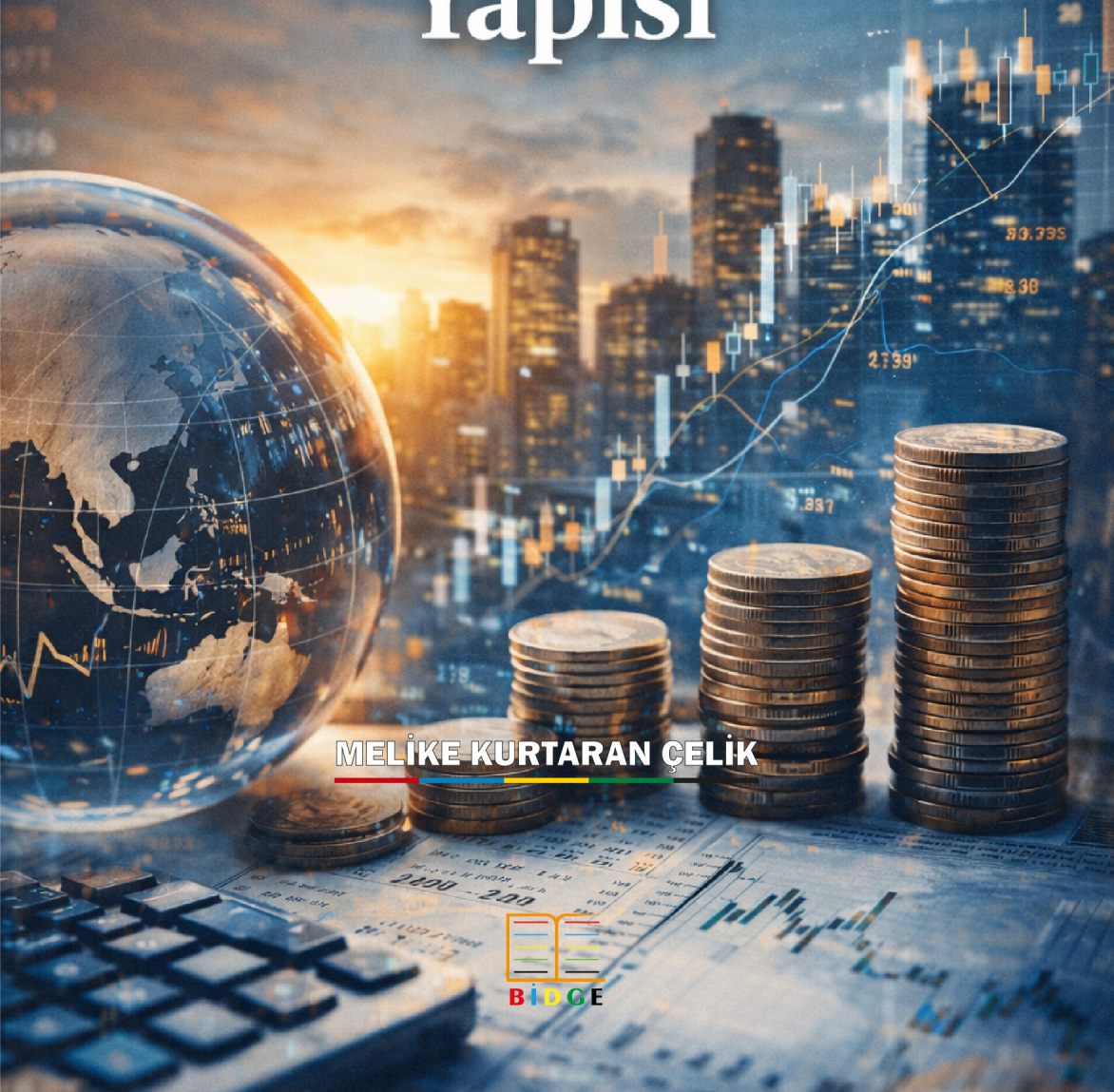


Finansın Çok Boyutlu Yapısı



MELİKE KURTARAN ÇELİK



BİDGE Yayınları

Finansın Çok Boyutlu Yapısı

Editör: MELİKE KURTARAN ÇELİK

ISBN: 978-625-372-942-4

1. Baskı

Sayfa Düzeni: Gözde YÜCEL

Yayınlama Tarihi: 2025-12-25

BİDGE Yayınları

Bu eserin bütün hakları saklıdır. Kaynak gösterilerek tanıtım için yapılacak kısa alıntılar dışında yayıncının ve editörün yazılı izni olmaksızın hiçbir yolla çoğaltılamaz.

Sertifika No: 71374

Yayın hakları © BİDGE Yayınları

www.bidgeyayinlari.com.tr - bidgeyayinlari@gmail.com

Krc Bilişim Ticaret ve Organizasyon Ltd. Şti.

Güzeltepe Mahallesi Abidin Daver Sokak Sefer Apartmanı No: 7/9 Çankaya /
Ankara



ÖNSÖZ

Finans, yalnızca sermayenin temini ve yönetimiyle sınırlı olmayan; ekonomik, sosyal, ahlaki ve kurumsal boyutlarıyla çok katmanlı bir yapıya sahiptir. Günümüz küresel ekonomi düzeninde finansal kararlar, işletmelerin büyüme stratejilerinden kurumsal yönetim yapılarına, etik ilkelere ve toplumsal refaha kadar geniş bir etki alanı oluşturmaktadır ve bu nedenle de finans literatürü, günümüzde yalnızca teknik analizler ve nicel modeller üzerinden değil; sektörel farklılıklar, etik temeller ve kurumsal yönetim yaklaşımları çerçevesinde de ele alınması gereken çok boyutlu bir araştırma alanı hâline gelmiştir.

Bu bağlamda finansın hem teorik temellerinin hem de sektörel ve normatif yansımalarının birlikte ele alınması, akademik ve uygulamalı çalışmalar açısından giderek daha fazla önem kazanmaktadır.

Finansın söz konusu çok katmanlı yapısını bütüncül bir perspektifle değerlendirmeyi amaçlayan çalışmaların bir araya getirilmesiyle hazırlanan bu kitabın finans literatürüne ve ilgili disiplinlere kalıcı bir katkı sağlamasını temenni eder, kitabın hazırlanmasında emeği geçen tüm yazarlara ve yayın sürecine katkı sunan herkese teşekkür ederim.

Prof. Dr. MELİKE KURTARAN ÇELİK

TRABZON ÜNİVERSİTESİ

İÇİNDEKİLER

BORSA İSTANBUL'DA KOVİD-19 PANDEMİSİ SONRASI YAPILAN İLK HALKA ARZLAR BİR KURTARMA PLANI MIYDI?	1
<i>ABDULLAH FERİT EROL</i>	
Otel İşletmelerinde Büyümenin Finansman Kaynakları	40
<i>AHMET KURTARAN</i>	
DAVRANIŞSAL FİNANS YANILGILARININ İNCELENMESİ: AŞIRI GÜVEN DAVRANIŞI ÜZERİNE SINIF İÇİ UYGULAMA	75
<i>AYŞEGÜL ŞAHİN</i>	
DOĞAL AFET SİGORTALARI VE EKONOMİK DAYANIKLILIK: TÜRKİYE, JAPONYA VE ABD KARŞILAŞTIRMASI	93
<i>CEMİL ŞENEL</i>	
FİNTECH VE YEŞİL FİNANS ETKİLEŞİMİ: BİBLİYOMETRİK BİR İNCELEME	117
<i>HATİCE ELANUR KAPLAN</i>	
BÖLGESEL VE KÜRESEL BELİSİZLİKLERİN İÇİNDE FİNANSAL SESSİZ KALKAN: NAKİT	135
<i>HİDAYET ZAHİD GÜRBÜZ</i>	
İSLAM FİNANSININ AKSİYOMLARINDAN FELAH AKSİYOMUNUN RİSALE-İ NUR'A GÖRE OKUNMASI	175
<i>İSMAİL ÇELİK</i>	
İSLÂM FİNANSININ AKSİYOMLARINDAN KEFALET AKSİYOMUNUN RİSALE-İ NUR'A GÖRE OKUNMASI	196
<i>İSMAİL ÇELİK</i>	
TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERE ETKİLERİNİN ANALİZİ	207
<i>İSMAİL ÖZTANIR</i>	
FİNANS	229
<i>İSMET BOLAT, GÜLFERAH ERTÜRKMEN</i>	

FİNANSAL RAPORLAMA ŞEFFAFLIĞI İLE BAĞIMSIZ
DENETİMİN ETKİNLİĞİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: DENETİM
GECİKMESİ ÜZERİNDEN BİR İNCELEME250

KORAY TUAN, METİN BORAK

REKREASYON İŞLETMELERİNDE DEĞER
YARATIMININ FİNANSALLAŞMASI: SÜRDÜRÜLEBİLİR
GELİR MODELLERİ, RİSK VE FİNANSAL
DAYANIKLILIK269

KORKMAZ KESKENDİR, ERHAN NUH ÖZTÜRK

OTEL İŞLETMELERİNDE BÜYÜME STRATEJİLERİ283

MELİKE KURTARAN ÇELİK

KRİPTO VARLIKLARIN KARA PARA AKLAMA
AÇISINDAN YARATTIĞI RİSKLER VE DÜZENLEYİCİ
ÇERÇEVELER319

MELİKŞAH AYDIN

BANKALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARININ
STANDART SAPMA VE MEREC TABANLI COCOSO
YÖNTEMLERİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ349

OKAN DAĞ

FİNANSAL TÜKETİCİNİN KORUNMASINDA HAKEM
HEYETLERİNİN ROLÜ: BANKACILIK VE SİGORTACILIK
UYUŞMAZLIKLARININ 2022-2024 YILLARI
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ378

OKAN DAĞ

DEVRE MÜLKÜN HUKUKİ ALTYAPISI, PAZAR
DİNAMİKLERİ VE DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI410

TOYGUN ATASOY, AHMET HİLMİ ERCİYES

GELİŞEN EKONOMİLERDE ÜLKE RİSKİ VE TEKNOLOJİ
HİSSE SENEDİ PİYASALARI: KAVRAMSAL VE AMPİRİK
BİR ÇERÇEVE431

SALİH DOĞANAY, GÜLCAN ÇAĞIL

BÖLÜM 1

BORSA İSTANBUL’DA KOVİD-19 PANDEMİSİ SONRASI YAPILAN İLK HALKA ARZLAR BİR KURTARMA PLANI MIYDI?

ABDULLAH FERİT EROL¹

Giriş

Finansal piyasaların gelişmesine katkı sunan ilk halka arzlar, işletmelerin sermayesinin bir kısmının ilk kez halka arz edilmesini ve nihayetinde borsaya kote olmasını ifade etmektedir. Böylece işletmeler uzun vadeli ve düşük maliyetli fon elde etmiş olmaktadır. İlk halka arzlar işletmeler için dışarıdan elde edilen bir finansman kaynağı sağlarken yatırımcılar için de büyüme potansiyeli olan işletmelere yatırım yapma imkânı sunmaktadır.

İşletmelerin finansman kaynakları iç kaynak ve dış kaynak olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İç kaynaklar işletme sahip ya da sahiplerinin işletmeye getirdikleri kaynaklardır. İç kaynakların diğer bir adı ise özkaynaklardır. Özkaynak artışı yeni ortak alınması veya sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Sermaye artırımı iki farklı şekillerde gerçekleştirilebilir. Bunlardan birincisi

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Batman Üniversitesi, Kozluk MYO, Muhasebe ve Vergi Bölümü, Orcid: 0000-0001-6898-7540

ortakların bizzat sermayeye katkı sağlaması şeklinde olurken bir diğesinde ise satışlardan elde edilen karın işletme içerisinde bırakılması (otofinansman) yoluyla sermayelerini artırmalarıdır. Diğer taraftan dış kaynaklar ise işletmelerin üçüncü kişilerden sağlamış oldukları maddi kaynakları (krediler, tahvil ihraçları, finansman bonusu ihraçları vb.) ifade etmektedir. İşletmeler bu kaynaklar için belirli dönemlerde ana para ve faiz ödemeleri gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Dış kaynakların en avantajlısı ise ilk kez halka arzdır. Hem uzun vadeli hem de düşük maliyetli olması işletmeler için büyük bir avantaj sağlamaktadır.

İşletmeler özellikle pandemi sonrasında sermaye piyasalarında yaşanan olumsuz makro ekonomik gelişmeler (faiz artışı, enflasyon vb.) nedeniyle yeterli sermayeye ulaşmakta sıkıntı yaşamışlardır. Bu nedenle alternatif finansman kaynağı olarak halka arza yönelmişlerdir. Bu ifadenin kullanılmasındaki temel neden ise özellikle pandemi sonrasında halka arz edilen şirket sayısındaki önemli artışlardır. Pandemi öncesi ve sonrası yapılan halka arzlara ilişkin sayısal veriler Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 1: Pandemi Öncesi ve Sonrası İlk Halka Arzlar

2010-2019	2020	2021-2024	2025
135	8	182	21*

* 20.12.2025 itibari ile halka arzına onay verilen şirket sayısını ifade etmektedir.

Tablo 1 incelendiğinde pandemi öncesindeki son 10 yıllık dönemde 135 işletmenin ilk halka arzı gerçekleşirken pandemi döneminde SPK sadece 8 işletmenin halka arzına onay vermiştir. Pandemi sonrası dönemde ise SPK sadece 3 yılda 182 işletmenin ilk halka arzına onay vermiştir. 2025 yılı aralık ayı itibari ile SPK toplam 21 işletmenin ilk halka arzına onay vermiştir. Pandemi öncesi ve sonrası dönem karşılaştırıldığında sayısal olarak oldukça büyük bir fark bulunmaktadır. Bu durumda pandemi sonrasındaki ilk halka arzlar işletmelerin finansal darboğazdan çıkışı için bir kurtarma planı mıydı? sorusunu akla getirmektedir. Diğer taraftan halka arz olmak

için SPK'ye başvuru yapan Pakun Üretim Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. işletmesinin ise sadece 3 ay sonrasında konkordato talebiyle mahkemeye başvurması da çalışma kapsamında sorulan sorunun gerçeği yansıttığı iddiasını güçlendirmektedir (Sözcü Gazetesi, 2025).

Bu çalışmanın amacı pandemi sonrasında ilk kez halka arz olan şirketlerin finansal yapılarını ve borç ödeme güçlerini inceleyerek halka arzın nedenlerini araştırmaktır. Bu çalışma kapsamında öncelikle pandemi kavramı açıklanacak Pandeminin ekonomiye ve işletmelere olan etkileri incelenecektir. Sonrasında halka arz kavramı açıklanacak halka arzın avantajları ve dezavantajlarından bahsedilecektir. Nihayetinde pandemi sonrasında yani 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan şirketlerin finansal oranları yorumlanacaktır.

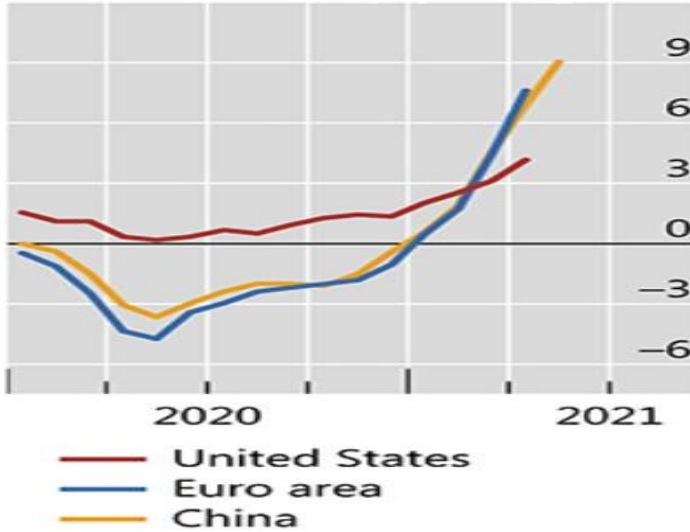
Pandemi, Pandeminin Ekonomik Etkileri ve Pandemi Sürecinde İşletmeler

Pandemi, dünyanın birçok ülkesinde ya da kıtasında etkisini gösteren, hızlı bir şekilde yayılan hastalıkların genel adıdır. Dünya Sağlık Örgütüne (WHO) göre bir hastalığın pandemi sayılabilmesi için daha önce karşılaşılmamış bir virüs olması, insanlara bulaşabilmesi ve insanlar arasında hızlı bir şekilde yayılması gerekmektedir (TÜBA, 2020, s.19). Pandemiler insanların sağlığını olumsuz etkilemekte hatta ölümüne neden olabilmektedir. Dünya tarihinde birçok pandemi yaşanmıştır. Ancak ülkelerin birbiri ile olan etkileşimi 21. yüzyılda olduğu gibi değildi. Günümüzde gelişen teknoloji, ulaşım alanındaki gelişmeler, ticari ilişkilerin gelişimi, turizm faaliyetlerindeki gelişim gibi birçok nedenden dolayı insanlar arasındaki etkileşim oldukça artmıştır. Bu durum hastalıklarında dünya genelinde hızlı bir şekilde yayılmasına neden olmaktadır.

Salgın hastalıkların bu denli hızlı bir şekilde yayılması ülkelerin bazı kısıtlamalar uygulamasına böylece üretiminin

düşmesine neden olmuştur. Üretimin düşmesi ise uluslararası ticareti olumsuz olarak etkilemektedir. Özellikle Covid-19 pandemi sürecinde talep azalmasına bağlı olarak nihai ürünlerin fiyatlarında başta Çin olmak üzere bir düşüş meydana gelmiştir. Ancak üretimin düşmesi ile arz azalmış ve bu durum emtia fiyatlarını hızlı bir şekilde yukarı çekmiştir (BIS, 2021). Girdi fiyatlarında yani üretici fiyat endeksinde (ÜFE) meydana gelen artışlar da nihai fiyatlara yansımış ve enflasyonun artmasına neden olmuştur. Enflasyon dışında işsizliğin artması, faiz oranlarının artması gibi birçok makroekonomik göstergeye de etki etmiştir (Köse, 2020, s.44).

Şekil 1: Pandemi Dönemi ve Sonrası ÜFE



Kaynak: Bank for International Settlements (BIS), (2021). Annual Economic Report. p.8.

Covid-19 pandemi döneminde risk ve belirsizliğin artması sermaye piyasalarını da oldukça derinden etkilemiştir. Çin’de başlayan ve etkisini tüm dünyanın hissettiği pandemi döneminde Çin’in erken karantina uygulamaları finansal piyasaları çok etkilememiştir. Ancak 2020 yılının şubat ayı sonunda İtalya’da virüsün farklı bir varyantının yayıldığı haberleri ile birlikte küresel

apta finansal piyasalarda sert bir düşüş yaşanmıştır (BIS, 2020, s.9). Benzer şekilde Türkiye borsasının temel göstergesi niteliğindeki BIST 100 endeksinde de yerli ve yabancı yatırımcıların panik satışı ile büyük düşüşler meydana gelmiştir.

Pandemi döneminin olumsuz tarafları olmasına karşın işletmeler için bazı fırsatlarda sunmuştur. Özellikle Covid-19 pandemisiyle birlikte salgınların tespit edilmesi, hızlı bir şekilde aksiyon alınması, değerlendirme yapılması ve önlem alınması konusunda devletlerin ve işletmelerin yetersiz olduğu tespit edilmiştir. Böylece işletmelerin teknolojik gelişmelerden yararlanarak yeni araçlar geliştirmesini dolayısıyla inovasyon yapılmasını zorunlu hale getirmiştir. İşletmeler aynı zamanda teknolojik gelişmelerini sağlayabilmek amacıyla yeni ortaklıklar kurmuşlardır (WHO, 2024, s.7). Sonuç olarak kurulan bu ortaklıklar şirketlerin daha teknolojik bir alt yapıya kavuşmasını hem alanıyla hem de teknolojiyle ilgili gelişmeleri takip etmesini ve rekabet avantajı elde etmesini sağlamıştır. Bu durumların meydana gelmesi ise işletmeler için sermaye gereksinimini ortaya çıkarmıştır (Gökalp, 2022, s.63). Sermaye gereksiniminin tek nedeni teknolojik gelişme olarak ifade edilmesi doğru olmayacaktır. Aynı zamanda işletmelerin satışlarında meydana gelen düşüşler de sermaye birikimini olumsuz etkilemiştir.

Pandemi sürecinde uygulanan kısıtlamaların yavaş yavaş gevşetilmesi ile birlikte tamamen kapanan işletmeler üretime tekrar başlamış ve kısmen kapatılan işletmeler ise tam kapasitede çalışmaya başlamışlardır. Enflasyonun artmasıyla birlikte girdi fiyatlarında meydana gelen artışlar işletmeleri yeni finansman kaynağı bulmaya yöneltmiştir. İşletmeler, kısa vadede finansal krediler ile üretimini gerçekleştirmeye çalışmışlardır. Ancak ilerleyen süreçlerde işletmenin belirli bir kredibilitesinin olması, diğer bir ifade ile işletmelerin kredi limitlerinin dolması (Gökalp, 2022, s.63) ve faiz oranlarının artmasıyla birlikte finansman

maliyetleri de oldukça artmıştır. Bu durum işletmelerin üretimlerini aksatmalarına hatta durma seviyesine getirmiştir. Bu durumda işletmeler uzun vadeli ve düşük maliyetli alternatif finansman kaynakları bulmaya çalışmışlardır. Bu şartlara en uygun finansman kaynağı ise halka arzdır.

Halka Arz Genel Bilgiler

Halka arz, özellikle hisse senetlerinin satın alınması için kamuya çağrıda bulunulmasını, kamunun bir anonim şirkete katılmaya ya da ortak olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin ise organize piyasalarda işlem görmesini, halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımlarını ya da ortakların sahip oldukları hisse senetlerini satmayı ifade etmektedir (Aydın vd., 2015, s.266).

Hisse senedi çıkarma hakkı kanunlara tabidir. Hisse senedi çıkarma hakkı her kuruma ya da kuruluşa verilmemiştir (KuveytTürk, 2024). Hisse senedi çıkarma hakkı verilen şirketleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- Anonim Ortaklıklar
- Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler
- Anonim şirket olması koşuluyla Kamu İktisadi Teşebbüsleri
- Limited Şirketler

Yukarıda yer alan şirketler hisse senedi çıkartabilirler. Limited şirketler sermayesi paylara bölünmüş olmasına rağmen hisse senedi çıkarması ihtiyaridir. Eğer hisse senedi çıkaracak olursa bunlar nama yazılı olarak düzenlenebilecektir. Ancak halka arz olmak ve borsada işlem görmek için anonim şirket olma zorunluluğu bulunmaktadır. Bu araştırma kapsamında anonim ortaklıkların halka arz olarak borsada işlem görmesi konusu incelenecektir.

İşletmeler neden halka arz olmak isterler? Öncelikle işletmeler üretimlerini çeşitlendirmek, yeni yatırımlar yapmak, teknolojiye uyum sağlamak gibi nedenlerden dolayı faizle

borçlanmak yerine belirli dönemlerde faiz ve ana para ödemesi gibi zorunlu bir durumu olmayan finansal kaynak sağlamak için halka arz olabilirler (Gökalp, 2022, s.65). Bunun dışında işletmelerin yurt içinde ve yurt dışında tanınır olmak ve daha kurumsal bir yapıya kavuşmak için de halka arz olabilirler (Aydın vd., 2015, s.266).

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 16. Maddesinin 1. fıkrasına göre *“Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tabi olurlar.”* Aynı maddenin 2. fıkrasına göre ise *“Payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar. Aksi durumda, Kurul, bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alır.”* Özet olarak ifade etmek gerekirse ortak sayısı 500’ü aşan şirketler halka açık şirket olarak kabul edilmektedirler. Ortak sayısı 500’ü aşan bu şirketler 2 yıl içerisinde borsada işlem görmek için SPK’ye başvuruda bulunması gerekmektedir. Aksi halde sermaye piyasası kurulu bu şirketlerin borsada işlem görmesi veyahut halka açıklık statüsünün kaldırılması işlemlerini resen gerçekleştirmektedir.

Halka arz süreci Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul gibi düzenleyici kurumların gözetiminde ilerlemektedir (Küçükçolak vd., 2023, s.19). Çok aşamalı bir süreci içinde barındıran halka arzda işletmeler şu işlem sıralarıyla halka arz olmaktadır (Gökalp, 2022, ss.103-107).

- Halka açılmada ön hazırlık
- Sermaye Piyasası Kuruluna başvuru
- SPK’nin borsadan görüş talep etmesi

- SPK ve BİST uzmanlarının incelemeleri
- Ön talep toplama süreci
- SPK'ye görüş gönderilmesi
- Hisse senetlerinin kurul kaydına alınması
- Hisse senetlerinin halka arz edilmesi
- Satış sonuçlarının bildirilmesi
- Hisse senetlerinin borsada işlem görmesi

Yukarıda görüldüğü üzere bir işletmenin halka arzı, detaylı bir inceleme sonrasında ve uzun bir süreçte olmaktadır. İşletme tarafından bu süreç ise şu şekilde gerçekleşmektedir (Küçükçolak vd., 2023, ss.28-29).

- Dahili bir çalışma grubunun organizasyonu
- Halka arz için durum tespiti yapılması
- Aracı kurum seçimi ve yürütme
- Piyasa danışmanlığı anlaşması
- Bağımsız denetçi seçimi ve mali tabloların hazırlanması
- Ana sözleşme değişikliği
- Fiyatlandırma
- İzahnamenin hazırlanması
- SPK ve Borsa İstanbul'a eş anlı başvuru
- SPK'nin onayı
- Onay sonrasında BİST'te ilgili pazarda işlem görmeye başlaması

Bu süreçlerin tamamlanması için halka arz olmayı planlayan işletmeler, aracılık ve danışmanlık ücreti, bağımsız denetçi ücreti, SPK ücreti, merkezi kayıt kuruluşu ücretleri, Borsa İstanbul

kotasyon ücreti, reklam ve tanıtım giderleri gibi bazı maliyetlere katlanmak zorundadır.

İşletmeler için oldukça yorucu olan bu süreç sonrasında halka arz olmaktadır. Peki halka arz olan şirketler ne gibi avantajlar elde etmektedirler? Bu avantajları şu başlıklar altında incelemek daha uygun olacaktır (SPK, 2024).

Finansman Sağlanması

Öncelikle işletmeler halka arz olarak finansman kaynağı sağlayabilmektedirler. Bu kaynak ile yeni yatırımlar yapmakta ve işlerini büyütebilmektedirler. Ayrıca şirketler halka arz olduktan sonra borç senedi ihraç ederek de finansman sağlayabilmektedirler. Son olarak borsada işlem görmeye başladıktan sonra işletme finansman ihtiyaçlarını bedelli sermaye artırımlarıyla da sağlayabilmektedirler.

Likidite Sağlaması

İşletmeler halka arz olduktan sonra organize bir piyasada işlem görmesi nedeniyle ortakların paylarını arz ve talebe göre oluşan piyasa fiyatı üzerinden hızlı bir şekilde alıp satmasına imkân sağlamaktadır.

Tanınırlık

Halka arz olan işletmeler bu süreç içerisinde bazı tanıtım faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Böylece yerli ve yabancı yatırımcılar işletme hakkında genel bilgilere ulaşabilmekte ve ilerleyen süreçlerde ortaklık yapabilmektedirler. Ayrıca borsada işlem görmek şirket için bir prestij göstergesidir. Bu da işletmenin hem ulusal hem de uluslararası tanınırlığına katkı sunmaktadır.

Kurumsallaşmaya Katkısı

Ülkemizde işletmeler genel olarak aile işletmesi olarak kurulmakta ve kurumsallaşma konusunda sıkıntılar yaşamaktadırlar.

Ancak işletmeler halka arz olduktan sonra bazı sorumlulukları (kamuoyunu bilgilendirme, bağımsız denetçiler tarafından denetlenme, uluslararası muhasebe standartlarına uyma gibi) yüklenmeyi kabul etmektedirler. Bu durum ise işletmelerin hızlı bir şekilde kurumsallaşmasını sağlamakta ve kurumsal yönetim anlayışını hızlı bir şekilde benimsemektedirler. Böylece aile işletmelerinin aksine şirket ömrü uzun olabilmektedir.

Halka arz olmak şirketlere avantajlar sağlamakla birlikte bazı görev ve sorumluluklarda getirmektedir. Bu görev ve sorumluluklar şu başlıklar altında incelenebilmektedir (SPK, 2024).

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Borsaya kote olan işletmeler hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek bilgileri ve olayları özel durum bilgilendirmeleri ile kamuya aktarmasını ifade etmektedir. Böylece yatırımcılar borsada işlem gören şirketler hakkında tam ve doğru bir şekilde bilgilenebilirler. Bu nedenle işletmelerin bu yükümlülüğü sermaye piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi için önem arz etmektedir.

Finansal Tabloların ve Raporların Düzenlenmesi ve Kamuoyuna Duyurulması

Borsada işlem gören şirketler Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına (TFRS) göre finansal tablolarını düzenlemek zorundadırlar. Ayrıca TMS ve TFRS'ye göre düzenledikleri bu finansal tabloları ve oluşturulan ekleri kamuoyuyla paylaşmak zorundadırlar. Bu tablolara ve eklere Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) ulaşılabilir.

Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Payları borsada işlem gören işletmeler finansal tabloları için bağımsız denetim yaptırmak zorundadırlar. Ayrıca işletmelerin

faaliyet raporları da bağımsız denetime tabidir. Böylece faaliyet raporları ile finansal tabloları yer alan bilgilerin tutarlı olup olmadığı veyahut gerçeği yansıtır yansıtmadığı denetlenmiştir.

Kurumsal Yönetim İlişkin Yükümlülük

Halka arz olan işletmeler gönüllü ilkelere uyum durumunu raporlamak amacıyla Kurumsal Yönetim Uyum Raporu (URF) ve mevcut kurumsal yönetim uygulamaları hakkında bilgi vermek üzere Kurumsal Yönetim Bilgi Formunun (KYBF) hazırlanması gerekmektedir. Tüm halka açık şirketler tarafından düzenlenen bu formlar sayesinde işletmelerin belirli bir zamandaki kurumsal yönetimine ilişkin durumu yıllara ve diğer şirketlere göre kıyaslanmasını sağlamaktadır.

Halka arz ile ilgili bilgiler bir bütün olarak düşünüldüğünde işletmelerin halka arz olmalarının öncesinde ve sonrasında yapması gerekenler bulunmaktadır. Bunun dışında halka arzın işletmelere sağladığı bazı avantajlar olmakla birlikte bazı yükümlülüklerde getirmektedir.

