalgalanan döviz kuru rejimi, yerel para otoritesinin bağımsız bir para politikası izlemesine izin verir. Öte yandan mübadele rejimleri altındaki parasal bağımsızlık konusu tartışmalı bir konu olmuştur. Teoride kusursuz sermaye hareketliliğine sahip güvenilir sabit döviz kuru rejimi altında yurtiçi faiz oranları bağımsız olarak belirlenemez (Kim ve Lee, 2008). Hangi döviz kuru rejiminin ekonomiye daha uygun olduğunu anlama ihtiyacı özellikle malların, hizmetlerin ve finansal piyasaların küreselleşmesi, son on yılda dış şokların büyüklüğünü ve sıklığını artırdığı için çok önemlidir. Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi hızla büyüyen Asya-Pasifik bölgesindeki bazı ekonomilerdeki merkez bankaları, dalgalı döviz kurlarının ekonomilerini dış şoklardan izole etmelerine izin verirken Çin, Hong Kong ve Singapur gibi para otoriteleri SAR yöntemi ile oldukça esnek olmayan döviz kurlarını korumuştur (Makin ve Rohde, 2012). İç siyasi kurumun yapılandırılması, bir ülkenin seçtiği döviz kuru rejimi türü üzerinde de önemli etkiye sahiptir. Demokratik kurumlar, demokratik

olmayanlardan ziyade halka politika hedefleri hakkında daha fazla bilgi sağlar ve güvenilir sinyal verir. Bu nedenle demokratik kurumlardaki hükümetler, genişletici para politikası için baskılarla karşı karşıya kalır ve daha yüksek iç politik maliyetlerle karşılaşır.⁸ Bu doğrultuda, demokratik kurumların hükümetin iç istikrar amaçlarına yönelik para politikası yürütmesine izin veren esnek bir rejim uygulaması daha olasıdır (Berdiev, Kim ve Chang, 2012).

Politik ekonomi literatürü, politikacıların teşviklerinin bir döviz kuru rejimi seçiminde önemli bir rol oynadığını savunur. Politik ekonomi literatürü, döviz kuru rejimi seçiminde partililiğin (sol ve sağ partiler), kabine dayanıklılığının, koalisyon hükümetinin, seçim döngüsünün, çok partili sistemin (federalizm) vb. rolünü incelemektedir (Hossain, 2009).

Siyasi iş döngüsü literatürü, politika yapıcıların seçimlerden önce kısa vadeli makroekonomik hedeflere ulaşmak için döviz kuru rejimini kullanabileceklerini vurgulamaktadır. Seçimlerden önce hükümetlerin daha geniş kapsamlı politikalara yönelik baskılar nedeniyle sabit bir rejimi sürdürmesi zordur. Yani politika yapıcılar, göreve gelmelerini kolaylaştırabilecek herhangi bir politika aracından vazgeçme eğilimindedirler. Pissarides (1980), seçmenlerin fiyat istikrarı ve istihdam artışı arayışında başarılı olurlarsa politika yapıcılara verdikleri desteği artırdıklarını öne sürer. Bu nedenle seçimler yaklaştığında politika yapıcılar, hükümetin seçimi kazanma niyetiyle kısa vadeli çıktı artışı ve düşük işsizlik oranlarını gerçekleştirmek için bağımsız para politikasını yönetmesine izin verecek esnek rejimi seçebilirler.

Dünya ekonomisini tek bir sisteme entegre eden küreselleşme süreci, döviz kuru politikası seçimini de etkileyebilir. McKinnon (1963), “açıklığın” bir ülkenin uyguladığı döviz kuru rejimi türünü etkilediğini açıklar. Frieden (2008) ayrıca küresel entegrasyonun döviz kuru rejiminin önemini artırdığını vurgulamaktadır. Örneğin ticarete açık ekonomilere önemli ölçüde bağımlı olan ülkeler, döviz kurlarının ve işlem maliyetlerinin oynaklığını azalttığı için sabit bir döviz kuru rejimi uygulama olasılıkları daha yüksektir. Sonuç olarak

⁸ Broz (2002), demokrasilerin daha şeffaf ve politik olarak hesap verebilir kurumlar olmaları şartıyla esnek bir rejim ilan ettiklerini öne sürer. Benzer bir düşünceyle Frieden ve Stein (2001), diktatörlük ve otoriter ülkelerin sabit bir rejimi sürdürmek için gerekli araçları kullanma olasılığının daha yüksek olduğunu açıklar (Berdiev, Kim ve Chang, 2012).

uluslararası ortaklar, daha fazla sınır ötesi ekonomik çıkarlara ve yatırımda daha yüksek büyümeye yol açarak istikrarlı ve öngörülebilir bir ticaret ortamına sahiptir. Alternatif olarak esnek rejimler döviz kuru değişkenliği yaratır ve karşılığında uluslararası işlemler hakkında öngörülemezlik üretir ve sınır ötesi ticarete varlıkların maliyetlerine yönelik risk primini artırır. Bu nedenle uluslararası ticaret ve yatırımı potansiyel olarak caydırabilecek döviz kurlarıyla ilişkili riskleri azaltmak için daha ziyade küreselleşmiş ülkelerin sabit bir döviz kuru rejimini tercih edebileceği savunulmaktadır. (Berdiev, Kim ve Chang, 2012).

Kamu politikasının diğer alanlarında olduğu gibi hükümetlerin döviz kuru politikaları seçimleri, bileşenlerinin tercihlerine bağlıdır. Nominal döviz kuru rejimi ve reel döviz kurunun seviyesi özel sektör üzerinde güçlü etkilere sahip olabilir ve ekonomik ajanlar kendilerini destekleyen hükümet politikaları ister. Kurucularının döviz kuru konusundaki endişelerini görmezden gelen bir hükümet, rotasını değiştirmek için baskı altına girecektir. Gerçekte tarihteki en dramatik olaylardan bazıları ve döviz kuru politikasının son deneyimleri, sosyal grupların tercihleriyle ilgilidir. Bu tercihlerin değişimi, aralarındaki çatışmalar ve ne kadar güçlü oldukları gibi göstergeler önem arz etmektedir. Bu bakımdan son yirmi yılda meydana gelen olaylar, para politikasının ekonomi politiğini anlamının önemini göstermektedir. Avrupa Para Birliği, Latin Amerika'da dolarizasyon tartışmaları, Meksika, Doğu Asya, Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin'deki para krizlerinin hepsi politikacıların yeniden seçilmeleri hususunda endişe duymalarına neden olan hadiselerdendi.

Para politikası, yoğun bir siyasi ortamda yapılır. Hatta görünüşte apolitik gözlemler genellikle politik varsayımları veya iddiaları somutlaştırır. Örneğin, belirli bir döviz kurunun sürdürülemezliğine yönelik imalar, politika üzerindeki bazı siyasi kısıtlamalar modeline dayanmalıdır. Teknik olarak, hiçbir döviz kuru sürdürülemez. Reel ekonomi herhangi bir nominal döviz kuruna uyacak şekilde yapılabilir. Sürdürülemez bir döviz kurundan bahseden analistler, yerel siyasi koşulların hükümetin para biriminin seviyesini savunmasına izin vermeyeceğini gözönünde tutmalıdır. Döviz kuru politikası, ekonomi politikasının diğer tüm alanlarında bulunabilecek aynı türden özel ve kitlesel, özel ve seçimsel çıkarları harekete geçirir (Frieden, 2008). Ayrıca diğer politikaların (ticaretin

serbestleştirilmesi gibi) zarar verdiği sektörlerle tazminat olarak kullanılabilir, hükümetler döviz kuru politikasından etkilenen belirli sektörleri telafi edici önlemler alabilir (Frieden ve Stein, 2001). Bununla birlikte döviz kuru politikasının farklı ekonomik birimler için farklı maliyetleri ve faydaları vardır. Uluslararası düzeyde kur dalgalanmalarıyla ilişkili risklere maruz kalan ekonomik ajanlar, istikrarlı döviz kurlarını tercih etmektedir. Öte yandan ticarete konu olan ürün üreticileri, döviz kuru politikasının yabancılarla rekabet etme yeteneklerini artırmasına olanak tanıyan döviz esnekliğini tercih etmektedir (Frieden, Leblang ve Valev, 2009).

Türkiye ekonomisi 1987 sonrasında genel olarak Türk Lirası'nın önemli ölçüde değer kaybettiği ve 1994 krizine kadar ulusal paranın reel değer kazanmasıyla karakterize edilmektedir. Sonra reel efektif döviz kuru yükseliş modelini sürdürmüş, 2000 yılı sonunda sabit kur rejimi nedeniyle Türk lirası değer kazanmıştır. Öte yandan 2001 yılının başında politikanın dalgalı kur rejimine geçmesiyle birlikte finansal kriz nedeniyle reel efektif döviz kuru keskin bir düşüş göstermiştir (Barlas ve Mutluer, 2002).

E. Türkiye'de Döviz Kuru Sistemi

Merkez bankasının temel görevlerinden biri, hükümet ile bir araya gelerek Türkiye'de uygulanacak olan döviz kuru rejimin belirlenmesi ve belirlenen bu rejimin uygulanmasıdır. Belirlenen döviz kuru rejiminin genel hatlarına bağlı kalınarak döviz kuru politikasının nasıl ve ne şekilde biçimleneceğine karar vermek ve bu kararların uygulanmasını sağlamak Merkez Bankası'nın görevidir. Merkez Bankası, kur politikalarını belirlerken dikkat ettiği hususlardan biri de para politikası hedefleridir. Bundan dolayı para politikası hedeflerinde bir değişiklik olması durumunda Merkez Bankası kur politikalarını yeni duruma göre revize eder.

Türkiye ekonomisi 2001 yılında meydana gelen ekonomik krizde büyük yara almış, bu krizden çıkmak için ise piyasadaki arz ve talebe göre şekillenen dalgalı döviz kuru rejimine geçiş yapmıştır. Piyasadaki arz ve talebe göre döviz

kurlarının şekillendiği Dalgalı Kur Rejimi'nde, döviz arz ve talebini belirleyen temel faktörler şu şekildedir⁹:

- Uygulanan para ve maliye politikaları
- Ekonomik altyapı
- Uluslararası gelişmeler
- Bekleyişler

Krizden çıkış yolu olarak dalgalı kura aniden geçilmesi sebebiyle bu geçiş süreci sancılı olmuştur. Türkiye'nin finansal piyasalarının o dönemde tam anlamıyla gelişmemiş olmasından dolayı bankaların veya şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla Türk Lirası cinsinden veya döviz cinsinden uzun vadeli veya kısa vadeli almış oldukları borçlarla krize yakalanmışlardır. Bunun yanı sıra o dönem Türkiye'sinde yüksek oranla seyreden enflasyon sebebiyle dövizde olan ilgiden dolayı bankalarda tüzel kişilerin tasarruf amacıyla açmış oldukları döviz hesaplarında artış meydana gelmiştir. Bunun sonucu olarak da bankaların almış olduğu kur riski yüksek oranda artmıştır (Arat, 2003).

F. Döviz Kurlarını Etkileyen Başlıca Faktörler

Ekonomi farklı halkaların bir araya gelmesiyle oluşan bir zincirdir. Bu zinciri oluşturan her halka birbirlerinden etkilenir ve de bu etkilenme sonucunda şekil alırlar. Döviz kurları da farklı faktörlerin bir araya gelmesiyle oluşur. Bu faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

1. İktisadi Faktörler

a. Ödemeler dengesi

Ödemeler dengesi, bir ülkenin bir yıl boyunca dünyanın geri kalanıyla olan ekonomik işlemlerinin genel durumunu gösterir. Öte yandan mal, hizmet ve varlıklar açısından bir ülkenin diğer ülkelerle olan ekonomik işlemlerini de kaydeder. Yabancılara ödeme ile sonuçlanan herhangi bir işlem ödemeler dengesi hesaplarına borç (negatif işaret) olarak yabancılardan bir ödeme

⁹ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif>

alınmasıyla sonuçlanan herhangi bir işlem ise pozitif işaret olarak girilir. Ödemeler dengesi dört ana hesaptan oluşur:

- Cari İşlemler Hesabı
- Sermaye ve Finans Hesabı
- Net Hata ve Noksan
- Resmi Rezervler Hesabı

Cari hesap; ihracatı ve ithalatı, yurtdışından hizmet alımlarını ve harcamalarını, yurt dışından gelen mülk gelirlerinin makbuzlarını ve yurtdışındaki mülk gelirlerinin havalelerini ve son olarak uluslararası transferlerin makbuz ve ödemelerini içerir. İkinci unsur, ülkeler arasındaki finansal veya gerçek varlıkların ticaretini ölçen sermaye ve finans hesabıdır. Sermaye hesabı bakiyesi, sermaye akışları eksi sermaye çıkışları artı net sermaye hesabı işlemlerinin tutarıdır. Üçüncü öge, istatistiksel tutarsızlık olarak da adlandırılan net hataları ve noksanları gösterir. Tüm uluslararası ekonomik işlemler düzgün bir şekilde kaydedilmediğinden istatistiksel tutarsızlık, toplam ödemeler dengesini dengede tutmak için eklenmesi gereken tutardır. Sonucusu ise, ödemeler dengesini kapatmak için uluslararası ödemelerin yapılmasında kullanılabilecek merkez bankaları tarafından tutulan varlıkları gösteren resmi rezervlerdeki değişimlerdir. Resmi rezerv bakiyesi, bir ülkenin resmi rezerv varlıklarındaki net artışa eşittir (Elitok, 2008).

b. Ekonomik büyümenin döviz kuru rejimine etkisi

Ekonomik büyüme, bir ülkede yaşayan insanların yaşam standartlarını sürekli iyileştirmenin tek yoludur. Bu nedenle, tüm ülkelerin temel makroekonomik hedeflerinden biri hızlı bir ekonomik büyüme sağlamaktır (Durmuş, 2019). Ekonomik büyüme, bir ulusun ekonomisi içinde belirli bir zaman dilimi içinde elde edilen mal ve hizmetlerin artışı ile temsil edilir. Daha fazla mal ve hizmet üretimi elde etmek veya bir ülke ekonomisinde bunu sabit tutmak, eğitimin, teknolojinin kalitesinin iyileştirilmesi veya ekonomi sektörlerinde elde edilen mal ve hizmetlerin bir katma değeri ile belirlenebilir. Ekonomik büyüme, enflasyona göre ayarlanmış gerçek GSYİH tarafından yüzde olarak ifade edilir. GSYİH, bir ülkenin ekonomisinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değerini temsil eder (Drăgoi, 2020).

Ekonomik büyüme; ekonominin en ilgili ve heyecan verici alt alanlarından biri olarak öne çıkarken ekonomik gelişme sorunu ise genel olarak insanlık ve bir bilim olarak ekonomi için önemli bir sorun olmaya devam etmektedir. Adam Smith, modern ekonominin temelini attığı sırada, dünyadaki en zengin ve en fakir ulusları arasında muhtemelen küçük farklılıklar vardı. O zamandan bugüne zengin ve fakir arasındaki uçurum, 18. ve 19. yüzyıl ekonomistlerinin çoğunun anlayamayacağı bir düzeye yükseliş göstermiştir. Bu büyük eşitsizliğin temelinde dünya genelindeki farklı büyüme deneyimi yatmaktadır. Bu farklı büyüme, kişi başına gelirden ve bugüne kadar devam eden yaşam standartlarında büyük bir boşluğa yol açmıştır. Ekonomik büyüme aynı zamanda Japonya, Güney Kore, Singapur ve daha yakın zamanda Çin'in deneyimlerinin gösterdiği gibi bu tür boşlukları hızla kapatma gücüne de sahiptir. Bu nedenle, bir ulusun büyüme oranındaki yüzde birkaç değişikliğin sonuçları, bir veya iki kuşakta vatandaşlarının refahı ve yaşam standartları üzerinde büyük sonuçlar doğurabilmektedir. Ekonomik büyüme ve daha genel bir ifade ile ekonomik kalkınma, çeşitli nedenlerle çalışmak için heyecan verici bir alandır. Birincisi, eldeki soruların büyük ilgisine ve önemine rağmen hala pek çok bilinmeyenler ve o kadar çok büyük zorluklar vardır ki bu alan araştırmacıların dikkatini üzerine çekmiştir ve gelecekte de böyle olmaya devam edecektir. İkincisi, ekonomik kalkınma, Kuznets'in vurguladığı gibi çok yönlüdür. Bu sadece toplam çıktının büyümesiyle ilgili değil aynı zamanda bir ekonominin sektörel yapıdan demografik ve coğrafi yapısına ve belki daha da önemlisi tüm sosyal ve kurumsal yapısına kadar değişen köklü dönüşümü ile ilgilidir. Bu süreçler doğal olarak ekonomik büyüme ve kalkınmaya diğer birçok ekonomi alanından çok daha bütünsel bir yaklaşım gerektirir. Bu nedenle büyüme sürecindeki politik, sosyal ve demografik unsurlar çok önemlidir. Bu durum beraberinde cevaplanmayı bekleyen bir dizi soru ve ekonomik büyümenin temel sorunlarına çeşitli yeni yaklaşımları getirmiştir. Üçüncüsü ekonomik büyüme teorisi, mikro ve makroyu heyecan verici bir şekilde birleştirdiği için ekonomi içinde de özel bir yere sahiptir. Ekonomik büyüme, doğası gereği toplam ve makro sonuçlarla ilgilidir. Yine de makroekonominin diğer birçok alt alanının aksine ekonomik büyüme çalışmaları, sıkı bir şekilde mikroekonomik temellere dayalı kalmıştır (Acemoglu, 2012). Ayrıca ekonomik büyüme, daha az gelişmiş veya gelişmekte

olan ülkelerin sabit durumdaki gelir düzeyine hızlı ekonomik dönüşümü için çok önemli bir faktördür (Shaukat, Zhu ve Khan, 2019).