Bu aşamadan sonra 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan şirketlere ilişkin genel değerlendirmeler yapılacaktır. 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan şirketler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2: 2021-2022 Yıllarında İlk Halka Arz Olan Şirketler

2021		2022	
A1YEN*	KTSKR	AHGAZ	ONCSM
ANGEN	KZBGY	ALFAS	OZSUB
ARASE	MAGEN	AZTEK	PLTUR
ATATP	MANAS	BARMA	PNLSN
AYDEM	MEDTR	BMSTL	PRDGS
BASGZ	MERCN	BRKVY	RUBNS
BIOEN	MIATK	CONSE	SDTTR
BMSCH	MOBTL	DAPGM	SEGYO
BOBET	MTRKS	ENSRI	SMRTG
BRLSM	NTGAZ	ERCB	SNICA
CANTE	ORCAY	EUREN	SUNTK
EDATA	OYYAT	EYGYO	SUWEN
EGEPO	PCILT	GRSEL	TERA
ELITE	PENTA	GZNMİ	YYLGD
ESCAR	PSGYO	HKTM	
GENIL	QUAGR	HTTBT	
GESAN	RNPOL	HUNER	
GLCVY	SELVA	IMASM	
GMTAS	TEZOL	INVES	
GWIND	TRILC	KCAER	
HEDEF	TUREX	KLRHO	
IHAAS	ULUFA	KLSYN	
ISKPL	UNLU	KMPUR	
ISSEN	VBTYZ	KRPLS	
KIMMR	YEOTK	LİDER	
KLKIM	ZRGYO	MAKİM	
KONKA		OBASE	
TOPLAM	53	TOPLAM	41

* A1YEN işletmesi halka arz olduğunda Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim AŞ. (KARYE) adı ile halka arz olmuş ancak sonradan A1 Yenilenebilir Enerji Üretim AŞ. (A1YEN) olarak değişmiştir.

2021 yılında toplamda 53 işletme halka arz olurken 2022 yılında 41 işletme halka arz olmuştur. 2021 yılında halka arz olan işletmelerden GLCVY, KONKA, KZBGY, MAGEN, PSGYO ve ULUFA ve 2022 yılında halka arz olan BARMA, BRKVY, EYGYO, KLSYN, PRDGS ve TERA işletmelerinin bazılarının

finansal şirket olması bazılarının ise izahnamelerine ulaşamaması nedeniyle araştırmaya dahil edilmemiştir.

Oranlarla İlk Halka Arz Değerlendirmesi

İlk halka arz olan işletmelerin ne amaçla halka arz olduklarını araştırmak amacıyla 2021 ve 2022 yıllarında ilk halka arz olan şirketlerin bazı finansal oranları kullanılarak değerlendirmeler yapılmıştır. Çalışmada değerlendirmeler Cari Oran, Toplam Borç Oranı, Kısa Vadeli Borç Oranı, Uzun Vadeli Borç Oranı, Faaliyet Karlılığı, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) kullanılarak yapılmıştır. Oranların elde edilmesinde kullanılan halka arz öncesi değerler işletmelerin izahnamelerinden ve halka arz olduktan sonraki değerler ise Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) elde edilmiştir. Oranlara ilişkin açıklamalar ve çalışma kapsamına alınma gerekçeleri aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır.

Likidite Oranı

Likidite oranları, bir işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücünün incelenmesinde kullanılmaktadır. Likidite oranları cari oran, asit test oranı ve nakit oran olmak üzere 3 tanedir. Çalışmada kısa vadeli yükümlülükleri karşılama gücünü araştırmak için cari oran kullanılmıştır. Cari oran, bir işletmenin kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmının dönen varlıklarla karşılanabildiğini araştıran bir likidite göstergesidir. Cari oran, işletmenin genel likiditesini göstermesinden dolayı net çalışma sermayesinin yeterliliğini ölçmek içinde kullanılmaktadır. Bu nedenle cari orana net çalışma sermayesi oranı ismi de verilmektedir (Kazbek, 2015, s.323). Cari oranın genel itibarıyla en az 2 olması beklenir. Daha anlaşılır bir ifadeyle her 1 TL'lik kısa vadeli borca karşılık 2 TL'lik dönen varlık olması gerekmektedir. Bu oranın yüksek olması işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yüksek olduğunu ifade etmektedir. Borç verenler açısından değerlendirildiğinde

yüksek olması olumlu karşılanırken yatırımcılar ve nihayetinde işletme için olumsuz bir gösterge olarak nitelendirilir. Çünkü bu oranın yüksek olması işletmenin elinde atıl durumda bulunan bir varlığın olduğunu gösterir (Çabuk ve Lazol, 2017, s.204). Cari oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Toplam Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

Çalışma kapsamında cari oranın kullanılma amacı ise ilk kez halka arz olan şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini ödeme gücünü araştırmaktır. Cari oranı yeterli düzeyde olmayan işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini ödeme konusunda sorun yaşayacağı dolayısıyla halka arz olma nedeninin kısa vadeli yükümlülükleri ile ilgili olup olmadığı araştırılacaktır.

Finansal Yapı Oranları

İşletmelerin varlık yapıları dönen varlık ve duran varlıklardan oluşmaktadır. İşletmeler bu varlıkları elde etmek için farklı finansman kaynakları kullanmaktadırlar. Hangi varlık için hangi finansman kaynağının kullanılacağı büyük bir öneme sahiptir.

İşletmelerin kullanabileceği temel 2 finansman kaynağı bulunmaktadır. Bunlardan ilki özkaynaklar diğeri ise yabancı kaynaklardır. İki kaynağında kendilerine göre maliyetleri bulunmaktadır. Özkaynaklar için alternatif maliyet ve sahip ya da ortakların işletmeye koydukları sermayeden bekledikleri getiri oranı özkaynak maliyetini oluştururken yabancı kaynakların sadece faiz maliyeti bulunmaktadır. Ayrıca yabancı kaynaklar için ödenen faizler gider olarak yazıldığı için vergi avantajı sağlarken ortaklara ödenen kar paylarının gider yazılması gibi bir durumu olmayacağı için vergi avantajı da sağlamamaktadır. Bu durum işletmelerin faaliyetlerini gerçekleştirmek için daha fazla borçlanmasına neden olmaktadır. Böylece işletmelerin finansal riski de artmaktadır (Elmas, 2017, ss.204-205).

Finansal kaldıraç derecesini belirlemek için farklı oranlar kullanılmaktadır. Bu çalışma kapsamında toplam borç oranı, kısa vadeli borç oranı ve uzun vadeli borç oranı olmak üzere 3 adet kaldıraç oranı kullanılmıştır. Bu oranların hesaplanma şekilleri ise şu şekildedir.

$$\text{Toplam Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yükümlülükler}}{\text{Pasif Toplamı}}$$

$$\text{Kısa Vadeli Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Pasif Toplamı}}$$

$$\text{Uzun Vadeli Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Pasif Toplamı}}$$

Toplam borç oranının %50'nin altında olması beklenir. Ancak işletmelerin satışlarının düzenli olmasına, likidite durumuna ve varlık yapısına göre değişkenlik gösterebilmektedir. Diğer bir ifadeyle işletmenin satışlarının düzenli olması ve borç ödeme gücünün yeterli olması gibi durumlarda işletmeler faaliyetlerinin finansmanında daha fazla yabancı kaynak tercih edebilmektedirler. Kısa vadeli borç oranı, işletmenin toplam varlıklarının ne kadarlık kısmını kısa vadeli yükümlülükle karşıladığını ifade etmektedir. Bu oranın 3'te 1 seviyesinin aşmaması beklenir. Bu oranın yüksek olması varlıklarının büyük bir bölümünün kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini ifade etmektedir. Bu durum ise işletmenin finansal riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Uzun vadeli borç oranı, işletmeye ait varlıkların ne kadarlık kısmının uzun vadeli kaynakla finanse ettiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle uzun vadeli borç oranı, kaynak yapısı içerisindeki uzun vadeli kaynakların ağırlığı hakkında bilgi vermektedir (Münyas ve Kargı, 2016, ss.60-64).

Bir işletmenin borç yapısı o işletmenin finansal sağlamlığı ve güvenilirliği hakkında önemli bilgiler sağlamaktadır. Çalışma kapsamında bu oranların kullanılmasıyla işletmenin finansal durumu hakkında daha net bilgi sahibi olunacaktır. Finansal yapı oranlarının yüksek olması işletmelerin aşırı borçlandığını ifade etmektedir.

İşletmeler bu durumda borçlarını ödemek amacıyla halka arz olmak isteyebilmektedirler.

Karlılık Oranları

Karlılık, işletmelerin faaliyetlerinin ve uyguladığı satış politikalarının performansını göstermektedir. Bu nedenle işletmelerin karlılık analizinin yapılması yine işletmelerin finansal yapısı hakkında bilgiler içermektedir. Karlılık oranları ise bir işletmenin karlılığının ölçülmesinde ve elde edilen karlılığın yeterli olup olmadığının değerlendirilmesinde kullanılmaktadır (Elmas, 2017, s.231). Bu nedenle araştırma kapsamında faaliyet karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı (ROE) ve aktif karlılık oranı (ROA) kullanılmıştır.

Faaliyet karlılık oranı, işletmenin ana faaliyetlerinden elde ettiği karın bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Bu oran işletmelerin hem satış hem yatırım hem de finansman politikaları hakkında verdiği bilgilerden dolayı önemli bir karlılık göstergesidir (Münyas ve Kargı, 2016, s.55). Bu oranın yüksek olması işletmenin borç ödeme kapasitesi hakkında da bilgi vermektedir. Faaliyet karlılık oranının matematiksel gösterimi şu şekildedir.

$$\text{Faaliyet Karlılık Oranı} = \frac{\text{Esas Faaliyet Karı}}{\text{Hasılat}}$$

Özsermaye karlılık oranı (ROE), işletme sahip ve ortaklarının işletmeye getirmiş oldukları sermayenin karlılığı hakkında bilgi veren bir orandır. Bu oran aynı zamanda şirket yönetiminin ne ölçüde başarılı olduğunu da göstermektedir. Genel itibariyle yüksek olması beklenir. Özsermaye karlılık oranı şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Toplam Özkaynaklar}}$$

Aktif karlılık oranı (ROA), işletmenin kullandığı varlıkların karlılığı hakkında bilgi vermektedir. Diğer bir ifadeyle varlıklarını

etkin bir şekilde kullanıp kullanmadığı hakkında bilgi vermektedir. Bu oran aynı zamanda işletmelerin rekabet gücü hakkında da bilgi vermektedir (Buffett ve Clark, 2023, s.156). Bu nedenle araştırma kapsamında çalışmaya dahil edilmiştir. Aktif karlılık oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$ROA = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Karlılık oranları işletmeler hakkında birçok ipucu vermektedir. Örneğin karlılığı yüksek olan işletmeler yatırımları için daha fazla yabancı kaynak kullanma eğiliminde olabilirler. Bu durum ise finansal yapı oranlarının büyük olmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle bir işletmeyi değerlendirirken sadece bir oran üzerinden yorum yapılması uygun olmayacaktır. Bu oranı etkileyebilecek oranlarında analize dahil edilmesi yapılan değerlendirmelerin güvenilirliğini artıracaktır. Özetle bu çalışma kapsamında likitide oranı, finansal yapı oranları ve karlılık oranları birlikte değerlendirilecektir. Böylece çalışmanın güvenilirliğinin artacağı düşünülmektedir.

2021 ve 2022 Yıllarında Halka Arz Olan İşletmelerin Oran Analizi

Bu bölümde 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan şirketlerin Cari oranları, kaldıraç oranları ve karlılık oranları tablolar halinde sunulmuş ve yorumlanmıştır.

2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Analizi

Tablo 3: 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Cari Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AIYEN	0.23	0.51	0.41	0.45	0.80	0.39	0.63
ANGEN	1.56	1.92	5.76	25.28	33.94	15.70	8.66
ARASE	0.70	0.92	1.18	1.30	1.25	1.92	1.56
ATATP	1.49	1.19	1.06	2.71	2.97	2.17	2.37
AYDEM	0.40	0.36	0.36	1.99	1.91	2.27	1.00
BASGZ	0.74	1.10	1.15	1.13	0.86	0.59	0.48
BIOEN	0.20	0.58	1.07	1.44	0.96	0.71	0.64

BMSCH	1.73	1.57	1.78	3.58	1.63	1.30	0.79
BOBET	0.62	0.50	0.63	1.27	1.60	1.43	1.23
BRLSM	0.98	1.12	1.39	1.55	1.35	1.12	1.56
CANTE	0.41	0.48	0.49	0.50	1.69	5.19	1.67
EDATA	2.40	1.92	2.37	3.82	3.11	3.00	2.82
EGEPO	1.29	1.32	1.33	1.92	1.70	1.44	1.64
ELITE	1.44	2.33	2.01	2.06	2.58	2.19	3.12
ESCAR	0.59	0.61	0.86	1.89	2.10	1.81	2.40
GENIL	1.12	1.43	1.48	1.84	2.89	1.46	1.38
GESAN	1.23	1.20	1.78	1.93	1.53	2.02	2.40
GMTAS	4.78	5.50	5.98	5.69	4.00	2.97	2.77
GWIND	0.82	1.84	0.57	1.35	8.46	0.84	2.00
HEDEF	11.00	110.16	153.38	244.73	22.94	13.82	0.42
IHAAS	0.84	0.84	3.94	8.11	4.93	3.57	3.11
ISKPL	0.79	0.67	0.89	1.44	1.48	1.28	1.24
ISSEN	0.98	1.16	1.27	1.73	1.98	1.81	1.75
KIMMR	0.89	1.20	1.18	1.73	1.38	1.23	1.18
KLKIM	1.62	1.11	1.41	2.38	2.14	1.85	2.10
KTSKR	2.12	1.98	1.67	1.67	1.66	2.07	2.05
MANAS	1.06	0.85	0.77	2.60	1.44	1.28	1.03
MEDTR	2.53	2.27	2.75	4.87	4.97	3.79	3.38
MERCN	1.10	0.90	1.29	1.85	1.68	1.28	1.14
MIATK	1.07	1.75	2.06	2.34	2.34	2.10	1.98
MOBTL	1.14	0.32	0.87	1.06	1.06	1.28	1.19
MTRKS	1.41	1.01	1.36	1.46	1.57	1.59	1.84
NTGAZ	0.67	0.97	0.91	1.40	2.11	1.76	1.46
ORCAY	1.24	1.14	1.19	1.48	1.55	1.80	1.32
OYYAT	1.24	1.21	1.22	1.31	1.30	1.33	1.52
PCILT	0.67	0.82	0.96	1.17	1.12	1.14	1.23
PENTA	3.22	2.64	2.30	1.55	1.47	1.44	1.50
QUAGR	0.91	0.88	1.44	1.42	1.50	1.34	1.20
RNPOL	1.89	2.33	1.91	2.95	2.37	2.22	2.18
SELVA	1.16	1.32	1.03	0.98	0.86	0.71	0.57
TEZOL	2.42	3.53	3.53	2.90	3.07	2.68	2.95
TRILC	0.95	0.89	1.06	1.47	1.30	1.27	1.95
TUREX	0.75	8.63	1.27	1.70	1.06	1.20	1.17
UNLU	1.52	1.51	1.44	2.59	2.00	2.03	1.92
VBTYZ	1.36	1.55	1.45	1.49	1.27	2.24	1.04
YEOTK	1.09	1.28	1.45	1.82	1.42	1.28	1.49
ZRGYO	0.32	0.32	0.73	2.59	0.20	0.98	0.63

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2021 yılında halka arz olan işletmelerin yaklaşık %79'nun cari oranlarının halka arz öncesi 2'nin altında olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda sıkıntı yaşadığını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle işletmelerin büyük bir kısmının nakit gereksinimi olduğu yani finansman kaynağına ihtiyaç duyduğu söylenebilir. Halka arz olunan yıl ise işletmelerin cari oranlarında bir artış gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum işletmelerin halka arz gelirleriyle kısa vadeli borçlarını ödeme eğiliminde olduğu söylenebilir.

Tablo 4: 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Kısa Vadeli Borç Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
A1YEN	0.073	0.045	0.034	0.061	0.065	0.059	0.052
ANGEN	0.326	0.287	0.139	0.033	0.021	0.034	0.049
ARASE	0.483	0.469	0.440	0.414	0.440	0.187	0.218
ATATP	0.470	0.538	0.612	0.300	0.258	0.281	0.205
AYDEM	0.137	0.083	0.073	0.039	0.045	0.038	0.121
BASGZ	0.441	0.477	0.473	0.517	0.737	0.418	0.422
BIOEN	0.238	0.335	0.272	0.259	0.380	0.241	0.203
BMSCH	0.365	0.333	0.346	0.201	0.320	0.230	0.289
BOBET	0.859	0.651	0.481	0.270	0.274	0.268	0.240
BRLSM	0.803	0.767	0.697	0.591	0.702	0.808	0.546
CANTE	0.225	0.350	0.239	0.195	0.163	0.046	0.124
EDATA	0.382	0.493	0.404	0.236	0.297	0.271	0.291
EGEPO	0.088	0.114	0.170	0.131	0.143	0.097	0.103
ELITE	0.554	0.337	0.396	0.413	0.272	0.260	0.204
ESCAR	0.463	0.487	0.374	0.202	0.197	0.191	0.157
GENIL	0.575	0.468	0.416	0.375	0.186	0.352	0.341
GESAN	0.428	0.536	0.426	0.384	0.482	0.364	0.291
GMTAS	0.055	0.062	0.053	0.064	0.054	0.070	0.071
GWIND	0.142	0.077	0.187	0.163	0.044	0.043	0.054
HEDEF	0.020	0.002	0.001	0.001	0.001	0.003	0.018
IHAAS	0.772	0.668	0.210	0.106	0.170	0.183	0.200
ISKPL	0.594	0.582	0.426	0.334	0.273	0.267	0.278
ISSEN	0.629	0.526	0.571	0.408	0.287	0.229	0.225

KIMMR	0.568	0.473	0.525	0.394	0.407	0.310	0.297
KLKIM	0.342	0.528	0.444	0.321	0.339	0.320	0.282
KTSKR	0.419	0.467	0.171	0.181	0.231	0.162	0.174
MANAS	0.479	0.584	0.516	0.221	0.440	0.313	0.356
MEDTR	0.298	0.332	0.256	0.177	0.132	0.150	0.163
MERCN	0.649	0.627	0.549	0.418	0.428	0.406	0.326
MIATK	0.359	0.295	0.224	0.554	0.222	0.165	0.204
MOBTL	0.403	0.965	0.390	0.317	0.215	0.205	0.204
MTRKS	0.291	0.332	0.343	0.318	0.292	0.179	0.174
NTGAZ	0.292	0.291	0.322	0.225	0.266	0.172	0.199
ORCAY	0.637	0.707	0.520	0.547	0.505	0.406	0.525
OYYAT	0.787	0.785	0.772	0.733	0.741	0.715	0.639
PCILT	0.924	0.819	0.819	0.659	0.684	0.653	0.571
PENTA	0.303	0.367	0.419	0.624	0.660	0.673	0.636
QUAGR	0.542	0.576	0.423	0.340	0.458	0.427	0.400
RNPOL	0.456	0.377	0.408	0.273	0.314	0.288	0.294
SELVA	0.799	0.708	0.417	0.382	0.304	0.287	0.291
TEZOL	0.245	0.183	0.190	0.267	0.218	0.176	0.159
TRILC	0.533	0.656	0.526	0.419	0.394	0.344	0.267
TUREX	0.514	0.046	0.275	0.211	0.324	0.118	0.173
UNLU	0.411	0.379	0.461	0.288	0.426	0.387	0.346
VBTYZ	0.605	0.527	0.578	0.572	0.709	0.319	0.298
YEOTK	0.896	0.771	0.663	0.518	0.637	0.582	0.454
ZRGYO	0.121	0.296	0.062	0.031	0.021	0.057	0.050

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kısa vadeli borç oranının genel itibariye 1/3 olması gerektiği yukarıda ifade edilmişti. Ancak 2021 yılında halka arz olan işletmelerin halka arz olmadan önceki dönemde yaklaşık %68 işletmenin kısa vadeli borç oranın istenilen düzeyin üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Halka arzdan önceki dönemlerde bazı işletmelerin %90 ve üzerinde kısa vadeli borçlarının olduğu görülmektedir. Daha açık bir ifade ile şirketler faaliyetlerini devam ettirebilmek için kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum ise işletmelerin finansal risklerini artırmaktadır. Halka arz olunan yıl ise kısa vadeli borç oranlarında düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Doğal olarak halka

arzdan elde edilen gelirlerin borçların ödenmesi amacıyla kullanıldığı söylenebilir.

Tablo 5 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Uzun Vadeli Borç Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AIYEN	0.710	0.586	0.431	0.336	0.276	0.250	0.202
ANGEN	0.192	0.206	0.012	0.007	0.026	0.069	0.083
ARASE	0.194	0.103	0.059	0.108	0.231	0.222	0.172
ATATP	0.118	0.081	0.107	0.045	0.026	0.014	0.025
AYDEM	0.674	0.485	0.455	0.526	0.472	0.448	0.394
BASGZ	0.144	0.165	0.203	0.149	0.095	0.104	0.127
BIOEN	0.358	0.388	0.483	0.436	0.399	0.332	0.330
BMSCH	0.141	0.076	0.128	0.036	0.027	0.090	0.118
BOBET	0.115	0.105	0.167	0.094	0.076	0.057	0.050
BRLSM	0.043	0.067	0.781	0.024	0.020	0.005	0.036
CANTE	0.424	0.372	0.474	0.334	0.256	0.007	0.004
EDATA	0.033	0.020	-0.316	0.010	0.016	0.012	0.021
EGEPO	0.276	0.306	0.244	0.119	0.234	0.127	0.076
ELITE	0.035	0.258	0.161	0.043	0.064	-0.029	0.028
ESCAR	0.400	0.328	0.353	0.341	0.389	0.234	0.230
GENIL	0.152	0.094	0.067	0.019	0.053	0.018	0.066
GESAN	0.359	0.160	0.163	0.131	0.094	0.076	0.080
GMTAS	0.004	0.005	0.033	0.051	0.093	0.085	0.066
GWIND	0.278	0.312	0.241	0.273	0.190	0.190	0.239
HEDEF	0.119	0.163	0.186	0.108	0.164	0.124	0.142
IHAAS	0.234	0.410	0.143	0.080	0.062	0.101	0.105
ISKPL	0.120	0.146	0.102	0.053	0.032	0.091	0.061
ISSEN	0.076	0.111	0.167	0.139	0.151	0.059	0.110
KIMMR	0.053	0.194	0.166	0.135	0.168	0.221	0.249
KLKIM	0.239	0.038	0.049	0.024	0.032	0.025	0.022
KTSKR	0.030	0.029	0.143	0.142	0.132	0.147	0.127
MANAS	0.270	0.188	0.131	0.042	0.119	0.087	0.101
MEDTR	0.171	0.094	0.108	0.032	0.061	0.068	0.041
MERCN	0.237	0.137	0.189	0.047	0.009	0.030	0.016
MIATK	0.020	0.018	0.067	-0.370	0.011	0.025	0.037
MOBTL	0.150	0.153	0.180	0.122	0.102	0.104	0.064
MTRKS	0.136	0.165	0.089	0.066	0.092	0.030	0.092
NTGAZ	0.285	0.203	0.095	0.095	0.023	0.031	0.083
ORCAY	0.162	0.097	0.147	0.031	0.048	0.096	0.056
OYYAT	0.012	0.007	0.009	0.027	0.006	0.005	0.009
PCILT	0.038	0.134	0.072	0.078	0.038	0.015	0.018

PENTA	0.542	0.502	0.461	0.008	0.013	0.011	0.015
QUAGR	0.152	0.087	0.097	0.274	0.079	0.037	0.064
RNPOL	0.231	0.304	0.194	0.095	0.183	0.139	0.134
SELVA	0.111	0.211	0.358	0.230	0.162	0.048	0.100
TEZOL	0.145	0.114	0.141	0.178	0.115	0.074	0.061
TRILC	0.137	0.099	0.103	0.058	0.065	0.026	0.251
TUREX	0.179	0.499	0.182	0.108	0.087	0.179	0.163
UNLU	0.193	0.190	0.133	0.065	0.053	0.034	0.084
VBTYZ	0.136	0.119	0.076	0.021	0.036	0.025	0.301
YEOTK	0.040	0.055	0.090	0.062	0.057	0.204	0.252
ZRGYO	0.000	0.011	0.001	0.001	0.040	0.041	0.076

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Uzun vadeli borç oranlarının kısa vadeli borçlara nazaran daha çok olması beklenmektedir. Uzun vadeli borçların işletmelere sağladığı vade avantajı sayesinde işletmeler borçlarını daha iyi yönetebilmektedirler. 2021 yılında halka arz olan işletmelerin birçoğunun uzun vadeli borçlarının kısa vadeli borçlarına kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin uzun vadeli borç bulmakta sıkıntı yaşadığı ve kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiği söylenebilir.

Tablo 6 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Toplam Borç Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AIYEN	0.78	0.63	0.46	0.40	0.34	0.31	0.25
ANGEN	0.52	0.49	0.15	0.04	0.05	0.10	0.13
ARASE	0.68	0.57	0.50	0.52	0.67	0.41	0.39
ATATP	0.59	0.62	0.72	0.35	0.28	0.29	0.23
AYDEM	0.81	0.57	0.53	0.56	0.52	0.49	0.51
BASGZ	0.58	0.64	0.68	0.67	0.83	0.52	0.55
BIOEN	0.60	0.72	0.75	0.70	0.78	0.57	0.53
BMSCH	0.51	0.41	0.47	0.24	0.35	0.32	0.41
BOBET	0.97	0.76	0.65	0.36	0.35	0.33	0.29
BRLSM	0.85	0.83	1.48	0.62	0.72	0.81	0.58
CANTE	0.65	0.72	0.71	0.53	0.42	0.05	0.13
EDATA	0.42	0.51	0.09	0.25	0.31	0.28	0.31
EGEPO	0.36	0.42	0.41	0.25	0.38	0.22	0.18
ELITE	0.59	0.60	0.56	0.46	0.34	0.23	0.23
ESCAR	0.86	0.81	0.73	0.54	0.59	0.42	0.39
GENIL	0.73	0.56	0.48	0.39	0.24	0.37	0.41

GESAN	0.79	0.70	0.59	0.51	0.58	0.44	0.37
GMTAS	0.06	0.07	0.09	0.11	0.15	0.15	0.14
GWIND	0.42	0.39	0.43	0.44	0.23	0.23	0.29
HEDEF	0.14	0.16	0.19	0.11	0.16	0.13	0.16
IHAAS	1.01	1.08	0.35	0.19	0.23	0.28	0.31
ISKPL	0.71	0.73	0.53	0.39	0.30	0.36	0.34
ISSEN	0.71	0.64	0.74	0.55	0.44	0.29	0.34
KIMMR	0.62	0.67	0.69	0.53	0.57	0.53	0.55
KLKIM	0.58	0.57	0.49	0.35	0.37	0.35	0.30
KTSKR	0.45	0.50	0.31	0.32	0.36	0.31	0.30
MANAS	0.75	0.77	0.65	0.26	0.56	0.40	0.46
MEDTR	0.47	0.43	0.36	0.21	0.19	0.22	0.20
MERCN	0.89	0.76	0.74	0.46	0.44	0.44	0.34
MIATK	0.38	0.31	0.29	0.18	0.23	0.19	0.24
MOBTL	0.55	1.12	0.57	0.44	0.32	0.31	0.27
MTRKS	0.43	0.50	0.43	0.38	0.38	0.21	0.27
NTGAZ	0.58	0.49	0.42	0.32	0.29	0.20	0.28
ORCAY	0.80	0.80	0.67	0.58	0.55	0.50	0.58
OYYAT	0.80	0.79	0.78	0.76	0.75	0.72	0.65
PCILT	0.96	0.95	0.89	0.74	0.72	0.67	0.59
PENTA	0.84	0.87	0.88	0.63	0.67	0.68	0.65
QUAGR	0.69	0.66	0.52	0.61	0.54	0.46	0.46
RNPOL	0.69	0.68	0.60	0.37	0.50	0.43	0.43
SELVA	0.91	0.92	0.78	0.61	0.47	0.33	0.39
TEZOL	0.39	0.30	0.33	0.44	0.33	0.25	0.22
TRILC	0.67	0.76	0.63	0.48	0.46	0.37	0.52
TUREX	0.69	0.54	0.46	0.32	0.41	0.30	0.34
UNLU	0.60	0.57	0.59	0.35	0.48	0.42	0.43
VBTYZ	0.74	0.65	0.65	0.59	0.75	0.34	0.60
YEOTK	0.94	0.83	0.75	0.58	0.69	0.79	0.71
ZRGYO	0.12	0.31	0.06	0.03	0.06	0.10	0.13

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2021 yılında ilk halka arzı gerçekleşen işletmelerin yaklaşık %60'nın yüksek borçlanma oranına sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu durum işletmelerin birçoğunun faaliyetlerinin devamını sağlayabilmek amacıyla yüksek oranda borçlandığını göstermektedir. Ayrıca yüksek oranlı borçlanmaya sahip işletmelerin halka arzdan sonra borçlanma oranlarında düşüşler olduğu görülmektedir. Bu durum yine halka arz gelirlerinin borçların ödenmesi için kullanıldığını göstermektedir.

Tablo 7 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Faaliyet Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AIYEN	0.665	0.517	0.789	0.256	0.502	0.174	0.382
ANGEN	0.094	0.421	0.831	0.828	0.684	0.299	0.119
ARASE	0.207	0.186	0.212	0.101	0.090	0.185	0.148
ATATP	0.096	0.159	0.205	0.177	0.164	0.145	0.210
AYDEM	0.370	0.561	0.510	0.363	0.709	0.481	0.294
BASGZ	0.095	0.092	0.089	0.077	-0.004	0.042	0.066
BIOEN	0.315	0.273	0.282	0.119	0.302	0.071	-0.135
BMSCH	0.035	0.022	0.057	0.074	0.065	0.042	-0.068
BOBET	0.069	0.120	0.101	0.045	0.157	0.222	0.084
BRLSM	0.050	0.108	0.125	0.050	0.111	0.097	0.213
CANTE	0.086	0.122	0.277	0.210	0.343	0.104	0.069
EDATA	0.123	0.077	0.146	0.183	0.132	0.056	0.023
EGEPO	0.171	0.139	0.329	0.149	0.016	0.051	-0.117
ELITE	0.368	0.275	0.343	0.402	0.314	0.410	0.309
ESCAR	0.184	0.351	0.540	0.559	0.667	0.496	0.038
GENIL	0.043	0.096	0.103	0.081	0.142	0.055	0.074
GESAN	0.173	0.065	0.306	0.305	0.270	0.243	0.175
GMTAS	0.002	0.076	0.129	0.126	0.140	0.097	0.105
GWIND	0.218	0.705	0.825	0.750	0.932	0.792	0.476
HEDEF	1.086	0.984	0.997	0.931	0.995	0.961	0.551
IHAAS	0.002	0.027	0.243	-0.026	0.062	-0.028	-0.162
ISKPL	0.163	0.112	0.272	0.220	0.151	0.097	0.096
ISSEN	0.238	0.157	0.312	0.339	0.235	0.281	0.192
KIMMR	-0.029	0.049	0.031	0.029	0.002	0.033	0.027
KLKIM	0.119	0.131	0.164	0.156	0.198	0.201	0.173
KTSKR	0.090	0.158	0.136	0.111	0.384	0.162	0.017
MANAS	0.160	0.121	0.175	0.186	0.213	0.262	0.251
MEDTR	0.127	0.159	0.266	0.213	0.281	0.187	0.109
MERCN	0.130	0.092	0.148	0.200	0.158	0.113	0.098
MIATK	0.178	0.153	0.250	0.329	0.527	0.433	0.584
MOBTL	0.055	0.043	0.047	0.079	0.075	0.067	0.051
MTRKS	0.022	0.093	0.144	0.134	0.225	0.146	0.292
NTGAZ	0.054	0.162	0.150	0.084	0.208	0.095	0.135
ORCAY	-0.023	-0.041	0.041	0.056	0.219	0.221	0.225
OYYAT	0.005	0.007	0.010	0.014	0.049	0.174	0.215
PCILT	0.005	0.022	0.052	0.038	0.043	0.059	0.071
PENTA	0.037	0.036	0.033	0.030	0.040	0.040	0.033
QUAGR	0.218	0.164	0.305	0.628	0.370	0.188	0.047
RNPOL	0.161	0.522	0.191	0.271	0.116	0.184	0.215

SELVA	0.098	0.003	0.137	0.128	0.142	0.007	-0.017
TEZOL	0.241	0.221	0.253	0.175	0.241	0.127	0.079
TRILC	0.367	0.294	0.331	0.112	0.136	0.138	0.210
TUREX	0.101	0.170	0.175	0.112	0.111	0.169	0.101
UNLU	0.018	0.017	0.022	0.011	0.020	0.016	0.012
VBTYZ	0.033	0.104	0.137	0.109	0.095	0.054	0.098
YEOTK	0.104	0.125	0.194	0.202	0.158	0.098	0.236
ZRGYO	2.858	2.929	2.446	6.687	17.635	1.518	2.113

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 8 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Aktif Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AİYEN	0.13	0.07	0.05	0.05	0.06	0.00	0.07
ANGEN	0.02	0.19	0.80	0.52	0.39	-0.10	-0.12
ARASE	0.16	0.24	0.21	0.15	0.14	0.32	0.01
ATATP	0.17	0.19	0.22	0.15	0.20	0.10	0.21
AYDEM	-0.16	-0.06	-0.04	-0.01	0.03	-0.02	-0.21
BASGZ	0.08	0.08	0.09	0.10	0.03	0.13	0.05
BIOEN	-0.01	0.01	0.06	0.00	0.10	0.14	0.01
BMSCH	0.07	0.02	0.09	0.10	0.12	0.02	-0.12
BOBET	-0.05	0.01	0.03	0.03	0.19	0.21	0.02
BRLSM	-0.03	0.07	0.11	0.04	0.09	-0.06	0.13
CANTE	-0.04	-0.05	0.01	-0.03	0.28	0.03	-0.05
EDATA	0.21	0.10	0.18	0.24	0.26	0.09	-0.06
EGEPO	0.06	0.04	0.15	0.04	0.01	0.07	-0.01
ELITE	0.27	0.16	0.10	0.09	0.21	0.09	0.20
ESCAR	0.00	0.05	0.12	0.23	0.17	0.18	0.03
GENIL	0.02	0.26	0.19	0.15	0.30	0.06	0.01
GESAN	-0.02	0.05	0.07	0.12	0.13	0.07	0.07
GMTAS	0.01	0.04	0.10	0.13	0.17	0.00	0.11
GWIND	0.03	0.05	0.10	0.10	0.42	0.07	0.06
HEDEF	-0.12	0.41	0.53	0.09	0.53	-0.26	-0.40
IHAAS	0.00	0.02	0.17	0.05	0.14	-0.17	-0.14
ISKPL	0.00	0.00	0.04	0.11	0.11	0.06	0.10
ISSEN	0.07	0.06	0.10	0.09	0.11	0.06	-0.03
KIMMR	-0.07	0.03	0.02	0.02	0.03	0.09	0.06
KLKIM	0.08	0.08	0.18	0.22	0.29	0.12	0.15
KTSKR	0.11	0.17	0.04	0.11	0.20	0.06	0.06
MANAS	0.03	0.01	0.01	0.03	0.08	0.05	-0.08
MEDTR	0.06	0.12	0.18	0.23	0.27	0.01	0.03
MERCN	-0.01	0.05	0.11	0.18	0.18	0.03	-0.02
MIATK	0.07	0.20	0.23	0.18	0.44	0.23	0.36

MOBTL	0.01	0.00	0.17	0.19	0.26	0.05	0.02
MTRKS	0.06	0.16	0.26	0.32	0.41	0.24	0.18
NTGAZ	-0.12	0.11	0.22	0.03	0.42	0.03	0.07
ORCAY	-0.02	0.00	0.02	0.01	0.10	-0.04	-0.10
OYYAT	0.04	0.07	0.09	0.11	0.15	0.11	0.01
PCILT	0.00	0.01	0.06	0.06	0.13	0.13	0.08
PENTA	0.01	0.03	0.01	-0.01	0.02	0.02	0.03
QUAGR	0.04	0.03	0.20	0.20	0.21	0.03	-0.20
RNPOL	-0.02	0.01	0.04	0.07	0.06	-0.02	0.03
SELVA	0.01	0.00	0.08	-0.02	0.09	0.09	0.01
TEZOL	0.18	0.23	0.20	0.20	0.36	0.01	0.02
TRILC	0.08	0.05	0.08	0.06	0.06	0.05	0.02
TUREX	0.05	0.16	0.15	0.10	0.11	0.09	0.03
UNLU	0.00	0.03	0.10	0.08	0.16	0.01	0.03
VBTYZ	0.09	0.12	0.12	0.10	0.09	0.13	0.02
YEOTK	0.07	0.14	0.12	0.11	0.17	0.07	0.10
ZRGYO	0.07	0.05	0.07	0.15	0.54	0.10	0.05

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 9 2021 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Özsermaye Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AIYEN	0.60	0.18	0.08	0.08	0.08	0.00	0.09
ANGEN	0.04	0.37	0.94	0.54	0.41	-0.11	-0.14
ARASE	0.49	0.55	0.41	0.32	0.41	0.54	0.01
ATATP	0.42	0.51	0.78	0.22	0.28	0.14	0.27
AYDEM	-0.89	-0.13	-0.09	-0.01	0.06	-0.04	-0.43
BASGZ	0.19	0.22	0.28	0.30	0.21	0.28	0.12
BIOEN	-0.01	0.03	0.25	0.01	0.44	0.33	0.02
BMSCH	0.06	0.04	0.16	0.13	0.19	0.03	-0.20
BOBET	-1.80	0.06	0.08	0.04	0.29	0.31	0.03
BRLSM	-0.17	0.40	0.40	0.09	0.32	-0.33	0.32
CANTE	-0.11	-0.20	0.05	-0.07	0.48	0.03	-0.05
EDATA	0.37	0.20	0.32	0.31	0.38	0.13	-0.09
EGEPO	0.09	0.06	0.26	0.06	0.01	0.09	-0.02
ELITE	0.66	0.40	0.22	0.16	0.31	0.12	0.26
ESCAR	0.00	0.25	0.43	0.49	0.42	0.31	0.06
GENIL	0.06	0.58	0.37	0.24	0.39	0.09	0.02
GESAN	-0.07	0.15	0.16	0.25	0.31	0.13	0.11
GMTAS	0.01	0.04	0.11	0.14	0.20	0.00	0.12
GWIND	0.05	0.08	0.17	0.17	0.55	0.09	0.08
HEDEF	-0.14	0.49	0.65	0.10	0.64	-0.30	-0.48
IHAAS	0.36	-0.29	0.26	0.07	0.18	-0.24	-0.21

ISKPL	0.01	0.01	0.08	0.18	0.15	0.09	0.16
ISSEN	0.25	0.16	0.37	0.20	0.20	0.08	-0.04
KIMMR	-0.18	0.08	0.08	0.05	0.08	0.20	0.12
KLKIM	0.19	0.19	0.35	0.33	0.46	0.18	0.22
KTSKR	0.21	0.33	0.05	0.16	0.32	0.08	0.08
MANAS	0.14	0.06	0.04	0.04	0.17	0.08	-0.14
MEDTR	0.12	0.21	0.28	0.29	0.33	0.02	0.03
MERCN	-0.09	0.23	0.41	0.34	0.32	0.05	-0.03
MIATK	0.12	0.30	0.33	0.22	0.57	0.29	0.47
MOBTL	0.02	-0.03	0.40	0.34	0.38	0.07	0.02
MTRKS	0.10	0.32	0.46	0.51	0.67	0.31	0.24
NTGAZ	-0.29	0.21	0.39	0.05	0.59	0.04	0.10
ORCAY	-0.09	0.02	0.06	0.02	0.23	-0.09	-0.25
OYYAT	0.21	0.34	0.41	0.47	0.60	0.39	0.03
PCILT	0.08	0.29	0.59	0.21	0.46	0.38	0.21
PENTA	0.07	0.22	0.05	-0.02	0.07	0.08	0.10
QUAGR	0.12	0.08	0.43	0.51	0.45	0.05	-0.36
RNPOL	-0.07	0.02	0.10	0.11	0.12	-0.04	0.05
SELVA	0.12	0.01	0.38	-0.05	0.17	0.14	0.02
TEZOL	0.29	0.32	0.30	0.37	0.53	0.01	0.03
TRILC	0.23	0.21	0.23	0.11	0.12	0.09	0.04
TUREX	0.16	0.35	0.28	0.14	0.18	0.13	0.04
UNLU	0.00	0.06	0.25	0.13	0.30	0.02	0.05
VBTYZ	0.35	0.34	0.35	0.24	0.33	0.20	0.05
YEOTK	1.07	0.80	0.47	0.27	0.54	0.32	0.35
ZRGYO	0.08	0.07	0.07	0.16	0.57	0.11	0.06

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Karlılık oranları birlikte değerlendirildiğinde şirketlerin çoğunluğunun karlılık durumlarının nispeten daha iyi olduğu görülmektedir. Bu durum işletmenin genel itibarıyla borçlarını ödeyebildiğini göstermektedir.

2022 Yılı Halka Arz Olan Şirketlerin Analizi

Tablo 10 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Cari Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.47	0.43	0.68	1.12	1.29	1.10
ALFAS	1.40	1.45	1.23	1.67	1.72	1.36
AZTEK	1.92	1.71	1.63	2.09	1.70	1.79
BMSTL	0.98	0.82	0.99	1.50	1.35	1.09
CONSE	0.65	0.43	0.51	0.70	0.38	0.39

DAPGM	1.45	1.29	1.59	1.12	1.86	1.92
ENSRI	0.90	0.95	0.78	1.30	1.55	1.69
ERCB	1.21	1.27	1.12	1.11	1.16	1.21
EUREN	1.07	1.28	0.15	2.48	2.35	1.98
GRSEL	0.83	1.09	0.82	1.17	1.54	1.69
GZNMİ	0.96	1.09	1.20	2.75	1.61	1.34
HKTM	0.97	1.16	1.25	1.41	1.16	0.93
HTTBT	2.86	1.86	1.62	4.44	4.88	2.37
HUNER	0.64	0.15	0.82	0.36	0.25	0.52
IMASM	1.68	1.76	1.18	1.93	1.58	1.58
INVES	8.46	7.14	8.48	15.76	19.51	25.52
KCAER	0.80	0.81	1.00	1.19	1.44	1.27
KLRHO	1.20	1.67	1.96	2.03	1.66	2.41
KMPUR	1.37	1.24	1.27	1.46	1.34	1.11
KRPLS	1.37	1.36	1.80	2.27	1.83	1.63
LİDER	0.37	0.66	0.73	1.18	2.20	5.14
MAKİM	4.46	4.52	4.71	3.98	2.91	2.42
OBASE	1.51	1.60	1.22	2.13	1.55	1.03
ONCSM	0.99	1.16	1.94	2.00	2.16	2.70
OZSUB	1.23	1.15	1.18	1.59	1.24	1.21
PLTUR	1.45	0.99	1.30	2.01	2.15	2.49
PNLSN	1.11	1.05	1.20	1.71	1.46	1.60
RUBNS	0.51	0.93	1.40	1.78	2.44	2.55
SDTTR	1.66	1.80	2.49	3.27	2.71	2.53
SEGYO	139.01	1.89	1.45	2.36	1.28	0.90
SMRTG	1.15	1.14	1.23	1.34	1.11	0.94
SNICA	2.59	1.68	1.31	1.97	2.73	1.69
SUNTK	1.19	1.18	1.27	1.96	1.63	1.58
SUWEN	0.72	0.84	1.03	1.60	1.95	1.60
YYLGD	0.10	1.67	1.55	1.65	1.40	1.13

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2022 yılında halka arz olan işletmelerin yaklaşık %89'nun cari oranlarının halka arz öncesi 2'nin altında olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin finansal sıkıntı yaşayabileceğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle işletmelerin büyük bir kısmının nakit gereksinimi olduğu yani finansman kaynağına ihtiyaç duyduğu şeklinde yorumlanabilir. Halka arz olunan yıl ise işletmelerin cari oranlarında bir artış gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum işletmelerin halka arz gelirleriyle kısa vadeli borçlarını ödeme eğiliminde olduğu söylenebilir. Sonraki yıllarda ise birçok

işletmenin yine cari oranlarında düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum işletmenin borçlarını yönetemediği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 11 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Kısa Vadeli Borç Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.80	0.79	0.67	0.33	0.21	0.41
ALFAS	0.65	0.64	0.74	0.51	0.43	0.39
AZTEK	0.49	0.56	0.57	0.44	0.54	0.52
BMSTL	0.54	0.61	0.53	0.35	0.29	0.34
CONSE	0.34	0.36	0.32	0.29	0.46	0.38
DAPGM	0.32	0.40	0.20	0.26	0.24	0.21
ENSRI	0.50	0.46	0.52	0.42	0.29	0.24
ERCB	0.39	0.43	0.43	0.50	0.54	0.56
EUREN	0.42	0.35	0.37	0.24	0.15	0.13
GRSEL	0.69	0.36	0.30	0.25	0.23	0.25
GZNMI	0.98	0.87	0.79	0.35	0.47	0.49
HKTM	0.73	0.64	0.52	0.51	0.53	0.54
HTTBT	0.14	0.24	0.21	0.10	0.09	0.15
HUNER	0.23	0.16	0.09	0.12	0.16	0.12
IMASM	0.46	0.45	0.28	0.18	0.33	0.24
INVES	0.09	0.11	0.01	0.01	0.01	0.00
KCAER	0.61	0.54	0.61	0.49	0.36	0.41
KLRHO	0.35	0.26	0.28	0.28	0.28	0.15
KMPUR	0.62	0.73	0.74	0.61	0.64	0.72
KRPLS	0.54	0.51	0.42	0.33	0.29	0.33
LIDER	0.53	0.40	0.36	0.32	0.19	0.12
MAKIM	0.20	0.19	0.17	0.17	0.22	0.20
OBASE	0.28	0.28	0.45	0.31	0.28	0.39
ONCSM	0.24	0.27	0.34	0.35	0.27	0.21
OZSUB	0.63	0.62	0.75	0.56	0.66	0.57
PLTUR	0.37	0.40	0.32	0.24	0.12	0.14
PNLSN	0.65	0.74	0.69	0.44	0.46	0.32
RUBNS	0.48	0.26	0.25	0.29	0.14	0.13
SDTTR	0.48	0.44	0.35	0.28	0.33	0.33
SEGYO	0.00	0.09	0.20	0.06	0.10	0.06
SMRTG	0.73	0.76	0.71	0.65	0.61	0.65
SNICA	0.32	0.52	0.57	0.44	0.26	0.41
SUNTK	0.43	0.53	0.58	0.34	0.34	0.33

SUWEN	0.51	0.57	0.55	0.43	0.28	0.38
YYLGD	0.49	0.43	0.54	0.51	0.51	0.50

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kısa vadeli borç oranının genel itibariye 1/3 olması gerektiği bilinmektedir. Ancak 2022 yılında halka arz olan işletmelerin yaklaşık %46'sının halka arz olmadan önceki dönemde kısa vadeli borç oranın istenilen düzeyin üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Halka arz olunan yıl ise kısa vadeli borç oranlarında düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Doğal olarak halka arzdan elde edilen gelirlerin borçların ödenmesi amacıyla kullanıldığı söylenebilir. Son olarak halka arz olduktan sonraki yıllarda işletmelerin bazılarında yine kısa vadeli borç oranlarında bir artış olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin borç yönetimi ve politikalarında başarılı olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 12 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Uzun Vadeli Borç Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.464	0.441	0.425	0.087	0.215	0.191
ALFAS	0.108	0.040	0.010	0.001	0.032	0.085
AZTEK	0.125	0.040	0.038	0.017	0.021	0.024
BMSTL	0.337	0.251	0.154	0.076	0.135	0.107
CONSE	0.375	0.367	0.326	0.258	0.190	0.180
DAPGM	0.543	0.378	0.524	0.412	0.325	0.336
ENSRI	0.138	0.142	0.157	0.049	0.093	0.141
ERCB	0.279	0.241	0.203	0.137	0.159	0.162
EUREN	0.116	0.197	0.149	0.100	0.181	0.129
GRSEL	0.088	0.191	0.201	0.156	0.149	0.089
GZNMİ	0.015	0.111	0.007	0.003	0.002	0.122
HKTM	0.134	0.174	0.072	0.036	0.058	0.070
HTTBT	0.061	0.047	0.077	0.045	0.047	0.053
HUNER	0.672	0.505	0.534	0.415	0.370	0.312
IMASM	0.255	0.211	0.144	0.117	0.107	0.120
INVES	0.065	0.091	0.045	0.050	0.028	0.097
KCAER	0.286	0.284	0.119	0.063	0.095	0.111
KLRHO	0.066	0.015	0.015	0.034	0.049	0.113
KMPUR	0.018	0.011	0.005	0.083	0.053	0.006
KRPLS	0.362	0.308	0.192	0.049	0.165	0.149

LIDER	0.325	0.365	0.345	0.168	0.127	0.156
MAKIM	0.013	0.019	0.029	0.023	0.054	0.099
OBASE	0.091	0.137	0.066	0.062	0.051	0.021
ONCSM	0.196	0.152	0.052	0.030	0.047	0.073
OZSUB	0.174	0.192	0.085	0.066	0.054	0.179
PLTUR	0.159	0.216	0.233	0.166	0.180	0.178
PNLSN	0.135	0.067	0.044	0.044	0.041	0.049
RUBNS	0.320	0.201	0.132	0.056	0.068	0.066
SDTTR	0.173	0.259	0.094	0.068	0.047	0.033
SEGYO	0.003	0.296	0.294	0.131	0.067	0.094
SMRTG	0.225	0.112	0.047	0.044	0.192	0.153
SNICA	0.197	0.117	0.097	0.077	0.069	0.021
SUNTK	0.247	0.155	0.137	0.072	0.081	0.087
SUWEN	0.497	0.330	0.227	0.107	0.152	0.138
YYLGD	0.264	0.344	0.184	0.082	0.173	0.100

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Uzun vadeli borç oranlarının kısa vadeli borçlara nazaran daha çok olması beklenmektedir. 2022 yılında halka arz olan işletmelerin birçoğunun uzun vadeli borçlarının kısa vadeli borçlarına kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin uzun vadeli borç bulmakta sorun yaşadığı ve kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiği söylenebilir. Pandemi sonrası dönemde risk ve belirsizliğin artmış olması ayrıca enflasyon oranlarının hızlı bir şekilde artması da uzun vadeli borç bulma konusunda işletmeleri zorlamaktadır.

Tablo 13 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Toplam Borç Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	1.27	1.23	1.10	0.42	0.42	0.60
ALFAS	0.76	0.68	0.75	0.51	0.46	0.48
AZTEK	0.61	0.60	0.61	0.46	0.56	0.55
BMSTL	0.88	0.86	0.69	0.43	0.42	0.45
CONSE	0.71	0.73	0.64	0.55	0.65	0.56
DAPGM	0.87	0.78	0.72	0.67	0.57	0.55
ENSRI	0.64	0.60	0.67	0.47	0.39	0.38
ERCB	0.67	0.67	0.64	0.64	0.69	0.72
EUREN	0.54	0.54	0.52	0.34	0.33	0.26

GRSEL	0.77	0.55	0.50	0.41	0.38	0.34
GZNMI	1.00	0.98	0.79	0.36	0.47	0.62
HKTM	0.87	0.81	0.59	0.55	0.59	0.61
HTTBT	0.21	0.29	0.28	0.15	0.13	0.20
HUNER	0.90	0.67	0.62	0.53	0.53	0.43
IMASM	0.71	0.66	0.42	0.30	0.44	0.36
INVES	0.16	0.20	0.05	0.06	0.03	0.10
KCAER	0.89	0.82	0.73	0.55	0.45	0.52
KLRHO	0.42	0.28	0.30	0.31	0.33	0.27
KMPUR	0.64	0.74	0.74	0.69	0.69	0.73
KRPLS	0.90	0.82	0.61	0.38	0.45	0.48
LIDER	0.85	0.77	0.71	0.49	0.32	0.28
MAKIM	0.21	0.21	0.19	0.20	0.27	0.30
OBASE	0.37	0.42	0.52	0.37	0.33	0.41
ONCSM	0.44	0.42	0.39	0.38	0.32	0.28
OZSUB	0.81	0.81	0.84	0.63	0.71	0.75
PLTUR	0.53	0.62	0.55	0.40	0.30	0.32
PNLSN	0.79	0.81	0.73	0.49	0.50	0.36
RUBNS	0.80	0.46	0.38	0.35	0.21	0.20
SDTTR	0.65	0.70	0.44	0.35	0.38	0.36
SEGYO	0.01	0.38	0.50	0.19	0.17	0.15
SMRTG	0.96	0.87	0.75	0.70	0.80	0.80
SNICA	0.52	0.64	0.66	0.52	0.33	0.43
SUNTK	0.67	0.69	0.71	0.42	0.42	0.42
SUWEN	1.01	0.90	0.78	0.54	0.43	0.52
YYLGD	0.76	0.77	0.73	0.59	0.69	0.60

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2022 yılında ilk halka arzı gerçekleşen işletmelerin yaklaşık %72'sinin yüksek borçlanma oranına sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu durum işletmelerin birçoğunun faaliyetlerinin devamını sağlayabilmek amacıyla yüksek oranda borçlandığını göstermektedir. Ayrıca yüksek oranlı borçlanmaya sahip işletmelerin halka arzdan sonra borçlanma oranlarında düşüşler olduğu görülmektedir. Bu durum yine halka arz gelirlerinin borçların ödenmesi için kullanıldığını göstermektedir. Ayrıca halka arzdan sonraki dönemlerde borçlanma oranlarının çoğu şirkette tekrar artış gösterdiği tespit edilmiştir. İşletmelerin faaliyetlerini yürütebilmek için yine yabancı kaynağa başvurduğu söylenebilir.

Tablo 14 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Faaliyet Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.083	0.101	0.107	0.061	0.164	0.170
ALFAS	0.090	0.176	0.038	0.171	0.109	0.038
AZTEK	0.146	0.140	0.122	0.147	0.157	0.121
BMSTL	0.031	0.114	0.168	0.120	0.074	0.046
CONSE	-0.180	0.250	0.228	0.184	-0.187	0.023
DAPGM	0.395	0.456	0.422	0.480	0.600	0.746
ENSRI	0.046	0.450	0.466	0.422	0.250	-0.026
ERCB	0.114	0.228	0.167	0.165	0.113	0.072
EUREN	0.063	0.080	0.166	0.224	0.222	0.138
GRSEL	0.067	0.139	0.098	0.144	0.228	0.269
GZNMİ	0.028	0.026	0.072	0.074	0.012	0.082
HKTM	0.106	0.167	0.259	0.098	0.025	0.088
HTTBT	0.338	0.265	0.214	0.256	0.230	0.220
HUNER	0.238	0.233	0.390	0.288	0.351	0.399
IMASM	0.157	0.144	0.156	0.240	0.168	0.215
INVES	1.178	4.554	5.428	0.998	0.643	0.983
KCAER	0.051	0.173	0.228	0.149	0.118	0.061
KLRHO	-0.299	0.183	0.242	0.314	0.191	0.249
KMPUR	0.118	0.167	0.247	0.152	0.155	0.103
KRPLS	0.128	0.225	0.176	0.156	-0.015	0.011
LİDER	0.415	0.519	0.540	0.657	0.289	0.057
MAKİM	0.291	0.326	0.389	0.348	0.361	0.174
OBASE	0.159	0.173	0.118	0.034	-0.073	0.001
ONCSM	0.159	0.271	0.559	0.231	-0.265	0.016
OZSUB	0.103	0.123	0.107	0.179	-0.017	-0.031
PLTUR	0.238	0.321	0.411	0.364	0.216	0.253
PNLSN	0.055	0.087	0.132	0.121	0.137	0.101
RUBNS	0.105	0.208	0.294	0.232	0.196	0.223
SDTTR	0.316	0.254	0.316	0.317	0.252	0.143
SEGYO	0.426	-0.141	0.314	0.473	0.651	-0.012
SMRTG	0.035	0.105	0.171	0.135	0.211	0.117
SNICA	0.248	0.287	0.283	0.266	0.357	0.100
SUNTK	0.089	0.137	0.129	0.128	0.112	0.100
SUWEN	0.108	0.086	0.195	0.241	0.093	0.113
YYLGD	0.113	0.117	0.168	0.122	0.132	0.077

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 15 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Aktif Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.00	0.02	0.04	0.01	0.10	0.03
ALFAS	0.13	0.21	0.11	0.28	0.20	0.03
AZTEK	0.19	0.19	0.16	0.21	0.09	0.05
BMSTL	-0.04	0.01	0.08	0.12	0.01	-0.01
CONSE	-0.09	0.00	0.03	0.02	0.06	0.04
DAPGM	0.05	0.17	0.12	0.23	0.10	0.04
ENSRI	0.01	0.05	0.09	0.13	0.13	0.10
ERCB	0.02	0.03	0.01	0.04	0.01	0.00
EUREN	0.04	0.09	0.12	0.15	0.10	0.11
GRSEL	0.11	0.15	0.10	0.10	0.22	0.19
GZNMİ	0.03	0.01	0.12	0.44	-0.07	-0.01
HKTM	0.04	0.07	0.17	0.03	-0.02	-0.08
HTTBT	0.30	0.12	0.06	0.06	0.08	0.11
HUNER	0.02	0.00	0.13	0.04	0.01	0.06
IMASM	0.10	0.08	0.08	0.15	0.02	0.07
INVES	0.14	0.22	0.65	0.53	0.00	0.07
KCAER	-0.02	0.06	0.04	0.10	0.10	0.00
KLRHO	-0.11	0.11	0.30	0.36	0.16	0.05
KMPUR	0.06	0.08	0.14	0.13	0.07	-0.11
KRPLS	0.04	0.10	0.01	0.15	-0.11	-0.08
LIDER	0.03	0.13	0.14	0.29	0.12	0.09
MAKİM	0.27	0.27	0.41	0.42	0.18	0.05
OBASE	0.12	0.14	0.12	0.11	-0.05	-0.05
ONCSM	0.02	0.14	0.55	0.15	-0.24	-0.15
OZSUB	0.02	0.02	0.02	0.10	0.00	-0.05
PLTUR	0.10	0.08	0.11	0.17	0.01	0.06
PNLSN	0.02	0.05	0.12	0.14	0.09	0.02
RUBNS	0.01	0.06	0.11	0.11	0.02	0.01
SDTTR	0.21	0.22	0.30	0.32	0.15	0.00
SEGYO	0.09	0.11	0.08	0.45	0.10	-0.05
SMRTG	0.03	0.10	0.10	0.09	0.10	0.02
SNICA	0.13	0.12	0.08	0.03	0.10	-0.12
SUNTK	0.12	0.10	0.12	0.24	0.04	0.10
SUWEN	0.00	0.01	0.16	0.24	0.13	0.09
YYLGD	0.04	0.02	0.15	0.15	0.03	0.05

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 16 2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketlerin Özsermaye Karlılık Oranları

ŞİRKETLER	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AHGAZ	0.01	-0.08	-0.45	0.02	0.17	0.07
ALFAS	0.52	0.67	0.44	0.57	0.38	0.05
AZTEK	0.49	0.48	0.41	0.39	0.21	0.12
BMSTL	-0.37	0.07	0.27	0.20	0.02	-0.01
CONSE	-0.32	0.01	0.07	0.05	0.16	0.08
DAPGM	0.40	0.80	0.42	0.69	0.24	0.08
ENSRI	0.03	0.12	0.29	0.24	0.22	0.17
ERCB	0.06	0.10	0.02	0.10	0.03	0.00
EUREN	0.10	0.20	0.24	0.23	0.15	0.15
GRSEL	0.48	0.32	0.19	0.16	0.35	0.19
GZNMI	9.28	0.73	0.56	0.68	-0.13	-0.02
HKTM	0.30	0.36	0.42	0.07	-0.05	-0.19
HTTBT	0.38	0.17	0.09	0.07	0.09	0.13
HUNER	0.18	0.01	0.35	0.09	0.02	0.11
IMASM	0.33	0.25	0.13	0.22	0.03	0.11
INVES	0.17	0.27	0.68	0.56	0.00	0.07
KCAER	-0.18	0.32	0.15	0.23	0.18	0.01
KLRHO	-0.19	0.15	0.43	0.52	0.24	0.07
KMPUR	0.17	0.29	0.56	0.42	0.22	-0.40
KRPLS	0.37	0.58	0.04	0.25	-0.20	-0.15
LIDER	0.23	0.55	0.49	0.56	0.18	0.13
MAKIM	0.34	0.34	0.51	0.52	0.24	0.06
OBASE	0.19	0.24	0.25	0.18	-0.07	-0.09
ONCSM	0.03	0.25	0.91	0.25	-0.34	-0.22
OZSUB	0.09	0.13	0.12	0.27	-0.01	-0.19
PLTUR	0.20	0.21	0.24	0.29	0.01	0.09
PNLSN	0.07	0.25	0.43	0.28	0.18	0.03
RUBNS	0.04	0.12	0.18	0.17	0.03	0.01
SDTTR	0.60	0.74	0.55	0.49	0.23	0.01
SEGYO	0.09	0.18	0.16	0.55	0.13	-0.06
SMRTG	0.63	0.78	0.42	0.31	0.49	0.12
SNICA	0.26	0.34	0.24	0.06	0.15	-0.22
SUNTK	0.37	0.31	0.41	0.40	0.07	0.17
SUWEN	-0.07	0.09	0.73	0.51	0.23	0.18
YYLGD	0.17	0.07	0.54	0.37	0.08	0.11

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Karlılık oranları birlikte değerlendirildiğinde şirketlerin çoğunluğunun karlılık durumlarının nispeten daha iyi olduğu görülmektedir. Bu durum işletmelerin genel itibariyle borçlarını elde ettiği karla ödeyebildiğini ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle

işletmelerin karlılıklarını dikkate alarak borçlanma eğiliminde oldukları şeklinde yorumlanabilir.

Sonuç ve Öneriler

İşletmeler tanınırlıklarını artırmak, kurumsallaşmayı hızlandırmak ve finansman kaynağı sağlamak gibi farklı amaçlarla halka arz olabilirler. Özellikle pandemi dönemi sonrasında yaşanan ekonomik daralma işletmeleri finansal anlamda olumsuz etkilemiştir. Pazarın daralması ile birlikte satışlar düşmüş ve işletmelerin borç ödeme güçleri de düşmüştür. Böyle olunca işletmeler alternatif finansman kaynağı araştırmaya başlamışlardır. Pandemi döneminde devlet tarafından işletmelere verilen desteklerin yetersiz kalması da finansman kaynağı araştırmak için ayrıca bir etken olmuştur.