Döviz kuru rejimi türü ise fiyat istikrarı, uluslararası ticaret ve para politikası için temel garantiler sağlamaktadır. Bu nedenle bol bir literatürün, hükümet ideolojisinin döviz kuru rejimi seçimini etkilediğine dair önemli kanıtlar sunmaktadır. Daha özel bir ifade ile siyasi partilerin yönelimi karar alma konusunda farklı tutumlar yaratır ve döviz kuru rejimini belirlemede çok önemli bir rol oynar. Örneğin, bazı devletler düşük enflasyon sağlamak için parasal istikrara önem vererek sabit döviz kuru rejimine geçmişlerdir. Bu rejime geçmeyen bir diğer hükümetler ise işsizliği azaltmayı tercih etmişler, bu nedenle de makroekonomik hedeflerine ulaşmak için para politikasının bağımsızlığını sağlamak adına esnek döviz kuru rejimi desteklemişlerdir. Bu kapsamda mevcut literatürü incelediğimizde yönetimin ülkelerin büyüme ve kalkınma düzeyi üzerinde bir etkisi olabileceği kabul edilmektedir. Aynı şekilde yönetimin ve ulusların kurumsal çerçevesi, siyasi kararları ve döviz kuru rejimlerinin seçimini etkilediği için ekonomik büyüme de bu durumdan etkilenecektir. Bir ülke esnek bir döviz kuru rejimini benimsediğinde merkez bankasına sağlanan esneklik ve özerklik, merkez bankasına makroekonomik hedeflere ulaşmak için daha fazla fırsat verir ve daha fazla büyüme elde etmek için daha fazla yönetim ihtiyacını azaltır. Öte yandan, sabit bir döviz kuru rejimi, daha fazla devlet müdahalesi ile karakterize edilir ve piyasa serbestçe işlemez. Bu nedenle farklı şirketleri korumak ve yatırımı teşvik etmek için daha yüksek kalitede bir yönetim ihtiyacı doğar. Sabit rejim durumunda iyi yönetim, ekonomik büyümeyi canlandıracak piyasa mekanizmalarının yerini alabilir. Döviz kuru rejimi esnekliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair literatürde pozitif bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Uygulanan döviz kuru sisteminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi doğrudan şok ayarlamalarıyla veya dolaylı olarak yatırım, ticaret ve finansal gelişme üzerinde gözlemlenebilir. Bu literatür aynı zamanda döviz kuru rejimi seçiminin uzun vadeli ekonomik büyüme için sonuçları olamayacağını, ancak etkilerin esas olarak şok ayarlama sürecini etkilediğini göstermektedir. Aizenman (1994), döviz kuru rejiminin etkisinin iç ekonomiyi bozabilecek sorunlara ve rastgele

şoklara uyum hızı üzerinde ortaya çıktığını belirtmiştir (Hadj Fraj, Hamdaoui ve Maktouf, 2018).

Türkiye'deki ekonomik büyüme, 2000'li yıllardan beri istikrarlı bir performans gösteriyordu. Ancak 2012'den sonra bu büyüme performansının sürdürülebilirliği konusunda bazı endişeler ortaya çıkmıştır. Güney sınırında savaşlar ve Doğu bölgelerinde şiddetli iç gerilimler vardır. Rusya ile ticaret kısıtlamaları, milyonlarca mülteci girişi ve azalan turizm geliri, büyüme rakamlarını olumsuz etkileyen faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Öte yandan Türkiye'deki büyüme rakamları iç talebe odaklıdır ve ülkenin dış borç rakamlarını artıran sermaye girişleriyle finanse edilmektedir (Hanişoğlu ve Azer, 2017).

c. Spekülasyon

Spekülasyon, uluslararası ticareti finanse etmek veya faiz getiren varlıklar elde etmek yerine fiyat hareketlerinden yararlanma amacıyla alım satım işlemi olarak tanımlanabilir (Arestis ve Sawyer, 1997). Bir başka deyişle piyasanın bugünkü koşulları göz önünde bulundurularak geleceğe yönelik fiyat trendinin doğru olarak belirlenmesidir. Spekülasyonların sonucunda fiyatlar beklenen yönde yükselmekte veya düşmektedir. Buradaki amaç, borsada işlem gören yatırım araçlarının minimum fiyat seviyesinden alım, maksimum seviyesinden de satış emri vererek aradaki farktan yüksek kazanç sağlamaktır.

Bu gelenekteki ayarlama mekanizması, fiyat dengenin üzerinde olduğunda temizdir. Spekülatörler fiyatın düşeceğine ve dolayısıyla şu anki yüksek fiyattan kazanç sağlamak için şimdi satacağına inanırlar. Eylemleri fiyatın düşmesine ve fiyatın daha hızlı dengeye geçmesine yardımcı olur (Arestis ve Sawyer, 1997).

Spekülasyonun etkisi, bireylerin alış ve satış oranlarını etkileyen bir işlemdir. Döviz kurunun değişim oranına bağlı olarak spekülasyon düzeyini bireyler belirler. Değişim oranını hesaplamak için döviz kurunun otuz günlük gecikmeli değeri döviz kurunun bugünkü değerinden çıkarılır ve ardından bu değer otuz günlük döneme bölünür. Bu hesaplama döviz kurunun eğimini sağlar. Eğim bireylerin referansından fazla ise paniğe bağlı olarak spekülasyon yapmaya, alış veya satış yapmama davranışları sergilemeye başlarlar. Referans değer, spekülatif olmayan ortam değişim oranının mutlak değerinin ortalaması

ile belirlenir. Gerçek yaşam dinamiklerine ulaşmak için bu değer etrafında hassasiyet testleri yapılır (Cehreli, Dursun ve Barlas, 2017).

Piyasa katılımcılarının sahip olduğu rasyonel beklentilerin varsayımı, bu sonuçları pekiştirmeye hizmet eder. Burada spekülasyon, alandan ziyade zaman içinde de olsa düşük satın almayı ve yüksek satış yapmayı içerdiğinden arbitrajla benzer kabul edilir. Bu spekülasyon modeli, açıkça (ortalama olarak) bir dengenin doğru tahmini ve gerçek dünyadaki spekülâtörlerin modelin gerektirdiği gibi davrandığını varsayar. Ancak durum bu olmayabilir. Piyasa katılımcıları, fiyat dengenin üzerinde olduğunda fiyatın düşmesini beklemeyebilir. Aslında fiyatın daha da yükselmesi, bu durumda fiyatlar düşmek yerine yükselme eğilimi göstererek fiyat sürecini istikrarsızlaştırır. Şüphesiz ki, Walrasçı bir ayarlama mekanizmasına göre hareket eden rekabetçi bir piyasaya uygulanan rasyonel beklentiler altında bu gerçekleşemez. Spekülâtörler denge fiyatını bilirler, böylece fiyat dengesinin üzerinde olduğunda fiyat sadece düşmelidir, artmamalıdır. Ancak ergodik olmayan finansal piyasalarda hiçbir denge olmayabilir ve öyle olsa dahi piyasa katılımcıları bunun ne olduğunu söyleyemezler. Bunun altında yatan neden, belirsizlik ve işlem gören varlıkların likiditesinin birleşiminin, organize finansal piyasalarda kısa vadeli kazanç arayışını baskın endişe haline getirmesidir. Çünkü Glickman'ın (1994,) savunduğu gibi eğer içsel değer yoksa ve her durumda bilinemezse o zaman temsilciler fiyatların nerede "döneceğini" veya herhangi bir geri dönüşün ne zaman olacağını söyleyemezler (Arestis ve Sawyer, 1997).

Esnek bir döviz kuru rejiminde, spekülasyon hem nominal hem de reel döviz kurunun oynaklığını artırabilirken ayarlanabilir döviz kuru sisteminde ise nominal döviz kurunda önemli bir istikrar vardır. Ancak bu durum, spekülâtif baskıların otoritelere zorladığı ani fakat genellikle önemli oran ayarlamalarından rahatsız olmaktadır (Arestis ve Sawyer, 1997).

G. Döviz Kurlarını Belirleme Yöntemleri

Döviz kurlarının belirlenmesi, günümüzün liberalleştirilmiş ve bütünleşmiş dünya ekonomilerinde politika yapımcılar için büyük endişe kaynağı olmuştur. Döviz kurlarının seyrini incelemek, araştırmacıların satın alma gücü

paritesi ve kapsamamış faiz paritesi gibi uluslararası makroekonomik teorilerin tutarlılığını test etmek için ampirik araştırmalar ve açık ekonomi koşullarını varsayan döviz kurlarının belirlenmesini açıklayan teoriler yapmalarına yardımcı olacaktır. Bu tür araştırmalar, isteğe bağlı iktisat politikalarının ön politika hedeflerine ulaşmada ne ölçüde başarılı olabileceğini ortaya koyacak ve ekonomik değişkenlerin gelecekteki kursları için tahmin tekniklerindeki gelişmeleri takip eden farklı modelleme yaklaşımlarının performans tahminlerine ilişkin bilgi sağlayacaktır.

1. Geleneksel Yaklaşımlar

Uluslararası sermaye hareketlerinin günümüze oranla daha az ve zamana yayılmış bir süreç içinde gerçekteği, gerçekteşen bu sermaye değişimlerinde ise sabit döviz kuru sisteminin benimsendiği bu dönemde geleneksel yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Uzun dönem belirleyicileri kullanılarak döviz kurunun belirlendiği dönemlerde geleneksel yaklaşımlar uygulanmıştır (Cengiz, 2018).

Yaşanılan teknolojik ve küresel değişimler nedeniyle artan uluslararası ilişkiler ve uluslararası ticaretin beklentilerini karşılamakta geleneksel yaklaşımlar yetersiz kalmıştır. Uluslararası mali piyasalarda meydana gelen hızlı genişlemenin sebebi ise devletlerin uyguladığı politikaların sonucu olarak mali piyasaların özgürleşmesidir. Bunu özgürleşmeyle birlikte uluslararası sermaye değişimi hız kazanmış ve buna bağlı olarak dış ticaret akımlarının kurları belirleme yöntemleri ile yapılan tahminler gerçekte kur değerlerinden çok farklı sonuçlar vererek yetersiz kalmıştır. Dolayısıyla ülkelerin liberal ekonomiye geçmek ve dış ticareti hızlandırmak istemeleri, yeni döviz kuru belirleme yaklaşımlarına ihtiyacı ortaya çıkarmıştır. Özetle geleneksel yaklaşımların döviz kurunun nasıl seyredeceğini tahmin etmesinde yetersiz kalmasının nedeni, sermaye akımlarının döviz kurunu belirlemede ticaret akımlarından daha etkili bir hâl almış olmasıdır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

2. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

1970’li yıllara kadar döviz kurunu belirlemek için sabit döviz kuru uygulanırken kuru belirlemede dış ticarete konu olan mal ve hizmete göre kurun

nasıl şekilleneceği açıklanmaya çalışılırdı. Dış ticaret akımının da kur belirlemede iktisadi karar vericiler, uluslararası mal ve hizmet satışı yapmak için döviz talebinde bulunurlar, ayrıca yurtdışından mal ve hizmet alımında kullanılmak üzere yine döviz talep ederlerdi. İşte bu ticaretlerin hacmi ve yönü doğrultusunda döviz kurunun seyri belirlenirdi. Yani ülkenin ulusal parası ile yabancı ülkenin dövizindeki denge fiyatı buna göre şekil alırdı. Döviz kuru bir ülkenin uluslararası arenadaki ekonomik ve diğer ülkelerle rekabet gücünü belirleyen en önemli makroekonomik göstergelerden birisidir. Ülkeler döviz piyasaları sayesinde uluslararası alanda bağlantı kurma fırsatını elde ederler. Dış ticaret yaklaşımı açısından bakıldığında bir ülkenin uluslararası arenada ne kadar güçlü olduğunun belirleyen en önemli faktör ülkenin dış ticaret dengesidir. Yani ülke ne kadar mal ihraç ediyor veya ne kadar mal ithal ediyor ve bu iki değişkenin hangisi daha yüksekse ülkenin gücünde o oranda artmakta ya da azalmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Ulusal para biriminin değeri ihracat yaptıkça artar, bunun tersi olarak da ithalat oranı artıkça ülkenin ulusal para biriminin değeri azalır. Ülkede ticarete konu olan yerli ve yabancı malların fiyatları, nüfusun elde ettiği reel gelir durumu, tüketicilerin tercihi, teknolojide gerçekleşen gelişmeler, ürünlerin stoktaki durumları gibi etkenler ulusal paranın değerinin belirlenmesinde etkilidir. Bir ülkede insanların reel gelirinin artması ve insanların yurt dışından gelen ürünlere ulaşabilirliği kolaylaştığı zaman ithal ürünlere talep artar ve bu durumda döviz kurunda artış meydana gelir. Dış ticaret akımları giderek önem kazanan ve belirleyici rol üstlenen uluslararası sermaye akımlarını dikkate almadığı için döviz kurularını açıklamada yetersiz kalmıştır. Döviz kuru belirlenirken sadece ithalat ve ihracat dengesine bakılması yetersiz kalır zira sermaye akımları uluslararası faiz farklarına daha duyarlıdır bundan dolayı kurların belirlenmesinde büyük önem teşkil eder (Cengiz, 2018).

3. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Döviz kurlarının davranışı, Bretton Wood Sistemi'nin çökmesinden bu yana çok değişken hale gelmiştir. Döviz kuru ile ilgili en eski teorilerden birisi, satın alma gücü paritesi doktrindir. Küreselleşmenin şekillendirmekte olduğu yeni ekonomik sistem tartışmalarında zaman zaman satın alma gücü paritesi

teorisi devreye girmektedir (Seyrek, 2003). Satın alma gücü paritesi, bir döviz kuru belirleme teorisidir. En genel ifade ile bu teori, herhangi bir zaman dilimi boyunca iki para birimi arasındaki döviz kuru değişiminin, iki ülkenin görece fiyat seviyelerindeki değişikliklerle belirlendiğini ileri sürer. Teori, döviz kuru hareketlerinin en önemli belirleyicisi olarak fiyat seviyesi değişikliklerini seçtiği için, aynı zamanda “döviz kurlarının enflasyon teorisi” olarak da adlandırılmıştır (Dornbusch, 1985). Satın alma gücü paritesi teorisi, bir para birimi ile diğeri arasındaki döviz kurunun, bu döviz kuru üzerinden iç satın alma güçleri eşdeğer olduğunda dengede olduğunu belirtir. Diğeri bir deyişle, yurt içi paranın yabancı para cinsinden değerinin, ülke içi fiyat seviyesinin yükselmesi sonucu düştüğü söylenebilir (Seyrek, 2003). Çoğu iktisatçı, Rogoffs (1996) ifadesini kullanırsak, bu önermeye karşı “sıcak, belirsiz duygulara” sahiptir ve aslında bu uluslararası ekonominin önemli birçok modelinin merkezinde yer alır (O’Connell, 1997).

Uluslararası finans kuruluşları çok çeşitli bölgesel ve küresel istatistikler üretir. Bu kurumlardan biri olan IMF, reel GSYİH büyümesi, enflasyon ve cari hesap bakiyeleri gibi istatistiklerinin çoğunu Dünya Ekonomik Görünümü’nde (WEO) yılda iki kez yayınlamaktadır. Bu istatistikler, birçok ülkeden gelen sonuçları bir ortalama birleştirir veya bir araya getirir. Bir ülkenin verilerinin genel sonuç içindeki önemi veya ağırlığı, karşılaştırılan diğeri ülkelere göre o ülkenin ekonomisinin büyüklüğüne bağlıdır. Bu ağırlıkları elde etmek için bir ülkenin GSYİH’sini ulusal para birimi cinsinden ortak bir para birimine (pratikte ABD doları) dönüştürür. İki ana dönüştürme yönteminden biri, döviz piyasasında geçerli olan piyasa döviz kurlarını kullanır (dönem sonundaki oranı veya dönem ortalamasını kullanarak). Diğeri, her ülkede aynı miktarda mal ve hizmet satın almak için bir ülkenin para biriminin başka bir ülkenin para birimine dönüştürülmesi gereken satın alma gücü paritesi döviz kurunu kullanır. Satın alma gücü paritesini anlamak için yaygın olarak kullanılan bir hamburgerin fiyatı örneğini ele alalım. Bir hamburger Londra’da 2 sterline ve New York’ta 4 dolara satılıyorsa bu, 1 pound ilâ 2 ABD doları arasında bir SAGP döviz kuru anlamına gelir. Bu satın alma gücü paritesi (SAGP) döviz kuru, finans piyasalarında geçerli olandan çok farklı olabilir (böylece Londra’daki bir hamburgerin gerçek dolar maliyeti, New York’ta sattığı 4

dolardan fazla veya az olabilir). Bu tür ülkeler arası karşılaştırma, *The Economist* dergisi tarafından yayınlanan ve dünya çapında birçok ülkede neredeyse aynı biçimde satılan McDonald's sandviğine göre SAGP döviz kurlarını hesaplayan tanınmış "Big Mac" endeksinin temelini oluşturur. Elbette ülkeler arasında herhangi bir anlamlı fiyat karşılaştırması, geniş bir mal ve hizmet yelpazesini dikkate almalıdır. Bu, toplanması gereken veri miktarı ve karşılaştırma sürecindeki karmaşıklıklar nedeniyle kolay bir iş değildir. Ülkeler arasında fiyat karşılaştırmalarını kolaylaştırmak için Uluslararası Karşılaştırmalar Programı (ICP) 1968'de Birleşmiş Milletler ve Pennsylvania Üniversitesi tarafından kurulmuştur. Uluslararası Karşılaştırmalar Programı tarafından üretilen SAGP'ler, küresel bir fiyat araştırmasına dayanmaktadır. Son turda (2011), katılımcı ülkelerin her biri (yaklaşık 199), yakından belirlenmiş yaklaşık 1.000 ürün için ulusal ortalama fiyatlar sağlamıştır (Rowe *vd.*, 2017).