İlk halka arzlar, işletmeler için uzun vadeli ve düşük maliyetli bir finansman kaynağı olarak alternatifler arasında yer almaktadır. Bu çalışmanın temel amacı pandemi sonrasında hızla artan ilk halka arzların işletmeler için bir kurtarma planı olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaçla pandemi sonrasında yani 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan işletmelerin likite oranı, finansal yapı oranları ve karlılık oranları kullanılarak değerlendirilmesi yapılmıştır.

Her iki dönem içerisinde işletmelerin düşük cari oranlara sahip olduğu ve yüksek borçlanmaların olduğu tespit edilmiştir. Çalışma kapsamında araştırılan “Borsa İstanbul’da Kovid-19 pandemisi sonrası yapılan ilk halka arzlar bir kurtarma planı mıydı?” sorusuna evet der niteliktedir. Ancak 2021 ve 2022 yıllarında halka arz olan şirketlerin karlılık göstergelerinin özellikle halka arzdan önceki yılda iyi görünmesi ise bu sorunun cevabını hayır olarak vermektedir. Özetle işletmenin finansal yapı göstergeleri halka arzın işletmeler için bir can suyu olduğunu göstermektedir. Kısa vadeli borç yüklerinin ağır olması bu durumu kanıtlar niteliktedir.

Araştırma kapsamında sorulan sorunun daha detaylı incelenmesi gerektiği aşıkardır. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda işletmenin farklı finansal göstergeleri incelenerek daha derin bir analiz yapılabilir. Ayrıca pandemi öncesi veriler kullanılarak Altman Z-Skoru gibi yaklaşımlarla işletmelerin iflas riski llebilir ayrıca panel regresyon anali ile ekonometrik değerlendirmelerde bulunulabilir. Ayrıca günümüzde oldukça popüler olan yapay zekâ destekli (yapay sinir ağları, destek vektör makineleri ve derin öğrenme gibi) yaklaşımlarla işletmeler ayrı ayrı incelenebilir. Böylece işletmeler hakkında daha net sonuçlara ulaşılabilir.

Kaynakça

Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2015). Finansal yönetim (Yenilenmiş 2. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.

Bank for International Settlements (BIS), (2020). Annual Economic Report. Chapter I, A global sudden stop. 30 June. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e1.htm>

Bank for International Settlements (BIS), (2021). Annual Economic Report. 29 June. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e1.htm>

Buffett, M. ve Clark, D. (2023). *Warren Buffett ve Finansal Tabloların Yorumlanması için Küçük Kitap*, (2. Basım). İstanbul: Scala Yayıncılık.

Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2017). *Mali Tablolar Analizi*. (17. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Dünya Sağlık Örgütü (WHO), (2024). The WHO Hub for Pandemic and Epidemic Intelligence: Annual report 2024. <https://pandemichub.who.int/publications/i/item/who-hub-for-pandemic-and-epidemic-intelligence-annual-report-2024> [Erişim Tarihi: 13.09.2025]

Elmas, B. (2017). *Finansal Tablolar Analizi*. (Geliştirilmiş ve Gözden Geçirilmiş 3. Basım). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti.

Gökalp, N. K. (2022). Sermaye Piyasalarında Halka Arz “Yöntemler, Uygulama ve Analizi”. Tıpkı 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayıncılık.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) <https://www.kap.org.tr/tr>

Kazbek, A. (2015). *Finansal Tablolar Okuryazarlığı*. Adana: Karahan Kitabevi.

Köse, Z. (2020). Covid-19'un Küresel Ekonomiye Etkileri, Erdal Ş., Duygu H. ve Osman Y. (Ed.) *Covid-19 Pandemisinde Yönetim ve Ekonomi* içinde (ss. 43-66). Ankara: Gazi Kitabevi.

KuveytTürk (2024). Hisse Senedi Nedir? Nasıl Alınır? <https://www.kuveytturk.com.tr/blog/finans/hisse-senedi-nedir-nasil-alinir#:~:text=Merkez%20Bankas%C4%B1%2C%20sigorta%20%C5%9Firketleri%2C%20anonim,yapmalar%C4%B1%20ve%20izin%20almalar%C4%B1%20gerekir.> [Erişim Tarihi: 19.10.2025]

Küçükçolak, R. A., Küçükçolak, N. İ. ve Küçükkoğlu, S. (2023). Halk Arz 101 Sermaye Piyasalarında İlk Adım Şirket Finansmanında Halka Arzlar, İstanbul: Scala Yayıncılık.

Münyas, T. ve Kargı, F. (2016), *Sermaye Piyasası Temel ve Teknik Analiz Yöntemleri*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Sermaye Piyasası Kurumu (SPK), (2024). Halka Arz, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları <https://spk.gov.tr/yatirimcilar/yatirimci-bilgilendirme-kitapciklari> [Erişim Tarihi: 11.09.2025]

Sermaye Piyasası Kurumu (SPK), İhraç ve Halka Arz Verileri <https://spk.gov.tr/sirketler/duyurular-ve-veriler/ihrac-ve-halka-arz-verileri> [Erişim Tarihi: 16.09.2025]

Sözcü Gazetesi (27 Ocak 2025). <https://www.sozcu.com.tr/turkiye-nin-dev-gida-sirketi-konkordato-ilan-etti-halka-arz-icin-spk-ya-basvurmustu-p131238> [Erişim Tarihi: 03.10.2025]

Türkiye Bilimler Akademisi (TÜBA), (2020). Covid-19 Pandemi Değerlendirme Raporu, Türkiye Bilimler Akademisi Yayınları, TÜBA Raporları No: 34.

BÖLÜM 2

OTEL İŞLETMELERİNDE BÜYÜMENİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

AHMET KURTARAN¹

Giriş

Turizm sektörü, küresel ölçekte ekonomik büyüme, istihdam yaratma ve bölgesel kalkınma açısından stratejik öneme sahip sektörlerden biri olarak kabul edilmektedir. Hizmetler sektörü içerisinde yer alan turizm, yalnızca doğrudan yarattığı gelirler yoluyla değil; ulaştırma, konaklama, yiyecek-içecek, eğlence ve perakende gibi çok sayıda alt sektörü harekete geçirmesi nedeniyle çarpan etkisi yüksek bir ekonomik faaliyet alanı olarak öne çıkmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından turizm sektörü, döviz girdisi sağlama, dış ticaret dengesini iyileştirme ve istihdamı artırma gibi makroekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesinde önemli bir araç olarak değerlendirilmektedir.

Turizmin ekonomik öneminin yanı sıra, sosyal ve kültürel etkileri de dikkate değerdir. Turizm faaliyetleri, kültürler arası etkileşimi artırmakta, yerel değerlerin tanıtımına katkı sağlamakta ve bölgesel kalkınma politikalarının uygulanmasında tamamlayıcı bir

¹ Prof. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Trabzon/Türkiye, Orcid: 0000-0003-1780-2491

rol üstlenmektedir. Bu bağlamda turizm sektörü, yalnızca ekonomik büyümeyi değil, aynı zamanda sürdürülebilir kalkınmayı destekleyen çok boyutlu bir sektör niteliği taşımaktadır. Ancak sektörün talep yapısının konjonktürel dalgalanmalara, politik gelişmelere, ekonomik krizlere ve küresel salgınlara son derece duyarlı olması, turizm işletmelerinin faaliyetlerini yüksek belirsizlik ortamında sürdürmelerine neden olmaktadır.

Kısaca turizm; dünya genelinde politik, sosyal, kültürel ve ekolojik özelliklere sahip, hızlı büyüyen, dinamik ve ekonomik etkileri olan bir sektördür (Kurtaran Çelik ve Mutlu, 2022) ve tek bir disiplinin ilgi alanına sığmayacak kadar geniş ve farklı konuları kapsamaktadır (Çelik, Kurtaran ve Mutlu, 2021). Turizm sektörünün temel yapı taşlarından biri olan otel işletmeleri, sektörün arz yönünü temsil etmekte ve turist deneyiminin şekillenmesinde merkezi bir rol oynamaktadır. Otel işletmeleri; konaklama hizmetinin yanı sıra yiyecek-içecek, rekreasyon, toplantı ve organizasyon hizmetleri sunarak turistik ürünün bütünleşik bir parçası hâline gelmektedir. Bu nedenle otel işletmelerinin performansı, destinasyonun rekabet gücü ve turizm gelirlerinin sürdürülebilirliği açısından belirleyici bir faktör olarak kabul edilmektedir. Özellikle büyük ölçekli ve zincir otel işletmeleri, hem ulusal hem de uluslararası pazarlarda turizm hareketlerinin yönlendirilmesinde etkili olmaktadır.

Otel işletmelerinin faaliyet yapısı, yüksek sabit sermaye yatırımları, uzun geri dönüş süreleri ve yoğun rekabet koşulları ile karakterize edilmektedir. Arsa, bina, tesis altyapısı ve donanım gibi unsurlar, otel yatırımlarını sermaye yoğun yatırımlar hâline getirmekte; bu durum finansal planlamanın ve kaynak yönetiminin önemini artırmaktadır. Ayrıca otel işletmelerinde kapasite kullanım oranlarının mevsimsellikten etkilenmesi, gelir akışlarının düzensiz olmasına yol açmakta ve finansal riskleri artırmaktadır. Bu bağlamda, otel işletmelerinin sürdürülebilirliğini sağlayabilmesi için

büyüme kararlarının stratejik bir bakış açısıyla ele alınması zorunlu hâle gelmektedir.

Büyüme, işletmeler açısından yalnızca fiziksel kapasitenin artırılması anlamına gelmemekte; pazar payının genişletilmesi, rekabet avantajının güçlendirilmesi ve uzun vadeli kârlılığın sağlanması gibi stratejik hedefleri de içermektedir. Otel işletmeleri, büyüme yoluyla marka değerini artırmayı, maliyet avantajları elde etmeyi ve talep dalgalanmalarına karşı daha dayanıklı bir yapı oluşturmayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda otel işletmelerinde büyüme; yeni tesis yatırımları, mevcut tesislerin kapasite artırımı, coğrafi genişleme, zincirleşme, birleşme ve satın almalar gibi farklı stratejiler aracılığıyla gerçekleştirilebilmektedir.

Ancak büyüme kararları, beraberinde önemli finansal yükümlülükler ve riskler getirmektedir. Özellikle otel işletmelerinde büyüme yatırımlarının yüksek maliyetli olması, finansman ihtiyacını kaçınılmaz kılmaktadır. Büyümenin hangi kaynaklarla finanse edileceği, işletmenin sermaye yapısını, finansal risk düzeyini ve kârlılığını doğrudan etkilemektedir. Bu noktada finansman kararları, büyüme stratejilerinin başarısını belirleyen temel unsurlardan biri hâline gelmektedir. Yanlış yapılandırılmış bir finansman modeli, işletmenin likidite sorunları yaşamasına ve hatta finansal başarısızlığa sürüklenmesine neden olabilmektedir.

Firma başarısızlıkları, firma içi ve firma dışı pek çok çıkar grubunu yakından ilgilendirmektedir (Çelik, 2010) ve Piyasa koşullarında ve uluslararası konjonktürde, birçok firma kendi dinamik yapıları ve ekonomik gelişmelerden dolayı, finansal sıkıntı ya da finansal başarısızlıkla karşı karşıya kalmaktadır (Çelik ve Kurtaran, 2023). Firma başarısızlıkları literatürde; ekonomik başarısızlık, iş hayatındaki başarısızlık ve finansal başarısızlık olarak çeşitli açılardan ele alınmaktadır. Finansal başarısızlığın göstergeleri olarak ilk aşamada; yönetimdeki hızlı değişim, önemli müşterilerin kaybedilmesi, faaliyet zararları, nakit giriş çıkışı arasındaki olumsuz

fark, alacakların tahsilinde sorun yaşanması gösterilebilir. Son aşamada ise faaliyetlerden kar etme ihtimali imkansız hale gelir, nakit açıkları giderek büyür ve en önemlisi de nitelikli çalışanların kaybedilmeye başlanmasıdır (Çelik, 2011).

Turizm sektörüne özgü belirsizlikler, otel işletmelerinin finansmana erişimini zorlaştıran faktörler arasında yer almaktadır. Talep dalgalanmaları, döviz kuru oynaklığı ve kriz dönemlerinde gelirlerin hızla düşmesi, finansal kurumların turizm yatırımlarını daha riskli görmesine yol açabilmektedir. Bu durum, otel işletmelerinin özellikle uzun vadeli ve uygun maliyetli finansman kaynaklarına erişimini sınırlamaktadır. Ayrıca birçok otel işletmesinin aile işletmesi niteliği taşıması ve kurumsallaşma düzeyinin sınırlı olması, sermaye piyasalarından yararlanma olanaklarını kısıtlamaktadır.

Büyümenin finansmanı sürecinde otel işletmeleri; iç kaynaklar (dağıtılmayan kârlar, amortisman fonları) ve dış kaynaklar (banka kredileri, leasing, proje finansmanı, ortaklıklar) arasında bir denge kurmak durumundadır. Bu denge, işletmenin risk algısı, büyüme hızı ve uzun vadeli stratejik hedefleri doğrultusunda şekillenmektedir. Özellikle zincir otel işletmeleri ve uluslararası markalar, büyüme finansmanında farklı modeller geliştirerek riskleri paylaşmayı ve sermaye maliyetlerini azaltmayı amaçlamaktadır.

Sonuç olarak, turizm sektörünün dinamik yapısı içerisinde faaliyet gösteren otel işletmeleri için büyüme, rekabetçi kalabilmenin ve sürdürülebilirliği sağlamanın temel koşullarından biridir. Ancak büyümenin başarısı, yalnızca stratejik kararların doğruluğuna değil, aynı zamanda bu kararların nasıl finanse edildiğine de bağlıdır. Bu nedenle bu çalışmada, otel işletmelerinde büyüme-finance ilişkisinin bütüncül bir bakış açısıyla ele alınması amaçlanmıştır.

Büyüme Finansmanı Kavramı ve Önemi

Büyüme finansmanı, işletmelerin mevcut faaliyetlerini genişletmek, yeni pazarlara girmek, kapasite artırımı sağlamak veya stratejik yatırımlar gerçekleştirmek amacıyla ihtiyaç duydukları mali kaynakların temin edilmesi ve yönetilmesi sürecini ifade etmektedir. İşletmeler açısından büyüme, yalnızca satış hacminin artırılması ya da fiziksel kapasitenin genişletilmesi anlamına gelmemekte; aynı zamanda rekabet avantajının güçlendirilmesi, pazar payının artırılması ve uzun vadeli sürdürülebilirliğin sağlanması gibi stratejik hedefleri de kapsamaktadır. Bu bağlamda büyüme finansmanı, işletmenin stratejik yönetim süreciyle doğrudan ilişkili bir kavram olarak değerlendirilmektedir (Penrose, 1959; Higgins, 1977).

Literatürde büyüme finansmanı, çoğunlukla işletmenin içsel ve dışsal büyüme stratejilerini destekleyen finansal kararlar bütünü olarak ele alınmaktadır. İçsel büyüme finansmanı; dağıtılmayan kârlar, amortisman fonları ve işletme içi nakit akışları gibi öz kaynaklara dayanmaktadır. Dışsal büyüme finansmanı ise banka kredileri, sermaye piyasası araçları, ortaklıklar ve proje finansmanı gibi dış kaynakları içermektedir. İşletmelerin büyüme sürecinde hangi finansman kaynağını tercih edeceği; sermaye maliyeti, risk düzeyi, kontrol yapısı ve finansal esneklik gibi faktörlere bağlı olarak şekillenmektedir (Myers & Majluf, 1984). Büyüme finansmanı kavramı, işletmelerin gelişme ve genişleme sürecinde ihtiyaç duydukları fonların planlanması ve yönetilmesi olarak da ele alınmaktadır. Akgüç (2017), büyüme finansmanını işletmenin varlık yapısında meydana gelen artışın hangi kaynaklarla karşılanacağını belirlenmesi süreci olarak tanımlamakta ve bu sürecin finansal planlamanın temel unsurlarından biri olduğunu vurgulamaktadır. İşletmelerin büyüme kararları ile finansman kararları arasında güçlü bir etkileşim bulunduğunu belirten yazar, özellikle hızlı büyüme dönemlerinde yetersiz veya yanlış yapılandırılmış finansman

politikalarının likidite sorunlarına ve finansal başarısızlığa yol açabileceğini ifade etmektedir. Bu bağlamda büyüme finansmanı, yalnızca yatırımın finansmanı değil, aynı zamanda işletmenin mali dengesinin korunmasını sağlayan stratejik bir yönetim alanı olarak değerlendirilmektedir (Akgüç, 2017). Risk yönetimi ise, beklenmedik piyasa koşullarından kaynaklanan risklerin firma performansı üzerindeki istenmeyen etkilerini azaltmak amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Klasik risk yönetimi sadece riskten kaynaklanan tehlikelere ve negatif sonuçlara odaklanmaktadır. Diğer taraftan, toplam risk yönetimi, hem risklerin sonucunda meydana gelebilecek olası olumsuz etkileri ve hem potansiyel fırsatları kapsamaktadır (Faedfar vd., 2021).

Firmaların en önemli finans sorunlarından birisi sermaye yapılarının oluşturulmasıdır. Sermaye yapısı yaklaşımlarında, firmaların ihtiyaç duydukları fonların ne kadarının borç, ne kadarının ise özsermaye yoluyla sağlanacağı tartışılmaktadır (Kurtaran Çelik, 2024). Büyüme finansmanının önemi, işletmenin sermaye yapısı üzerindeki belirleyici etkisinden kaynaklanmaktadır. Yanlış yapılandırılmış bir finansman modeli, işletmenin borçluluk oranını artırarak finansal riskleri yükseltebilmekte ve uzun vadede sürdürülebilir büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Özellikle sermaye yoğun sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler için büyüme finansmanı kararları, likidite yönetimi ve kârlılık arasındaki dengenin sağlanması açısından kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle büyüme finansmanı, yalnızca kaynak temini değil, aynı zamanda risk yönetimi ve finansal istikrarın korunması süreci olarak da değerlendirilmektedir (Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Büyüme finansmanı kavramı, sürdürülebilir büyüme yaklaşımıyla da yakından ilişkilidir. Higgins (1977) tarafından geliştirilen sürdürülebilir büyüme modeli, işletmelerin mevcut finansal yapılarıyla finanse edebilecekleri maksimum büyüme oranını ifade etmektedir. Bu yaklaşım, büyümenin finansman

kapasitesiyle uyumlu olmadığı durumlarda işletmelerin finansal sıkıntılarla karşılaşabileceğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla büyüme finansmanı, plansız ve kontrolsüz genişlemenin önüne geçerek işletmelerin uzun vadeli finansal sağlığını koruma işlevi görmektedir.

Özellikle turizm ve otelcilik gibi yüksek sabit sermaye gerektiren sektörlerde büyüme finansmanının önemi daha da artmaktadır. Bu sektörlerde yatırımların geri dönüş sürelerinin uzun olması ve talep dalgalanmalarına açık bir yapı sergilenmesi, finansman kararlarını stratejik bir zorunluluk hâline getirmektedir. Akademik çalışmalar, uygun finansman yapısına sahip işletmelerin kriz dönemlerinde daha dayanıklı olduğunu ve rekabet avantajlarını sürdürebildiklerini ortaya koymaktadır (Brigham & Ehrhardt, 2020).

Sonuç olarak büyüme finansmanı, işletmelerin stratejik hedeflerini gerçekleştirebilmeleri için vazgeçilmez bir unsur olup, finansal performans, risk düzeyi ve sürdürülebilirlik üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Bu nedenle büyüme finansmanı kararlarının, kısa vadeli maliyet avantajlarının ötesinde, uzun vadeli stratejik hedefler doğrultusunda ve bütüncül bir yaklaşımla ele alınması gerekmektedir.

Büyüme ve Finansman Kararlarını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin büyüme ve finansman kararları, stratejik yönetim sürecinin en kritik bileşenleri arasında yer almakta ve hem işletme içi dinamiklerden hem de işletme dışı çevresel koşullardan etkilenmektedir. Büyüme kararları; işletmenin hangi hızda, hangi pazarlarda ve hangi yöntemlerle genişleyeceğini belirlerken, finansman kararları bu büyümenin hangi kaynaklarla ve hangi sermaye yapısı altında gerçekleştirileceğini ortaya koymaktadır. Bu iki karar alanı birbirinden bağımsız olmayıp, karşılıklı etkileşim içinde şekillenmektedir (Penrose, 1959; Higgins, 1977).

İşletme İçi Faktörler:

Büyüme ve finansman kararlarını etkileyen temel işletme içi faktörlerden biri, işletmenin finansal yapısı ve kârlılık düzeyidir. Yüksek kârlılığa ve güçlü nakit akışına sahip işletmeler, büyümelerini büyük ölçüde iç kaynaklarla finanse edebilmekte ve dış finansmana olan bağımlılıklarını azaltabilmektedir. Myers ve Majluf'un (1984) finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler, bilgi asimetrisi ve kontrol kaybı endişeleri nedeniyle öncelikle iç kaynakları, ardından borçlanmayı ve son aşamada özsermaye ihracını tercih etmektedir. Bu durum, büyüme kararlarının finansal kapasiteyle doğrudan bağlantılı olduğunu göstermektedir.

Bir diğer önemli içsel faktör, işletmenin büyüklüğü ve yaşam evresidir. Kuruluş ve büyüme aşamasındaki işletmeler genellikle sınırlı özkaynaklara sahip oldukları için dış finansman kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymakta; olgunluk dönemindeki işletmeler ise daha dengeli bir sermaye yapısı ile büyüme kararlarını daha temkinli biçimde almaktadır. Akademik çalışmalar, işletme yaşı ve ölçeği arttıkça finansmana erişim olanaklarının genişlediğini ve sermaye maliyetinin düştüğünü ortaya koymaktadır (Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Yönetim yapısı ve risk algısı da büyüme ve finansman kararlarını belirleyen önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Risk almaya daha yatkın yöneticiler, agresif büyüme stratejilerini ve yüksek borçlanma oranlarını tercih edebilirken; riskten kaçınan yöneticiler daha kontrollü büyüme ve özkaynak ağırlıklı finansman politikalarını benimseyebilmektedir. Özellikle aile işletmelerinde kontrol kaybı endişesi, özsermaye yerine borç finansmanının tercih edilmesine yol açabilmektedir (Akgüç, 2017).

İşletme Dışı (Çevresel) Faktörler:

Büyüme ve finansman kararlarını etkileyen en önemli dışsal faktörlerden biri, makroekonomik koşullardır. Ekonomik büyüme, faiz oranları, enflasyon ve döviz kuru dalgalanmaları; işletmelerin

yatırım iştahını ve finansman maliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Özellikle yüksek faiz oranlarının hâkim olduğu dönemlerde borçlanma maliyetleri artmakta ve işletmeler büyüme kararlarını erteleyebilmektedir. Buna karşılık ekonomik genişleme dönemlerinde krediye erişimin kolaylaşması, büyüme yatırımlarını teşvik etmektedir (Brigham & Ehrhardt, 2020).

Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi de işletmelerin büyüme ve finansman kararları üzerinde belirleyici olmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde işletmeler, banka kredilerinin yanı sıra tahvil, hisse senedi ve alternatif finansman araçlarından yararlanabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise finansman olanaklarının sınırlı olması, işletmeleri banka kredilerine bağımlı hâle getirmekte ve büyüme kararlarını kısıtlayabilmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2018).

Sektörel özellikler, büyüme ve finansman kararlarının şekillenmesinde kritik bir diğer faktördür. Sermaye yoğun, yüksek sabit maliyetli ve uzun geri dönüş sürelerine sahip sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin, büyüme yatırımları için uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyduğu görülmektedir. Turizm ve otelcilik sektörü bu bağlamda öne çıkmakta; mevsimsellik, talep belirsizliği ve krizlere duyarlılık, finansman kararlarını daha karmaşık hâle getirmektedir. Literatürde, bu tür sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin daha temkinli büyüme stratejileri benimsediği ve finansal esnekliği ön planda tuttuğu vurgulanmaktadır (Okka, 2018).

Yasal ve kurumsal düzenlemeler de büyüme ve finansman kararlarını etkileyen dışsal unsurlar arasında yer almaktadır. Vergi politikaları, yatırım teşvikleri, kredi garanti mekanizmaları ve kamu destekleri, işletmelerin büyüme yatırımlarını teşvik edici veya sınırlayıcı bir rol oynayabilmektedir. Özellikle devlet destekleri ve teşviklerin etkin olduğu dönemlerde, işletmelerin yatırım ve büyüme eğilimlerinin arttığı görülmektedir (Aydın, 2019).

Büyüme ve Finansman Kararlarının Etkileşimi:

Büyüme ve finansman kararlarının birbirini karşılıklı olarak etkilediğini ortaya koymaktadır. Hızlı büyüyen işletmelerin finansman ihtiyacı artmakta; finansmana erişim kapasitesi ise büyümenin sürdürülebilirliğini belirlemektedir. Higgins'in (1977) sürdürülebilir büyüme yaklaşımı, işletmelerin finansal yapılarıyla uyumlu olmayan büyüme hızlarının finansal sıkıntılara yol açabileceğini vurgulamaktadır. Bu nedenle büyüme ve finansman kararlarının bütüncül bir çerçevede ele alınması, işletmelerin uzun vadeli başarısı açısından zorunlu görülmektedir.

Kısaca, büyüme ve finansman kararlarını etkileyen faktörler; işletmenin içsel özellikleri, yönetsel tercihleri ve dış çevresel koşulların etkileşimi sonucunda şekillenmektedir. Bu kararların stratejik uyum içinde alınması, işletmelerin rekabet gücünü artırmakta ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmaktadır.

Otel İşletmelerinde Büyümenin Finansman Kaynakları

Otel işletmeleri, sermaye yoğun yapıları, yüksek sabit maliyetleri ve uzun geri dönüş süreleri nedeniyle büyüme süreçlerinde önemli ölçüde finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Yeni tesis yatırımları, mevcut tesislerin kapasite artırımı, yenileme faaliyetleri ve coğrafi genişleme gibi büyüme stratejileri, işletmelerin finansal planlama ve kaynak yönetimini stratejik bir zorunluluk hâline getirmektedir. Bu bağlamda büyümenin hangi finansman kaynaklarıyla gerçekleştirileceği, otel işletmelerinin rekabet gücü, finansal istikrarı ve uzun vadeli sürdürülebilirliği üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir.

İşletmelerin mevcut rekabet ortamında kaynaklarını en etkin biçimde kullanmaları amaçlanmaktadır. Optimum kaynak kullanımı için işletmelerin rekabet ettikleri sektör içinde performanslarını görel olarak değerlendirmeleri ve aynı zamanda da referans almaları

gereken işletmeleri saptayarak kendi etkinlik sınırlarını belirlemeleri gerekmektedir (Kurtaran Çelik, 2016a).

Otel işletmelerinde büyümenin finansman kaynakları; işletmenin ölçeği, kurumsal yapısı, risk algısı ve faaliyet gösterdiği pazarın özelliklerine bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. İç kaynaklara dayalı finansman, dış borçlanma araçları ve alternatif finansman yöntemleri arasında kurulacak denge, büyüme hızının ve finansal risk düzeyinin belirlenmesinde kritik rol oynamaktadır. Bu nedenle otel işletmelerinde büyümenin finansman kaynaklarının kapsamlı biçimde ele alınması, büyüme stratejilerinin etkinliğini ve sürdürülebilirliğini anlamak açısından büyük önem taşımaktadır.

Otel işletmelerinde büyümenin finansman kaynaklarını açıklamak için bu kaynakları temel olarak şöyle gruplandırabiliriz;

- İç Kaynaklarla Finansman,
- Dış Kaynaklarla Finansman,
- Sermaye Yapısı Yoluyla Finansman,
- Alternatif ve Yenilikçi Finansman Kaynakları
- Zincir Otel yapılarına İlişkin Finansman Modelleri ve
- Uluslararası Finansman Kaynakları

İç Kaynaklarla Finansman

İç kaynaklarla finansman, otel işletmelerinin büyüme yatırımlarını işletme bünyesinde yaratılan fonlarla gerçekleştirmesini ifade etmektedir. Bu finansman türü, dışsal borçlanmaya veya sermaye piyasalarına başvurmadan, işletmenin kendi faaliyetlerinden elde ettiği gelirler aracılığıyla büyümesini sürdürmesini mümkün kılmaktadır. Özellikle sermaye yoğun yapıya sahip olan otel işletmelerinde, finansal bağımsızlığın korunması ve risk düzeyinin kontrol altında tutulması açısından iç kaynaklarla finansman önemli bir avantaj sağlamaktadır. Akademik literatürde iç

finansman kaynakları; dağıtılmayan kârlar, amortisman fonları, işletme içi nakit akışları ve yedek akçeler olarak sınıflandırılmakta ve bu kaynakların büyüme sürecindeki rolü vurgulanmaktadır (Akgüç, 2017; Myers & Majluf, 1984).

Dağıtılmayan Kârlar

Dağıtılmayan kârlar, işletmenin faaliyetleri sonucunda elde ettiği dönem kârlarının ortaklara temettü olarak dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılması yoluyla oluşturulan iç finansman kaynağıdır. Bu kaynak, özkaynakların en temel ve en yaygın unsurlarından biri olarak kabul edilmektedir. Dağıtılmayan kârlar, işletmenin finansal gücünü artırmakta ve büyüme yatırımlarının dış finansmana ihtiyaç duyulmadan gerçekleştirilmesine olanak tanımaktadır. Özellikle otel işletmeleri gibi uzun vadeli yatırım gerektiren sektörlerde, bu fonlar sürdürülebilir büyümenin temel dayanaklarından biri olarak değerlendirilmektedir (Penrose, 1959).

Myers ve Majluf'a (1984) göre işletmeler, bilgi asimetrisi ve kontrol kaybı endişeleri nedeniyle öncelikle iç finansman kaynaklarını tercih etmektedir. Dağıtılmayan kârlar, bu bağlamda en düşük maliyetli ve en az riskli finansman aracı olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca bu fonların kullanımı, borçlanma maliyetlerini ve faiz yükünü ortadan kaldırarak işletmenin finansal esnekliğini artırmaktadır.

Otel işletmelerinde dağıtılmayan kârlar, genellikle kapasite artırımı, yenileme yatırımları ve hizmet kalitesinin iyileştirilmesi gibi büyüme amaçlı yatırımlarda kullanılmaktadır. Mevsimsellik ve talep dalgalanmalarının yoğun olduğu turizm sektöründe, bu fonların varlığı işletmenin kriz dönemlerine karşı dayanıklılığını artırmaktadır. Ancak dağıtılmayan kârların kullanımı, ortakların kısa vadeli getiri beklentileri ile işletmenin uzun vadeli büyüme hedefleri arasında bir denge kurulmasını gerektirmektedir (Akgüç, 2017).

Amortisman Fonları

Amortismanlar, işletmelerde bir yıldan fazla kullanılan duran varlıkların aşınma, yıpranma, teknolojik eskime gibi nedenlerden doğan değer kayıplarının dikkate alınarak, bu değer kayıplarının, duran varlıkların ekonomik ömürleri içinde gider olarak muhasebeleştirilmesidir (Kurtaran Çelik, 2016b).