Satın Alma Gücü Paritesi'nin Avantajları: Bunlardan en önemlisi, SAGP döviz kurlarının zaman içinde nispeten istikrarlı olmasıdır. Aksine piyasa oranları daha oynaktır ve bunları kullanmak tek tek ülkelerdeki büyüme oranları istikrarlı olsa bile toplam büyüme ölçütlerinde oldukça büyük dalgalanmalar yaratabilir. Piyasa bazlı oranların bir diğer dezavantajı, bunların yalnızca uluslararası ticarete konu olan mallar için geçerli olmasıdır. Alınıp satılmayan mal ve hizmetler, düşük gelirli ülkelerde yüksek gelirli ülkelere göre daha ucuz olma eğilimindedir. New York'ta bir saç kesimi Dakka'dakinden daha pahalıdır. Paris'te aynı mesafedeki bir taksi yolculuğunun fiyatı Cakarta'dakinden daha yüksektir. Londra'da kriket maçına bir bilet Lahor'dakinden daha pahalıdır. Lima'da bir saç kesiminin fiyatı, makine gibi ticarete konu mallar üretmenin maliyeti her iki ülkede de aynı olsa bile muhtemelen New York'takinden daha ucuz olacaktır. Ülkeler arasında ticareti yapılmayan malların fiyatlarındaki bu farklılıkları hesaba katmayan herhangi bir analiz, yükselen piyasalardaki ve gelişmekte olan ülkelerdeki tüketicilerin satın alma gücünü ve dolayısıyla genel refahlarını hafife alacaktır. Bu nedenle SAGP genel olarak genel refahın daha iyi bir ölçüsü olarak kabul edilir.

Satın Alma Gücü Paritesi'nin Dezavantajları: Satın Alma Gücü Paritesi'nin en büyük dezavantajı, piyasa bazlı oranlara kıyaslamada daha zor ölçülmesidir. Uluslararası Karşılaştırmalar Programı, çok büyük bir istatistiksel

girişimdir ve yeni fiyat karşılaştırmaları yalnızca seyrek aralıklarla yapılabilir. Daha önceki anketler hakkında metodolojik sorular da gündeme getirilmiştir. Anket tarihleri arasında SAGP oranlarının tahmin edilmesi gerekir ve bu da ölçüme yanlışlıklar katabilir. Ayrıca Uluslararası Karşılaştırmalar Programı tüm ülkeleri kapsamaz, bu da kayıp ülkeler için verilerin tahmin edilmesi gerektiği anlamına gelir (Rowe *vd.*, 2017).

4. Yeni Yaklaşımlar

Bretton-Woods sisteminin işlevini yitirmesi ve üye ülkelerin sistemden çıkması sonrasında ülkeler ulusal para birimlerini esnek kur sistemine geçirmişlerdir. Bu durumda ise geleneksel döviz kuru belirleme yaklaşımları yetersiz kalmıştır. Geleneksel döviz kurları araştırıldığında ortaya çıkan sonuçların büyük kısmı geleneksel döviz kuru kuramını esas alındığında sapmaların çok yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Döviz kuruna etki eden faktörler, yüksek ve az miktarda arz sonucu ortaya çıkan arz şokları, petrol ambargoları, ücret ve fiyatlandırmadaki sert tutumlar, beklentilerde meydana gelen olumlu veya olumsuz sert değişimler, verimlilikte meydana gelen değişimler ve uluslararası ortamda yaşanan reel krizler şeklinde sıralanabilir. Çağımızda liberalleşme ekonomi ve mali açıdan en üst seviyededir. Bununla birlikte gelişen iletişim teknolojileri, ülkelerin mali piyasaları birbirlerine benzer hale gelerek bütünleşmesi, döviz kurlarında meydana gelen artış ve eflasyonun yükselmesi ve refah seviyesinin düşmesi gibi etkenlerden etkilenir. Mali fonlar, yapısı gereği uluslararası faiz oranlarında çok yüksek duyarlılık oranından etkilenir. Uluslararası piyasalarda faiz oranının artması sonucunda ülkeden çıkan sermaye oranında da artış meydana gelir. Buna bağlı olarak da ülkeye yurt dışından gelen yatırımlar azalır ve ülkede işsizlik oranı artar. Bu etkilerden dolayı geleneksel döviz kuru belirleme yaklaşımları yetersiz kalmakta ve yeni yöntemlere ihtiyaç duyulmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

5. Parasalci Yaklaşım

Temel olarak döviz kuruna parasal yaklaşım, ödemeler dengesine parasal yaklaşımla ikili bir ilişki olarak görülebilir. Bu yaklaşımlar, döviz kuru

sabitlendiğinde ödemeler dengesini belirlemede ve esnek olduğunda döviz kurunu belirlemede paranın ve diğer varlıkların rolünü vurgular (Frenkel, 1976). Döviz kuru, bir ülkenin ulusal parasının başka bir ülkenin parası cinsinden fiyatı olduğundan parasal koşulların şu veya bu şekilde döviz kurlarının belirlenmesinde hayati bir rol oynaması gerektiği görülmektedir.

Parasalcı yaklaşımda, kurların belirlenmesi noktasında yalnızca arz ve talep dengesi tek başına belirleyici bir unsur değildir. Bunlarla birlikte geleceğe yönelik beklentilerin de döviz kurunun belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir. Günümüzde sadece spekülörlerin piyasa hakkında bilgi sahibi olama durumu ortadan kalkmış ve piyasaya daha küçük ölçekte giriş yapmış yatırımcıların da bilgi ve gelen haberlere göre beklenti içine girerek pozisyon alabildikleri vurgulanmıştır. Piyasa etkinliğine göre oluşan beklentiler, faiz oranlarındaki artışı etkileyebilir. Yani, parasal gelişmelerin hız kazanacağı konusunda çıkan spekülatif bir söylenti ile faiz oranlarında önemli bir düşüş olabilir. Başka bir durumda ise döviz kuruna yönelik tahminlerde, söz konusu dövize bağlı taşınmazların talebinde olumlu veya olumsuz değişimlere neden olabilir. Buna bağlı olarak da döviz kurunda değişimler gözlemlenir (Cengiz, 2018). Bu yaklaşımda, paranın ekonomi üzerindeki etkisi büyük önem arz eder ve hep ön planda tutulur. Bundan dolayı döviz kurunda meydana gelen değişimleri kontrol altına almanın para arzında yapılan düzenlemelerle mümkün olduğu savunulur. Para arzında yapılan değişikliklerin temeli miktar kuramına dayanır. Bu kuram esas alınarak yapılan arz değişikliklerine bağlı olarak fiyatlarda genel anlamda etki ortaya çıkmakta, bunula birlikte satın alma gücüne bağlı olarak da döviz kurlarında değişimler meydana gelmektedir. Bu yöntemde yurt dışından gelen sermaye oranının ülke içindeki faiz oranıyla ters orantılı olduğu kabul edilir ve bu orana baz alınarak ülke içine giren döviz miktarına göre döviz kuru belirlenir. Ulusal paranın çok hızlı şekilde değer kaybettiği dönemlerde likitide etkisi, beklenti etkisinin önüne geçer ve bu gerekçe ile döviz kurları doğrudan faiz oranlarıyla ilişkili olarak değişim gösterdiği öne sürülür. Bu dönemlerde hükümetler döviz kontrol altına almak amacıyla “fisher etkisine” başvurular. Yani ülkedeki faiz oranlarının yükselterek yatırımcı çekmeyi amaçlarlar böylece ülkeye döviz gireceği için kurdaki artış gerilemeye başlar. Faiz oranında meydana gelen değişimler, parasal yönde büyüme

beklentilerini yükseltir buna bağlı olarak daha fazla artan enflasyon beklentisi de ülkenin ulusal parasının değerinin düşmesine neden olur (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

6. Portföy Dengesi Teorisi

Portföy dengesi teorisi, 1952’de Harry Markowitz tarafından ortaya konulan ve sistematik risk ve getiri arasındaki etkileşimi analiz eden bir teoridir. James Tobi ise risk içermeyen menkul kıymetleri bu teoriye ekleyerek daha da geliştirmiştir. Bu yaklaşım finansal varlıklar arası tam ikameci varsayımları reddetmiştir. Finansal varlıklar arasında olan farklı risk oranlarını dikkate alarak döviz kurlarını değerlendirmektedir. Bu sayede portföy oluşturarak en optimal risk dağılımının ve buna bağlı olarak da farklı risk oranlarına göre farklı getirilerin olduğunu ileri sürer.

Portföy seçme süreci iki aşamaya ayrılabilir: İlk aşama gözlem ve deneyimle başlar ve mevcut menkul kıymetlerin gelecekteki performansları hakkındaki tahminlerle biter. İkinci aşama, gelecekteki performanslar hakkında ilgili öngörülerle başlar ve portföy seçimiyle sona erer (Markowitz, 1952). Portföy seçimiyle ilgili bir tür kural, yatırımcının gelecekteki getirilerin indirgenmiş (veya kapitalize edilmiş) değerini maksimize etmesidir (veya yapması gerektiğidir). Gelecek kesin olarak bilinmediğinden indirim yaptığımız “beklenen” veya “tahmin edilen” getiriler olmalıdır. Bu tür kuralın farklı varyasyonları önerilebilir. Hicks’i takiben “tahmin edilen” getirilerin bir risk karşılığı içermesine izin verebiliriz veya belirli menkul kıymetlerin getirilerini aktifleştirdiğimiz oranın riske göre değişmesine izin verebiliriz (Markowitz, 1952).

Bu teoride döviz kuru belirlenmesindeki etkenler parasal ve finansal varlıkların arz miktarları ve bunlara olan talep miktarı önemlidir. Mesela teknolojik gelişme neticesinde ithal olan bir mala olan talebin azalması sonucunda cari işlemlerdeki dengenin iyi yönde bir hareket sergilemesi ve ülke içinde bulunan dövizin ithalat yoluyla yurt dışına çıkması engelendiği için ihtiyaç fazlası hale gelmesi ile ulusal para biriminin değeri artar. Bu durumda ise ülke içindeki yatırımcılar ulusal paraya yönelirler. Bununla birlikte yabancı varlıkların satışı da artar ve döviz kuru daha da düşer. Kısa dönemde ise durum

şu şekildedir: farklı döviz cinslerinden oluşan ve menkul değerlere dönüştürülmek için hazırda tutulan stoklar cari işlemler için yapılan döviz alım-satımından daha etkilidir. Varlık piyasaları meydana gelen değişimlere sahip olduğu likiditesi sayesinde daha çabuk reaksiyon gösterebilir ve daha çabuk uyum sağlar. Yani uygulanan sıkı para politikaları sonucu portföy bileşenlerinde düzenleme yapmak gerektiğinde büyük miktarda fon hareketleri gerçekleştirilebilmektedir. Fakat cari işlemler değişimlere daha geç tepki vermektedir (Cengiz, 2018).

7. Para İkâmesi

Bir ülkedeki bireylerin ulusal para birimini ellerinde tutmak yerine dövizde ellerinde tutmaları anlamına gelen para ikamesi modelini ortaya koyanlar Russel Boyer, Chau-Nan Chen, Lance Girton, Don Roper, King Putnan, Marc Miles ve Ronald McKinnon'undur. İktisatçılar yaptıkları analizler sonucunda para ikâmesinin derecesinde artış oldukça döviz kurunda kararsızlık olduğunu tespit etmişlerdir. Öte yandan para birimleri arasında tam ikame olduğu durumlarda ise döviz kurunu belirlemenin mümkün olmadığı sonucuna varmışlardır. (Öztürk ve Bayraktar, 2010).

Para ikâmesi yaklaşımında, öne sürülen görüşe göre kambiyo işlemlerinin uluslararası boyutu ön plandadır ve ekonomik aktörlerin birbirleri arasında anlaşarak oluşturdukları en faydalı şekilde yarar sağlanabileceği çeşitli para birimlerinden oluşan nakit portföyünün elde tutulmasının önemi vurgulanmıştır. Bu sayede para talebi, küresel ölçüde bir hareket alanı kazanır. Bu hareket alanıyla birlikte döviz talebi belirleyenin yalnızca o döviz talebi veya ulusal faiz oranı ile değil bunların dışında yurtdışı faiz oranlarının da bu konuda bir fonksiyonunun olduğu vurgulanmaktadır. İki farklı ulusal paranın birbirlerine olan oranı veya ikame edilebilir olma oranlarının yükselmesiyle birlikte döviz kurları daha kararsız hale gelmektedir. Bu durum, ekonomi politikalarının belirlenmesinde etkilidir. Paranın ikame edilebilirliği varsayımı ile ülkelerin ekonomik politikalarının birbirlerine bağımlı olduğunu göz önüne sermiştir. Bu sonuç doğrultusunda uluslararası para iş birliğinin önemi vurgulanmıştır. Para ikamesi yaklaşımı; uluslararası arenada az gelişmiş ülke olarak tanımlanan, yüksek enflasyon oranlarına sahip ve istikrarsız ulusal para

ile işlem yapıldığı piyasa koşulları olan ülkelerin kur hareketlerini açıklamada etkilidir. Ulusal para görevi olan değer saklama, hesap birimi ve ödeme aracı olma işlevlerini yerine getirmediği ülkelerde kur istikrarsızlığı ve senyoraj gelirlerinin de azalması gibi durumlar ortaya çıkar (Cengiz, 2018).

İstikrarlı bir ekonomiye ve düşük enflasyona sahip gelişmiş ülkelerde para ikamesi yaklaşımı geçerli bir yöntem olarak değerlendirilmez. Para ikâmesi gelişmiş ülkelerde sermaye hareketlerini de içine alarak hareket eder ve simetrik bir olay örgüsüne sahiptir. Fakat gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ve devalüasyon beklentilerine bağlı olarak para ikamesi asimetric bir olay örgüsüyle meydana gelir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde servetin gerçek değerini korumanın yolu mümkün olan en üst seviyede likit kaynağa sahip olmaktır. Gelişmemiş ülke ekonomilerinde ulusal para değer saklama, hesap birimi ve ödeme aracı olma gibi önemli fonksiyonları yerine getirmekte yetersiz kalması veya yitirmesi söz konusudur. Gelişmemiş ülkelerde para ikamesi yaklaşımı uygulandığı zaman ülkede döviz kurlarında istikrarsızlık, bununla birlikte ülkelerin para basma yoluyla elde ettiği senyoraj gelirlerinde de azalma yaşandığı gözlemlenir. Bir ülkede yoğun bir şekilde para ikamesi politikası uygulandığında *Gresham* yasasının yerini *Triers* yasası alır. Bu durumda ise iyi para kötü parayı piyasadan çekilmeye zorlar. Böyle bir ekonomik ortamda bireyler ulusal paraya yönelmek yerine dövize yönelmeyi tercih ederler. Bireylerin dövize yönelme sebepleri servetlerinin gerçek değerlerini korumak, ellerinde likit kaynak bulundurma arzuları ve enflasyon vergisi ödemeden kaçınmaktır. Bu durumdaki ülkelerde uygulanan iktisadi politikalar ise istikrarsız bir zemin üstünde kurulduğu için başarıya ulaşamaz (Öztürk ve Bayraktar,2010).

III. TÜRKİYE HİSSE SENEDİ PİYASASI

A. Pay Senetlerinin Tanımı

Pay senedi borsada yatırım yapmanın araçlarından biridir (S.S., 2019). Anonim olarak kurulan şirketlerde ortaklığın temel dinamiğini pay senetleri oluşturur. Pay senetleri ortakların her birinin şirkete olan katkılarını ve şirkete ne oranda söz hakkı olduğunu ve kârdan ne kadar pay alacağını gösterir. Pay senedinin ortaya çıkış nedenine bakıldığında; kurulan bir şirkette ortakların ana sermayeye ne kadar katkı yaptığını belgeler. Bu tanımlamaya dayanarak ortakların sahip olduğu her hissenin değerinin farklı olduğu görülür. Tüm ortakların hisselerinin toplam değeri ise şirketin sermayesini oluşturur. Şirketin pay senetleri ile bölünmesi bu pay senetlerini alarak şirkete ortak olan kişileri şirkete karşı sorumlu hale getirir. Şirketin hisselerine sahip olan yatırımcılar şirket üstünde yatırım yaptıkları oran kadar hak sahibidir (Özhan, tarih yok).

Temettü, yani kâr payı oranı ise pay senetlerinin yıllık getirisini ifade eder. Bu oran her sene şirketin bilançosuna göre değişim gösterir. Hissedarların elde edeceği kâr ve zarar ise bu yıllık bilançoya bağlıdır. Hissedarlar pay senetleri oranında hem kâra hem de zarara ortak oldukları için her zaman belirsizlik içindedir ve bu belirsizliğin getirdiği riski üstlenirler (Özcan, 1988).

Türkiye Ticaret Kanunu'na göre anonim şirketlerde ortaklara verilme üzere pay senedinin basılması zorunlu değildir. Fakat Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz edilen anonim şirketlerin pay senetlerinin bastırılması ve ortaklara teslim edilmesi zorunludur. Senetle belirlenmiş payların diğer paylarla arasında hakların oranında, içeriğinde veya sınırlarında fark bulunmamaktadır (Özhan, tarih yok).

B. Pay Senedinin Çeşitleri

1. Adi ve İmtiyazlı Pay Senedi

Pay senetleri adi ve imtiyazlı olarak iki sınıfa ayrılır. Bu ayrımında esas alınan şey, pay senetlerinin sahiplerine sağladıkları çıkardır. İlk sınıftaki adi pay senedi, sahiplerine şirket genel kurulunda oy hakkı, kâr payı ve eşit pay alma hakkı verir. Adi pay senetlerine sahip ortaklar, yönetici seçme, şirketin aktiflerinin satışı ve diğer işletmelerle ortaklık kurmada söz hakkı sağlar. Adi pay senetleri de kendi içinde nominal değere sahip ve nominal değersiz olarak sınıflandırılır. Fakat Türk Ticaret Kanunu, nominal değersiz pay senedi çıkarılmasına imkân vermemektedir. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde nominal değersiz pay senedi uygulanması oldukça yaygındır. Tahviller ile adi pay senetleri arasında yer alan menkul kıymetler, imtiyazlı pay sendi olarak adlandırılır. İmtiyazlı pay senetleri sabit gelir getirmesi açısından tahvile benzer ve sahibine ortaklık hakkı tanıdığı için de adi pay senedine benzer. Fakat kâr payları ödemeleri belirtilen zamanda yapılır. İmtiyazlı pay senetleri yasal olarak öz kaynak sayılır. İmtiyazlı pay senedi sahiplerine tüm alacaklılara ödeme yapıldıktan sonra ödeme yapılması yönüyle adi pay senedine benzer (Dramalija, 2008).

2. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senedi

Bedelli veya bedelsiz olarak pay senetleri sermaye artışlarına göre sınıflandırılır. Şirkete taze para girişi sağlayan pay senedi bedelli pay senetleridir. Bu tür pay senetleri genelde şu durumlarda çıkarılır: şirketin kuruluş aşamasında veya sermaye artırımını yapılmak istendiğinde, eski ortakların rüçhan haklarını kullanmak istediklerinde onlar tarafından ya da halka arz edildiklerinde üçüncü kişiler tarafından alındığında. Bedelli pay senetleri ile ortaklık dışından kaynak kullanılarak ortaklığa ödeme yapılmış olunur. Şirket iç kaynaklarını kullanmak suretiyle sermaye artırma yoluna gitme kararı alırsa şirket ortaklarına bu sermaye artırımını temsilen bedelsiz pay senedi verilir. Yeniden bir ödeme ve taahhüt gerektirmeyen işlemler olan yedek akçe, dağıtılmamış kâr, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi

durumlarında pay senetleri çıkarılır. Aslında bu durumda mevcut payların değeri yükselmekte ve iç kaynaklar aracılığıyla ödeme gerçekleşmektedir. Bu tarzdaki pay senetleri eski pay senetlerinin uzantısıdır ve bedelsiz pay senetlerini alma hakkı sadece eski ortaklara aittir. Bedelsiz pay senetleri ortaklara payları oranında dağıtılır (Dramalija, 2008).

3. Primli ve Primsiz Pay Senedi

Türk hukuk sistemine göre nominal değeri olmayan pay senetleri ihracı gerçekleşemez. Türkiye Ticaret Kanunu'nun 286. maddesi uyarınca nominal değerinin altında bir değerle pay senedi ihracı yapılamaz. Primsiz pay senedi, üstünde yazılan değer ile ihracı gerçekleşmiş pay senedir. Primli pay senedi ise üstünde yazan değerden fazlası alınarak ihracı gerçekleştirilmiş pay senedir. Emisyon primi pay senedinin nominal değeri ile gerçek satış fiyatının arasındaki farka verilen addır. Emisyon primi şirketin öz kaynağını artırdığı için vergiye tabidir. Şirketin esas sözleşmesinde hüküm olması ya da genel kurul tarafından karar alınmış olması şartı primli pay senedi ihracı için esastır. Kayıtlı Sermaye Sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir (Dramalija, 2008).

C. Pay Senetleri Türevleri

Pay senedi türevleri, alan kişiye pay senedinin sağladığı fırsatlardan birini sağlayan menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasasının mevzuatında belirtilen kâr ve zarar ortaklığı belgesi ve katılım intifa senetleri pay senedi türevidir (Dramalija, 2008).

1. Kâr Zarar Ortaklığı Belgesi

Faiz kullanmak yerine “kâr ve zarara ortak olma” kavramı ile anonim ortaklara “kâr” getirisi yaratma amacı ile ortaya çıkarılan menkul kıymetlere kâr-zarar ortaklığı belgesi adı verilir.

Halka arz edilerek veya arz edilmeden satılabilen bu gayri menkuller satılırken halka arz edilenlerin üzerine hamiline yazılır, halka arz edilmeden

satılanlarının üzerine ise nama yazılarak satılır¹⁰. Pay senetleri ile kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin birbirleri ile değiştirilmesi gerçekleşmeden önce değişimin şartları önceden belirlenerek izahname oluşturularak kamuya arz edilmesi gerekir. Halka arz edilen KZOB'ler sadece pay senedi ile değişim hakkına sahiptir ve vade sonu gelmeden KZOB'ler ile pay senetleri değişimi yapılamaz. SPK'nın kurallarına göre, KZOBler kurul kaydı olmadan ihraç edilemez. Çıkarılan her KZOB'nin kâra ve zarara katıldığını ve kâr garantisinin olmadığı yazılmalıdır. Menkul kıymetler piyasasındaki işlem araçlarının artırmaya ve çeşitlendirmeye yönelik olarak kâr ve zarar ortaklığı belgeleri çıkarılmıştır. KZOB faiz dışı kazançta uygundur. Pay senedine benzer şekilde kâra ve zarar katılma ve ortaklık hakkı vermelerine rahmen pay senedi sayılmazlar.

Çünkü;

- Kâr ve zarar ortaklığı belgelerine sahip olmakla şirketin yönetiminde oy sahibi olunmaz.
- Ana para ve kâr payı KZOB'nin vadesi geldiğinde geri ödenir (DRAMALİJA, 2008).

İktisadi olarak KZOB'nin önemi iki taraflıdır. Bir tasarruf sahipleri için önemlidir. Çünkü KZOB de diğer yatırım araçları gibi kâr getirecek ve tasarruf hedeflerine ulaşmaya yardımcı olacak bir araçtır. Bu özelliklerinin beraberinde küçük bir ihtimalle de olsa şirkete zarar ettirme ihtimalide göz ardı edilemez. Küçük bir ihtimalde olsa zarar etme ihtimali göz ardı edilmemelidir çünkü bu ihtimal yatırımcıları caydırabilir. Yatırımcının yatırımından caymasının sonucunda ise ülke ekonomisinde istenmeyen olaylara yol açabilir. İki KZOB onu piyasaya süren anonim şirket içinde önemlidir. Şirketin KZOB çıkartma amacı ihtiyacı olan finansmanı sağlamaktır. Şirket, çıkardığı KZOB'den dolayı zarar etse bile ödemesi gereken bir faiz olmadığı için riskten kaçınmış olur. Şirket, kâr ettiği oranda KZOB sahiplerine ödeme yaptığı için az kâr edildiği durumda ucuz kredi, çok kâr edildiği durumda ise pahalı kredi kullanılmış olunur. Şirketlerin bazen zarar etmesi de mümkündür. Bu durum

¹⁰ Bu tebliğ kapsamında ihraççılar, vade sonunda KZOB sahiplerine ödenmesi gereken tutar karşılığında artırılan sermayelerini temsil eden pay senetlerini alma hakkı veren "Pay Senedi ile Değiştirilebilir Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri" ihraç edebilirler.

gerçekleştğinde ise KZOB sahibi de zarara ortak olduğu için şirketin zararı hafıleyecektir (Arslan, 2000).

KZOB vadeleri en az 1 ay ve en fazla 7 yıl olabilir. Vade düzenlemesinde ortaklığın faaliyetinin özelliklerine bağılı olarak 1 aylık ve katları olarak düzenlenir. KZOB'nin kara iştirakli tahviller ile bir alakası yoktur. Çünkü zarar edilmesi durumunda yatırımcı da zarara ortaktır. Sermaye piyasası kurulu izni ile ancak kâr ve zarar ortaklığı belgeleri çıkarılabilir. KZOB kurul tarafından belirlenmiş tutar, ihracat ve ödeme standartlarına uygun olmalıdır. Ayrıca menkul kıymetlerin alım ve satımıyla uğraşan ortakların KZOB almaları yasaktır (DRAMALİJA, 2008).

2. Katılma İntifa Senedi

Yatırımcıya nakit karşılığında satılan ortaklık hakkı tanımayan fakat kâr payı, tasfiye payı ve rüçhan hakkı veren yatırım aracına *Katılma İntifa Senedi* denir. Katılma intifa senedi, SPK'nın Seri:3, No:10 tebliğı ile düzenlenmiş belgelerdir. Katılma intifa senedinin çıkarılma amacı kâr payı alma, tasfiye bakiyesine katılma, yeni pay alma ve tebliğde belirtilen hakların kullanılmasıdır. Bu senet yatırımcıya şirketin genel kurulunda oy kullanma hakkı vermez, yönetimde söz sahibi olamaz ve denetime katılamaz.

Nominal değeri üzerlerinde yazılı olarak intifa senetleri çıkarılır. En az 1000 TL ve üstleri olacak şekilde nominal değerleri belirlenir. Pirimli olarak çıkarılması da mümkündür fakat esas sözleşmede hükümünün bulunması şarttır (DRAMALİJA, 2008).

D. Türkiye Pay Piyasasının Kısa Bir Evrim Tarihi

Türkiye'de organize menkul kıymet piyasalarının varlığı, 19. yüzyılın ikinci yarısına, Osmanlı İmparatorluğu dönemine kadar uzanmaktadır. İlk borsanın (Dersaadet Tahvilat Borsası) 1862-1873 yılları arasında resmi olarak kurulduğu bilinmekle birlikte kesin kuruluş tarihi konusunda farklı görüşler öne sürülmektedir. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşunu takiben 1929 yılında çıkarılan *Menkûl Kıymetler ve Sermaye Piyasaları Kambiyo Kanunu* ile finans piyasası "*İstanbul Menkûl Kıymetler ve Kambiyo*" adı altında yeni adıyla

düzenlenmiştir. Ancak 1929 krizi ve İkinci Dünya Savaşı, sermaye piyasalarını olumsuz etkilemiştir. 1960'lı yıllarda zorunlu tasarruf bonoları ve yarı zorunlu özgürlük bonolarının nakde çevrilmesi ihtiyacını karşılamak için ikinci el piyasalar oluşturulmuş ve 1980'lerde bu tür tahvil ve bonolar piyasadan çekilmiştir. 1970'lerdeki sanayileşme sürecinde halka hisse sunan şirketlerin sayısı sürekli artmıştır. Büyük holdinglerin bir kısmı halka açılmanın avantajlarını görerek 2-3 bin hissedarlı büyük şirketler kurmuşlardır. Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişimindeki kilometre taşları şu şekildedir: tasarruf bonoları, yatırım holding şirketleri, iş arkadaşları ve şirketler, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın faaliyetleri. 1980'lerin başında sermaye piyasasını hem yasal hem de kurumsal çerçeveden desteklemek için önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Bu kapsamda 1981 yılında *Sermaye Piyasası Kanunu* çıkarılmıştır. Kanunda sermaye piyasası araçlarının çıkarılması, halka arz ve satış ile ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarına yönelik düzenlemeler detaylı bir şekilde tanımlanmış ve *Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)*, sermaye piyasası düzenleme ve denetleme otoritesi ile idari ve mali özerkliğe sahip kamu tüzel kişiliğinde bir şirket kurulmuştur (Kartal, 2013).

Türkiye'de ana kuruluş olan *İstanbul Menkûl Kıymetler Borsası (İMKB)*; tahvil, pay senedi, bono, özel sektör tahvilleri, gelir ortaklığı belgeleri, gayrimenkul senetleri, yabancı menkul kıymetler ve özel sektör tahvillerinin alım-satımını sağlamak üzere kurulan menkul kıymetler borsası için 1985 yılında kurulmuştur. Ancak 5 Nisan 2013'te *İstanbul Menkûl Kıymetler Borsası*, *İstanbul Altın Borsası* ve *Türkiye Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası*'nin birleştirildiği *Borsa İstanbul (BIST)* olarak yeniden yapılandırılıp yeniden adlandırılmıştır (Bıktıyar-Alalaw, 2016).

IV. DÖVİZ KURLARI İLE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Literatüre göre, bazı araştırmacılar döviz kurlarındaki değişim ile borsa endeksi getirilerindeki dalgalanma arasındaki neden-sonuç ilişkisine daha fazla odaklanmıştır. Aslında döviz kurları ile pay piyasalarının birbirine bağlılığının ölçülmesi, portföy yönetimi, varlık tahsisi ve risk yönetimini içerdiğinden finansal yatırım için pratik etkiler açısından giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Döviz kurları ile pay senedi getirileri arasındaki dinamik bağlantılar hakkında mevcut literatür oldukça kapsamlıdır ve çoğu çalışmanın karışık sonuçları vardır. Bazı araştırma çalışmaları döviz kurları ve pay senedi getirileri arasında pozitif bağlantılar bulmaktadır. Bazıları ise olumsuz ilişkiler bulsa da diğer çalışmalar iki değişken arasında önemsiz bağlantılar olduğunu göstermektedir (Mroua ve Trabelsi, 2020).

Pay senedi fiyatları ve döviz kurları arasındaki ilişki, her ikisi de bir ülke ekonomisinin gelişimini etkilemede önemli roller oynadığı için iktisatçıların kafasını meşgul etmiştir. Son yıllarda artan uluslararası çeşitlilik, pazarlar arası getiri korelasyonları, sermaye girişi engellerinin ve döviz kısıtlamalarının kademeli olarak kaldırılması veya gelişmekte olan ve geçiş ülkelerinde daha esnek döviz kuru düzenlemelerinin benimsenmesi nedeniyle bu iki pazar birbirine bağımlı hale gelmiştir. Bu değişiklikler, yatırım fırsatlarının çeşitliliğini, döviz kurlarındaki oynaklığı ve yatırım kararlarının risklerini ve portföy çeşitlendirme sürecini artırmıştır. Bu nedenle, bu ilişkiyi anlamak hem yerli hem de uluslararası yatırımcılara portföylerini riskten korumak ve çeşitlendirmek için yardımcı olacaktır. (Aydemir ve Demirhan, 2009).

Standart finans teorisine göre potansiyel olarak varlıklı bireylerin yerel talebi portföy kararlarını etkilememelidir. Yatırımcılar, listelenen tüm menkûl kıymetlerin çeşitlendirilmiş bir portföyüne sahip olmalıdır. Yine de yatırımcıların kendi ülkelerinden ve kendi bölgelerinden hisseleri tercih ettikleri “sınır etkileri” ve “iç yanlılık” literatüründe iyi bilinmektedir. Aslında

uluslararası ve ülke içi portföy tahsisi için bir iç yanlılığın varlığı iyi bilinmektedir (Burhop ve Lehmann-Hasemeyer, 2016).

Borsaların piyasa mikro yapısı, pay senedi fiyatlarını ve listeleme kararlarını etkileyebilir. Beklenen yüksek alım-satım maliyetleri yatırımcıları daha yüksek getiri oranları talep etmeye sevk eder. Yani yüksek alım-satım maliyetleri menkûl kıymetlerin piyasa fiyatını düşürür. Sonuç olarak ihraçatçıların düşük işlem maliyetleri olan piyasalarda listeleme tercihi olmalıdır. Yine de borsa operatörü, işlem ve kotasyon ücretlerinden elde ettiği geliri maksimize eder ve bir hissenin beklenen işlem hacmi düşüğe yüksek kotasyon ücreti talep edebilir. Aslında Foucault ve Parlor (2004), nispeten yüksek ticaret maliyetleri ile borsalarda listelenen şirketlerin nispeten düşük bir piyasa değerine sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, borsa operatörü gelirini esas olarak işlem ücretlerinden elde ettiğinden, bu tür borsalarda kotasyon ücretleri daha düşüktür. Bu nedenle yüksek alım-satım maliyetleri ve düşük kotasyon ücretlerine sahip borsalar, düşük likidite ihtiyaçları ile nispeten küçük sorunları çekerken, düşük alım-satım maliyetleri ve yüksek kotasyon ücretlerine sahip borsalar yüksek likidite ihtiyacı olan büyük sorunları çekmelidir (Burhop ve Lehmann-Hasemeyer, 2016).

Döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi anlamak, bu değişen küresel ortamda politikacılar ve yatırımcılar açısından önemlidir. Para birimi genellikle yatırım fonları, riskten korunma fonları ve diğer profesyonelce yönetilen portföyler tarafından tutulan portföyde bir varlık olarak yer alır ve döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişki hakkında bilgi sahibi yöneticinin riski verimli bir şekilde yönetmesini sağlayabilir. Ayrıca, sermaye akışının önünde çok az engelin bulunduğu küresel olarak iç içe geçmiş ekonomide, gelişmekte olan ülkelerdeki çok uluslu şirketler için yatırım fırsatları yaratmıştır. Bu da portföy riskinden korunmak için döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki bağlantıyı¹¹ anlama ihtiyacını doğurur (Kutty,

¹¹ 2003-2010 arası dönem için Ülkü ve Demirci (2012), net sermaye girişi olan ülkelerde döviz kurlarının pay senedi getirileri üzerinde önemli olumlu etkileri olduğunu ve sonuçların sağlamlığını göstermektedir. Bu nedenle döviz kurlarından ve pay senetlerinden elde edilen getiriler, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerdeki pay senedi getirilerinin etkilerinin yurt dışına ve güçlü yerel borsaların kontrolüne bağlıdır (Mroua ve Trabelsi, 2020).

2010). Bu bağlantı ticaret hacmi, öz sermaye, ekonomik ilişkiler, risk değerlendirmesi vb. nedenlerle ülkeler arasında değişkenlik gösterebilir (Bıktıyar-Alalaw, 2016). Ayrıca iki piyasa arasındaki bağlantı, döviz kurlarının seyrini tahmin etmek için de kullanılabilir. Bu, çok uluslu şirketlere kazançlarını dengelemek için yabancı sözleşmelere ve döviz kuru riskine maruz kalma risklerini yönetmek noktasında fayda sağlayacaktır.

Tang ve Yao (2018), pay senedi piyasaları ve döviz piyasaları arasındaki temel etkileşim aracı olarak kabul edilen iç finansman yapısının, 1988-2014 döneminde Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Meksika, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika ve Türkiye gibi gelişmekte olan 11 ülkenin pay senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişkiye etkisini araştırmaktadır. Tang ve Yao (2018), Granger'in eş entegrasyon yöntemi ve çok değişkenli nedensellik testlerini kullanarak elde ettikleri sonuçlar, doğrudan ve dolaylı finansmanın payını yansıtan iç finansman yapısının döviz kuru ile hisse fiyatı arasındaki ilişkide önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca, Çin haricinde iç finansman yapılarının ister sermaye ister öz sermaye akışları yoluyla döviz kuru ile yükselen piyasa pay senetleri arasındaki eşleştirme mekanizması üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır (Mroua ve Trabelsi, 2020).