Amortisman fonları, duran varlıkların ayrılan amortisman tutarlarının işletme bünyesinde fon olarak biriktirilmesiyle oluşmaktadır. Muhasebe tekniği açısından amortisman, kârı azaltan bir gider kalemi olarak değerlendirilse de, nakit çıkışı gerektirmemesi nedeniyle işletme için önemli bir iç finansman kaynağı oluşturmaktadır. Bu yönüyle amortisman fonları, büyüme yatırımlarının finansmanında dolaylı fakat etkili bir rol üstlenmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2018).

Otel işletmeleri açısından amortisman fonlarının önemi daha da artmaktadır. Çünkü otel yatırımları; bina, tesis altyapısı, mobilya ve teknik donanım gibi yüksek tutarlı ve uzun ömürlü varlıklardan oluşmaktadır. Bu varlıkların amortisman yoluyla yaratılan fonları, yenileme, modernizasyon ve kapasite artırımı gibi yatırımların finansmanında kullanılabilmektedir. Akademik çalışmalarda, amortisman fonlarının özellikle özkaynak yetersizliği yaşayan işletmeler için stratejik bir finansman aracı olduğu vurgulanmaktadır (Okka, 2018).

Ancak amortisman fonlarının etkin kullanılabilmesi, işletmenin finansal disiplinine ve planlama yeteneğine bağlıdır. Bu fonların büyüme yatırımları yerine kısa vadeli likidite açıklarını kapatmak için kullanılması, uzun vadede sermaye yapısını zayıflatabilmektedir. Bu nedenle amortisman fonları, sürdürülebilir büyüme stratejileriyle uyumlu bir biçimde yönetilmelidir (Brigham & Ehrhardt, 2020).

İşletme İçi Nakit Akışları

İşletme içi nakit akışları, otel işletmelerinin temel faaliyetlerinden elde ettikleri nakit girişlerinin, faaliyet giderleri düşüldükten sonra kalan kısmını ifade etmektedir. Güçlü ve istikrarlı nakit akışları, işletmelerin büyüme yatırımlarını dış finansmana ihtiyaç duymadan gerçekleştirebilmesine olanak tanımaktadır. Bu durum, özellikle finansal belirsizliklerin yüksek olduğu turizm sektöründe önemli bir avantaj sağlamaktadır (Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Otel işletmelerinde nakit akışları; doluluk oranları, oda fiyatları, yan hizmet gelirleri ve mevsimsellik gibi faktörlerden doğrudan etkilenmektedir. Güçlü nakit akışı yaratan işletmeler, büyüme kararlarını daha esnek ve hızlı biçimde alabilmektedir. Literatürde, yüksek nakit akışı kapasitesine sahip işletmelerin borçlanma oranlarının daha düşük olduğu ve finansal risklerinin daha sınırlı olduğu belirtilmektedir (Higgins, 1977).

Ancak nakit akışlarına dayalı finansman, talep daralmalarının yaşandığı dönemlerde sürdürülebilirliğini kaybedebilmektedir. Bu nedenle otel işletmelerinde nakit akışı yönetimi, büyüme finansmanının sürekliliği açısından kritik bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Etkin gelir yönetimi uygulamaları, bu kaynağın istikrarını artırmada önemli rol oynamaktadır (Aydın, 2019).

Yedek Akçeler

Yedek akçeler, işletmelerin elde ettikleri kârlardan belirli oranlarda ayırarak oluşturdukları ve olağanüstü durumlar ile gelecekteki yatırımlar için kullandıkları fonları ifade etmektedir. Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde ayrılan yasal yedekler ile isteğe bağlı yedekler, özkaynakların önemli bileşenleri arasında yer almaktadır. Bu fonlar, büyüme yatırımlarının finansmanında güvenli ve istikrarlı bir kaynak oluşturmaktadır (Akgüç, 2017).

Otel işletmelerinde yedek akçeler, özellikle kriz dönemlerinde finansal dengeyi koruma işlevi görmektedir. Talep şokları, ekonomik krizler veya beklenmeyen giderler karşısında bu fonlar, işletmenin faaliyetlerini kesintiye uğratmadan sürdürmesine yardımcı olmaktadır. Akademik literatürde, yeterli yedek akçeye sahip işletmelerin finansal kırılganlığının daha düşük olduğu vurgulanmaktadır (Ceylan & Korkmaz, 2018).

Bununla birlikte yedek akçelerin aşırı birikimi, kaynakların atıl kalmasına ve büyüme fırsatlarının kaçırılmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle yedek akçelerin kullanımı, ihtiyatlılık ilkesi ile büyüme hedefleri arasında dengeli bir şekilde planlanmalıdır (Okka, 2018).

Dış Kaynaklarla Finansman

Dış kaynaklarla finansman, otel işletmelerinin büyüme yatırımlarını işletme dışından sağlanan ve geri ödeme yükümlülüğü doğuran fonlarla finanse etmesini ifade etmektedir. Bu finansman türü, özellikle özkaynakların yetersiz kaldığı durumlarda, büyümenin devamlılığını sağlamak açısından kritik bir rol üstlenmektedir. Otel işletmelerinin sermaye yoğun yapısı, uzun yatırım geri dönüş süreleri ve yüksek başlangıç maliyetleri, dış finansman kaynaklarına olan ihtiyacı artırmaktadır. Literatürde dış kaynaklarla finansman; banka kredileri, finansal kiralama (leasing), factoring, sermaye piyasası borçlanma araçları ve ticari krediler gibi çeşitli araçlar aracılığıyla ele alınmakta ve bu araçların sermaye yapısı ile finansal risk üzerindeki etkileri vurgulanmaktadır (Brigham & Ehrhardt, 2020; Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Banka Kredileri

Banka kredileri, otel işletmelerinin büyüme yatırımlarını finanse etmek amacıyla en yaygın biçimde başvurduğu dış finansman kaynaklarından biridir. Kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılan banka kredileri; yeni otel yatırımları, kapasite

artırımı, yenileme projeleri ve işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılmaktadır. Literatürde banka kredileri, borç finansmanının temel unsuru olarak değerlendirilmekte ve vergi avantajı sağlaması nedeniyle sermaye maliyetini düşürücü etkisine dikkat çekilmektedir (Modigliani & Miller, 1963).

Otel işletmeleri açısından banka kredilerinin tercih edilmesinde, kredi vadeleri ve faiz oranları belirleyici olmaktadır. Uzun vadeli yatırımların kısa vadeli kredilerle finanse edilmesi, vade uyumsuzluğuna ve likidite riskine yol açabilmektedir. Bu nedenle literatürde, otel yatırımlarında uzun vadeli ve sabit faizli kredilerin daha uygun olduğu vurgulanmaktadır (Akgüç, 2017). Ancak turizm sektörünün krizlere ve talep dalgalanmalarına açık yapısı, bankaların bu sektöre yönelik kredi verme konusunda daha temkinli davranmasına neden olabilmektedir.

Banka kredilerinin aşırı kullanımı, borçluluk oranlarını artırarak finansal riskleri yükseltebilmektedir. Özellikle yüksek faiz ortamlarında borç servis yükünün artması, otel işletmelerinin kârlılığını ve nakit akışlarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu nedenle banka kredileriyle finanse edilen büyüme stratejilerinin, işletmenin nakit yaratma kapasitesiyle uyumlu olması gerekmektedir (Brigham & Ehrhardt, 2020).

Finansal Kiralama (Leasing)

Finansal kiralama (leasing), otel işletmelerinin yatırım mallarını mülkiyetini devralmadan uzun vadeli kullanım hakkı elde etmelerine olanak tanıyan bir dış finansman yöntemidir. Otelcilik sektöründe leasing; mobilya, teknik ekipman, mutfak donanımı, çamaşırhane sistemleri ve teknolojik altyapı yatırımlarında yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yöntem, yüksek başlangıç sermayesi gerektiren yatırımların daha düşük nakit çıkışıyla gerçekleştirilmesine imkân tanımaktadır (Ceylan & Korkmaz, 2018).

Leasing, özellikle likiditeyi koruyan ve bilanço dışı finansman imkânı sunan bir araç olarak değerlendirilmektedir. Otel işletmeleri, leasing yoluyla büyüme yatırımlarını finanse ederken, özkaynaklarını alternatif yatırımlar için kullanabilmektedir. Ayrıca leasing sözleşmelerinin esnek yapısı, teknolojik yenilenmenin hızlı olduğu alanlarda işletmelere önemli avantajlar sağlamaktadır (Okka, 2018). Bununla birlikte leasing, uzun vadede toplam maliyet açısından banka kredilerine kıyasla daha pahalı olabilmektedir. Ayrıca sözleşme şartlarının katı olması, işletmelerin esnekliğini sınırlayabilmektedir. Bu nedenle leasing, otel işletmelerinde büyüme finansmanı içerisinde tamamlayıcı bir araç olarak değerlendirilebilir

Factoring

Factoring, otel işletmelerinin kısa vadeli alacaklarını bir finans kuruluşuna devrederek nakde dönüştürmesini sağlayan bir finansman yöntemidir. Otelcilik sektöründe factoring, özellikle tur operatörleri ve acentelerle çalışılan durumlarda ortaya çıkan vadeli alacakların finansmanında kullanılmaktadır. Bu yöntem, işletmenin nakit akışlarını hızlandırarak büyüme yatırımları için gerekli likiditenin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır (Aydın, 2019) ve bununla birlikte factoring, işletme sermayesi yönetiminin önemli bir unsuru olarak ele alınmakta ve likidite riskini azaltıcı etkisi vurgulanmaktadır. Otel işletmeleri açısından factoring, mevsimsellikten kaynaklanan nakit dengesizliklerinin giderilmesinde etkili bir araç olarak değerlendirilmektedir (Ross et al., 2019). Ancak factoring maliyetlerinin yüksek olması, bu yöntemin uzun vadeli büyüme yatırımları için sınırlı kullanılmasına neden olmaktadır.

Ticari Krediler

Ticari krediler, otel işletmelerinin mal ve hizmet tedarikçilerinden vadeli olarak sağladıkları finansman imkânlarını ifade etmektedir. Bu krediler, büyüme sürecinde işletme

sermayesinin desteklenmesine katkı sağlamaktadır. Akademik literatürde ticari krediler, kısa vadeli ve esnek bir finansman aracı olarak değerlendirilmektedir (Akgüç, 2017).

Ticari kredilerin aşırı kullanımı, tedarikçilerle ilişkileri zedeleyebilmekte ve maliyetleri artırabilmektedir. Bu nedenle ticari krediler, büyüme finansmanı içerisinde destekleyici bir unsur olarak dikkate alınmalıdır.

Sermaye Piyasası Yoluyla Finansman

Sermaye piyasası yoluyla finansman, işletmelerin uzun vadeli büyüme hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla, finansal araçlar yerine doğrudan yatırımcılardan fon temin etmelerine imkân sağlayan bir finansman biçimidir. Bu yöntem, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi yoluyla ekonomik büyümeye katkı sağlamak ve işletmelere geniş ölçekli fonlara erişim olanağı sunmaktadır. Otel işletmeleri gibi yüksek yatırım maliyetlerine ve uzun geri dönüş sürelerine sahip işletmeler açısından sermaye piyasaları, büyümenin finansmanında stratejik bir alternatif olarak değerlendirilmektedir (Brealey, Myers & Allen, 2020).

Sermaye piyasası finansmanı, özsermaye temelli ve borçlanma temelli araçlar olmak üzere iki ana grupta ele alınmaktadır. Bu araçlar, işletmelerin sermaye yapısını yeniden şekillendirmekte ve finansal risk ile getiri arasındaki dengeyi doğrudan etkilemektedir. Literatürde, sermaye piyasalarına erişimin işletmelerin yatırım kapasitesini artırdığı ve uzun vadeli büyüme performansını olumlu yönde etkilediği ifade edilmektedir (Titman, Keown & Martin, 2018). Literatürde sermaye piyasası finansmanı; özsermaye araçları (hisse senetleri) ve borçlanma araçları (tahvil, bono) olmak üzere iki temel başlık altında ele alınmaktadır (Brigham & Ehrhardt, 2020; Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Hisse Senedi İhracı ve Halka Arz

Hisse senedi ihracı, otel işletmelerinin özkaynaklarını artırarak yatırımcılardan fon sağlamalarına imkân veren bir finansman yöntemidir. Bu yöntem, geri ödeme zorunluluğu doğurmadan kalıcı sermaye yaratması sayesinde borçlanmaya bağlı finansal risklerin azaltılmasına katkı sağlar ve işletmenin sermaye yapısını güçlendirmektedir.

Firmalar için önemli bir finansman imkanı olan ilk halka arz yabancı kaynak maliyetinin yüksek olduğu durumlarda firmalar için önemli bir finansman kaynağı olmaktadır. Ancak ilk halka arzın önemini firmalara yalnızca finansman imkanı sağlaması olarak değerlendirmek yanlış olur. Bunun yanında firmalara çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar arasında firmaların sürekli yazılı ve görsel medyada yer alması dolayısıyla tanınırlığının artması, kredibilitelerinin artması kurumsal yönetimi teşvik etmesi örnek gösterilebilir. Ayrıca bu avantajlar halka arzın zamanlaması, hisse senedinin ilk işlem fiyatı, halka arz oranı, satış yöntemi, arza aracılık eden kurumun itibarı gibi birçok faktöre ve firmalara göre değişik düzeylerde olabilmektedir (Çelik, 2016c).

Halka açılma süreci ise, otel işletmelerine yalnızca finansman temin etme olanağı sunmakla kalmaz; aynı zamanda kurumsal yapının güçlenmesi, finansal şeffaflığın artması ve işletmenin piyasa bilinirliğinin yükselmesi gibi stratejik avantajlar da sağlar. Bu özellikleriyle hisse senedi finansmanı, büyüme hedefleri olan otel işletmeleri için önemli bir finansal araç olarak değerlendirilmektedir.

Hisse senedi ihracı, otel işletmelerinin ortaklık yapısını genişleterek sermaye artırımını yoluyla fon sağlamasını ifade eden bir özsermaye finansmanı yöntemidir. Halka açılma süreci, işletmenin paylarını organize piyasalarda yatırımcılara sunması yoluyla gerçekleşmekte ve geri ödeme yükümlülüğü doğurmayan kalıcı bir finansman kaynağı yaratmaktadır. Bu yönüyle hisse senedi

finansmanı, borçlanmaya kıyasla finansal iflas riskini azaltan bir araç olarak değerlendirilmektedir (Damodaran, 2015).

Otel işletmeleri açısından hisse senedi ihracı, büyük ölçekli yatırımların finansmanında önemli avantajlar sunmaktadır. Akademik çalışmalarda, halka açık işletmelerin kurumsal yönetim düzeylerinin daha yüksek olduğu, finansal raporlamalarının daha şeffaf olduğu ve yatırımcı güvenini daha kolay tesis edebildikleri belirtilmektedir (Hillier et al., 2019). Bu durum, otel işletmelerinin ulusal ve uluslararası pazarlarda büyüme stratejilerini desteklemektedir.

Bununla birlikte, hisse senedi ihracı mevcut ortakların mülkiyet paylarının azalmasına ve kontrolün dağılmasına yol açabilmektedir. Ayrıca halka açık olmanın beraberinde getirdiği düzenleyici yükümlülükler, raporlama maliyetleri ve piyasa baskısı, bu finansman yönteminin her ölçekten otel işletmesi için uygun olmamasına neden olmaktadır. Bu nedenle literatürde, özsermaye finansmanının genellikle olgunluk aşamasındaki ve kurumsallaşmış işletmeler için daha uygun olduğu vurgulanmaktadır (Arnold, 2013).

Tahvil ve Bono İhracı

Tahvil ve bono ihracı, otel işletmelerinin sermaye piyasaları yoluyla borçlanarak uzun vadeli finansman elde etmelerine olanak tanıyan bir yöntemdir. Bu araçlar aracılığıyla işletmeler, belirli vade yapısına sahip ve faiz ödemeleri içeren fonlara erişebilmekte, böylece yatırım projeleri için öngörülebilir bir finansman yapısı oluşturabilmektedir. Tahvil ve bono ihracı, işletmelerin yalnızca banka kredilerine bağımlı kalmadan farklı borçlanma kanallarına yönelmesini sağlayarak finansman yapısının çeşitlendirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Tahviller, belirli bir vade sonunda anaparanın geri ödenmesini ve vade boyunca faiz ödemelerini içermektedir. Bu özellikleriyle tahviller, yatırım geri dönüş süresi uzun olan otel

projeleriyle uyumlu bir borçlanma aracı olarak değerlendirilmektedir (Graham & Smart, 2012).

Ancak tahvil ihracı, yüksek kredi değeri, düzenli nakit akışı ve yatırımcı güveni gerektirmektedir. Otel işletmelerinin gelirlerinin mevsimsellikten etkilenmesi, tahvil finansmanına erişimi sınırlayan önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle literatürde, tahvil finansmanının daha çok büyük ölçekli, zincir ve uluslararası otel işletmeleri tarafından tercih edildiği ifade edilmektedir (Watson & Head, 2021). Özellikle kredi faizlerinin yükseldiği dönemlerde, sermaye piyasaları yoluyla borçlanmanın maliyet avantajı sağlayabildiği belirtilmektedir (Berk & DeMarzo, 2020).

Alternatif Finansman Kaynakları

Günümüz küresel rekabet koşullarında işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri ve gelişebilmeleri için yeni büyüme stratejilerine ve yeni yatırım planlarına ihtiyaçları vardır. Dolayısıyla işletmelerin kuruluşlarından itibaren tüm yaşam döngüleri boyunca çeşitli yollardan fon sağlamaları gerekmektedir (Çelik, 2016d).

Küresel finansal piyasalardaki dönüşüm, bankacılık sektöründeki sıkılaşma ve turizm talebinin dalgalı yapısı, otel işletmelerini de geleneksel finansman yöntemlerinin ötesinde alternatif ve yenilikçi kaynaklara yöneltmiştir. Özellikle yüksek sermaye gereksinimi, uzun geri dönüş süresi ve mevsimsellik gibi sektöre özgü yapısal özellikler, otel işletmelerinin büyüme finansmanında esnek, risk paylaşımına dayalı ve çeşitlendirilmiş finansman araçlarını tercih etmelerini gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda alternatif ve yenilikçi finansman kaynakları, hem finansman maliyetlerinin düşürülmesi hem de finansal risklerin dağıtılması açısından stratejik bir rol üstlenmektedir.

Alternatif finansman kaynakları, genellikle geleneksel banka kredileri ve sermaye piyasası araçlarının dışında kalan, farklı

aktörleri ve finansman modellerini içeren yöntemler olarak tanımlanmaktadır.

Yenilikçi finansman ise dijitalleşme, finansal teknolojiler ve yeni yatırımcı profillerinin ortaya çıkmasıyla gelişen modern finansman uygulamalarını kapsamaktadır. Otel işletmeleri açısından bu tür kaynaklar, büyüme yatırımlarının finanse edilmesinde esneklik sağlamakta ve özellikle orta ölçekli işletmeler için önemli fırsatlar sunmaktadır.

Proje Finansmanı

Proje finansmanı, belirli bir yatırım projesinin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının teminat alınarak finanse edilmesini esas alan bir yöntemdir. Otel yatırımlarında bu model, yatırımın geri ödemesinin projenin kendi gelirleri üzerinden gerçekleştirilmesini öngörmekte ve sponsor işletmenin bilançosu üzerindeki borç yükünü sınırlamaktadır. Bu yönüyle proje finansmanı, büyük ölçekli otel, resort ve entegre turizm projelerinde sıkça tercih edilmektedir (Yescombe, 2018).

Proje finansmanının riskin yatırımcılar, kredi verenler ve proje paydaşları arasında dağıtılmasına olanak tanıdığı ve uzun vadeli yatırımlar için uygun bir yapı sunduğu vurgulanmaktadır. Ancak bu yöntemin uygulanabilmesi, ayrıntılı fizibilite çalışmaları, güçlü hukuki altyapı ve istikrarlı nakit akışı projeksiyonları gerektirmektedir (Gatti, 2018).

Girişim Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları

Girişim sermayesi ve özel sermaye fonları, yüksek büyüme potansiyeline sahip işletmelere ortaklık yoluyla sermaye sağlanmasını ifade etmektedir. Bu finansman türü, yalnızca mali kaynak sunmakla kalmamakta; aynı zamanda stratejik yönetim desteği, kurumsallaşma ve pazarlama gücü kazandırmaktadır. Otel işletmeleri açısından özellikle konsept oteller, butik oteller ve

yenilikçi konaklama modelleri bu tür fonlar için cazip yatırım alanları oluşturmaktadır (Metrick & Yasuda, 2010).

Bununla birlikte bu finansman yöntemi, mülkiyet yapısında değişime ve yönetim kontrolünün paylaşılmasına yol açmaktadır. Bu nedenle girişim ve özel sermaye finansmanı, genellikle hızlı büyüme hedefi olan ve belirli bir çıkış stratejisini benimseyen otel işletmeleri için daha uygun bir seçenek olarak değerlendirilmektedir (Gompers & Lerner, 2004).

Kitle Fonlaması (Crowdfunding)

Kitle fonlaması, çok sayıda bireysel yatırımcının dijital platformlar aracılığıyla projelere küçük tutarlarla finansman sağlamasına dayanan yenilikçi bir yöntemdir. Otel işletmeleri bu yöntemi, özellikle yeni yatırım projeleri, tesis yenilemeleri veya sürdürülebilirlik odaklı uygulamalar için kullanabilmektedir. Kitle fonlaması, finansman sağlamanın yanı sıra pazarlama ve tanıtım işlevi de görerek potansiyel müşteri kitlesinin oluşturulmasına katkı sunmaktadır (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher, 2014).

Ancak bu yöntemin etkinliği, yasal düzenlemeler, platform güvenilirliği ve yatırımcı algısı ile doğrudan ilişkilidir. Literatürde, kitle fonlamasının özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için alternatif bir finansman kaynağı sunduğu belirtilmektedir (Mollick, 2014).

Zincir Otel Yapılarına Özgü Finansman Modelleri

Zincir otel işletmeleri, ulusal ve uluslararası pazarlarda büyüme hedeflerini gerçekleştirebilmek amacıyla geleneksel mülkiyet temelli yatırımların ötesinde, varlık sahipliği ile işletme faaliyetlerini birbirinden ayıran esnek finansman ve organizasyon modellerine yönelmektedir. Özellikle yüksek sabit yatırım maliyetleri, küresel ölçekte genişleme gereksinimi ve finansal risklerin dağıtılması ihtiyacı, zincir otel işletmelerinin alternatif

büyüme ve finansman modellerini benimsemesini zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda franchising, yönetim sözleşmeleri ve ortak girişimler, zincir otellerin sermaye gereksinimini azaltan, risk paylaşımını artıran ve hızlı büyümeyi mümkün kılan temel finansman modelleri arasında yer almaktadır (Ivanova & Ivanov, 2015; Okumus, Altinay & Chathoth, 2010).

Franchising

Franchising modeli, zincir otel işletmelerinin marka, işletme bilgisi ve standartlarını, belirli bir bedel karşılığında bağımsız yatırımcılara kullandırarak büyümesini ifade etmektedir. Bu modelde fiziksel yatırım genellikle franchise alan tarafından gerçekleştirilirken, zincir otel işletmesi isim hakkı bedeli ve sürekli franchise ücretleri aracılığıyla gelir elde etmektedir. Bu yönüyle franchising, zincir oteller açısından düşük sermaye gereksinimiyle hızlı coğrafi genişleme imkânı sunan bir büyüme ve finansman modeli olarak değerlendirilmektedir (Brookes & Roper, 2011).

Bununla birlikte Franchising, finansal riskin büyük ölçüde yerel yatırımcıya aktarılması ve zincir otelin bilanço üzerindeki yatırım yükünün azaltılması nedeniyle tercih edilen bir model olarak ele alınmaktadır. Ayrıca bu yapı, yerel pazar bilgisine sahip yatırımcıların sisteme dâhil edilmesi sayesinde operasyonel verimliliği artırabilmektedir. Bununla birlikte kalite standartlarının korunması ve marka bütünlüğünün sağlanması, franchising modelinin en önemli yönetsel zorlukları arasında yer almaktadır (Contractor & Kundu, 1998).

Yönetim Sözleşmeleri

Yönetim sözleşmeleri, otel mülkiyetinin bağımsız yatırımcıya ait olduğu, ancak tesisin işletilmesinin zincir otel tarafından üstlenildiği bir büyüme ve finansman modelidir. Bu modelde zincir otel işletmesi, yatırımcıdan sabit ve/veya performansa dayalı yönetim ücretleri elde etmekte; yatırımın

finansmanı ve varlık riski ise mülk sahibi tarafından üstlenilmektedir. Yönetim sözleşmeleri, zincir oteller açısından sermaye bağlamadan büyüme olanağı sunan önemli bir alternatif olarak değerlendirilmektedir (Olsen, Tse & West, 2008).

Yönetim sözleşmelerinin özellikle uluslararası pazarlara girişte zincir oteller için etkili bir araç olduğu belirtilmektedir. Bu model, zincir otellere marka gücünü ve yönetim uzmanlığını kullanarak gelir yaratma imkânı sunarken, yatırımcılar açısından da profesyonel işletme bilgisine erişim avantajı sağlamaktadır. Ancak gelirlerin performansa bağlı olması ve operasyonel risklerin dolaylı etkileri, bu modelin sınırlılıkları arasında gösterilmektedir (Ivanova & Ivanov, 2015).

Ortak Girişimler (Joint Ventures)

Ortak girişimler, zincir otel işletmeleri ile yerel veya uluslararası yatırımcıların belirli bir projede sermaye, risk ve yönetimi paylaşarak birlikte hareket etmelerini ifade etmektedir. Bu model, özellikle yüksek maliyetli ve karmaşık projelerde finansal yükün ve riskin paylaştırılması açısından önemli avantajlar sunmaktadır. Zincir oteller, ortak girişimler aracılığıyla hem sermaye katkısı sağlayabilmekte hem de marka ve işletme bilgisini projeye entegre edebilmektedir (Dev, Brown & Zhou, 2007).

Bununla birlikte ortak girişimler, zincir otellerin yeni pazarlara girişte karşılaştıkları hukuki, kültürel ve finansal belirsizlikleri azaltan bir yapı olarak değerlendirilmektedir. Yerel ortakların pazar bilgisi ve finansal katkısı, zincir otellerin büyüme sürecini hızlandırmaktadır. Bununla birlikte ortaklık yapısında karar alma süreçlerinin karmaşılaşması ve çıkar çatışmaları, bu modelin temel riskleri arasında yer almaktadır (Chen & Dimou, 2005).

Uluslararası Finansman Kaynakları

Küreselleşmenin hız kazanması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve uluslararası turizm talebinin artması, otel işletmelerinin finansman yapılarında uluslararası kaynakların önemini giderek artırmıştır. Özellikle büyük ölçekli, zincir veya uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren otel işletmeleri, büyüme ve yatırım kararlarını finanse edebilmek için yalnızca ulusal finansman kaynaklarına bağlı kalmamakta; uluslararası kredi kuruluşları, yabancı yatırımcılar ve döviz bazlı finansman araçlarından yararlanmaktadır. Akademik literatürde uluslararası finansman, işletmelere uzun vadeli ve görece düşük maliyetli fon sağlama potansiyeli sunarken, aynı zamanda kur riski ve ülke riskleri gibi ek finansal riskleri de beraberinde getiren bir yapı olarak değerlendirilmektedir (Brealey, Myers & Allen, 2020; Buckley, 2018).

Turizm yatırımlarının yüksek sermaye gerektirmesi ve geri dönüş sürelerinin uzun olması, otel işletmelerini özellikle uluslararası finansman kaynaklarına yönelten temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu kaynaklar, otel işletmelerinin büyüme stratejilerinin sürdürülebilirliği açısından stratejik bir rol oynamaktadır (UNWTO, 2019).

Uluslararası Kalkınma Bankaları Kredileri

Uluslararası kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla uzun vadeli ve uygun koşullu krediler sağlayan kurumlardır. Dünya Bankası Grubu, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ve Asya Kalkınma Bankası gibi kuruluşlar, turizm ve konaklama yatırımlarını istihdam yaratma, bölgesel kalkınma ve sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda desteklemektedir. Otel işletmeleri, özellikle büyük ölçekli yatırımlar, yenileme projeleri ve çevresel sürdürülebilirlik

odaklı uygulamalar için bu kredilerden yararlanabilmektedir (EBRD, 2020).

Kalkınma bankaları kredilerinin uzun vade yapısı ve görece düşük faiz oranları sayesinde turizm yatırımlarının finansmanında önemli avantajlar sunduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte bu krediler, ayrıntılı fizibilite çalışmaları, çevresel ve sosyal etki analizleri ile kurumsal yönetim standartlarına uyum gibi koşullara bağlanmaktadır. Bu durum, söz konusu finansman türünün daha çok kurumsal yapıya sahip ve büyük ölçekli otel işletmeleri tarafından tercih edilmesine neden olmaktadır (Yescombe, 2018).

Yabancı Yatırımcı Ortaklıkları

Yabancı yatırımcı ortaklıkları, uluslararası yatırımcıların otel işletmelerine sermaye katkısı sağlayarak ortaklık yapısına dâhil olmalarını ifade etmektedir. Bu finansman modeli, doğrudan yabancı yatırım (FDI) kapsamında değerlendirilmekte ve yalnızca finansman sağlamakla kalmayıp; teknoloji transferi, yönetim bilgisi ve uluslararası pazarlara erişim gibi stratejik avantajlar da sunmaktadır (Dunning, 1993).

Otel işletmeleri açısından yabancı ortaklıklar, büyüme yatırımlarının finansmanında sermaye yükünü azaltmakta ve finansal riskin paylaşılmasına olanak tanımaktadır. Literatürde, yabancı yatırımcıların özellikle uluslararası zincir oteller, resort projeleri ve markalı konaklama tesislerine yöneldiği belirtilmektedir. Ancak bu ortaklıklar, kontrol paylaşımı, kültürel uyum sorunları ve kâr dağıtımı gibi konularda yönetsel zorlukları da beraberinde getirmektedir (Chen & Dimou, 2005).

Döviz Bazlı Uzun Vadeli Krediler

Döviz bazlı uzun vadeli krediler, uluslararası bankalar veya finans kuruluşları tarafından yabancı para cinsinden sağlanan borçlanma araçlarını ifade etmektedir. Otel işletmeleri, gelirlerinin

önemli bir bölümünü yabancı para cinsinden elde ettikleri durumlarda bu kredileri tercih ederek gelir–gider uyumu sağlamayı amaçlamaktadır. Akademik literatürde bu yaklaşım, doğal koruma (natural hedge) stratejisi olarak tanımlanmaktadır (Madura, 2015).

Ayrıca döviz bazlı krediler, kur dalgalanmalarına bağlı olarak ciddi finansal riskler doğurabilmektedir. Özellikle turizm talebindeki ani düşüşler veya yerel para birimindeki değer kayıpları, borç servis yükünü artırabilmektedir. Bu nedenle literatürde, döviz cinsinden borçlanmanın dikkatli risk yönetimi politikaları ve türev finansal araçlarla desteklenmesi gerektiği vurgulanmaktadır (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2019).