A. Teorik Argümanlar

1. Pay Piyasasının Döviz Kurlarına Etkisi

Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarının piyasa mekanizmasıyla belirlendiğini ifade etmektedir. Diğer bir deyişle pay senedi fiyatlarındaki değişimler kur hareketlerini etkileyebilir. Bu yaklaşım, pay senedi fiyatlarının düşmesi yurtiçi serveti düşürerek yurt içi para talebini ve faiz oranlarını düşürdüğü için pay senedi fiyatının döviz kuruna negatif bir korelasyonla yön vermesinin beklendiğini ifade etmektedir. Ayrıca yurt içi pay senedi fiyatlarının düşmesi, yabancı yatırımcıların iç varlıklara ve yerel para birimine olan talebi düşürmesine, para birimlerinin arz ve talebindeki bu değişimler ise sermaye çıkışlarına ve yerel paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Öte yandan, pay senedi fiyatları yükseldiğinde yabancı yatırımcılar bir ülkenin pay

senetlerine yatırım yapmaya istekli hale gelir. Zira bu şekilde uluslararası çeşitlilikten yararlanacaklar öte yandan bu durum sermaye girişine ve kur değerlenmesine yol açacaktır (Aydemir ve Demirhan, 2009).

“Stok odaklı” model, borsadaki yeniliklerin para talebinde bulunan yatırımcıların sermayesini belirlediğini öne sürer. Örneğin artan pay senedi fiyatı sermaye girişini teşvik eder. Böylelikle yerel para birimine olan ihtiyacı ve dolayısıyla değer kazanmayı artırarak yerel pay senedi fiyatının yükselmesi durumunda yatırımcıları yerel para birimi elde etmek için farklı ürünler satmak suretiyle daha fazla yerel mal satın almalarında etkileyeceğini beyan eder. Yerli paraya artan faiz, yerli sermayenin değerlenmesine yol açacaktır. Öte yandan, yerel malların fiyatlarının artması serveti, bu da yatırımcıların nakit talebini arttıracaktır. Yurtdışında yerel paraya olan talebi artıracak olan bu durum, daha fazla yabancı yatırım çekecek ve sonuç yerel paranın değer kazanması olacaktır (HERSI ve KOY, 2020).

Mishkin (2001), artan pay senedi fiyatlarının harcamalar üzerindeki etkisini tanımlamaktadır. Bu etki, ilk olarak şirketler tarafından genişletilmiş yatırımları ifade eder. Kısa vadede bir şirketin pay senedi fiyatı yükselirse öz sermayesinin değeri de yükselir. Yeni ekipmanların fiyatları ise aynı kalır. Dolayısıyla, yatırımlar daha az maliyetli olduğu için şirketler daha fazla yatırım yapma eğiliminde olacaktır. Yani yatırım, pay senedi fiyatlarının bir fonksiyonu haline gelecektir:

$$I = f(R, SP)$$

Denklem 3

Yukarıdaki formülde, SP pay senedi fiyatlarını ifade eder ve I yatırımı temsil ederken R artan finansman maliyetleri nedeniyle yatırım üzerinde olumsuz etkisi olan borç verme faiz oranını gösterir.

Artan pay senedi fiyatları ile bir hanenin finansal varlıkları üzerinde daha fazla servet ve tüketime yol açan olumlu bir etki gözlemleyebiliriz. Genellikle insanlar daha fazla serveti düşük bir finansal riske bağlar ve bu nedenle hem konut hem de dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamaları artıran daha fazla likidite tutma eğilimindedirler.

$$C = f(MPC_{(Y-T)}, W_{SP})$$

Denklem 4

C tüketimi temsil ettiğinde, MPC marjinal tüketim eğilimini, W serveti, $(Y - T)$ harcanabilir geliri ifade ederken Y geliri ve T net vergileri ifade eder.

Daha sonra ekonominin toplam harcaması şu şekilde hesaplanabilir:

$$Y = E = C + I + G + NX = C(MPC_{(Y-T)}, W_{SP}) + I_{(R,SP)} + G + NX$$

Denklem 5

G ve NX sırasıyla hükümet harcamalarını ve net ihracatı ifade eder (Bıktıyar-Alalaw, 2016).

Büyüyen bir pay piyasası, yabancı yatırımcılardan sermaye akışını çekebilir ve bu da bir ülkenin para birimine olan talebin artmasına neden olabilir. Yatırımcıların daha fazla zararı önlemek için pay senetlerini satmaya çalıştıkları ve ülkeden çıkmak için paralarını dövize çevirecekleri pay senedi fiyatlarının düşmesi durumunda tersi olur. Yerel para karşılığında döviz talebinin olması yerel para biriminin değer kaybetmesine yol açacaktır. Sonuç olarak yükselen (düşen) pay senedi fiyatları döviz kurlarının değer kazanmasını (değer kaybına) beraberinde getirecektir. Ayrıca yabancı yatırımcıların kazanacağı uluslararası çeşitlendirmenin faydaları nedeniyle yerli pay senetlerine yapılan yabancı yatırım da zamanla artabilecektir. Buna ek olarak pay senedi fiyatlarındaki hareketler, döviz kurlarını ve para talebini de etkileyebilir. Çünkü yatırımcıların servet ve likidite talebi borsa performansına bağlı olabilir (Nath ve Samanta, 2003). Dahası daha düşük faiz oranları, daha düşük sermaye girişine yol açacak ve bu da yerel paranın değer kaybetmesine neden olacaktır. Bu durumda döviz kurunun hisse fiyatı ile negatif bir korelasyona sahip olması beklenir (Bıktıyar-Alalaw, 2016).

2. Döviz Kurlarının Pay Piyasasına Etkisi

Döviz kurlarındaki değişimlerin borsa endeksi getirileri üzerindeki etkisi ve pay piyasaları ile para piyasaları arasındaki etkileşimler popüler bir araştırma konusu haline gelmiştir (Mroua ve Trabelsi, 2020).

İktisat teorisi; döviz değişimlerinin firmaların nakit akışını, yatırımlarını ve karlılığını etkileyerek pay senedi fiyatı üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceğini öne sürse de bu ilişki hakkında bir fikir birliği yoktur ve ilişkiye dair ampirik çalışmaların farklı sonuçları mevcuttur. Bununla birlikte, bu finansal değişkenler arasındaki bağlantı; servet araçları, para talebi, faiz oranları vb. aracılığıyla kurulabilir. Geleneksel yaklaşıma göre döviz kurları pay senedi fiyatlarına öncülük etmektedir (Aydemir ve Demirhan, 2009).

Döviz kurları pay senedi fiyatlarını çeşitli şekillerde etkileyebilir. Öncelikle yaşanacak olan değer kaybı, enflasyon beklentileri nedeniyle pay senedi fiyatlarında düşüşe neden olacak, yerel para birimindeki değer kaybı ise gelecek için enflasyon beklentileri yaratacaktır. Buna karşılık enflasyon, genellikle tüketici harcamalarını ve dolayısıyla şirket kazançlarını sınırlar, bu nedenle enflasyon borsayı olumsuz etkilemektedir. Ayrıca yabancı yatırımcılar için yatırım getirisi değer kaybeden bir para biriminden etkilenebilir. Dolayısıyla yerli paranın değer kaybetmesi, yatırımcıların o ülkede pay senedi ve varlıkları elinde bulundurmaktan kaçınmasına ve iç pazar payı fiyatlarında düşüşe neden olacaktır.

Elbette döviz kuru değişirse şirketler sahip oldukları yabancı birimler tarafından gerçekte ne kadar ithalat veya ihracat yaptıklarına bağlı olarak farklı sonuçlar yaşayacaktır. Örneğin daha fazla ithalat yapan bir şirket, para biriminin değer kaybetmesi nedeniyle kârlarında ve pay fiyatlarında düşüşe neden olacak şekilde artan maliyetlere sahip olacaktır. Herhangi bir ülkede çok uluslu şirketler, para birimi değer kaybetse bile artan kazançlar biçiminde bir avantaja sahip olacaklardır. Çünkü dışa bağlı kuruluşlarından elde edilen kâr, daha yüksek bir döviz kuru ile ulusal para birimine çevrilecektir (Bıktıyar-Alalaw, 2016). Evelyn'e (2010) göre döviz kurundaki dalgalanma, firmanın piyasa değerindeki değişikliği etkileyecektir. Piyasa değerindeki değişiklikler, yatırımcının şirketin borsasındaki arz ve talebin gücüyle (Piyasa Değeri) ifade edilen, şirketin gelecekteki mevcut ve potansiyel başarısına ilişkin değerlendirmesini etkileyecektir. Sonuç olarak pay senetlerinin arz ve talebindeki değişiklikler, pay senedi fiyatındaki değişiklikleri de etkileyecektir. Yerel paranın değer kaybı, ihracat büyümesini körükleyecek, getirilerde artış sağlayacak ve pay senedi fiyatını yükseltecektir. Aynı zamanda yerel paranın

değer kaybında daha fazla emtia ithal eden şirket, şirketin kazancını etkileyen üretim maliyetinde bir artışa neden olacak ve bu da şirketin karını ve pay senedi fiyatını etkileyecektir (HERSI ve KOY, 2020).

Döviz kuru değişiklikleri, girdi ve çıktı fiyatı üzerindeki etkileri yoluyla firmaların rekabet gücünü etkiler. Yerel para değerlendirildiğinde ihracatçılar uluslararası pazarda rekabet güçlerini kaybedeceklerinden ihracatçıların satışları ve kârları azalacak ve pay senedi fiyatları düşecektir. İthalatçılar ise yurt içi pazarlarda rekabet güçlerini artıracaktır. Bu nedenle kârları ve pay senedi fiyatları artacaktır. İhracatçılar, diğer ülkelerin ihracatçılarına karşı avantaj elde edecek ve satışlarını artıracak, stok fiyatları daha da yüksek olacaktır. Yani dövizin değer kazanması, sırasıyla ihracat ağırlıklı ve ithalat ağırlıklı bir ülke için iç borsa üzerinde hem olumsuz hem de olumlu bir etkiye sahiptir. Döviz kurları yalnızca çok uluslu ve ihracata yönelik firmalar için değil aynı zamanda yerli firmalar için de pay senedi fiyatlarını etkileyebilir. Çok uluslu bir şirket için döviz kurlarındaki değişiklikler, hem dış faaliyetlerinin değerinde ani bir değişikliğe hem de ardışık gelir tablolarına yansıyan dış faaliyetlerinin kârlılığında sürekli bir değişikliğe neden olacaktır. Bu nedenle firmanın dış operasyonlarının ekonomik değerindeki değişiklikler pay senedi fiyatlarını etkileyebilir. Yerli firmalar da girdilerinin bir kısmını ithal edip çıktılarını ihraç edebildikleri için döviz kurlarındaki değişikliklerden etkilenebilirler. Örneğin para biriminin devalüasyonu, bir firma için ithal girdileri daha pahalı ve ihraç edilen çıktılarını daha ucuz hale getirir. Böylelikle devalüasyon, ihracatçı firmaları olumlu etkileyecek ve bu firmaların gelirlerini artıracak, dolayısıyla ortalama pay senedi fiyatlarının seviyesini yükseltecektir (Aydemir ve Demirhan, 2009).

Aggarwal (1981), döviz kurundaki bir değişikliğin çok uluslu bir firmanın pay senedi fiyatlarını doğrudan ve yerli firmaların pay senedi fiyatlarını dolaylı olarak değiştirebileceğini ileri sürmüştür. Çok uluslu bir firma durumunda döviz kurundaki bir değişiklik, o firmanın bilançosuna kâr veya zarar olarak yansıtılacak olan yabancı operasyonunun değerini değiştirecektir. Kâr veya zarar açıklandığında, o firmanın pay senedi fiyatları değişecektir. Şimdi üretiminin bir kısmını ihraç eden yerli bir firmayı düşünün. Bu firma üretimine olan talebin artması nedeniyle devalüasyondan doğrudan yararlanacaktır. Daha

yüksek satışlar genellikle daha yüksek karlarla sonuçlandığından yine firmanın pay senedi fiyatları etkilenecektir. Öte yandan, firma ithal girdilerin kullanıcısı ise devalüasyon maliyetlerini artıracak dolayısıyla kârını düşürecektir. Kârda bir düşüş eğilimi, o firmanın pay senedi fiyatını düşürebilmektedir (Bahmani-Oskooee ve Sohrabian, 1992).

V. LİTERARÜR ARAŞTIRMASI

Yapısal olarak döviz kuru ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi açıklamak için temelde farklı ve birbiriyle çelişen üç model bulunmaktadır (Fauziah, Moeljadi ve Ratnawati, 2015). Bunlardan ilki Dornbusch ve Fischer (1980) tarafından sunulan “Akış Yönelimli”dir. Parasal Yaklaşım Modeli olarak da adlandırılan Dornbusch ve Fischer (1980)’e göre döviz kuru, şirketleri uluslararası operasyon yoluyla (net ihracatı etkileyerek) etkilemektedir. Her ikisi de nakit akışı, kârlılık ve şirket içindeki karar verme üzerinde etkisi olan ve sonuçta stok arzını, talebini ve pay senedi fiyatını etkileyen varlık değerlendirmesi veya yükümlülük değerlendirmesi ve yurtiçi operasyondur (girdi ve çıktı fiyatı üzerindeki etkisiyle) (Ball ve Brown, 1968). Dolayısıyla borsa ile döviz piyasası arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu ilişki ve nedensellik döviz kurundan borsaya doğrudur.

İkinci model, Frankel (1984 ve 1993) tarafından sunulan “Stok Yönelimli Teorisi”dir. Frankel, pay senedi fiyatlarındaki değişikliklerin döviz kurunda değişikliğe neden olduğuna inanmaktadır. Pay senedi fiyat değişiklikleri, yerel para birimi ve döviz kuru arz ve talebinde değişikliklere neden olacak bir yatırımcının borsadaki tepkisini (sermaye akışı) etkiler. Diğer bir deyişle, yurt içi pay senedi fiyatının düşmesi (yükselmesi), yatırımcıları yerel para birimi elde etmek için yabancı varlık satarak (satın alarak) daha fazla yerli varlık almaya (satmaya) ikna edecektir. Yerli paraya olan talebin artması, yerli paranın değerlenmesine yol açacaktır (Fauziah, Moeljadi ve Ratnawati, 2015). Yerel para biriminin döviz kuru, yabancı para birimine değer kazandıracak ve borsadan döviz kuruna doğru negatif bir ilişki vardır.

Üçüncüsü model ise *Varlık Piyasası* yaklaşımıdır. Bu modele göre hem döviz kurunu hem de borsayı etkileyen farklı değişkenler nedeniyle döviz kuru ile borsa arasında etkileşim çok zayıftır veya bir ilişki yoktur.

Abdalla ve Murinde (1997), 1985-1994 arası dönem için dört Asya ülkesinde iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişki bulmuşlardır. Ancak

Pakistan ve Kore’de nedensellik yokken Hindistan ve Filipinler’de nedensellik ortaya çıkmıştır.

Pan ve diğerleri (2007), yedi Asya ülkesinde döviz kurları ile pay senedi piyasaları arasında yüksek bir korelasyon bulmuştur. Aynı sonuçlara Kıymaz (2003) tarafından da ulaşılmıştır. Kıymaz (2003), Türk firmalarının döviz kuru karşısındaki etkinliğini değerlendirmiştir. Bu çalışmaya göre Türk firmaları özellikle tekstil, makine, kimya ve finans sektörlerinde kur riskine yüksek oranda maruz kalmaktadır.

Ojaghlou (2020), İstanbul Borsası’na yönelik temel ekonomik faktörlere odaklanmıştır. Bu çalışmaya göre değişkenler entegre edilmiştir ve nominal döviz kuru ve diğer faktörlerden İstanbul Borsa getirisine pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir uzun dönemli asimetrik ilişki vardır. Ojaghlou (2020), ilgili çalışmasında İstanbul borsa getirisinin (BIST-100) *Etkin Piyasa Hipotezi (EMH)* ile tutarlı olduğunu öne sürmektedir.

Tsai (2012), altı Asya ülkesindeki (Singapur, Tayland, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayvan) pay senedi ve döviz piyasalarının aylık verilerini (Ocak 1992’den Aralık 2009’a kadar) kullanarak portföy dengesi etkisini desteklemek için *Quantile Regresyon* modelini kullanmıştır. Tsai’e göre portföy dengesi etkisi her zaman ve her yerde olmadığı için pay senedi ve döviz piyasaları arasındaki ilişki piyasa koşullarına bağlı olarak değişebilir. Yalnızca önemli miktarda yabancı sermayenin borsaya girmesine veya borsadan çıkmasına neden olan kâr fırsatı açık olduğunda bariz bir sermaye girişi veya çıkışı meydana gelir. Burada pay senedi fiyat endeksinin döviz kuru üzerinde önemli etkisi bulunabilir.

Alagidede ve diğerleri (2011), Ocak 1992’den Aralık 2005’e kadar Avustralya, Kanada, Japonya, İsviçre ve Birleşik Krallık’ta Granger nedensellik testinin üç varyasyonunu kullanarak (standart nedensellik testi, eşit olmayan gecikme uzunluğu modeliyle ve testin Hsiao versiyonu) döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki nedenselliği doğrusal ve doğrusal olmayan bir çerçevede incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, borsa ile döviz kuru arasında uzun dönemli bir ilişki olduğuna dair bir kanıt olmadığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca Hiemstra-Jones testi ile kısa vadede Japonya ve İsviçre’de doğrusal olmayan bir nedensellik ve zayıf bir nedensellik olduğunu bulmuşlardır.

Ajayi ve diğeri (1998), pay senedi getirileri ile döviz kurlarındaki değişiklikler arasında nedensel ilişkiyi araştırmak amacıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler için günlük pay senedi endekslerini ve döviz kurlarını kullanmışlardır. Sonuçlar, tüm gelişmiş ekonomilerde pay senedi ve döviz piyasaları arasında Granger anlamında tek yönlü nedensellik olduğuna dair kanıtlar sunarken gelişmekte olan ekonomilerde tutarlı bir nedensellik ilişkisi gözlemlenmemiştir. Ampirik kanıtlar, aynı zamanda gelişmiş ekonomilerde pay getirilerinin ve döviz kurlarındaki değişikliklerin eşzamanlı olarak belirlenmesi için güçlü bir destek sağlamıştır. Bununla birlikte eş zamanlı ayarlamaların gelişmekte olan ekonomilerde zayıf olduğunu bulmuşlardır.

Sulku (2011), Latin Amerika ile Asya ve Pasifik bölgelerindeki bir grup gelişmekte olan ülkelerin pay senedi piyasaları ile reel döviz kuru serileri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisine belirtmiştir. Ancak Sulku, bu değişkenler arasında başka bir temel dinamiğin varlığından dolayı korelasyonun işaretinin belirlenemeyeceğini göstermiştir.

Aquino (2005), Filipin firmalarının hem Asya finansal krizi öncesi hem de kriz sonrası dönemlerde döviz dalgalanmalarına maruz kalma durumlarını iki faktörlü bir APT modeli çerçevesinde incelemiştir. Sonuçlar, 1997 Asya finansal krizi öncesinde pay senedi getirisi ile döviz kuruna önemli bir tepki olmadığını ancak kriz sonrasında Filipinler'deki firmaların döviz kuru hareketine tepki olarak farklılıklar göstermeye başladığını göstermektedir.

Lin (2012), gelişmekte olan Asya piyasalarından gelen verileri kullanarak bir kriz döneminde döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasındaki etkileşimin güçlendiğini bulmak için ARDL modelini kullanmıştır. Çalışmanın sonucu tüm dönemlerde ihracata yönelik endüstriler için ortak hareketin güçlü olmadığını vurgulamıştır.

Hajilee ve Al Nasser (2014), 1980-2010 arası dönemde on iki gelişmekte olan ekonomi için kointegrasyon sınır testi modelini ile hata düzeltme modelini kullanmış ve bu ülkelerde döviz kuru oynaklığının hem uzun hem de kısa vadede pay senedi piyasası üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Muradoğlu ve Metin (1996), zaman serisi ekonometrisinde yeni geliştirilen teknikler olan birim kökler ve kointegrasyon yöntemleri kullanarak Türkiye’de etkin piyasa hipotezinin yarı güçlü formunu test etmişlerdir. Onların bulguları, döviz kurları arttıka pay senedi getirilerinin artmasının beklendiğini desteklemiştir.

Karamustafa ve Küçükkale (2003), alışmalarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın aylık pay senedi fiyat endeksleri ve para arzı, ABD Doları döviz kuru, ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi gibi bir dizi makroekonomik değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri açıklamak için *Engel-Granger* ve *Johansen-Juselius* eşbütünleşme testleri ve *Granger Nedensellik* testi kullanmışlardır. Elde edilen sonuçlar, pay senedi getirileri ile döviz kurları arasındaki ilişkinin belirsiz olduğunu ve Borsa İstanbul’un döviz kurlarının ne nedeni ne de sonuç değişkeni olmadığını göstermiştir.

Trsoy ve diğerleri (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) *Arbitraj Fiyatlandırma Teorisinin (APT)* şubat 2001’den Eylül 2005’e kadar aylık periyotlarla ampirik olarak test etmişlerdir. Çalışma sonucunda pay senedi getirileri ve döviz kurları arasında nedensel bir ilişki sağlanmamıştır.

Aydemir ve Demirhan (2009), pay senedi fiyat endeksleri olarak BİST 100, hizmet, finans, sanayi ve teknoloji endekslerini ele alarak, 23 şubat 2001 ve 11 Ocak 2008 tarihleri arasındaki günlük Türkiye ile ilgili verileri kullanarak pay senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki nedensel ilişkiyi araştırmıştır. Onların ampirik sonuçları, döviz kuru ile tüm borsa endeksleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir. BİST 100, hizmet, finans ve sanayi endekslerinden döviz kurlarına negatif nedensellik ilişkisi bulunurken teknoloji endeksinden döviz kuruna pozitif bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Diğer taraftan ise döviz kurundan tüm borsa endekslerine doğru negatif bir nedensellik ilişkisi olduğunu tespit etmiştir.

Vygodina (2006), 1987–2005 arası dönemde Granger nedensellik metodolojisini kullanarak ABD’de büyük ve küçük sermayeli pay senedi fiyatları ile firma büyüklüğünü kontrol eden döviz kurları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucu, büyük sermayeli pay senetlerinden döviz kuruna doğru Granger nedenselliğinin olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak, küçük çaplı pay senetleri için nedensellik yoktur. Pay senedi fiyatları ve döviz

kurları aynı makroekonomik değişkenlerden etkilenmektedir ve ABD’de federal para politikasındaki değişiklikler bu ilişkilerin doğası üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Diğer bir deyişle, pay senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkinin niteliği zamanla değişmektedir.

Hatemi-J ve Irandoust (2002), İsveç’te döviz kurları ile pay senedi fiyatları arasında olası bir nedensellik ilişkisini araştırmak için Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen yeni bir Granger nedensellik olmayan testi, VAR modelini ve çok değişkenli MWald istatistiğini kullanmışlardır. 1993 ve 1998 arası dönemde aylık nominal efektif döviz kurlarını ve pay senedi fiyatlarını kullanmışlar. Sonuçlar, Granger nedenselliğinin pay senedi fiyatlarından efektif döviz kurlarına doğru tek yönlü olduğunu göstermiştir. Ayrıca İsveç pay senedi fiyatlarındaki artışın İsveç Kronu’nun değer kazanmasıyla ilişkili olduğunu ortaya konulmuştur.

Kurihara (2006), Mart 2001 ve Eylül 2005 arası dönemde Japonya’da makroekonomik değişkenler ile günlük pay senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ampirik sonuçlar, yerel faiz oranının Japon pay senedi fiyatlarını etkilemediğini, ancak döviz kuru ve ABD pay senedi fiyatları Japon pay senedi fiyatlarını etkilediğini göstermiştir. Sonuç olarak 2001 yılında uygulanan niceliksel genişleme politikası, Japon pay senedi fiyatlarını etkilemiştir. Son olarak, ampirik sonuçlar niceliksel genişlemenin pay senedi fiyatlarını etkilediğini göstermektedir.

Erbaykal ve Okuyan (2007), sınır testi yaklaşımı ve Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen nedensellik analizi kullanarak gelişmekte olan 13 ekonomi için döviz kuru ve pay senedi fiyat ilişkilerini her ülke için farklı zaman dilimleri kullanarak incelemiştir. Bulgular, sekiz ekonomi için nedensellik ilişkilerini gösteren kanıtlar sunmaktadır. Bunların beşinde pay senedi fiyatından döviz kuruna doğru tek yönlü nedensellik varken geri kalan üç ekonomi için çift yönlü nedensellik mevcuttur. Türkiye’de de bu finansal değişkenler için nedensellik bulamamışlardır.

Brooks, Edison, Kumar ve Slok (2001), Yen-döviz kurunun son yıllarda cari hesaba yakından bağlı kaldığını ancak Yen-Dolar döviz kuru ile pek alakalı olmayan portföy akışlarının olduğunu gösteren kanıtlar sağlamıştır. Onların görüşlerine göre Euro-Dolar döviz kuru için daha çok önem arz etmektedir. Hau

ve Rey (2003), uluslararası pay senedi akışlarının ve temettülerin geri dönüşlerinin birçok ülkede döviz kurlarıyla yüksek oranda ilişkili görüldüğünü rapor etmektedir. Burada sunulan araştırmanın önemli bir yeniliği, çeşitli ödemeler dengesi bileşenlerinin birbiriyle ilişkili olmasına dayanan, dinamik bağlamda uluslararası ödeme akışlarının açık ampirik modellenmesidir (Muller-Plantenberg, 2004).

VI. METEDOLOJİ VE BULGULAR

Pay senedi fiyatlarına ilişkin veriler Investing.com (BİST100 endeksi) veribankasında ve ABD Doları/TL ve EURO/TL döviz kurlarını Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınmıştır. Veriler, aylık bazda ve 2008 Ekim – 2021 Mart dönem aralığını içermektedir.

Çizelge 1 Verilerin Tanımı

DEĞİŞKEN	DEĞİŞKENİN TANIMI	DEĞİŞKENİN KISALTMASI	KAYNAK
ABD Doları/TL	Dolar'ın TL karşı değeri	USD	TCMB
EURO/TL	EURO'nun TL karşı değeri	EURO	TCMB
BİST100 endeksi	Borsa İstanbul'da işlem gören piyasa ve işlem hacmi açısından en yüksek 100 pay senedinin performansı	BİST100	Investing.com

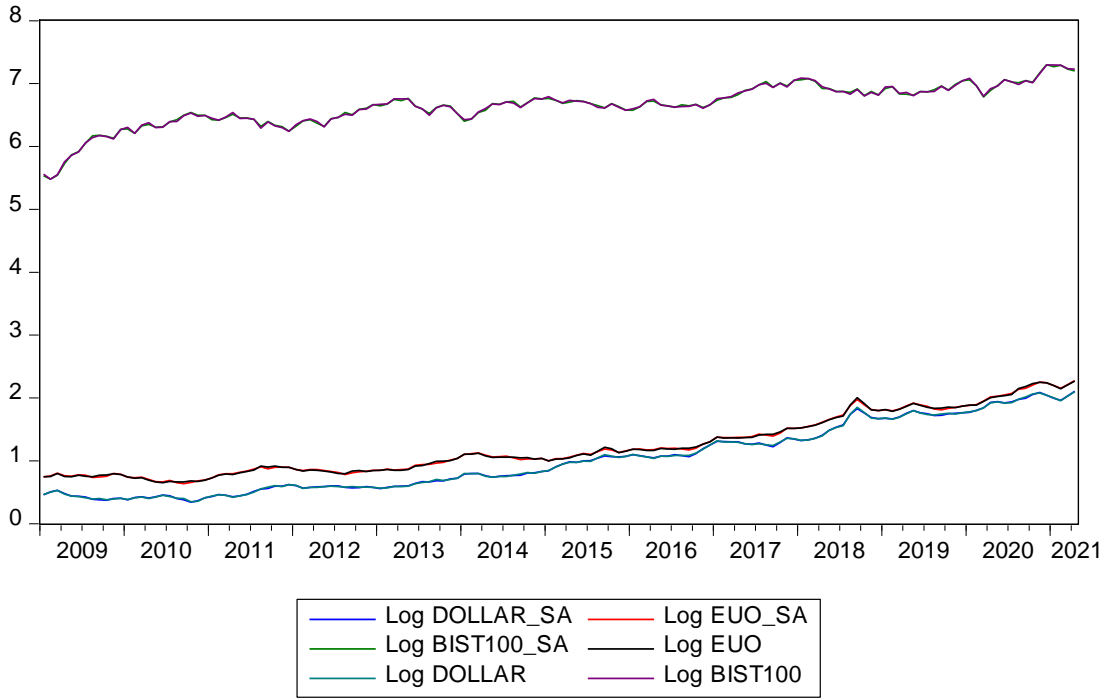
Çalışmanın bu bölümünde ekonometrik analiz sonuçlarına geçmeden önce kullanılan değişkenlere ilişkin tanıtıcı istatistikler hesaplanmış ve bunlar *Çizelge 1*'de özetlenmiştir.

İlgili tablo incelenecek olunursa BİST100 serisinin ortalama değeri 809,0116 olarak belirlenmiştir. Serinin ele alınan dönem içindeki en yüksek değeri 1476,720 olup bu da 2020 Aralık tarihinde gerçekleşmiştir. Aynı zamanda seri 2009 Şubat ayında en düşük değere (240,27) sahip olmuştur. Bu serisinin standart sapması 243,4180 olarak hesaplanmıştır.

Çizelge 2 Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	BİST100	DOLAR/TL	EURO/TL
Ortalama	809,0116	3.815.074	3.195.956
Medyan	785,1250	2.865.000	2.220.000
Maksimum Değer	1476,720	9.650.000	8.160.000
Minimum Değer	240,2700	1.920.000	1.420.000
Standart Sapma	243,4180	2.155.227	1.969.847
Çarpıklık	0,318208	1.267.891	1.082.160
Basıklık	3,262766	3.299.910	2.762.591
Jarque-Bera İstatistiği	2,923441	3.694.742	2.686.365

Dolar/TL serisinin ortalama değeri 3,24 ve serinin ele alınan dönem içindeki en yüksek değeri 8,16 (2021 Mart) olup aynı zamanda seri 2010 Ekim ayında en düşük değere (1,42) sahip olmuştur. Bu serisinin standart sapması 1,895 olarak hesaplanmıştır. EURO/TL için ortalama değeri 2,96, maksimum değeri 9,65 ve minimum değeri 1,92 olarak gerçekleşmiştir. Bu serilerinin logaritmik değerlerini aşağıdaki grafikte görmekteyiz:



Şekil 1 Seriler (SA: Mevsimsellikten Arındırılmış Seriler)

A. Modeller

(Bahmani-Oskooee & Sohrabian, 1992), (Ajayi ve diğeri, 1998), (Suriani ve diğeri, 2015) ve (Moeljadi & Fauziah, 2015) çalışmalarını dikkate alarak aşağıdaki modeller belirlenmiştir:

$$BIST100 = f(USD)$$

Denklem 6

$$BIST100 = f(USD^+, USD^-)$$

Denklem 7

$$BIST100 = f(EURO)$$

Denklem 8

$$BIST100 = f(EURO^+, EURO^-)$$

Denklem 9

Bu modellerde BİST100 bağımlı ve döviz kurları bağımsız değişken olarak baz alınmıştır. Burada (Pesaran vd., 2001) tarafından geliştirilen Doğrusal olan ARDL sınır metodu ve simetrik etkisini analiz etmek için (shin vd. 2014) tarafından geliştirilen Non-ARDL motodları kullanılmıştır.

USD'nin BİST100 üzerinde etkisinin (Denklem 6) ARDL Modeli aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} \Delta BIST100 = & \alpha_0 + \sum_{q=1}^{p1} \alpha_{1q} \Delta BIST100_{t-q} + \sum_{q=0}^{p2} \alpha_{2q} \Delta USD_{t-q} + \beta_0 BIST100_{t-1} \\ & + \beta_1 USD_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Denklem 10

EURO'nun BİST100 üzerinde etkisinin (Denklem 8) ARDL Modeli:

$$\begin{aligned} \Delta BIST100 = & \alpha_0 + \sum_{q=1}^{p1} \alpha_{1q} \Delta BIST100_{t-q} + \sum_{q=0}^{p2} \alpha_{2q} \Delta EURO_{t-q} + \beta_0 BIST100_{t-1} \\ & + \beta_1 EURO_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Denklem 11

Δ Fark operatörü ve q her değişkenin gecikme sayısı. Boş hipotez şudur:
 $H_0 : \beta_0 = \beta_1 = 0$ ve alternatif hipotez ise: $H_1 : \beta_0 \neq 0, \beta_1 \neq 0$

Doğrusal Olmayan ARDL modeli için asimetrik uzun vadeli ilişkiyi göz önünde bulundurarak: $y_t = \beta^+ x_t^+ + \beta^- x_t^- + u_t$ için x_t : $k \times 1$ olarak ve ayrıştırılan vektörü ise $x_t = x_0 + x_t^+ + x_t^-$

x_t^+ ve x_t^- , x_t 'deki pozitif ve negatif değişikliklerin kısmî toplam süreçleridir.

$$x_t^+ = \sum_{j=1}^t \Delta x_j^+ = \sum_{j=1}^t \max(\Delta x_j, 0), x_t^- = \sum_{j=1}^t \Delta x_j^- = \sum_{j=1}^t \min(\Delta x_j, 0)$$

Denklem 12

Ve β^{pos} , β^{neg} ilişkili asimetrik uzun dönem parametreleridir. Model için hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} + \theta^+ x_{t-1}^+ + \theta^- x_{t-1}^- + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^q (\pi_j^+ \Delta x_{t-j}^+ + \pi_j^- \Delta x_{t-j}^-) + \varepsilon_t,$$

Denklem 13

Sıfır hipotez: $\rho = \theta^{\text{pos}} = \theta^{\text{neg}} = 0$

Modelin dengesi ise:

$$m_{\square}^+ = \sum_{j=0}^{\square} \frac{\partial y_{t+j}}{\partial x_t^+}$$

Denklem 14

$$m_{\square}^- = \sum_{j=0}^{\square} \frac{\partial y_{t+j}}{\partial x_t^-} \quad h=0, 1, 2, \dots$$

Denklem 15

m_h^+ ve m_h^- ilgili asimetrik uzun dönem katsayılarına doğrusal ve sırasıyla $\beta^+ = \theta^+ / -\rho$ ve $\beta^- = \theta^- / -\rho$, $h \rightarrow \infty$.