Sonuç

Otel işletmeleri, turizm sektörünün sermaye yoğun yapısı içerisinde faaliyet gösteren ve büyüme kararlarını uzun vadeli stratejik hedefler doğrultusunda şekillendirmek zorunda olan işletmeler arasında yer almaktadır. Yeni tesis yatırımları, kapasite artırımı, renovasyon çalışmaları, markalaşma ve uluslararası pazarlara açılma gibi büyüme kararları, önemli ölçüde finansal kaynak gerektirmekte ve bu kaynakların niteliği, maliyeti ve sürdürülebilirliği işletmenin rekabet gücünü doğrudan etkilemektedir. Bu bağlamda büyümenin finansmanı, otel işletmeleri açısından yalnızca bir muhasebe veya finansman sorunu değil, aynı zamanda stratejik yönetim kararlarının merkezinde yer alan çok boyutlu bir konudur.

Bu çalışma kapsamında otel işletmelerinde büyümenin finansman kaynakları; iç kaynaklar, dış kaynaklar, sermaye piyasası araçları, alternatif ve yenilikçi finansman yöntemleri, zincir otel yapılarına özgü modeller ve uluslararası finansman kaynakları çerçevesinde ele alınmıştır. İncelenen finansman türleri, otel işletmelerinin farklı ölçekleri, mülkiyet yapıları ve büyüme stratejileri açısından çeşitli avantajlar ve sınırlılıklar

barındırmaktadır. Bu durum, büyümenin finansmanında tek bir yöntemin evrensel olarak en uygun seçenek olmadığını, aksine işletmeye özgü koşullar doğrultusunda dengeli bir finansman bileşiminin oluşturulması gerektiğini ortaya koymaktadır.

İç kaynaklarla finansman, özellikle dağıtılmayan kârlar, amortisman fonları ve işletme içi nakit akışları yoluyla büyümenin özkaynak temelli olarak desteklenmesini sağlamaktadır. Bu yöntemler, finansal riskleri azaltmakta ve işletmenin bağımsızlığını korumasına katkı sunmaktadır. Ancak otel yatırımlarının yüksek maliyetli yapısı göz önünde bulundurulduğunda, iç kaynakların tek başına büyüme hedeflerini finanse etmede çoğu zaman yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu nedenle dış kaynaklarla finansman ve sermaye piyasası araçları, büyümenin kaçınılmaz tamamlayıcı unsurları haline gelmektedir.

Sermaye piyasası yoluyla finansman, özellikle büyük ölçekli ve kurumsallaşmış otel işletmeleri için uzun vadeli ve görece düşük maliyetli fonlara erişim imkânı sunmaktadır. Hisse senedi ihracı, işletmelere geri ödeme yükümlülüğü olmayan kalıcı sermaye sağlarken; tahvil ve bono ihracı, vade uyumu sayesinde büyük ölçekli yatırımların finansmanında önemli avantajlar sunmaktadır. Bununla birlikte sermaye piyasalarına erişim, yüksek düzeyde şeffaflık, kurumsal yönetim ve finansal disiplin gerektirmekte olup, bu durum küçük ve orta ölçekli otel işletmeleri için sınırlayıcı olabilmektedir.

Alternatif ve yenilikçi finansman kaynakları, son yıllarda otel işletmelerinin büyüme finansmanında giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Proje finansmanı, girişim sermayesi, özel sermaye fonları, kitle fonlaması ve finansal kiralama gibi yöntemler, işletmelere esneklik sağlamak ve finansal risklerin paylaşılmasına olanak tanımaktadır. Özellikle proje temelli finansman modelleri, otel yatırımlarının uzun geri dönüş süreleriyle uyumlu bir yapı sunarak büyümenin sürdürülebilirliğini desteklemektedir. Ancak bu

yöntemlerin etkin biçimde kullanılabilmesi, ayrıntılı fizibilite çalışmaları, güçlü nakit akışı projeksiyonları ve profesyonel finansal yönetim gerektirmektedir.

Zincir otel yapılarına özgü finansman modelleri olan franchising, yönetim sözleşmeleri ve ortak girişimler, büyümenin finansmanında mülkiyet ve işletme fonksiyonlarının ayrıştırılmasına dayanmaktadır. Bu modeller, zincir otel işletmelerinin sermaye bağlamadan hızlı büyüme sağlamalarına ve riskleri yerel yatırımcılarla paylaşmalarına olanak tanımaktadır. Özellikle uluslararası pazarlara açılma sürecinde bu modellerin sunduğu esneklik ve ölçek ekonomileri, zincir otellerin rekabet avantajını güçlendirmektedir. Ancak kontrol paylaşımı, kalite standartlarının korunması ve çıkar çatışmaları gibi yönetsel sorunlar, bu modellerin dikkatle yönetilmesini gerekli kılmaktadır.

Uluslararası finansman kaynakları ise otel işletmelerinin büyüme stratejilerinde giderek daha belirleyici bir rol üstlenmektedir. Uluslararası kalkınma bankaları kredileri, yabancı yatırımcı ortaklıkları ve döviz bazlı uzun vadeli krediler, özellikle büyük ölçekli ve uluslararası nitelikteki otel yatırımları için önemli fırsatlar sunmaktadır. Bu kaynaklar, uzun vadeli ve yüksek tutarlı finansman sağlamalarına karşın, kur riski, ülke riski ve küresel ekonomik dalgalanmalara bağlı belirsizlikleri de beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla uluslararası finansman kullanımının etkin risk yönetimi politikalarıyla desteklenmesi büyük önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, otel işletmelerinde büyümenin finansmanı çok boyutlu, dinamik ve stratejik bir süreçtir. İşletmelerin büyüme hedeflerine ulaşabilmeleri için finansman kaynaklarını yalnızca maliyet unsuru olarak değil; risk, kontrol, esneklik ve sürdürülebilirlik boyutlarıyla birlikte değerlendirmeleri gerekmektedir. En uygun finansman yapısı, işletmenin ölçeği, kurumsal yapısı, pazar konumu ve uzun vadeli stratejik hedefleri

doğrultusunda oluşturulacak dengeli bir finansman bileşimi ile mümkün olabilecektir. Bu çerçevede büyümenin finansmanı, otel işletmelerinin rekabet gücünü ve uzun vadeli başarısını belirleyen temel unsurlardan biri olarak değerlendirilmelidir.

Kaynakça

Akgüç, Ö. (2017). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Arnold, G. (2013). Corporate Financial Management. Harlow: Pearson Education.

Aydın, N. (2019). Finansal Yönetim. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. Journal of Business Venturing, 29(5), 585–609.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). Corporate Finance. Boston: Pearson.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). Principles of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill Education.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). Financial Management: Theory and Practice. Boston: Cengage Learning.

Brookes, M., & Roper, A. (2011). International master franchise agreements: An investigation of control from operational, relational and evolutionary perspectives. European Journal of Marketing, 45(7/8), 1253–1276.

Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2018). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Yayınevi.

Chen, J. J., & Dimou, I. (2005). Expansion strategy of international hotel firms. *Journal of Business Research*, 58(12), 1730–1740.

Contractor, F. J., & Kundu, S. K. (1998). Modal choice in a world of alliances. *Journal of International Business Studies*, 29(2), 325–357.

Çelik, K.M. (2016d), Banka ve Finansal Sistem, Bankaların İlk Halka Arzları Ve Borsadaki Mevcut Durumları, Ekin Basım Yayın, Bursa.

Çelik, M. K. (2016c). Firmaların İlk Halka Arz Sonrası Faaliyet Performanslarının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Örneği/Evaluation Of Post-Ipo Operating Performance Of Firms: Evidence From Borsa İstanbul. *International Journal of Management Economics & Business*, 12(27), 267.

Çelik, M. K., & Kurtaran, A. (2023). Firmaların Finansal Başarısızlıklarının Tahmininde Çeşitli Yöntemlerin Karşılaştırılması: BIST Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (40), 149-169.

Çelik, MK (2010). Bankaların finansal başarısızlıklarının geleneksel ve yeni dönüşümü öngörüsü. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi* , 17 (2), 129-143.

Çelik, MK (2011). Finansal Olarak Başarılı ve Başarısız Firmaların Borsa Performanslarının Karşılaştırılması: IMKB Örneği. *elektronik dergisi* , 7.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Hoboken: Wiley.

Dev, C. S., Brown, J. R., & Zhou, K. Z. (2007). Global brand expansion. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 48(3), 259–273.

Eichholtz, P., Kok, N., & Quigley, J. M. (2014). The economics of green building. *Review of Economics and Statistics*, 95(1), 50–63.

Fabozzi, F. J. (2016). *Bond Markets, Analysis and Strategies*. Pearson.

Faedfar, S., Aktaş, Z., Alı, S. H., & Çelik, M. K. (2021). Toplam Risk Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Bist Uygulaması. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (33), 187-200.

Gatti, S. (2018). *Project Finance in Theory and Practice*. Academic Press.

Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance*. Pearson

Gompers, P., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press.

Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Regulating the shadow banking system. *Brookings Papers on Economic Activity*, 261–312.

Graham, J. R., & Smart, S. B. (2012). *Introduction to Corporate Finance*. Mason: South-Western Cengage Learning.

Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 6(3), 7–16.

Hillier, D., Grinblatt, M., Titman, S., & Weston, J. (2019). *Financial Markets and Corporate Strategy*. New York: McGraw-Hill.

Ivanova, M., & Ivanov, S.. (2015). Hotel chains' internationalisation. *Tourism Management Perspectives*, 14, 1–10.

Kurtaran Çelik, M. (2016a). Turizm Sektöründeki İşletmelerin Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Ölçülmesi . *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* , (17) , 65-88

Kurtaran Çelik, M. (2016b), Firmaların Sermaye Yapısı Kararları, Akademi Kitapevi, Trabzon.

Kurtaran Çelik, M. (2024). Firmaların Sermaye Yapısı Kararlarının Yatırım Karlılığına Etkisi: BIST Örneği. Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 45, 347-366. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.1347015>

Kurtaran Çelik, M., Kurtaran, A. ve F. Mutlu (2021). Tourism Art Relationship – Graphite Street Art, II. International Halıç Congress On Multidisciplinary, Scientific Research, October 29-30, 2021 Istanbul, 644-657.

Kurtaran Çelik, M., ve F. Mutlu (2022). Turizmde Yeni Arayışlar: Alan Araştırması, 3. International Cappadocia Scientific Research Congress, 11-12 December Nevşehir.

Ling, D. C., & Archer, W. R. (2018). Real Estate Principles: A Value Approach. McGraw-Hill.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). Venture Capital and the Finance of Innovation. Wiley.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. American Economic Review, 53(3), 433–443.

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding. Journal of Business Venturing, 29(1), 1–16.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221.

Okka, O. (2018). Finansal Yönetim. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

Okumus, F., Altinay, L., & Chathoth, P. (2010). Strategic management for hospitality and tourism. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Olsen, M. D., Tse, E. C. Y., & West, J. J. (2008). Strategic Management in the Hospitality Industry. Wiley

Penrose, E. (1959). The Theory of the Growth of the Firm. Oxford: Oxford University Press.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). Fundamentals of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill Education.

Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2018). Financial Management. Boston: Pearson.

Watson, D., & Head, A. (2021). Corporate Finance: Principles and Practice. Harlow: Pearson.

Yescombe, E. R. (2018). Public-Private Partnerships and Project Finance. Butterworth-Heinemann.

BÖLÜM 3

DAVRANIŞSAL FİNANS YANILGILARININ İNCELENMESİ: AŞIRI GÜVEN DAVRANIŞI ÜZERİNE SINIF İÇİ UYGULAMA

Ayşegül ŞAHİN¹

Giriş

Geleneksel finans teorileri bireylerin rasyonel hareket etmesi gerekliliğini savunmaktadır. Öte yandan davranışsal finans yaklaşımları, kişilerin psikolojik ve sosyolojik etkenler altında karar aldıklarını ve her zaman rasyonel hareket edemediklerini öne sürmektedir. Davranışsal finans yaklaşımları, geleneksel finans teorilerine psikoloji ve sosyoloji boyutunu ekleyerek yatırımcıyı daha iyi tanımlar nitelikte araştırmalar sunmaktadır.

Günümüzde ilerleyen teknolojik imkanlarla finansal araçlardan faydalanmak kolaylaşmıştır. Bireyler kişisel telefonları üzerinden çeşitli yatırım araçları alıp satabilmekte, tüm yatırım araçlarına ulaşabilmektedir. Yine sosyal medya kullanımının ve erişiminin artmasıyla finansal araçlara yönelik çok çeşitli bilgiler hızlıca ulaşılabilir durumdadır. Bu imkanların hepsi, yatırımcıların yatırım iştahını arttırabilmektedir. Bu durumda mevcut ve potansiyel yatırımcıların finansal okuryazarlıklarının yüksek olması, piyasa

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme, Orcid: 0000-0002-4005-1086

denge-sizliklerinden ve manipölasyonlardan korunmak ve yatırımcı tasarruflarını korumak adına önem kazanmıştır.

Son yıllarda dikkat çeken kripto piyasalar, gençlerin finansal araçlara ve finansal yatırımlara olan ilgisini arttırmıştır. Kripto araçlara ilgiyle başlayan yatırım merakı, hisse senedi ve diğer geleneksel finansal enstrümanlara da yayılmaktadır. Dolayısıyla özellikle z kuşağı gençlerin finansal okuryazarlığının arttırılması ve yatırımcı psikolojisine yönelik bilgi birikimlerinin arttırılması kritik önemdedir.

Bu kitap bölümünde, üniversite lisans düzeyinde yürütölen “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans” dersinde uygulanan bir sınıf içi uygulama ele alınmaktadır. Bu uygulama aracılığıyla aşırı güven davranışı öğrenciler tarafından deneyimsel olarak gözlemlenmiştir. Çalışmanın amacı, küçük bir öğrenci grubunda bu yanılğının etkilerini ortaya koymak ve davranışsal finans eğitiminde mikro-deneylerin potansiyelini tartışmaktır.

1. DAVRANIŞSAL FİNANSIN KURAMSAL TEMELLERİ: GELENEKSEL FİNANS vs. DAVRANIŞSAL FİNANS

Davranışsal finans, finansal piyasaları ve yatırımcı davranışlarını açıklarken bireylerin her zaman tam rasyonel hareket etmediğı; psikolojik önyargılar ve arbitrajın sınırları gibi unsurlar nedeniyle piyasa fiyatlarının uzun süreli sapmalar gösterebildiğı varsayımına dayanan bir yaklaşımdır (Barberis & Thaler, 2003: 1052). Bu yaklaşım, yatırımcıların bilgi işleme ve karar verme süreçlerinde rasyonellikten sistematik biçimde sapabildiğini ve tercihlerin her zaman beklenen fayda teorisiyle tutarlı olmayabileceğini öngörür (Barberis & Thaler, 2003: 1053). Davranışsal finansın kuramsal temelleri, beklenen fayda teorisinin bir model olarak eksikliklerine eleştiri getirmekle birlikte, psikoloji ve karar teorisi literatürüne dayanmaktadır. Bu bağlamda Kahneman

ve Tversky, risk altında karar verme süreçlerinde beklenen fayda teorisinin temellerinin sistematik biçimde ihlal edildiğini göstererek, bireylerin kazanç ve kayıpları referans noktasına göre değerlendirdiği *beklenti teorisi* yaklaşımını geliştirmiştir (Kahneman & Tversky, 1979: 263).

Geleneksel finans yaklaşımı ise finansal piyasaları, rasyonel bireylerden oluşan, bilgilerin hızlı ve tam biçimde fiyatlara yansıdığı bir yapı olarak ele alır. Bu çerçevede yatırımcı kararlarının normatif olarak tutarlı olduğu varsayılır (Barberis & Thaler, 2003: 1053). Geleneksel finans literatürünün temel dayanaklarından biri olan Etkin Piyasa Hipotezi, finansal varlık fiyatlarının mevcut tüm bilgileri yansıttığını ve bu nedenle sistematik olarak anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını ileri sürer (Fama, 1970: 383). Bu yaklaşımda gözlenen fiyat sapmaları genellikle rassal ya da geçici olarak değerlendirilmektedir.

Davranışsal finans ile geleneksel finans arasındaki temel fark, piyasa aktörlerinin davranışlarının nasıl modellendiği noktasında ortaya çıkmaktadır. Geleneksel finans, bireylerin tam rasyonel olduğu ve piyasa mekanizmasının hatalı fiyatlamaları hızla düzelttiği varsayımına dayanırken; davranışsal finans, yatırımcıların bilişsel yanlılıkları ve duygusal eğilimleri nedeniyle öngörülebilir ve sistematik hatalar yapabildiğini savunur (Kahneman & Tversky, 1979: 263). Ayrıca davranışsal finans literatürü, arbitraj faaliyetlerinin maliyetli ve riskli olabileceğini vurgulayarak, yanlış fiyatlamaların uzun süre devam edebileceğini teorik olarak temellendirir (Barberis & Thaler, 2003: 1052–1053).

Bu bağlamda davranışsal finans, geleneksel finansın açıklamakta zorlandığı çeşitli piyasa anomalilerini ve yatırımcı davranışlarını anlamaya yönelik tamamlayıcı bir çerçeve sunmaktadır. Thaler, iktisat ve finans teorilerinde normatif modellerin çoğu zaman betimleyici kabul edildiğini; ancak bunun gerçek hayattaki bireysel kararları açıklamada yetersiz kaldığını

belirtmektedir (Thaler, 1980: 40–41). Davranışsal finans, psikolojik temelli tercih sapmalarını ve piyasa aksaklıklarını aynı analitik çerçevede ele alarak, fiyat oluşum süreçlerine daha gerçekçi mikro-temeller kazandırmayı amaçlamaktadır (Barberis & Thaler, 2003: 1053).

2. BİLİŞSEL VE DUYGUSAL YANILGILAR

Davranışsal Finans'ın temelini atan Tversky ve Kahneman'ın en önemli çalışmalarından biri 1974 yılında yayınladıkları “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases” adlı makaledir. Çalışmada yazarlar, insanların belirsizlik altında karar verirken ve olasılıkları değerlendirirken bazı basit zihinsel kurallara (*heuristics*) başvurduğunu belirtir. Bu heuristikler çoğu durumda işe yarar, ancak sistematik yanılırlara (*biases*) da yol açarlar. Heuristikler karar verme sürecini hızlandıran ve basitleştiren zihinsel kısayollar olarak tanımlanırken, yanılırlar (*bias*) heuristiklerin kullanılmasından kaynaklanan ve rasyonel karardan sistematik olarak sapan öngörülebilir hatalar olarak görülmektedir.

Tversky ve Kahneman (1974) çalışmasında temsiliyet, erişilebilirlik ve demirleme olmak üzere üç temel yanılğı üzerinde durmuştur. Davranışsal finans alanında yapılan araştırmalarla literatüre çok çeşitli bilişsel ve duygusal yanılırlar eklenmiştir. Bu yanılırlar çerçeveleme, onaylama, kendine atfetme, mental muhasebe, pişmanlıktan kaçınma, mülkiyet etkisi, kayıptan kaçınma, sürü davranışı gibi çok çeşitli yanılırlardır.

Davranışsal Finansa Yanılırlar: Aşırı Güven Davranışı

Aşırı Güven kavramı, literatür taraması ile detaylı şekilde incelenmiştir. Bu çalışmanın temel amacı, öğrencilere aşırı güven davranışının sınıf içi mini bir deney ile öğretilmesidir. Öğrencilere önce uygulama yapılmış, daha sonra yapılan literatür taraması

çerçevesinde aşırı güven kavramı anlatılmıştır. Aşağıda bu davranış ile ilgili önde gelen araştırma makaleleri özetlenmektedir.

Aşırı Güven Davranışı Literatür Taraması

Aşırı Güven yanılgısı, 1982’te yayınlanan çalışma ile davranışsal finans literatüründe ilk kez sağlam bir zemine oturmuştur. Lichtenstein vd. (1982), insanların bilgi ve tahminlerinin doğruluğuna duydukları güvenin, gerçek doğruluk seviyesini aştığını ampirik bir çalışma ile göstermiştir. Çalışmada katılımcılara çeşitli genel kültür soruları sorulmuş, verdikleri cevaplara ek olarak “cevapların doğru olma olasılığını” belirtmeleri istenmiştir. Bu şekilde katılımcıların kendi cevaplarına olan güveni ölçümlenmiştir. Bulgulara göre, katılımcıların cevaplarının doğruluğuna duydukları ortalama güven düzeyi, cevapların gerçek doğruluk yüzdesinden yüksek bulunmuştur. Ayrıca çalışmada kalibrasyon ölçümü yapılmıştır. Bu deney için kalibrasyon, cevap ve gerçeklik arasındaki sapmayı ifade etmektedir. Örneğin, kişi cevabından %100 eminse ve cevap kesinlikle doğru ise, mükemmel kalibrasyon söz konusudur. Yazarlar yapılan deneyde, katılımcıların kötü kalibrasyona sahip olduğunu, yani güven düzeylerinin gerçeklikten saptığını göstermişlerdir. Yazarlar, deneyin devamında soruları gittikçe zorlaştırdıklarında kalibrasyonun daha da bozulduğunu gözlemlemiştir. Yani aşırı güven yanılgısı sorular zorlaştıkça artmıştır. Kolay sorularda bilgilerinin doğruluğundan emin olan ve yanılmayan denekler, sorular zorlaştıkça sahip oldukları bilgilere olan güvenlerini ölçmede zorlanmışlardır.

Aşırı güven ile ilgili yapılan bir diğer önemli çalışma Barber ve Odean’ın 1997 yılındaki çalışmasıdır. Çalışma, aşırı güven davranışını, büyük ölçekte ve gerçek piyasa verileri ile kanıtlamış ve kavramın davranışsal finans alanında yer bulması için önemli zemin hazırlamıştır. Araştırma anket veya psikolojik testlerle yapılmamış, on binlerce bireysel yatırımcının gerçek işlem kayıtları kullanılarak

aşırı işlem davranışı üzerinden dolayılı olarak ölçülmüştür. Aşırı işlem yapan yatırımcıların işlem maliyetlerinin yüksek oluşuna odaklanan çalışma, aşırı işlem yapan yatırımcıların diğer yatırımcılara göre net getirisinin daha düşük olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla, fazla işlem yapan yatırımcıların kendileri ile ilgili aşırı bir olumlu inanca yani aşırı güvene sahip olduklarını, ampirik bir kanıt olarak yorumlamışlardır. Aşırı güvenin neden olduğu rasyonellikten uzak ve maliyetli işlemler üzerinden aşırı güven davranışı ölçülmüştür.

Aşırı güven davranışı üzerine gerçekleştirilen bir diğer önemli çalışma Gervais ve Odean (2001)'ın geliştirdiği teorik bir model olan hatalı öğrenme sürecidir. Yazarlara göre, bireyler kendi kendine atfetme yanlılığına yenik düşerler. Gerçekleştirdikleri karlı işlemleri kendi yetenekleri ve başarıları olarak görürken, zarar ettikleri işlemleri şanssızlık olarak değerlendirirler. Bu düşünce yapısı, bireylerin yetenek algısını sistematik olarak şişirir, her zarar ettikleri duruma gerekçeler bularak kendi yetenekleri üstün görmeye devam ederler. Bu hatalı öğrenme süreci, kişilerin aşırı güven duygusunun artmasına, aşırı işlem yapmalarına ve yüksek risk almalarına sebep olur. Yazarlar bu çalışma ile aşırı güven davranışını teorik olarak modellemiş, ampirik çalışmalara teorik ama güçlü bir açıklama getirmişlerdir.

Daniel, Hirshleifer ve Teoh (2002), aşırı güven ve kendi kendine atıf yanlılığı gibi bilişsel önyargıların, piyasalarda fiyat anomalilerine ve kaynakların yanlış tahsisine neden olduğunu kanıtlayan ampirik bulguları derlemişlerdir. Aşırı güven davranışındaki yatırımcıların, piyasadaki bilgilere aşırı tepki verdiğini ve hisse senedi fiyatlarının uzun vadede düşüş göstermesine neden olduklarını savunmuşlardır. Ayrıca bu çalışmada sunulan kanıtların, finansal düzenleyiciler tarafından dikkate alınmasını önererek, davranışsal hükümet politikaları yaklaşımının

önünü açmışlardır. Böylece bilişsel yanılgıların, piyasa bozucu bir toplu davranış haline geldiğini göstermiş ve önem atfetmişlerdir.

Glaser vd. (2006), aşırı güven ile işlem hacmi arasındaki ilişkiyi ampirik olarak inceleyen çalışmada, aşırı güven davranışını anketler aracılığıyla doğrudan psikometrik olarak ölçmüştür. Yatırımcıların kendi bilgi ve yeteneklerinin doğruluğuna duydukları Mutlak Aşırı Güvenin (Hatalı Kalibrasyon), onların işlem hacmini pozitif şekilde etkilediğini göstermiştir. Bulgular, kendi yeteneklerine aşırı güvenen yatırımcıların daha fazla işlem yaparak yüksek işlem maliyetlerine katlandığı yönündeki davranışsal finans teorilerini ampirik kanıtlarla güçlendirmiş, aşırı güvenin psikolojik temelini finansal davranışlar çerçevesinde sağlamlaştırmıştır.

Pompian (2010), "Davranışsal Finans ve Servet Yönetimi" adlı yayınında önyargıları iki kategoriye (bilişsel ve duygusal) ayırarak literatüre önemli bir boyut getirmiştir. Bilişsel hataların mantıksal düzeltme, eğitim ve hesaplama yoluyla yönetilebileceğini ve düzeltilebileceğini savunmuştur. Bu çalışma çerçevesinde bakıldığında, bilişsel yanılgılar akademik bir konu olmaktan çıkıp, servet yönetiminde tanımlanabilir ve yönetilebilir bir risk faktörü olarak tanımlanmıştır. Çalışma aşırı güven davranışının servet yönetimi üzerindeki etkisini inceleyen teorik bir kılavuz niteliğindedir. Yazar aşırı güven davranışını yatırımcının temel bir özelliği olarak kabul eder. Yatırımcı kendine aşırı güven duyduğu için yüksek hacimli işlemler yapmaya, aşırı risk almaya yatkındır. Aşırı güven davranışını düzeltmek zor olduğu için, yazara göre önemli olan, finansal danışmanların bu davranışlara uyum sağlayan stratejiler geliştirmesi ve karar alma limitleri belirleyerek yatırımcıların doğru yönlendirilmesidir.

Grinblatt ve Keloharju (2009), aşırı işlem davranışı üzerine yaptıkları çalışmada, bu davranışın sebebinin aşırı güven yanılgısına bağlı olduğu bilgisine ek bir boyut getirmişlerdir. Aşırı işlem davranışının sebebi, aşırı güvene ek olarak heyecan arayışıdır.

Finlandiya'daki yatırımcı verilerini kullanan yazarlar, aşırı güvenin ve heyecan arayışının işlem hacmini pozitif ve anlamlı bir şekilde artırdığını ampirik olarak kanıtlamışlardır. Çalışmanın en önemli bulgusu, heyecan arayışının, aşırı güvenin etkisinden bağımsız olarak işlem aktivitesini artırmasıdır; dolayısıyla yazarlara göre bazı yatırımcılar kendi yeteneklerine inandıkları için değil, işlem yapmanın getirdiği heyecandan zevk aldıkları için işlem yapmaktadır.

Hoffman ve Post (2017), yatırımcıların işlem yapma halindeki psikolojik mekanizmalarını, geçmiş getiri deneyimlerinin aşırı güven üzerindeki etkisini inceleyerek açıklamaktadır. Aşırı güven davranışını üç aşamada özetlemişlerdir; öncelikle pozitif getiri deneyimleri oluşur, ardından artan güven düzeyi gözlemlenir, son olarak yüksek işlem aktivitesi ortaya çıkar. Bulgulara göre, yatırımcıların geçmişteki yüksek getirili işlemleri, kendi bilgi ve yeteneklerine olan güvenini artırmaktadır. Artan güvenle de aşırı işlem etkisi görülmektedir. Bu çalışma ile aşırı işlem yapma davranışının ardındaki yanılmanın aşırı güvenden geldiği sonucu çıkarılmıştır.

3. UYGULAMA TASARIMI, YÖNTEM VE BULGULAR

Uygulama, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü öğrencilerinden seçimlik “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans” dersini alanlar ile yapılmıştır. Öğrenciler lisans dördüncü sınıfta olup, bu dersi kendi istekleri ile seçimlik ders havuzundan seçmiş öğrencilerdir. Dolayısıyla finansal okuryazarlıklarını geliştirmek isteyen, finans alanına ilgi duyan bir öğrenci grubu olduğu varsayılmaktadır. Bu sebeple derste mini uygulamalar yapılmakta ve öğrencilerin öğrenme becerilerini arttırmak hedeflenmektedir. Uygulamaya katılmaya istekli öğrencilere mini bir anket kağıdı dağıtılmış, cinsiyet bilgisi hariç

herhangi bir kişisel bilgilerine başvurulmamıştır. Sınıfta bulunan tüm öğrenciler (20) uygulamaya katılmıştır.

Uygulamada aşırı güven etkisini ölçmek amaçlanmıştır. Bu sebeple öğrencilere 5 adet genel ekonomi/finans bilgisi içeren bir mini-anket kağıdı dağıtılmıştır. Sorulara olan cevaplarını yazmaları istenmiş, ayrıca her sorunun yanına verdikleri cevaba olan güven düzeylerini yüzde (%) olarak belirtmeleri istenmiştir.

Öğrencilere 5 farklı soru yöneltilmiş, her soruya verdikleri cevabın yanı sıra bu cevaplara olan güven düzeyleri de yüzde cinsinden veri olarak toplanmıştır. Soru tipleri arasında güncel döviz ve altın fiyatları, geçmiş ekonomik veriler, borsa endeksi yönelimi ve yıllık enflasyon oranı yer almaktadır. Ayrıca her öğrencinin cinsiyet bilgisi de analiz için kullanılmıştır. Elde edilen veriler doğrultusunda hem genel aşırı güven düzeyleri hem de cinsiyet ve soru bazlı karşılaştırmalar gerçekleştirilmiştir.

Verilen cevapların ilk olarak doğruluk değerlendirmesi yapılmıştır. Sayısal sorular için toleransa göre doğru/yanlış kontrolü yapılmıştır. Sayısal sorular için doğru cevap $\pm\%2$ toleransla kabul edilmiştir. Sözel sorularda (bir soru) birebir eşleşme ile doğruluk belirlenmiştir.

Her cevap için öğrencinin duyduğu güven ile gerçekte doğru olup olmamasına göre aşırı güven skoru hesaplanmıştır:

$$\text{Aşırı Güven} = \text{Güven (\%)} - (\text{Doğruluk} \times 100)$$

Örneğin, öğrenci %90 güvenle yanlış bir cevap veriyse, aşırı güveni 90 puan olur. Eğer %70 güvenle doğru cevap veriyse, aşırı güveni -30 olur. Bu değerler her bir öğrenci ve soru için hesaplanmış, ardından ortalamalar alınarak öğrenci bazlı, cinsiyet bazlı ve soru bazlı analizler yapılmıştır.