Tarafımızca hazırlanan çalışmadaki NARDL modeli, USD'nin BIST100 üzerine simetrik (Denklem 7) etkisi için NARDL modeli:

$$\Delta BIST100 = \alpha_0 + \sum_{q=1}^{p1} \alpha_{1q} \Delta BIST100_{t-q} + \sum_{q=0}^{p2} \alpha_{2q} \Delta USD^{pos}_{t-q} + \sum_{q=0}^{p3} \alpha_{2q} \Delta USD^{neg}_{t-q} + \beta_0 BIST100_{t-1} +$$

Denklem 16

$$\beta_1 USD^{pos}_{t-1} + \beta_2 USD^{neg}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Denklem 17

EURO'nun BIST100 üzerine simetrik (Denklem 9) etkisi için NARDL modeli:

$$\Delta BIST100 = \alpha_0 + \sum_{q=1}^{p1} \alpha_{1q} \Delta BIST100_{t-q} + \sum_{q=0}^{p2} \alpha_{2q} \Delta EURO^{pos}_{t-q} + \sum_{q=0}^{p3} \alpha_{2q} \Delta EURO^{neg}_{t-q} + \beta_0 BIST100_{t-1} +$$

Denklem 18

$$\beta_1 EURO^{pos}_{t-1} + \beta_2 EURO^{neg}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Denklem 19

Δ Fark operatörü ve q her değişkenin gecikme sayısı. Sıfır hipotez şudur:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0 \text{ ve alternatif hipotez ise budur: } H_1 : \beta_0 \neq 0, \beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0$$

1. Birim Kök Testi

Mevcut araştırmanın analiz kısmında doğrusal ve doğrusal olmayan ARDL sınır testinin uygulanabilmesi için öncelikle serilerin ikinci devresel farkında I (2) durağan olup olmadığı test edilmelidir. ARDL ve NARDL modelleri için serilerin hiç birisi I (2) olmaması lazımdır. Bu amaç doğrultusunda Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testlerine başvurulmuştur. Birim kök test sonuçları Çizelge 3'te sunulmuştur.

Çizelge 3 Birim Kök Testi 12

Değişkenler	ADF13		PP14	
	Sabit	Sabit ve trendli	Sabit	Sabit ve trendli
BİST100	-1.46(0)	-3.43(0)**	-1.26(19)	-3.62(9)**
Δ BİST100	-11.78(0)***	-11.74(0)***	-13.12(28)***	-13.04(28)***
$\frac{\text{USD}}{\text{TL}}$	2.42(2)	-0.68(2)	5.37(21)	0.49(20)
$\Delta \frac{\text{USD}}{\text{TL}}$	-9.62(1)***	-10.31(1)***	-6.34(21)***	-6.95(38)***
$\frac{\text{EURO}}{\text{TL}}$	2.98(2)	0.09(2)	3.55(11)	0.41(10)
$\Delta \frac{\text{EURO}}{\text{TL}}$	-9.18(1)***	-10.06(1)***	-6.91(8)***	-7.04(15)***

Not: *** , ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Çizelge 3'e göre sabitli, sabitli ve trendli modeller için *Augmented Dickey-Fuller* ve *Phillips-Perron* yöntemlerinde t-istatistik değerleri negatif ve aynı zamanda mutlak değeri MacKinnon tablo kritik değerlerinden büyük olduğu ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu için döviz kurları birinci devresel farklarında durağan oldukları tespit edilmiştir. Öte yandan BİST100 trendli modellerde %95 seviyesinde anlamlı ve I (0)'da durağan olduğu anlaşılmıştır. Ancak sabitli modelde seviyesinde duragan değildir ve birinci devresel farkında I (1) durağan olduğu tesbit edilmiştir. Birim kök test sonuçlarına göre seriler I (2) olmadıklarından ARDL ve NARDL yöntemlerini analizde kullanmamızda herhangi sakıncası bulunmamaktadır.

2. ARDL Modeli: Uzun Dönem İlişki Analizi

Çizelge 4'e göre denklem 1'de (eq1) USD'nin BİST100 üzerindeki katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. F-Sınırları (5.53), %95 kritik değer (4.16) üst sınırından büyüktür ve hata terimi ($ECT_{-1} = -0.11$) negatif ve kabul edilen aralıkta (-1 ile 0 arasında) olup istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani (Denklem 6) daki değişkenler arasında uzun dönem ilişki mevcuttur ve seriler eşbütünleşiklerdir.

¹² Tüm seriler, hareketli ortalama yöntemi ile mevsimsel olarak ayarlanır.

¹³ Schwartz Bilgi Kriterine göre

¹⁴ Bartlett Kernel göre

Çizelge 4 Uzun Dönem Katsayısı USD-BIST100

Değişkenler	ARDL(1,2) Eq1 Uzun Dönem Katsayıları	NLARDL (1,1,0) Eq2 Uzun Dönem Katsayıları	ARDL(1,2) Eq3 Uzun Dönem Katsayıları	NLARDL (1,4,4) Eq4 Uzun Dönem Katsayıları
C	489.92*** (6.55)	87.14*** (4.12)	464.51*** (5.71)	742.83*** (6.80)
EURO	-	-	107.38*** (5.46)	-
USD	124.63*** (5.84)	-	-	-
USD ⁺	-	317.49** (2.06)	-	-
EURO ⁺	-	-	-	167.75** (1.92)
USD ⁻	-	594.68* (1.62)	-	-
EURO ⁻	-	-	-	205.87 (1.01)
EC ₋₁	-0.1115*** (-3.45)	-0.1016*** (-3.002)	-0.11417*** (-3.45)	-0.12418*** (-3.44)
F-Sınırları	5.53** (üst sınırı 95%=4.16)	7.40*** (üst sınırı 99%=5)	4.96** (alt sınırı 99%=4.94)	5.009*** (üst sınırı 99%=5)
χ^2_{Serial}	0.059	0.16	0.06	0.008
$\chi^2_{RESET,ARCH}$	2.04	1.17	2.54	2.1

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Denklem 7’de; hata katsayısı terimi (ECT₋₁) negatif ve kabul edilen alanda (-1 ile 0 arasında) yer almakta ve değeri (-0.10)’dir. Bu değer, istatistiksel olarak anlamlıdır. F-Sınırları (7.40), %99 kritik değer (5) üst sınırından büyüktür ve tüm katsayılar istatistiksel olarak anlamlı ve ilişki yönü doğrusaldır.

Euro’nun BIST100’e etkisi durumunda denklem 8’de F-Bound (4.96), %99 kritik değer (4.94) üst sınırından büyüktür ve (ECT₋₁ = -0.11) negatif ve -1 ile 0 arasındadır. Euro katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca eq4 (NARDL modeli) hata terimi (ECT₋₁=-0.124) olup negatiftir ve -1 ile 0 arasında yer almakta ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Aynı zamanda **EURO⁺** ve **EURO⁻** katsayıları pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

¹⁵ EC = **BIST100** - (124.6364*USD + 489.9297)

¹⁶ EC = **BIST100** - (317.4979***USD⁺** + 594.6876***USD⁻** + 825.6449

¹⁷ EC = **BIST100** - (107.3864*EURO + 464.5177)

¹⁸ EC = **BIST100** - (167.7257***EURO⁺** + 205.8704***EURO⁻** + 742.8362)

Tüm modellerde döviz kuru katsayıları pozitif olarak gerçekleşmiştir. Yani döviz kuru BİST100 üzerindeki etkisi pozitifdir. Asimetrik etkiye baktığımızda pozitif ve negatif döviz kuru terimler katsayıları pozitif bir değer ve bu değerler istatistiksel olarak anlamlıdır ($EURO^-$ hariç). Bu nedenle döviz kurları ile BİST100 arasında uzun dönemde pozitif bir ilişki mevcuttur.

3. Kısa Dönem İlişki Analizi:

Kısa dönem analizi için *Wald Testi* kullanılmıştır. Bu testin sonuçları her 4 model için *Çizelge 5*'te özetlenmiştir. Bu sonuçlara göre bütün modellerde döviz kurları ve simetrik terimlerden BİST100'e kısa dönem ilişki mevcut olduğu tespit edilmiştir. Bu değerler %99 ve v%95 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu oran yalnızca $EURO^-$ de %90 olarak gerçekleşmiştir.

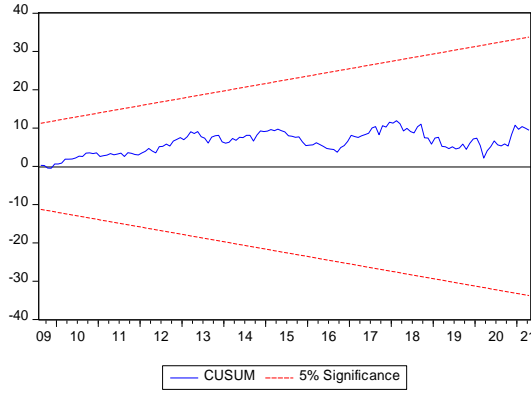
Çizelge 5 Kısa Dönem Katsayısı USD ve EURO - BİST100

Değişkenler	ARDL(1,2) Eq1 Kısa dönem Wald testi	NLARDL (1,1,0) Eq2 Kısa dönem Wald testi	ARDL(1,2) Eq3 Kısa dönem Wald testi	NLARDL (1,4,4) Eq4 Kısa dönem Wald testi
C	489.92*** (6.55)	87.14*** (4.12)	464.51*** (5.71) F-Ist.=6.29 χ^2 =18.88 Kısa vadeli bir etki var (99%)	742.83*** (6.80)
EURO	-	-	-	-
USD	F-Ist.=8.46 χ^2 =25.39 Kısa vadeli bir etki var (99%)	-	-	-
USD ⁺	-	F-Ist.=7.69 χ^2 =15.39 Kısa vadeli bir etki var (99%)	-	-
EURO ⁺	-	-	-	F-Ist.=7.15 χ^2 =22.54 Kısa vadeli bir etki var (99%)
USD ⁻	-	F-Ist.=4.46 t-ist.=2.11 χ^2 =4.46 Kısa vadeli bir etki var (95%)	-	-
EURO ⁻	-	-	-	F-Ist.=2.86 χ^2 =5.72 Kısa vadeli bir etki var (90%)

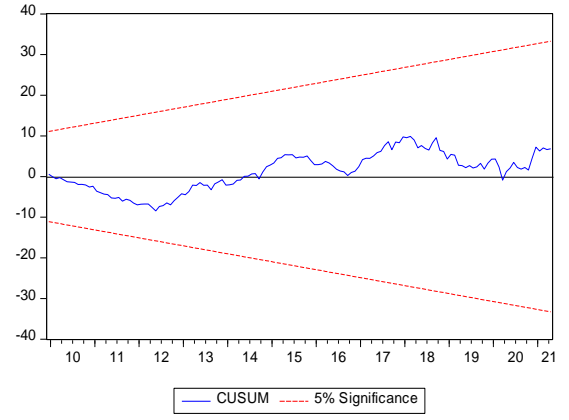
4. Durağanlık Analizi

Pesaran ve diğerlerine (2001) göre tahmin edilen modellerin ECT durağanlığı ampirik olarak durağan olmalıdır. Bu amaç doğrultusunda CUSUM kararlılık testine başvurulmuştur. CUSUM'un grafikleri Şekil 2'de gösterilmiştir. Şekil 2'ye göre belirtilen ARDL ve NARDL sonuçlarda katsayıların %5 anlamlılık düzeyinde ale alınan dönemde istikrarlı bir seyir izlediği tespit edilmiştir ve herhangi yapısal kırılmaya rastlanmamıştır.

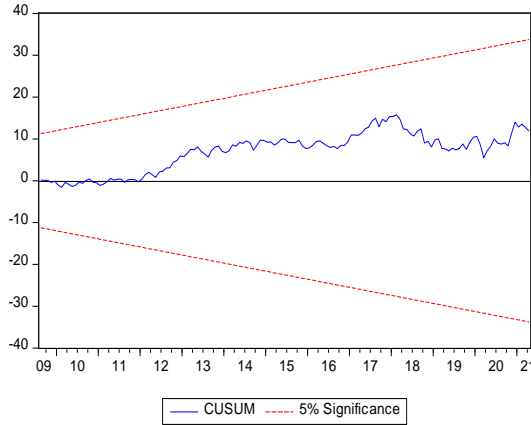
Eq1:



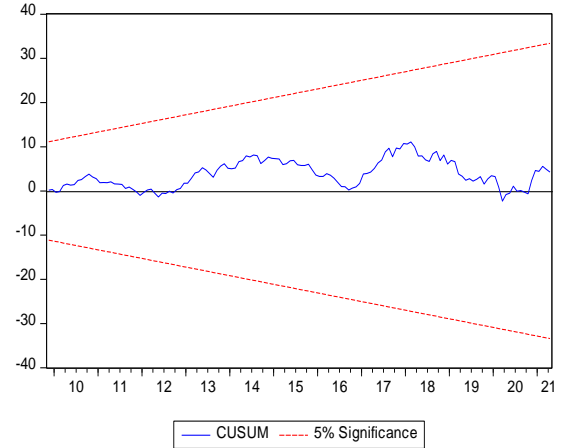
Eq2:



Eq3:



Eq4:



Şekil 2 Tahmin Edilen Modellerin İstikrarlılık Testi

VII. SONUÇ

Yerel paranın yabancı para cinsinden değeri olarak tanımlanan döviz kurları daha ziyade üretim, uluslararası sermaye girişi, mal ve hizmet alım satımlarına göre belirlenirken küreselleşmiş ve mali entegrasyon gelişmesi sonucunda kurların ayarlanmasında daha etkin hale gelmiştir. Bu faktörler doğrultusunda küreselleşme ile ekonomik belirsizliklerin arttığı bir ortamda ekonomideki en önemli gösterge ve fiyat endeksinden biri döviz kurudur. Tarafımızca hazırlanmış olan bu çalışmada da döviz kurundaki dalgalanmaların pay senedi getirisi üzerine etkileri incelenmiştir. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da işlem gören piyasa ve işlem hacmi açısından en yüksek 100 pay senedinin ve iki önemli döviz kuru olan ABD Doları ve Euro baz alınmıştır.

Değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkisi incelemek için zaman serisi analizi 2008 Ekim – 2021 Mart dönemi aylık verileri kullanılmıştır.

Öncelikle değişkenlerin durağanlık durumları *Augmented Dickey-Fuller* ve *Phillips-Perron* birim kök testleriyle incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre döviz kurları 1. devresel farkında durağan ancak BİST100 %95 güven aralığında trendli seviyesinde durağan olmuştur. Yani ele alınan değişkenler I (0) ve I (1)'de durağan olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar doğrultusunda döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların BİST100 üzerinde etkisini incelemek için *Doğrusal Olan ARDL Sınır Testi* ve simetrik etkiyi incelemek için *Non-ARDL Sınır Testlerine* başvurulmuştur.

Bu çalışma kapsamında 4 model belirlenmiştir. Bu modellerin ikisi *Doğrusal Olan ARDL Sınır Testi* ve diğer ikisi ise *Non-ARDL* testini içermektedir. Tahmin sonuçlarına göre 4 modelde de değişkenler arasında uzun dönem ilişki mevcuttur ve seriler eşbütünleşiktir. Zira hata düzelme terimi -1 ile 0 arasında yer almakta ve F-istatistik değeri Pesaran kritik tablo değerinden fazla olduğu tesbit edilmiştir. Bu sonuçlar bilirlenen 4 modelde de geçerlidir.

Sonuç tahminlerine göre döviz kurlarında BİST100’de pozitif ve anlamlı ilişki mevcuttur. Döviz kurlarında meydana gelen herhangi bir artış BİST100’ün artışına sebebiyet vermiştir.

NARDL tahmin sonuçları ARDL sonuçları ile uyum içerisindedir. NARDL sonuçlarına göre döviz kurlarındaki pozitif ve negatif terimleri BİST100 ile uzun dönem ilişkiye sahip ve serileri eşbütünleşikler. Zira hata terimleri ($ECT_{.1}$) 0 ile -1 arasında ve aynı zamanda modelde F-istatistik değeri Pesaran tablo değerinden fazla olmuştur. Bu katsayılar, BİST100 üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etki bırakmıştır. Sadece Euro negatif terimleri istatistiksel olarak anlamlı değildir ancak etkisi pozitifdir.

Modellerin kararlılık analizi için *CUSUM* testi kullanılmıştır. Bu test sonuçlarına göre tahmin edilen modellerin durağan olduğu tesbit edilmiştir.

VIII. KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- FRANKEL, J. A. (1984). “**Tests of Monetary and Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination**”, içinde F. JOHN, O. BILSON ve C. RICHARD (Ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- FRIEDEN, J. ve STEIN, E. (2001). **The Currency Game Exchange Rate Politics in Latin America**, J. FRIEDEN ve E. STEIN (Ed.), Washington, Inter-American Development Bank.
- HIPOLIT, J. A. (2013). **Real Exchange Rates , Financial Repression , and Regime Type: A Political Economy Analysis of Real Exchange Rate Undervaluation**, Georgetown University.
- JOHNSTON, R. vd. (1999). **Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues**, International Monetary Fund, Washington, International Monetary Fund.
- NATH, G. C. ve SAMANTA, G. P. (2003). **Relationship Between Exchange Rate and Stock Prices in India: An Empirical Analysis**, Bandra, Complex.
- O’CONNELL, P. G. J. (1997). **Perspectives on Purchasing Power Parity**, Harvard University.
- TERRA, C. (2015). **Principles of International Finance and Open Economy Macroeconomics**, Academic Press.
- XENIAS, A. (2007). **A Structural Theory of Currency Unions and Monetary Alliances**, Columbia University.

MAKALELER

- ABDALLA, I. S. A. ve MURINDE, V. (1997). “Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan and The Philippines”, **Applied Financial Economics**, cilt 7, sayı 1, ss.25–35.
- ACEMOGLU, D. (2012). “Introduction to Economic Growth”, **Journal of Economic Theory**, cilt 147, sayı 2, ss.545–550.

- AHN, J., C. MANO, R. ve ZHOU, J. (2020). “Real Exchange Rate and External Balance: How Important Are Price Deflators?”, **Money, Credit and Banking**,
- AJAYI, R. A., FRIEDMAN, J. ve MEHDIAN, S. M. (1998). “On the Relationship Between Stock Returns and Exchange Rates: Tests of Granger Causality”, **Global Finance Journal**, cilt 9, sayı 2, ss.241-251.
- ALAGIDEDE, P., PANAGIOTIDIS, T. ve ZHANG, X. (2011). “Causal Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates”, **The Journal of International Trade and Economic Development**, cilt 20, sayı 1, ss.67-86.
- AN, L., KIM, Y. ve YOU, Y. (2016). “Floating Exchange Rates and Macroeconomic Independence”, **International Review of Economics and Finance**, sayı 42, ss.23-35.
- AQUINO, R. Q. (2005). “Exchange Rate Risk and Philippine Stock Returns: Before and After the Asian Financial Crisis”, **Applied Financial Economics**, cilt 15, sayı 11, ss.765-771.
- ARESTIS, P. ve SAWYER, M. (1997). “How Many Cheers for the Tobin Transactions Tax?”, **Cambridge Journal of Economics**, cilt 21 sayı 6, ss.753-768.
- ARSLAN, İ. (2000). “Türk Hukukunda Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesinin Kavramsal Gelişimi Hukuki Niteliği ve Uygulaması”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, ss.289–312.
- AYDEMİR, O. ve DEMİRHAN, E. (2009). “The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates Evidence From Turkey”, **International Research Journal of Finance and Economics**, cilt 1, sayı 23, ss.207–215.
- BAHMANI-OSKOOEE, M. ve SOHRABIAN, A. (1992). “Stock Prices and the Effective Exchange Rate of the Dollar”, **Applied Economics**, cilt 24, sayı 4, ss.459-464.
- BALL, R. ve BROWN, P. (1968). “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, **Journal of Accounting Research**, cilt 6, sayı 2, ss.159-178.
- BĂRBUȚĂ-MIȘU, N. vd. (2020). “Determinants of Dollarization of Savings in the Turkish Economy”, **Sustainability (Switzerland)**, cilt 12, sayı 15, ss.1-16.
- BARLAS, Y. ve MUTLUER, D. (2002). “Modelling the Turkish Broad Money Demand”, **Central Bank Review**, sayı 2, ss.55-75.

- BARRO, R. J. ve ALESINA, A. (2000). Currency Unions, **Europe**, sayı 7927.
- BARRO, R. ve TENREYRO, S. (2007). “Economic Effects of Currency Unions”, **Economic Inquiry**, cilt 45, sayı 1, ss.1–23.
- BATURE, N. B., IORMOM, I. B. ve OGBA, J. L. (2020). “Explaining the Incidence of Household Healthcare Expenditure in Nigeria under a Regime of Low Fiscal Provision: Is the Exchange Rate Important?”, **Academic Paper Explaining**, (July), sayı 2.
- BELEN, M. ve KARAMELİKLİ, H. (2016). “Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: ARDL Yaklaşımı”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, cilt 45, sayı 1, ss.34-42.
- BERDIEV, A. N., KIM, Y. ve CHANG, C. P. (2012). “The Political Economy of Exchange Rate Regimes in Developed and Developing Countries”, **European Journal of Political Economy**, cilt 28, sayı 1, ss.38-53.
- BLEANEY, M. ve OZKAN, F. G. (2011) “The Structure of Public Debt and the Choice of Exchange Rate Regime”, **Canadian Journal of Economics**, cilt 44, sayı 1, ss.325-339.
- BODEA, C. (2010). “The Political Economy of Fixed Exchange Rate Regimes: The Experience of Post-communist Countries”, **European Journal of Political Economy**, cilt 26, sayı 2, ss.248-264.
- BOUZAHZAH, M. ve BACHAR, R. (2014). “Exchange Rate Policy in Morocco and Persistence of Real Exchange Rate Misalignments”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, cilt 4, sayı 1, ss.122-134.
- BRODSKY, D. A. (1982) “Arithmetic Versus Geometric Effective Exchange Rates”, **Bemerkungen**, sayı 547.
- BROZ, J. L., FRIEDEN, J. ve WEYMOUTH, S. (2008). “Exchange Rate Policy Attitudes: Direct Evidence From Survey Data”, **IMF Staff Papers**, cilt 55, sayı 3, ss.417-444.
- BURHOP, C. ve LEHMANN-HASEMEYER, S. (2016). “The Berlin Stock Exchange and The Geography of German Stock Markets in 1913”, **European Review of Economic History**, cilt 20, sayı 4, ss.429-451.
- BUTT, S. vd. (2020). Evaluating the Exchange Rate and Commodity Price Nexus in Malaysia: Evidence from the Threshold Cointegration Approach, **Financial Innovation**, cilt 6, sayı 1, ss.1-19.

- CATALBAS, N. (2016). "The Relationship among Nominal Exchange Rate, Import and Export in Turkey for the Period 1988:1 to 2015:3", **International Research Journal of Applied Finance**, cilt 7, sayı 4, ss.477-480.
- CEHRELİ, C., DURSUN, I. ve BARLAS, Y. (2017). "Speculative Dynamics of Exchange Rates in Turkey: A System Dynamics Approach", **Yıldız Social Science Review**, ss. 103-120.
- CENGİZ, Ç. (2018). "Döviz Kurunun Belirlenmesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar", **Sakarya İktisat Dergisi**, cilt 7, sayı 4, ss.1-17.
- ÇETİN, M. K. (2016). "Turkish Stock Market Dependency to International Markets and Exchange Rate", **The Online Journal of Science and Technology**, cilt 6, sayı 3, ss.83-89.
- CHAN, A. ve CHEN, N. F. (1999). "Perspectives on Public Policy an Intertemporal Currency Board", **Pacific Economic Review**, cilt 4, sayı 2, ss.215-232.
- CHANG, C. P. ve LEE, C. C. (2017). "The Effect of Government Ideology on an Exchange Rate Regime: Some International Evidence", **The World Economy**, cilt 40, sayı 4, ss.788-834.
- CROSBY, M. (2001). "Currency Unions, Currency Boards and Other Fixed Exchange Rate Arrangements", **The Australian Economic Review**, cilt 34, sayı 3, ss.367-372.
- DEWENTER, K. L., HAN, X. ve KOSKI, J. L. (2018) "Who Wins When Exchanges Compete? Evidence from Competition after Euro Conversion", **Review of Finance**, cilt 22, sayı 6, ss.2037-2071.
- DORNBUSCH, R. (1985). Purchasing Power Parity, **Open Economy Macroeconomics in East Asia**, ss. 1591.
- DORNBUSCH, R. ve FISCHER, S. (1980). "Exchange Rates and the Current Account", **The American Economic Review**, cilt 70, sayı 5, ss.960-971.
- DRĂGOI, D. (2020). "Economic growth versus economic development", **AROE**, cilt 4, sayı 1, ss.201-213.
- DURMUŞ, A. (2019). "Economic Growth and Trade Deficit in Turkey", **Journal of Social Sciences and Education**, cilt 2, sayı 1, ss.121-133.
- ERBAYKAL, E. ve OKUYAN, H. A. (2007). "Hisse Senedi Fiyatları ile Döviz Kuru İlişkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ampirik Bir Uygulama", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, cilt 1, sayı 1, ss.77-89.

- FAUZIAH, M. ve RATNAWATI, K. (2015). "Dynamic Relationship Between Exchange Rates and Stock Prices in Asia on Period 2009-2013", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, cilt 2, sayı 1, ss.124-124.
- FEUERSTEIN, S. ve GRIMM, O. (2006). "On the Credibility of Currency Boards", **Review of International Economics**, cilt 14, sayı5, ss.818-835.
- FLORES-SOSA, M., MERIGÓ, J. M. ve AVILÉS-OCHOA, E. (2020). "Exchange Rate and Volatility: A Bibliometric Review", **Research Article**, (July), ss.1-24.
- FRENKEL, J. A. (1976). "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", **The Scandinavian Journal of Economics**, cilt 78, sayı 2, ss.200-224.
- FRIEDEN, J. (2008). "Globalization and Exchange Rate Policy", **The Future of Globalization**, ss. 344-357.
- GANGULY, S. ve BREUER, J. B. (2010). "Nominal Exchange Rate Volatility, Relative Price Volatility, and the Real Exchange Rate", **Journal of International Money and Finance**, cilt 29, sayı 5, ss.840-856.
- GULER, D. (2020). "The Impact of the Exchange Rate Volatility on the Stock Return Volatility in Turkey", **Eurasian Journal of Business and Management**, cilt 8, sayı 2, ss.106-123.
- HADJ FRAJ, S., HAMDAROU, M. ve MAKTOUF, S. (2018). "Governance and Economic Growth: The Role of the Exchange Rate Regime", **International Economics**, cilt 156, (June), ss.326-364.
- HAJILEE, M. ve AL NASSER, O. M. (2014). "Exchange Rate Volatility and Stock Market Development in Emerging Economies", **Journal of Post Keynesian Economics**, cilt 37, sayı 1, ss.163-180.
- HANIŞOĞLU, G. S. ve AZER, Ö. A. (2017). "The Impact of Housing Loans on Economic Growth in Turkey: Times Series Analysis for 2010-2015 Period", **Emerging Markets Journal**, cilt 7, sayı 1, ss.1-16.
- HATEMI-J, A. ve IRANDOUST, M. (2002). "On the Causality Between Exchange Rates and Stock Prices: A note", **Bulletin of Economic Research**, cilt 54, sayı 2, ss.197-203.
- HERSI, K. Y. ve KOY, A. (2020). "The Relationship Between Exchange Rates and Stock Markets for The Fragile Five Countries", **Journal of International Trade, Logistics and Law**, cilt 6, sayı 1, ss.1-13.

- HOSSAIN, M. (2009). "Institutional Development and the Choice of Exchange Rate Regime: A Cross-country Analysis", **Journal of The Japanese and International Economies**, cilt 23, sayı 1, ss.56-70.
- KARAMUSTAFA, O. ve KÜÇÜKKALE, Y. (2003). Long Run Relationships Between Stock Market Returns And Macroeconomic Performance: Evidence from Turkey, **Global Finance Journal**, cilt 10, sayı 1, ss.91-101.
- KARTAL, F. (2013). "Development of Capital Markets in Turkey and Analysis of Financial Structure of the Intermediary Institutions", **Eurasian Journal of Business and Management**, cilt 1, sayı 1, ss.1-14.
- KIM, C. J. ve LEE, J. W. (2008). "Exchange Rate Regime and Monetary Policy Independence in East Asia", **Pacific Economic Review**, cilt 13, sayı 2, ss.155-170.
- KIMAKOVA, A. (2008). "The Political Economy of Exchange Rate Regime Determination: Theory and Evidence", **Economic Systems**, sayı 32, ss.354-371.
- KIYMAZ, H. (2003). "Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Emerging Market Application", **Journal of Multinational Financial Management**, cilt 13, sayı 1, ss.71-84.
- KURIHARA, Y. (2006). "Relationship Between Exchange Rate and Stock Prices during Quantitative Easing Policy in Japan", **International Journal of Business**, cilt 11, sayı 4, ss.375.
- KURILENKO, S. B. (1998). "Exchange Rate and Competitiveness of National Economy. Calculation of Indices of Nominal and Real Effective Exchange Rates for Ukraine", **Cybernetics and Systems Analysis**, cilt 34, sayı 5, ss.3-8.
- KUTTY, G. (2010). The Relationship Between Exchange Rates And Stock Prices: The Case Of Mexico **North American Journal of Finance & Banking Research**, cilt 4, sayı 4, ss. 1–12.
- LIN, C. H. (2012). "The Comovement Between Exchange Rates and Stock Prices in the Asian Emerging Markets", **International Review of Economics and Finance**, cilt 22, sayı 1, ss.161-172.

- MAKIN, A. J. ve ROHDE, N. (2012). "Has Australia's Floating Exchange Rate Regime Been Optimal?", **Economic Modelling**, Elsevier, cilt 29, sayı 4, ss.1338-1343.
- MARKOWITZ, H. (1952). "Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, cilt 7, sayı 1, ss.77-91.
- MROUA, M. ve TRABELSI, L. (2020). "Causality and Dynamic Relationships Between Exchange Rate and Stock Market Indices in BRICS Countries: Panel/GMM and ARDL Analyses", **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, cilt 25, sayı 50, ss.395-412.
- MURADOGLU, Y. G. ve METİN, K. (1996). "Efficiency of the Turkish Stock Exchange With Respect To Monetary Variables: A Cointegration Analysis", **European Journal of Operational Research**, cilt 90, sayı 3, ss.566-576.
- OJAGHLOU, M. (2020). "Dynamic Effects of Macroeconomic Fundamentals on Stock Market Movements: An Empirical Evidence from Istanbul Stock Market", **Bulletin of Economic Theory and Analysis**, cilt 5, sayı 2, ss.17-36.
- ÖZTÜRK, N. ve BAYRAKTAR, Y. (2010). "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, cilt 11, sayı 1, ss.207-229.
- PAN, M. S., FOK, R. C. W. ve LIU, Y. A. (2007). "Dynamic Linkages Between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence From East Asian Markets", **International Review of Economics and Finance**, cilt 16, sayı 4, ss.503-520.
- PARK, H. ve SON, J. C. (2020). "Dollarization, Inflation and Foreign Exchange Markets: A Cross-Country Analysis", **International Journal of Finance and Economics**, (August), ss.1-13.
- PESARAN, M. H., SHIN, Y. ve SMITH, R. J. (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", **Journal of Applied Econometrics**, cilt 16 sayı) ss.289-326.
- ROWE, J. L. vd. (2017). "Back to Basics: Economic concepts explained", **Finance & Development**.
- VIETHA, S.S. (2019). "The Correlation of Exchange Rate and Inflation and Its Effect on Stock Markets. Case Study on Consumer Good Index Indonesia:

- 2004 – 2017”, **Academic Journal of Economic Studies**, cilt 5, sayı 2, ss.32-44.
- SEYREK, I. (2003). “Purchasing Power Parity and the Turkish Exchange Rate”, **Akdeniz I.I.B.F. Dergisi**, sayı 6, ss.234-244.
- SHAUKAT, B., ZHU, Q. ve KHAN, M. I. (2019). “Real Interest Rate and Economic Growth: A Statistical Exploration for Transitory Economies”, **Physica A. Elsevier**, sayı 534, ss.122193.
- STOŠIĆ, D. vd. (2015). “Multifractal Analysis of Managed and Independent Float Exchange Rates”, **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, sayı 428, ss.13-18.
- SULKU, S. N. (2011). “Causality Relation between Real Exchange Series and Emerging Stock Markets: Panel Common Factor Analysis.”, **Journal of Applied Economics & Business Research**, cilt 1, sayı 3, ss.130-147.
- TRUDEL, R. (2005). “Effects of Exchange Rate Regime on IMF Program Participation”, **Review of Policy Research**, cilt 22, sayı 6, ss.919-936.
- TSAI, I. C. (2012). “The Relationship Between Stock Price Index and Exchange Rate in Asian Markets: A Quantile Regression Approach”, **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, cilt 22, sayı 3, ss.609-621.
- TSANG, S. K. (1999). “Fixing the Exchange Rate Through a Currency Board Arrangement: Efficiency Risk, Systemic Risk and Exit Cost”, **Asian Economic Journal**, cilt 13, sayı 3, ss.239-266.
- TÜRSOY, T., GÜNSEL, N. ve RJOUB, H. (2008). “Macroeconomic Factors , the APT and the Istanbul Stock Market”, **International Research Journal of Finance and Economics**, sayı 22, ss.49-57.
- VYGODINA, A. V. (2006). “Effects of Size and International Exposure of the US Firms on the Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates”, **Global Finance Journal**, sayı 17, ss.214-223.
- WESSELS, G. M. (2004). “The suitability of dollarisation as an exchange rate regime for South Africa”, **South African Journal of Economics**, cilt 72 sayı 2, ss.324-348.
- WEYMARK, D. N. (1998). “A General Approach to Measuring Exchange Market Pressure”, **Oxford Economic Papers**, cilt 50, sayı 1, ss.106-121.

WU, Y. (2005). "A Modified Currency Board System: Theory and Evidence", **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, cilt 15, sayı 4, ss.353-367.

ZHOU, J. ve HAGEN, J. (2005). "The Choice of Exchange Rate Regime", **Economics of Transition**, cilt 13 sayı 4, ss.679-703.

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

ARAT, K. (2003) "Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/-kursadarat.pdf>

TEZLER

BIKHTIYAR-ALALAW, O. A. (2016). "The Impact Of Foreign Exchange Rates On Stock Markes" (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Çankaya Üniversitesi.

DRAMALIJA, N. (2008). "Hisse Senetleri Çeşitlendirilmesi ve Risk-Getiri Analizine Uygulamalı Bir Yaklaşım" (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi.

ELITOK, S. P. (2008). "The Relationship Between Trade, Growth And The Balance Of Payments: Application Of Balance Of Payments-Constrained Growth Model To The Turkish Economy (1960-2004)" (Yüksek lisans tezi), The University of Utah.

IŞIK, S. (2019). Dollarization and Bank Performance (Yüksek lisans tezi). Middle East Technical University.

JOHNSTON, J. W. (1993). Real and Nominal Exchange Rate Determination in a Small Open Economy An Empricial Investigation of the Canadian Case (Yüksek lisans tezi). University of Toronto.

MULLER-PLANTENBERG, N. (2004). Essays on the Dynamic Interaction of Trade and Capital Flows and Exchange Rates (Yüksek lisans tezi). University of London.

ÖZCAN, M. S. (1988). Türkiye'de Sermaye Piyasası (Yayımlanmamış doktora tezi). İstanbul Üniversitesi.

ÖZHAN, M. Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi Halka Arzları ve Sonrasında Uygulanan Fiyat İstikrarı Yöntemleri (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Galatasaray Üniversitesi.

WHITTEN, G. W. (2013) Essays on Currency Unions and Trade (Doktora tezi).
University of Pittsburgh.

DIĞER KAYNAKLAR

FRIEDEN, J., LEBLANG, D. ve VALEV, N. (2009) “The Political Economy of
Exchange Rate Regimes in Transition Economies”, The Review of
International Organizations.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Zahra Gasımova

EĞİTİM :

TC İstanbul Aydın Üniversitesi İşletme Yönetimi Yüksek Lisans (Tez aşaması)

Azerbaycan Devlet İktisat üniversitesi İktisat Lisans programı

İŞ DURUMU :

The Azerbaijan National Automobile Club stajyer (2016).

The Azerbaijan National Automobile Club Management Administrative Assistant (2017)

Ministry of Internal Affairs The Chamber of Auditors Asisstant of Chief Auditor (2018-2019)