Ayrıca kalibrasyon analizleriyle, öğrencilerin güven düzeyleri ile gerçek doğruluk oranları arasındaki ilişki grafiksel

olarak değerlendirilmiştir. Veriler ayrıca cinsiyete göre (Kadın/Erkek) ayrıştırılarak analiz edilmiştir.

Kalibrasyon, bireylerin belirli bir bilgi ya da yargı konusundaki öznel güven düzeylerinin, objektif doğruluk oranlarıyla ne derece uyumlu olduğunu ölçmeye yarayan bir tekniktir. Başka bir ifadeyle kalibrasyon, bireyin kendi bilişsel performansını ne kadar doğru değerlendirebildiğini gösterir. Aşırı güven (overconfidence), az güven (underconfidence) ve iyi kalibrasyon gibi davranış örüntüleri bu analizle ortaya konabilir (Lichtenstein vd. 1982: 307). Uygulamada öğrencilerin her bir soruya verdikleri cevaptan sonra bildirdikleri güven yüzdeleri (%0–100 arası) temel alınmıştır. Elde edilen güven verileri 10 puanlık aralıklarla sınıflandırılmıştır (örneğin: %0–10, %11–20, ..., %91–100). Bu sınıflama, istatistiksel olarak anlamlı gruplar üzerinden ortalamaların hesaplanmasını sağlamıştır. Her güven aralığı için öğrencilerin ilgili cevaplarındaki gerçek doğruluk oranı (1 = doğru, 0 = yanlış) hesaplanmıştır. Örneğin, %80–90 güven bildiren 10 öğrenciden sadece 6'sı doğru yanıt veriyse, bu grup için doğruluk oranı 0.60 olarak kaydedilmiştir.

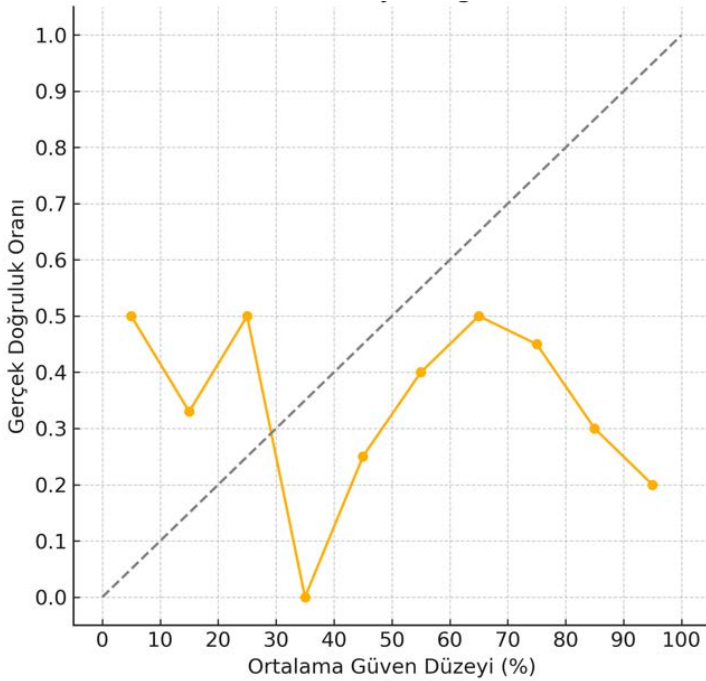
Elde edilen bu verilerle kalibrasyon eğrisi oluşturulmuştur. Bu grafikte yatay eksen, öğrencilerin bildirdiği ortalama güven düzeyini; dikey eksen ise, o güven düzeyine karşılık gelen ortalama doğruluk oranını temsil etmektedir. Teorik olarak ideal kalibrasyon, güven yüzdesi ile doğruluk oranının eşit olması olarak kabul edilmektedir. Bu durum grafik üzerinde $y = x$ doğrusu ile temsil edilmektedir. Öğrencilerin güven-doğruluk ilişkisi bu çizginin altında kalıyorsa aşırı güven, üstünde kalıyorsa az güven sergiledikleri söylenebilir.

Genel bulguya göre, öğrencilerin cevaplarına duydukları güven ile gerçek başarı oranları arasında belirgin farklar gözlemlenmiştir. Özellikle sayısal tahmin gerektiren sorularda öğrenciler yüksek güven bildirmiş ancak başarı oranları düşük

kalmıştır. Kalibrasyon analizleri ve aşırı güven skorları bu durumu açıkça ortaya koymaktadır. Genel olarak öğrenciler, bilgilerine olduğundan daha fazla güvenme eğilimindedirler

Kalibrasyon eğrisi, öğrencilerin güven düzeylerinin gerçek doğruluk oranlarıyla ne derece örtüştüğünü ortaya koymaktadır. Elde edilen Grafik 1’de birçok güven seviyesinde öğrencilerin gerçek başarı oranlarının güven seviyesinden daha düşük olduğu görülmektedir. Bu da aşırı güven davranışının açık bir göstergesidir.

Grafik 1 Aşırı Güven Davranışı için Kalibrasyon Eğrisi

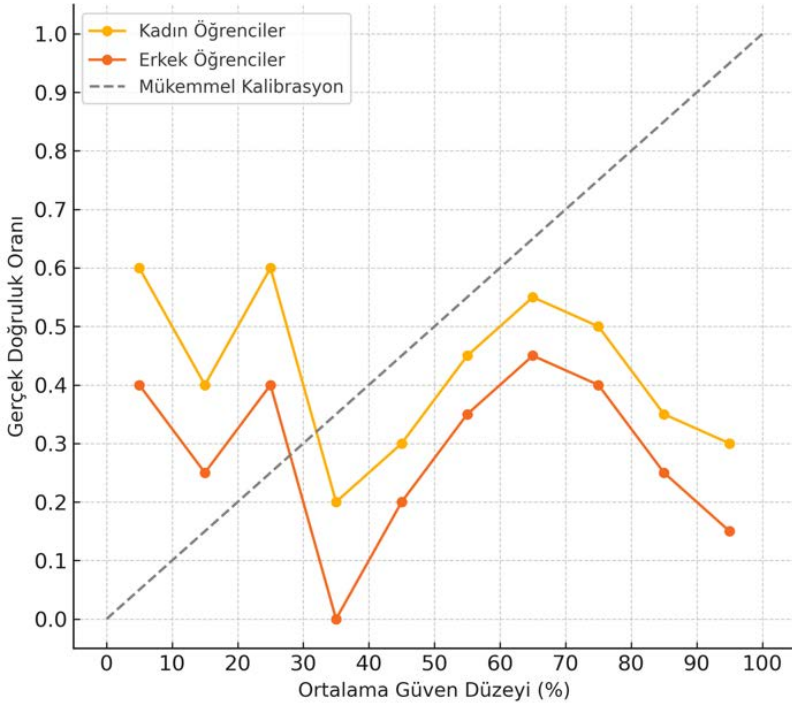


Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Çalışmada elde edilen kalibrasyon eğrisi, öğrencilerin birçok güven seviyesinde, özellikle %70 üzerindeki güvenlerde gerçek doğruluk oranlarının belirgin şekilde daha düşük olduğunu ortaya koymuştur. Bu durum öğrencilerin sistematik olarak kendilerini

olduklarından daha başarılı sandıklarını ve dolayısıyla aşırı güvenli davrandıklarını göstermektedir. Analiz kapsamında ayrıca cinsiyete göre kalibrasyon eğrileri de (Grafik 2) oluşturulmuş, kadın ve erkek öğrenciler arasında genel olarak benzer kalibrasyon eğilimleri gözlemlenmiştir.

*Grafik 2 Aşırı Güven Davranışı için Kalibrasyon Eğrisi
(Cinsiyetlere göre)*



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Soru bazlı analizler sorulara doğru cevap verme oranı, verilen cevaba duyulan ortalama güven düzeyi üzerinden gerçekleştirilmiştir. Tablo 1’de görüldüğü üzere ortalama aşırı güven düzeyleri hesaplanmıştır. Bulguların derinlemesine analiz ve yorumları şu şekildedir:

Tablo 1 Soru Bazlı Analiz Sonuçları

Sorular	Ortalama Doğruluk Oranı	Ortalama Güven Düzeyi	Ortalama Aşırı Güven
1.Şu anda 1 euro kaç TL'dir?	%50	%82.05	%32.05
2. Bir sene önce (Kasım 2024) 1 euro kaç TL idi?	%25	%57.55	%32.55
3. Şu anda 1 çeyrek altın kaç TL'dir?	%20	%77.00	%57.00
4. Bist-100 endeksi 2024 yılında arttı mı azaldı mı?	%80	%50.70	%-29.30
5. 2024 yılında Türkiye'de gerçekleşen yıllık enflasyon oranı yüzde kaçtır?	%15	%52.10	%37.10

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Güncel ekonomik bilgiye dayalı olan birinci soruda öğrencilerin yarısı doğru yanıt vermiştir. Ancak, ortalama %82 güven bildirilmiş ve bu da %32'lik bir aşırı güven oranına yol açmıştır. Bu durum, öğrencilerin döviz kuru gibi güncel bilgileri takip ettiklerini düşündüklerini ama bilgi düzeylerinin beklentilerle örtüşmediğini göstermektedir.

İkinci soru, öğrencilerin geçmiş ekonomik bilgileri ne ölçüde doğru hatırladıklarını değerlendirmeye yöneliktir. Doğruluk oranı yalnızca %25 olmasına karşın ortalama güven %57 düzeyindedir. %32,5'lik aşırı güven düzeyi, öğrencilerin geçmiş bilgiye güvenip yanlış tahminde bulunduklarını göstermektedir. Hafıza yanlışlıkları, özellikle geçmiş döviz kurlarına ilişkin verilerde yanıltıcı olabilir. Bu sonuç, öğrencilerin yalnızca güncel değil, tarihsel ekonomik verileri de yanlış hatırlayarak kendilerinden emin cevaplar verdiklerini göstermektedir.

Üçüncü soru, testteki en yüksek aşırı güven seviyesini yansıtmaktadır. Öğrenciler ortalama %77 güvenle cevap vermiş ancak yalnızca %20 doğruluk oranı yakalayabilmişlerdir. %57 gibi

çarpıcı bir aşırı güven, bu sorunun öğrencilere oldukça tanıdık gelmesine rağmen gerçek fiyat bilgisinden uzak olduklarını göstermektedir. Altın fiyatlarının günlük hayatta sıkça konuşulması, yanıltıcı bir aşinalık yaratmış olabilir. Bu, bilişsel psikolojide sıkça tartışılan 'bildiğini sanma' etkisinin tipik bir örneğidir.

Dördüncü soru, öğrencilerin en yüksek doğruluğu gösterdiği sorudur. Doğruluk oranı %80 gibi oldukça yüksektir. İlginç biçimde, bu soruya verilen ortalama güven düzeyi yalnızca %51'dir. Bu durum da -%29'luk negatif bir aşırı güven yani 'az güven' durumunu yansıtmaktadır. Öğrenciler cevaplarından emin olmamalarına rağmen doğru tahmin yapmışlardır. Bu durum, *underconfidence* olarak adlandırılan ve kalibrasyon açısından olumlu değerlendirilebilecek bir örüntüdür. Borsa gibi genellikle riskli ve belirsiz kabul edilen alanlarda öğrencilerin daha temkinli davranması bu sonucu açıklayabilir. Sorunun iki seçenekli-sözel oluşu sebebiyle, rastgele cevap verilerek doğru cevaplanmış olması göz önünde bulundurulmalıdır.

Beşinci soru, sınıf genelinde en düşük başarı gösterilen sorudur. Doğruluk oranı yalnızca %15 olup öğrencilerin büyük çoğunluğu bu soruya yanlış cevap vermiştir. Ortalama güven %52 seviyesinde gerçekleşmiş, bu da %37'lik yüksek bir aşırı güvene yol açmıştır. Öğrencilerin enflasyon kavramı hakkında genel bir bilgiye sahip olmaları, bu soruya emin şekilde cevap vermelerine neden olmuş olabilir. Ancak resmi istatistikler ile algılanan enflasyon arasındaki fark, bu yüksek aşırı güveni açıklayan temel unsurlardan biridir. Bu, kamuoyunda sık tartışılan verilerde dahi bilgi belirsizliği olduğunu ve öğrencilerin bu alandaki güvenlerinin yanıltıcı olabileceğini göstermektedir.

Cinsiyet temelli analizde, erkek öğrencilerin ortalama aşırı güven düzeyi %26.36, kadın öğrencilerin ise %24.77 olarak hesaplanmıştır. Bu fark istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Örneklem sayısının 20 olması sebebiyle istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermemesi doğaldır. Uygulamada, konunun öğrenci grubuna deneysel yol ile öğretilmesi amaçlanmış olup, daha büyük gruplara uygulanması durumunda istatistiksel anlamlılık sağlayan bulgulara ulaşılabilecektir.

4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Bu çalışma, üniversite lisans düzeyindeki bir sınıfta gerçekleştirilen deneysel bir uygulama ile öğrencilerin bilişsel yanılgılardan biri olan aşırı güven davranışlarını ölçmeyi ve değerlendirmeyi amaçlamıştır. Çalışmanın özgünlüğü, yalnızca bir gözlem değil aynı zamanda bir öğretim stratejisi olarak tasarlanmış olmasında yatmaktadır. Öğrenciler, gerçek dünyaya dair bilgi gerektiren soruları yanıtlamış ve her yanıt için öznel güven düzeylerini belirtmişlerdir. Bu veri seti üzerinden yapılan analizlerle, öğrencilerin kendi bilgi düzeylerini nasıl değerlendirdikleri ve bu değerlendirmenin gerçek doğruluk oranlarıyla ne kadar örtüştüğü ölçülmüştür. Elde edilen bulgular, aşırı güven davranışının hem bireysel hem de grup düzeyinde yaygın biçimde gözlemlendiğini ortaya koymaktadır.

Özellikle sayısal bilgiye dayalı sorularda öğrencilerin yüksek düzeyde güven bildirmelerine rağmen, gerçek doğruluk oranlarının bu güvenle orantılı olmadığı belirlenmiştir. Altın fiyatı ve geçmiş döviz kuru gibi sorularda öğrenciler yüksek güven oranlarıyla cevap vermelerine karşın, doğru cevap verme oranları oldukça düşüktür. Bu durum, literatürde '*illusion of knowledge*' olarak tanımlanan, bireyin bildiğini sandığı bilgiye olan aşırı güvenini açık biçimde yansıtmaktadır. Öte yandan, BIST-100 sorusu gibi daha genel ve yönelimsel nitelikteki sorularda öğrencilerin daha temkinli davranarak yüksek doğruluk elde etmeleri, *underconfidence* eğilimine işaret etmektedir. Cinsiyet bağlamında yapılan karşılaştırmalarda ise kadın ve erkek öğrenciler arasında anlamlı bir

fark saptanmamış; ancak erkek öğrencilerin bazı sorularda daha yüksek aşırı güven sergileme eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir.

Bu çalışmanın en önemli yönlerinden biri, yalnızca bir ölçme faaliyeti değil, aynı zamanda bir öğretim stratejisi olmasıdır. Öğrencilere ilk olarak aşırı güven ölçümünü içeren uygulama yaptırılmış, ardından sonraki derste bu uygulamanın sonuçları paylaşılmadan önce aşırı güven kavramı detaylı biçimde literatür bağlamında ele alınmıştır. Bu süreçte öğrencilerin metabilşsel farkındalıklarının artırılması hedeflenmiştir. Aşırı güvenin, akademik başarıdan günlük hayattaki karar alma süreçlerine kadar birçok alanda etkili olduğu vurgulanmış; öğrencilerin hem kendi bilişsel sınırlılıklarını tanımaları hem de eleştirel düşünme becerilerini geliştirmeleri teşvik edilmiştir.

Sonuç olarak, bu çalışmanın hem bilişsel bir yanılgının sınıf düzeyinde somut biçimde gösterilmesi hem de öğrencilerin öz-farkındalıklarının artırılması açısından önemli bir katkı sunduğu söylenebilir. Elde edilen veriler, öğrencilerin kendi bilgi düzeylerini çoğu zaman olduğundan yüksek değerlendirdiklerini ve bu durumun ölçümlerle çeliştğini göstermektedir. Bu tür uygulamaların, öğretim programlarına daha sistematik biçimde entegre edilmesi, öğrencilerin bilişsel hatalarını fark etmelerini ve daha gerçekçi öz-değerlendirmelerde bulunmalarını sağlayabilir. Gelecekte, benzer uygulamaların daha geniş örneklerle yürütülmesi, aşırı güven ve diğer bilişsel yanılgıların eğitsel etkilerini daha kapsamlı biçimde ortaya koyacaktır.

Kaynakça

- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2002). Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of monetary economics*, 49(1), 139-209.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The review of financial studies*, 14(1), 1-27.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of finance*, 64(2), 549-578.
- Hoffmann, A. O., & Post, T. (2016). How does investor confidence lead to trading? Linking investor return experiences, confidence, and investment beliefs. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, 65-78.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B., & Phillips, L. D. (1982). Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. D. Kahneman, P. Slovic, & A. Tversky içinde, *Judgment under Uncertainty:*

Heuristics and Biases (s. 306-334). Cambridge University Press.

Pompian, M. M. (2011). *Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases*. John Wiley & Sons.

Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.

BÖLÜM 4

DOĞAL AFET SİGORTALARI VE EKONOMİK DAYANIKLILIK: TÜRKİYE, JAPONYA VE ABD KARŞILAŞTIRMASI

1. Cemil ŞENEL¹

Doğal afetler, toplumların ekonomik, sosyal ve çevresel yapısını çok boyutlu olarak etkileyen ve devletlerin kalkınma süreçlerini ciddi biçimde sekteye uğratan olaylardır. Deprem, sel, kasırga, toprak kayması, fırtına ve orman yangını gibi afet türleri; üretim kapasitesinin azalmasına, kamu maliyesinin bozulmasına, gelir dağılımının derinleşmesine ve toplumsal refahın düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle afet risklerinin yönetimi, sürdürülebilir kalkınma politikalarının temel bileşeni hâline gelmiştir.

Afetlerden kaynaklanan ekonomik kayıplar yalnızca doğrudan fiziki hasarlar ile sınırlı değildir. Altyapının zarar görmesi, üretim zincirlerinin kesintiye uğraması, ticari faaliyetlerin durması, iş gücü kaybı ve tüketici davranışlarının değişmesi gibi dolaylı etkiler, toplam ekonomik kaybı katlanarak artırmaktadır. Dünya Bankası'na göre doğal afetler küresel ölçekte her yıl ortalama 250–

¹ Doç.Dr., AHBV Üniversitesi Finansal Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü Orcid: 0000-0001-65066842

300 milyar dolar ekonomik kayba yol açmaktadır. Bu kayıpların büyük kısmı sigortasız varlıklardan kaynaklanmakta, bu durum ise ülkelerin ekonomik toparlanma sürecini yavaşlatmaktadır.

Bu noktada sigortacılık sektörü, afetlerin ekonomik etkilerini hafifletmede stratejik bir rol üstlenmektedir. Sigorta, risk transferi yoluyla bireylerin, işletmelerin ve ulusal ekonomilerin maruz kaldığı finansal şokları azaltmakta; yeniden inşa sürecini hızlandırarak ekonomik dayanıklılığı güçlendirmektedir. Afet sigortacılığı yalnızca tazminat sağlayan bir mekanizma değil; aynı zamanda sürdürülebilir kalkınmanın sosyal, ekonomik ve çevresel boyutlarını destekleyen önemli bir politika aracıdır.

Bu bölüm, doğal afetlerin ekonomik ve toplumsal etkilerini bilimsel literatür ışığında incelemekte; kalkınma süreçlerine yansıyan sonuçlarını analiz etmekte ve sigortacılık sektörünün bu etkileri hafifletmedeki rolüne teorik bir temel sunmaktadır.

DOĞAL AFETLERİN EKONOMİK VE SOSYAL ETKİLERİ: KURAMSAL ÇERÇEVE

Doğal afetlerin etkileri makroekonomik göstergelerden beşeri sermayeye, kamu maliyesinden sosyal yapıya kadar geniş bir alanda hissedilmektedir. Literatürde doğal afetlerin etkilerini belirleyen faktörler arasında ekonomik kalkınma düzeyi, gelir dağılımı, kurumsal kapasite, demografik yapı ve finansal sistemin güçlülüğü önemli yer tutmaktadır (Benson & Clay, 2004; Kahn, 2005).

Bu bölümde doğal afetlerin etkileri ekonomik ve sosyal boyutlarıyla ele alınmaktadır.

MAKROEKONOMİK ETKİLER

Doğal afetlerin makroekonomik etkileri üç ana başlık altında toplanabilir: üretim ve GSYH üzerindeki etkiler, sermaye birikimi

ve yatırım süreçleri üzerindeki etkiler, kamu maliyesi ve borçlanma üzerindeki etkiler.

GSYH ÜZERİNDEKİ ETKİLER

Doğal afetlerin GSYH üzerindeki etkileri hem kısa hem uzun dönemde farklılaşmaktadır. Afetlerin hemen ardından üretim kapasitesinin azalması, tedarik zincirlerinin bozulması ve tüketici davranışlarındaki değişim nedeniyle ekonomik büyüme olumsuz etkilenmektedir.

1999 Marmara Depremi üzerine yapılan çalışmalarda, afetin GSYH üzerindeki etkisinin % -4,5 ile % +0,8 aralığında değiştiği tahmin edilmiştir (Selçuk & Yeldan, 2001). Bu fark, sektörlerin afetlerden farklı derecelerde etkilenmesi, yeniden inşa faaliyetlerinin büyümeye pozitif katkı yapması gibi faktörlerden kaynaklanmaktadır.

Benson (1997), doğal afetlerin özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyüme üzerinde kalıcı negatif etkiler bıraktığını belirtmektedir. Sermaye stokundaki ani azalma, altyapı hasarları, üretim kesintileri ve finansal piyasalarda artan belirsizlik bu etkilerin temel nedenleridir.

YATIRIMLAR VE SERMAYE BİRİKİMİ

Doğal afetler ülkelerde sermaye birikimini olumsuz etkiler. Yıkılan işletmeler, hasar gören makineler, altyapı kayıpları ve üretim tesislerinin zarar görmesi sonucunda sermaye stokunda azalma yaşanır. Bu durum yatırım ortamını bozar ve yatırımcı güvenini azaltır.

Ek olarak afet sonrası harcamaların kamusal kaynaklardan karşılanması nedeniyle kamu yatırımlarında erteleme veya iptal yaşanabilir. Dünya Bankası raporları, yüksek afet riski bulunan bölgelerde özel sektör yatırımlarının %15–25 oranında daha yavaş gerçekleştiğini göstermektedir.

KİŞİ BAŞINA GELİR VE GELİR DAĞILIMI ETKİLERİ

Afetlerin gelir dağılımı üzerindeki etkisi literatürde geniş biçimde analiz edilmiştir. Yüksek gelirli ülkeler afetlerden daha hızlı toparlanırken düşük gelirli ülkeler daha kalıcı refah kayıpları yaşamaktadır.

Kellenberg ve Mobarak (2008), kişi başına gelir ile afetlere karşı kırılganlık arasında ters yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Yani gelir arttıkça afetlerin etkileri azalmakta, düşük gelirli ülkelerde ise afetlerin yol açtığı kayıplar daha yıkıcı hâle gelmektedir.

New Orleans'ta Katrina Kasırgası sonrasında yapılan çalışmalar, en büyük etkiyi düşük gelirli hane halklarının yaşadığını ve bu grupların %70'inin ciddi maddi kayıplara uğradığını göstermektedir (Masozera et al., 2006).

Bu nedenle afet politikaları yalnızca risk azaltımı değil, aynı zamanda **gelir dağılımı politikası** olarak da değerlendirilmelidir.

KALKINMA ÜZERİNDEKİ ETKİLER

Doğal afetler, kalkınma hedefleri üzerinde uzun vadeli olumsuz etkiler yaratmaktadır. Pelling, Özerdem ve Barakat (2002), afetlerin kalkınma programlarını doğrudan sekteye uğrattığını ve kaynakları acil müdahale alanlarına yönlendirdiğini belirtmektedir.

Kalkınmanın olumsuz etkilenmesinin başlıca nedenleri:

- Yatırım programlarının ertelenmesi
- Eğitim ve sağlık altyapısının zarar görmesi
- Bölgesel kalkınma farklılıklarının artması
- Yoksulluğun derinleşmesi

2023 Kahramanmaraş Depremleri sonrasında 11 ilin ihracat payının %8,6'dan %6,7'ye gerilemesi (TERRA, 2023), afetlerin kalkınma üzerindeki güncel etkilerini açıkça ortaya koymaktadır.

BEŞERİ SERMAYE ÜZERİNDEKİ ETKİLER

Beşeri sermaye kayıpları afetlerin en kalıcı etkilerinden biridir. Eğitim kesintileri, sağlık sorunları, göç, psikolojik travmalar ve iş gücü kaybı ekonomik büyüme üzerinde uzun vadeli olumsuz sonuçlar doğurur.

Araştırmalar, kurumsal kapasitenin güçlü olduğu ülkelerde afet kaynaklı beşeri sermaye kayıplarının daha düşük olduğunu göstermektedir (Raschky, 2008). Kahn (2005) ise demokrasi düzeyi, ekonomik gelişmişlik ve afet yönetimi altyapısının ölüm oranlarını önemli ölçüde azalttığını ortaya koymuştur.

Bilimsel çalışmalar ek olarak:

- Eğitim kesintilerinin bireylerin yaşam boyu gelirini düşürdüğünü,
- Travmanın üretkenliği azalttığını,
- Zorunlu göçün sosyal bağları zayıflattığını

göstermektedir.

KAMU MALİYESİ VE DIŞ TİCARET ÜZERİNDEKİ ETKİLER

Doğal afetler kamu maliyesini ciddi biçimde zorlamaktadır. Vergi gelirlerinde azalma, kamu harcamalarında artış ve borçlanma ihtiyacının yükselmesi bu etkiler arasında yer almaktadır.

Oh ve Reuveny (2010), doğal afetlerin özellikle üretim ve lojistik altyapısı zarar gördüğünde dış ticaret üzerinde olumsuz etki yarattığını belirtmektedir.

Örneğin:

- üretimin azalması ihracatı düşürür,
- yeniden inşa için ithalat artar,

- cari açık büyür.

Bu etkiler özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali sürdürülebilirliği tehdit eder.

SOSYAL ETKİLER

Doğal afetlerin sosyal etkileri ekonomik etkiler kadar güçlüdür. Depremlerin ve diğer afetlerin hemen ardından:

- Travma sonrası stres bozukluğu,
- Uyku bozuklukları,
- Kaygı düzeyinde artış,
- Sosyal bağların zayıflaması,
- Zorunlu göç ve yer değişimi

yaygın olarak görülmektedir (Ke et al., 2010; Xu & Song, 2011).

Toplumsal dayanıklılığın sağlanmasında sigorta sistemleri, hane halklarının ekonomik kayıplarını azaltarak sosyal çöküşün derinleşmesini engelleyen kritik bir araçtır.

SİGORTA SEKTÖRÜNÜN EKONOMİK DAYANIKLILIĞA KATKISI

Doğal afetlerin ekonomik sonuçları incelendiğinde, sigorta sektörünün bu etkileri hafifletmede kritik bir role sahip olduğu görülür. Sigorta, risklerin finansal sonuçlarını toplumsallaştırarak hem bireyleri hem işletmeleri hem de devletleri koruyan bir mekanizma görevi görür. Bu yönüyle sigorta sektörü, ekonomik dayanıklılık ve sürdürülebilir büyümenin temel yapı taşlarından biridir.

Sigortanın ekonomik dayanıklılığa katkısı beş başlık altında incelenebilir: risk transferi, kamu maliyesinin korunması,

yatırımların ve üretimin sürdürülebilirliği, reasürans ve küresel risk paylaşımı ile teknolojik yeniliklerin sektöre entegrasyonu.

RİSK TRANSFERİ VE FİNANSAL ŞOKLARIN AZALTILMASI

Sigorta mekanizmasının temel işlevi risk transferidir. Bu sistem sayesinde bireylerin ve işletmelerin maruz kaldığı ani ve yüksek maliyetli kayıplar, geniş bir risk havuzuna yayılır. Böylece afetlerin oluşturduğu finansal şokların yıkıcı etkisi azalır. Literatürde sigorta, ekonomik şoklara karşı bir “finansal tampon” veya “şok emici” olarak tanımlanır (Thompson, 2021).

Risk transferinin ekonomik etkileri:

- Hanelerin varlık kayıplarının hızla telafi edilmesi,
- İşletmelerin faaliyetlerine kesintisiz devam edebilmesi,
- Tedarik zincirlerinin daha hızlı yeniden kurulabilmesi,
- Toparlanma süresinin kısılması,
- Tüketici güveninin daha hızlı geri kazanılmasıdır.

Bu mekanizma, özellikle yüksek afet riski taşıyan ülkelerde ekonomik istikrarın korunması açısından hayati öneme sahiptir.

KAMU MALİYESİNİN KORUNMASI

Doğal afetler kamu harcamalarını artırırken vergi gelirlerini düşürerek bütçe dengesi üzerinde ciddi baskı yaratır. Sigorta sistemi ise kamu maliyesinin bu baskılardan etkilenmesini önleyerek bütçenin sürdürülebilirliğini korur.

Bunun temel nedenleri:

- Hasarların önemli bir bölümü özel sektör ve reasürans şirketleri tarafından karşılanır,
- Devletin doğrudan fonlama ihtiyacı azalır,
- Yeniden inşa maliyetleri sigorta havuzları aracılığıyla paylaşılır.

OECD verilerine göre sigortalılık oranının yüksek olduğu ülkelerde afet sonrası kamu borçlanması ortalama %30 daha düşük gerçekleşmektedir (OECD, 2021).

Sigortanın kamu maliyesine katkısı yalnızca tazminat ödemeleriyle sınırlı değildir. Aynı zamanda:

- Afet sonrası ekonomik toparlanmanın hızlanması,
- İstihdam kayıplarının azaltılması,
- Vergi tabanının daha hızlı genişlemesi

dolaylı mali faydalar yaratmaktadır.

YATIRIMLARIN VE ÜRETİMİN DEVAMLILIĞI

Yatırım faaliyetleri ve üretim süreçleri belirsizlikten olumsuz etkilenen ekonomik unsurlardır. Yüksek afet riski, yatırımların ertelenmesine, sermayenin riskten kaçınmasına ve iş gücü planlamasında belirsizliklere yol açabilir.

Sigorta, işletmelere üç temel güvence sunar:

- **Sermayenin korunması:** Fiziksel varlıkların kaybı telafi edilir.
- **Faaliyetlerin sürdürülmesi:** İş durması teminatları gelir kayıplarını azaltır.
- **Yatırım ortamının güçlenmesi:** Sigorta teminatı yatırımcı güvenini artırır.

Zhang ve Managi (2020), sigortalılığın yüksek olduğu ülkelerde afetlere rağmen üretimdeki uzun vadeli kayıpların belirgin şekilde daha az olduğunu göstermiştir. Bu bulgular, sigorta sektörünün ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği açısından kritik rolünü ortaya koymaktadır.

REASÜRANS VE KÜRESEL RİSK PAYLAŞIMI

Doğal afet riskleri çoğu zaman ulusal sigorta piyasalarının tek başına taşıyamayacağı kadar büyüktür. Bu durumda reasürans sektörü devreye girerek riskleri uluslararası sermaye piyasalarına yayar. Reasürans, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde finansal istikrarın korunması açısından hayati önem taşır.

Reasüransın sağladığı avantajlar:

- Büyük afetlerde ödeme kapasitesinin korunması,
- Primlerin daha makul seviyelerde tutulabilmesi,
- Ulusal sigorta havuzlarının iflas riskinin önlenmesi,
- Afet tahvilleri ve diğer özel finansal araçlar yoluyla sermaye piyasalarına erişimdir.

Afet tahvilleri (CAT bonds), son yıllarda artan iklim riskleri karşısında önemli bir finansal araç hâline gelmiştir. Bu tahviller, sigorta sektörünün risklerini yatırımcılara devrederek finansal sistemin dayanıklılığını artırmaktadır.

TEKNOLOJİK YENİLİKLER VE SİGORTACILIKTA DÖNÜŞÜM

Sigorta sektöründe dijitalleşme, risk yönetimini daha etkin hâle getirmekte ve zarar azaltma kapasitesini artırmaktadır. Blokzincir teknolojisi, akıllı sözleşmeler, büyük veri analitiği, uydu görüntüleri ve IoT sensörleri, hasar tespit süreçlerini otomatikleştirerek tazminat ödemelerini hızlandırmaktadır.

Bu teknolojilerin afet sigortasına katkıları:

- Hasar tespitinde doğruluk oranının artması,
- İnsani hataların azaltılması,
- Tazminat ödeme süreçlerinin kısalması,
- Sigorta maliyetlerinin düşmesi,
- Endeks bazlı sigortacılık modellerinin yaygınlaşmasıdır.

Özellikle tarım ve sel sigortalarında endeks bazlı poliçeler, anlık hava verileri ve uydu görüntüleri sayesinde nesnel ve hızlı ödeme imkânı sunmaktadır. Bu tür yenilikler afet sonrası toparlanma sürecini belirgin biçimde hızlandırmaktadır.

KARŞILAŞTIRMALI DOĞAL AFET SİGORTA SİSTEMLERİ

Bu bölümde Türkiye, Japonya ve ABD'nin doğal afet sigortacılığı modelleri karşılaştırmalı bir yaklaşımla ele alınmaktadır. Ülkelerin risk profilleri, sigorta penetrasyonları, kurumsal yapıları ve kamu-özel iş birliği düzeyleri değerlendirilerek güçlü ve zayıf yönleri belirlenmektedir.

TÜRKİYE: DASK MODELİ

Türkiye'de deprem sigortacılığı Doğal Afet Sigortaları Kurumu (DASK) tarafından yürütülen kamu-özel iş birliği temelli bir modelle uygulanmaktadır. 2000 yılında hayata geçen sistem, zorunlu deprem sigortası ile konutların deprem risklerine karşı sigortalanmasını hedeflemektedir.

TEMEL ÖZELLİKLER

DASK modeli:

- Tüm meskenlerde zorunlu deprem sigortasını kapsamaya alır,
- Primleri deprem risk bölgelerine göre belirler,
- Poliçeyi yalnızca bina hasarı ile sınırlandırır,
- Yüksek reasürans kapasitesi sayesinde güçlü bir ödeme gücü oluşturur.

GÜÇLÜ YÖNLER

- Dünyanın en büyük devlet destekli deprem reasürans havuzlarından biri,
- Geniş kapsamlı risk modelleme altyapısı,
- Tazminat süreçlerinde dijitalleşme,
- Uluslararası reasürans piyasalarıyla güçlü entegrasyon.

ZAYIF YÖNLER

- Kapsam yalnızca bina hasarı ile sınırlıdır,
- Eşya, kira kaybı veya iş durması teminatı poliçe kapsamında değildir,
- Sigorta penetrasyonu henüz istenen seviyeye ulaşmamıştır.

Türkiye için DASK modeli temel bir kurumsal yapı sunmakla birlikte, kapsam genişletme ve sigortalılık oranını artırma açısından gelişime açıktır.

JAPONYA: JEI SİSTEMİ VE YANGIN SİGORTASI ENTEGRASYONU

Japonya, deprem riski en yüksek ülkelerden biri olarak güçlü ve çok katmanlı bir afet sigortacılığı sistemine sahiptir. 1966 yılında

kurulan Japan Earthquake Insurance (JEI) sistemi, yangın sigortası poliçeleriyle entegre bir şekilde çalışmaktadır.

MODELİN TEMEL ÖZELLİKLERİ

- Deprem sigortası gönüllülük esasına dayanır, ancak sigortalılık oranı yüksektir,
- Primlerin bir kısmı özel sigorta şirketlerince, büyük kısmı ise devlet tarafından karşılanır,
- Sigorta poliçelerine deprem teminatı ek zeyilname şeklinde eklenir,
- Devlet, büyük hasar senaryolarında kayıpların önemli kısmını üstlenir.

TOPLUMSAL FARKINDALIK VE EĞİTİM

Japonya modelinin en güçlü yönlerinden biri, toplumun afetlere karşı yüksek farkındalık düzeyidir. Ülke genelinde düzenli deprem tatbikatları, afet eğitimleri ve risk iletişimi kampanyaları yürütülmektedir. Bu toplumsal hazırlık düzeyi, sigortacılığın etkinliğini de artırmaktadır.

GÜÇLÜ YÖNLER

- Yüksek sigortalılık oranı,
- Kamu-özel sektör arasında güçlü koordinasyon,
- Bilimsel risk modellerinin düzenli olarak güncellenmesi,
- Toplumsal direnç kültürünün gelişmiş olması.

ZAYIF YÖNLER

- Çok büyük felaketlerde devletin mali yükü artabilir,

- Poliçe teminat limitleri bazı senaryolarda yetersiz kalabilir.

Japonya modeli, risk paylaşımı ve toplumsal dayanıklılık açısından örnek niteliğindedir.

ABD: FEMA, CEA VE FON BAZLI SİGORTA YAPILARI

ABD’de deprem sigortası zorunlu değildir ve sigorta penetrasyonu nispeten düşüktür. Ülkede afet yönetiminin merkezi kurumu Federal Emergency Management Agency (FEMA) olup, afet sonrası yardım ve yeniden inşa faaliyetlerinin önemli kısmı kamu kaynaklarıyla finanse edilmektedir.

TEMEL ÖZELLİKLER

- Sigorta gönüllü esasına dayalıdır,
- California Earthquake Authority (CEA) gibi eyalet bazlı fonlar risk havuzu oluşturur,
- Federal hükümet büyük afetlerde hibe desteği sağlar,
- Afet yönetimi federal, eyalet ve yerel düzeyde kurumsallaşmıştır.

GÜÇLÜ YÖNLER

- Esnek fon ve finansman mekanizmaları,
- Gelişmiş hasar tespit ve acil müdahale kapasitesi,
- Teknolojik altyapı ve veri yönetimi sistemleri.

ZAYIF YÖNLER

- Sigortalılık oranı düşük (%20–30),
- Gelir dağılımı eşitsizliği sigorta erişimini sınırlar,
- Federal bütçe afetlerde büyük yük üstlenmektedir.

ABD modeli, piyasa ve kamu müdahalelerinin bir arada bulunduğu hibrit bir yapı sunmakta; ancak sigortalılık düzeyinin düşüklüğü sistemin etkinliğini sınırlamaktadır.

ÜÇ ÜLKENİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Aşağıdaki tablo Türkiye, Japonya ve ABD'nin afet sigortacılığı sistemlerini temel unsurlar bakımından karşılaştırmaktadır.

Tablo 1 Türkiye, Japonya ve ABD'nin Afet Sigortacılığı Sistemlerinin Temel Unsurlar Bakımından Karşılaştırılması

Ülke	Model Tipi	Zorunluluk	Devlet Rolü	Sigortalılık Oranı	Güçlü Yan
Türkiye	Kamu-özel havuz (DASK)	Zorunlu	Yüksek	%55–60	Reasürans gücü
Japonya	Karma model (JEI)	Gönüllü	Çok yüksek	%70+	Toplumsal bilinç
ABD	Fon bazlı sistem (FEMA–CEA)	Gönüllü	Çok yüksek	%20–30	Esnek fon yapısı

Bu karşılaştırma, ülkelerin farklı risk profilleri ve kurumsal gelenekleri doğrultusunda geliştirdikleri sigorta modellerinin birbirinden önemli ölçüde farklı olduğunu göstermektedir. Türkiye kurumsal yapı bakımından güçlü, Japonya toplumsal hazırlık bakımından örnek, ABD ise fon çeşitliliği açısından dikkat çekicidir.

SİGORTA SİSTEMLERİNİN SÜRDÜRÜLEBİLİR KALKINMA HEDEFLERİYLE UYUMU

Sürdürülebilir kalkınma; ekonomik büyümenin sosyal eşitlik, çevresel koruma ve kurumsal istikrar ile dengeli biçimde gerçekleşmesini esas alan bütüncül bir yaklaşımdır. Doğal afetlerin bu üç bileşenin tamamı üzerinde yıkıcı etkiler yaratması, afet sigortacılığını sürdürülebilir kalkınmanın stratejik bir unsuru hâline getirmektedir. Sigorta sistemleri, afetlerin ekonomik ve sosyal sonuçlarını azaltarak uzun vadeli kalkınma politikalarının devamlılığını güçlendirmektedir.

Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SKH) ile sigortacılık sektörü arasındaki ilişki, afet riskinin finansmanı, iklim değişikliğinin etkilerinin azaltılması ve toplumsal dayanıklılığın artırılması gibi alanlarda belirginleşmektedir. Sigorta sektörü, hem koruyucu önlemleri teşvik eden hem de afet sonrası toparlanmayı hızlandıran ikili bir işlev üstlenmektedir.

İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ VE ARTAN AFET RİSKİ

Küresel iklim değişikliği, doğal afetlerin hem sıklığını hem şiddetini artırarak sigortacılık sektörünün risk yapısını yeniden şekillendirmektedir. IPCC raporlarına göre aşırı hava olayları son 40 yılda üç kat artmış, afet kaynaklı ekonomik kayıplar ise yedi kat yükselmiştir. Bu eğilim, sigorta sektörünü hem finansal hem de operasyonel açıdan baskı altına almaktadır.

İklim değişikliği ile artan riskler sigorta sektöründe şu sonuçlara yol açmaktadır:

- Primlerin risk doğrultusunda yükselmesi,
- Yüksek riskli bölgelerde kapsama alınabilirliğin azalması,

- Bazı coğrafyaların “sigortalanamaz” hâle gelme tehlikesi,
- Daha büyük reasürans kapasitesi ihtiyacı,
- Devlet destekli sigorta programlarının öneminin artması.

Bu nedenle doğal afet sigortası modellerinin geleceği, iklim değişikliğine uyum sağlayabilen esnek ve yenilikçi finansal araçların tasarlanmasına bağlıdır.

SİGORTA SEKTÖRÜNÜN SÜRDÜRÜLEBİLİR KALKINMA HEDEFLERİNE KATKISI

Sigorta sektörü SKH’nin birçok başlığına doğrudan katkı sunmaktadır. Afet riskinin azaltılması, ekonomik kırılganlığın düşürülmesi ve sosyal refahın korunması, sigorta sistemlerinin doğal işlevleriyle uyumludur.

Sigortanın SKH’ye katkıları aşağıdaki Tablo 2’de özetlenmektedir.

Tablo 2 Sigortanın SKH’ye Katkıları

SKH	Sigortanın Katkısı
Hedef 1: Yoksulluğun Azaltılması	Afet sonrası varlık kayıplarını tazmin ederek hanehalkı yoksullaşmasını önler.
Hedef 8: İnsana Yakışır İş ve Ekonomik Büyüme	Üretim süreçlerinde kesintiyi azaltır, işletmelerin faaliyetlerini sürdürmesini sağlar.

SKH	Sigortanın Katkısı
Hedef 11: Sürdürülebilir Şehirler	Kentsel dayanıklılığı artırır ve güvenli yerleşim politikalarını destekler.
Hedef 13: İklim Eylemi	Afet riskinin finansmanı yoluyla iklim adaptasyonuna katkı sağlar.
Hedef 17: Küresel Ortaklıklar	Reasürans ve afet tahvilleri gibi araçlarla uluslararası finansal iş birliğini güçlendirir.

Bu katkılar, sigortacılığın yalnızca ekonomik bir faaliyet değil, aynı zamanda sürdürülebilir kalkınma için kritik bir politika aracı olduğunu göstermektedir.

TEKNOLOJİK DÖNÜŞÜM: BLOKZİNCİR, BÜYÜK VERİ VE YAPAY ZEKÂ

Sigortacılık sektöründe teknolojik dönüşüm, özellikle doğal afet sigortası uygulamalarında önemli fırsatlar yaratmaktadır. Dijitalleşme, hasar tespit süreçlerini hızlandırmakta, maliyetleri azaltmakta ve risk öngörüsünü geliştirmektedir.

BLOKZİNCİR VE AKILLI SÖZLEŞMELER

Blokzincir teknolojisi, sigorta poliçelerinin saklanması, hasar taleplerinin doğrulanması ve tazminat ödemelerinin otomatikleştirilmesinde kullanılmaktadır. Akıllı sözleşmeler ile belirlenen koşullar gerçekleştiğinde insan müdahalesine ihtiyaç olmadan ödeme yapılabilmektedir.

ENDEKS BAZLI SİGORTACILIK

Tarım ve sel sigortalarında yaygınlaşan endeks bazlı modeller, yağış, sıcaklık veya zemin sarsıntısı gibi otomatik ölçülebilen veriler üzerinden ödeme yapılmasını sağlar. Bu yöntem, hasar tespitinde zaman kaybını ortadan kaldırarak hızlı likidite sağlar.

UYDU GÖRÜNTÜLERİ VE IOT SİSTEMLERİ

Uydu görüntüleri ve sensör tabanlı sistemler, yangın, sel ve deprem sonrası hasarların tespitinde yüksek doğruluk oranı sunmaktadır. Bu sistemler sayesinde sigorta şirketleri daha hızlı, daha şeffaf ve daha adil bir değerlendirme yapabilmektedir.

YAPAY ZEKÂ DESTEKLİ RİSK MODELLERİ

Yapay zekâ, geçmiş afet verilerinin analiz edilmesi, risk bölgelendirme haritalarının oluşturulması ve fiyatlama modellerinin geliştirilmesinde kullanılmaktadır.

Teknolojik dönüşüm, sigortanın sürdürülebilir kalkınmayı destekleyen etkisini daha da güçlendirmektedir.

POLİTİKA VE MODEL GELİŞTİRME ÖNERİLERİ

Afet sigortacılığı sistemlerinin etkinliği, kamu politikaları ve kurumsal yapı ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle farklı ülke modellerinden elde edilen deneyimler ışığında politika önerileri geliştirmek önem taşımaktadır.

JAPONYA MODELİNDEN ÇIKARILABİLECEK DERSLER

Japonya, deprem riskinin çok yüksek olduğu bir ülke olmasına rağmen, güçlü kurumsal yapı, bilimsel altyapı ve yüksek toplumsal farkındalık sayesinde afetlerle başa çıkmada başarılı bir örnektir.

Japonya'dan çıkarılabilecek temel dersler şunlardır:

1. Afet eğitiminin toplumun tüm kesimlerine sistematik olarak verilmesi,
2. Okullarda zorunlu afet hazırlık programlarının uygulanması,
3. Bina güçlendirme politikalarının teşvik mekanizmaları ile desteklenmesi,
4. Yerel yönetimlerin afet hazırlık ve müdahale kapasitesinin artırılması,
5. Kamu ile sigorta sektörü arasında güçlü koordinasyonun sağlanması.

Bu unsurların her biri, sigorta sistemlerinin etkinliğini artıran tamamlayıcı yapılardır.

ABD MODELİNDEN ÇIKARILABİLECEK DERSLER

ABD’de sigorta penetrasyonu düşük olmasına rağmen fon bazlı esnek modeller, federal destek mekanizmaları ve FEMA’nın koordinasyon kapasitesi, afet yönetiminde farklı bir perspektif sunmaktadır.

Türkiye açısından ABD modelinden çıkarılabilecek dersler:

1. Bölgesel afet sigorta fonlarının oluşturulması,
2. FEMA benzeri güçlü bir ulusal koordinasyon ve hibe mekanizması,
3. Afet sonrası iyileştirme fonlarının yerel otoritelerle paylaşılması,
4. Teknolojik altyapıya dayalı hasar tespit sistemlerinin yaygınlaştırılması,
5. Sigorta erişimi düşük gelir grupları için sosyal destek modelleri.

Bu yapı, özellikle gelir adaletsizliğinin yüksek olduğu bölgelerde sigorta sistemlerinin kapsayıcılığını artırma potansiyeline sahiptir.

TÜRKİYE İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ

Türkiye’de afet risklerinin yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda, mevcut sigorta yapısının güçlendirilmesi stratejik önem taşımaktadır.

1. Sigortalılık Oranlarının Artırılması

- Zorunlu deprem sigortasının diğer afet türlerini kapsayacak şekilde genişletilmesi,
- Prim teşvikleri ve vergi indirimlerinin uygulanması,
- Sosyal konut projelerinde otomatik sigorta entegrasyonu.

2. Kapsamın Genişletilmesi

- Eşya, kira kaybı, iş durması gibi teminat türlerinin zorunlu modele eklenmesi,
- Mikro sigortacılık çözümlerinin geliştirilmesi.

3. Veri Entegrasyonu ve Risk Haritaları

- AFAD, DASK ve yerel yönetimler arasında ortak veri tabanlarının kurularak risk haritalarının güncellenmesi,
- Dijital ikiz ve senaryo modelleme uygulamalarının sigorta sektörüne entegre edilmesi.

4. Yapı Denetimi ve Güçlendirme Politikaları

- Riskli binalara yüksek prim, güçlendirilmiş binalara düşük prim uygulanması,

- Güçlendirme çalışmalarına finansal teşvik sağlanması.

5. İnovatif Finansal Araçların Kullanımı

- Afet tahvilleri (CAT bonds) gibi sermaye piyasası araçlarının yaygınlaştırılması,
- Kamu-özel iş birliği ile yeni risk havuzlarının kurulması.

Bu politika önerileri, Türkiye'nin afet karşısındaki ekonomik ve toplumsal dayanıklılığını önemli ölçüde artırma potansiyeline sahiptir.

SONUÇ

Doğal afetlerin ekonomik ve sosyal etkileri derin, çok boyutlu ve uzun süreli olabilmektedir. Afetlerin yıkıcı sonuçlarının azaltılması, yalnızca müdahale kapasitesinin değil, risk yönetimi ve finansal dayanıklılık stratejilerinin güçlendirilmesini gerektirir. Sigorta sektörü, bu stratejilerin merkezinde yer alan temel bir unsurdur.

Türkiye, Japonya ve ABD örnekleri incelendiğinde üç ülkenin farklı kurumsal yapılar ve toplumsal dinamikler doğrultusunda kendine özgü afet sigortacılığı modelleri geliştirdiği görülmektedir. Türkiye'nin DASK modeli kurumsal açıdan güçlü bir yapı sunarken; Japonya toplumsal bilinç ve risk azaltma kültüründe dünya lideridir. ABD ise fon çeşitliliği ve federal destek mekanizmalarıyla dikkat çekmektedir.

Bu çalışmanın bulguları, etkili bir afet sigortacılığı sisteminin:

- ekonomik dayanıklılığı artırdığını,
- kamu maliyesinin yükünü azalttığını,

- sosyal refahı koruduğunu,
- sürdürülebilir kalkınmanın tüm boyutlarında olumlu katkılar sağladığını

ortaya koymaktadır.

Gelecekte afet risklerinin artması, sigortacılık sektörünün yenilikçi çözümler ve kapsayıcı politikalarla desteklenmesini zorunlu kılmaktadır. Dijital dönüşüm, veri yönetimi, iklim uyumlu finansman araçları ve bütünleşik kamu-özel sektör iş birlikleri, afetlere karşı dirençli toplumlar inşa etmenin anahtarı olacaktır.

KAYNAKÇA

Akar, S. (2013). Doğal afetlerin kamu maliyesine ve makroekonomiye etkileri: Türkiye değerlendirmesi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 11(21), 185–206.

Alper, D., & Anbar, A. (2008). İklim değişikliğinin finansal hizmet sektörüne etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(23), 223–253.

Alyamaç, K. E. (2025). Japonya'da deprem bilinci ve yapısal güçlendirme stratejileri. TMMOB İnşaat Mühendisleri Odası.

Anbar, A. (2008). Afet riskinin sermaye piyasaları aracılığıyla finansmanı: Afet tahvilleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(24), 135–151.

Benson, C. (1997). *The economic impact of natural disasters in Vietnam*. Overseas Development Institute.

Benson, C., & Clay, E. (2004). *Understanding the economic and financial impacts of natural disasters*. World Bank.

Cabinet Office Japan. (2021). *Disaster Management in Japan*.

Chen, C. H., et al. (2007). Long-term psychological outcomes of Taiwan earthquake survivors. *Comprehensive Psychiatry*, 48(3), 269–275.

Erişkon, A. (2005). Sigorta sektöründeki risklerin alternatif finansman yöntemleri. (Doktora tezi).

FEMA. (2023). *National Risk Index*.

Geneva Association. (2021). *Climate change and the insurance industry*.

Göver, İ. H. (2023). Türkiye ve Japonya'nın deprem gerçekliği: Karşılaştırmalı analiz. *MEVZU Sosyal Bilimler Dergisi*, 10, 279–323.

Gül, S. K. (2024). Türkiye ve ABD afet yönetim sistemlerinin karşılaştırması. *Third Sector Review*, 59(3), 1523–1539.

Gürbüzer, G. B., & Hayta, A. B. (2020). Sürdürülebilir kalkınma ile sürdürülebilir sigortacılık ilişkisi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(4), 609–619.

IPCC. (2021). *Climate Change 2021: Physical Science Basis*.

Kahn, M. (2005). The death toll from natural disasters. *Review of Economics and Statistics*, 87(2), 271–284.

Karabıyık, L., & Anbar, A. (2009). Finansal enstrümanlarla doğal afet risk yönetimi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41, 4–16.

Kellenberg, D., & Mobarak, A. (2008). Income and natural disaster vulnerability. *Journal of Urban Economics*, 63(3), 788–802.

Masozera, M., Bailey, M., & Kerchner, C. (2006). Distributional impacts of natural disasters. *Ecological Economics*, 6, 299–306.

- Miles, M., Huberman, M., & Saldaña, J. (2014). *Qualitative data analysis*. Sage.
- OECD. (2021). *Disaster risk financing in OECD countries*.
- Oh, C. H., & Reuveny, R. (2010). Climatic disasters and international trade. *Global Environmental Change*, 20(2), 243–254.
- Pelling, M., Özerdem, A., & Barakat, S. (2002). The macro-economic impact of disasters. *Progress in Development Studies*, 2(4), 283–305.
- Raschky, P. A. (2008). Institutions and disaster losses. *Natural Hazards*, 8(4), 627–634.
- Selçuk, F., & Yeldan, E. (2001). Macroeconomic impact of 1999 earthquake. *Applied Economics Letters*, 8(7), 483–488.
- Songwathana, K. (2018). Natural disasters and economic development. *Procedia Engineering*, 212, 1068–1074.
- Thompson, S. (2021). *Green and sustainable finance*. Kogan Page.
- Tunca, S., & Sezen, B. (2020). Sigorta işlemlerinde blokzincir uygulamaları. *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi*, 14, 13–25.
- UNEP FI. (2019). *Underwriting ESG risks in non-life insurance*.
- World Bank. (2022). *GFDRR Reports*.
- Yurgiden, H. (2024). Afet ekonomisi ve afet sigortacılığı değerlendirilmesi. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 15(1), 150–175.
- Zhang, D., & Managi, S. (2020). Financial development and disasters. *Economic Analysis and Policy*, 66, 168–181.

BÖLÜM 5

FİNTECH VE YEŞİL FİNANS ETKİLEŞİMİ: BİBLİYOMETRİK BİR İNCELEME

HATİCE ELANUR KAPLAN¹

Giriş

Küresel ekonomik sistemin dönüşümünde dijitalleşme ve sürdürülebilirlik kavramları, son yıllarda finansal sektörün yeniden yapılanmasının iki temel eksenine haline gelmiştir. Artan çevresel kaygılar, iklim değişikliğine bağlı risklerin finansal piyasalar üzerindeki etkisi ve sürdürülebilir kalkınma hedeflerinin politika düzeyinde öncelik kazanması, finansal yapının doğasını kökten değiştirmektedir. Bu dönüşümün merkezinde, hem teknolojik yeniliklerin finansal sisteme entegrasyonunu hem de çevresel sorumlulukların ekonomik karar alma süreçlerine dahil edilmesini sağlayan FinTech ve Yeşil Finans kavramlarını öne çıkarmaktadır:

FinTech, finansal hizmetlerin dijitalleşmesini sağlayarak verimliliği artıran, aracılık maliyetlerini düşüren ve finansal erişimi genişleten bir yenilik ekosistemi sunmaktadır. Yapay zekâ, blok zinciri, büyük veri ve bulut bilişim gibi teknolojiler üzerine inşa edilen bu sistem, finansal faaliyetlerin daha hızlı, şeffaf ve kapsayıcı hale gelmesine olanak tanımaktadır. Bununla birlikte, dijital finansal teknolojiler yalnızca ekonomik etkinliği artırmakla kalmamakta, aynı zamanda çevresel sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşılmasında da önemli bir araç olarak kullanılmaktadır.

¹ Doç. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Finans Bankacılık ve Sigortacılık, ORCID: 0000-0002-4722-3434

Diğer taraftan, yeşil finans; finansal sistemin çevreyle uyumlu hale getirilmesi, sürdürülebilir yatırımların desteklenmesi ve düşük karbonlu ekonomiye geçişin teşvik edilmesini amaçlayan bir paradigma olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, finansal kaynakların çevre dostu projelere yönlendirilmesi ve sürdürülebilir kalkınmayı destekleyen finansal ürünlerin geliştirilmesi giderek önem kazanmaktadır.

Bu çerçevede FinTech, yalnızca finansal sistemin dijitalleşmesine katkı sağlayan bir teknoloji alanı olmaktan çıkmış; yeşil ekonomi ve sürdürülebilir kalkınmanın dijital altyapısı haline gelmiştir. Literatürdeki eğilimler, FinTech'in sürdürülebilir kalkınma hedeflerine (SDG) ulaşmada stratejik bir araç olarak konumlandığını ortaya koymaktadır (Zhou ve Wang, 2024).

Bu çalışma, FinTech ve Yeşil Finans alanları arasındaki akademik etkileşimi ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda, 2016–2025 dönemini kapsayan bibliyometrik bir analiz gerçekleştirilmiş ve literatürdeki eğilimler, anahtar kavram ağları, önde gelen araştırmacılar ve yayın alanları incelenmiştir. Elde edilen bulgular, dijital finansal teknolojilerin sürdürülebilir kalkınma ile nasıl bütünleştiğini, araştırma gündeminin hangi yönlerde yoğunlaştığını ve gelecekteki olası araştırma eksenlerini ortaya koymaktadır.

Fintech ve Yeşil Finans

Son yıllarda bankacılık sektörü, küresel finansal krizlerin ardından artan düzenlemeler ve finansal teknolojilerdeki hızlı gelişmeler nedeniyle önemli bir dönüşüm sürecine girmiştir. Özellikle 2007-2008 krizinden sonra getirilen yeni standartlar sektörde daha sıkı bir düzenleme ortamı yaratırken, FinTech tabanlı yenilikçi çözümler bankacılığın ayrılmaz bir parçası haline gelmiş ve finansal hizmetlerde rekabetin boyutunu genişletmiştir.

Yeni ve gelişmekte olan teknolojiler, finans sektörünü köklü biçimde dönüştürerek paranın küresel dolaşımını hızla değiştirmektedir (Laven ve Bruggink, 2016). Dijital finans ve FinTech, geleneksel finansal hizmetlerin ötesine geçerek yazılım, teknoloji, iş modelleri ve uygulamalar aracılığıyla yenilikçi finansal çözümler sunmakta ve sektörde yeni bir kültür oluşturmaktadır (Suryono vd., 2020; Firmansyah vd., 2023). FinTech olgusu, yalnızca finans kuruluşları için değil, yatırımcılar ve araştırmacılar gibi dış paydaşlar açısından da önemli bir gelişmedir (Siddiqui & Rivera, 2022).

Finans sektöründe teknolojik yeniliklerin tarihsel gelişimi, 1945 yılında çeklerin bir ödeme aracı olarak kullanılmaya başlanmasıyla şekillenmiştir. Bunu takiben, Bank of America tarafından 1958 yılında ilk kredi kartının geliştirilmesi,

finansal işlemlerin gerçekleştirilme biçiminde önemli bir dönüm noktası oluşturmuştur. 1967 yılında otomatik vezne makinelerinin (ATM) finansal işlemlerin işlenmesini desteklemek amacıyla kullanıma sunulması ve sonrasında banka kartlarının işlem aracı olarak piyasaya girmesi, finansal hizmetlerin dijitalleşme sürecini hızlandırmıştır.

1990'lı yıllarda internet teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte internet bankacılığı uygulamaları yaygınlaşmış; 2000'li yıllardan itibaren ise mobil ödeme sistemleri ve kitlesel fonlama gibi FinTech odaklı yenilikler finansal ekosisteme dâhil edilmiştir. Bu gelişmeler, FinTech'in dinamik ve hızlı büyüyen bir alan olduğunu ortaya koymakta olup, finansal hizmetlerin geçirdiği dönüşümün bütüncül bir biçimde anlaşılabilmesi açısından mevcut literatürün sistematik olarak gözden geçirilmesini gerekli kılmaktadır(Suryono vd. ,2020).

FinTech kavramı, ilk kez 1990'lı yıllarda Citibank Başkanı John Reed tarafından kurulan Akıllı Kart Forumu kapsamında dile getirilmiştir (Puschmann, 2017). FinTech, kesin sınırları çizilemeyen, teknolojik ilerlemelerle birlikte sürekli evrilen ve finans sektörünün hemen her alanında etkisini gösteren dinamik bir kavramdır. Kitle fonlamasından blok zinciri tabanlı çözümlere kadar uzanan geniş bir etki alanına sahiptir. Kavramsal olarak FinTech, bulut bilişim, büyük veri analitiği, blok zinciri teknolojisi ve yapay zekâ gibi dijital teknolojiler tarafından yönlendirilen bir finansal yenilik sürecini tanımlamaktadır. Bu süreç, yalnızca finansal ürün ve hizmetlerin dijitalleşmesini değil, aynı zamanda finansal sistemin yapısal işleyişini, aracılık mekanizmalarını ve müşteri etkileşim biçimlerini köklü biçimde yeniden şekillendirmektedir.

Finans sektörü, son on yılda FinTech temelli girişimlerin ortaya koyduğu yenilikler aracılığıyla kapsamlı bir dönüşüm sürecine girmiştir. Bu dönüşüm, finansal aracılık maliyetlerinin azalmasına, finansal kapsayıcılığın artmasına ve sürdürülebilir finansal çözümlerin hızla yaygınlaşmasına katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla FinTech, günümüz finansal sisteminde yalnızca teknolojik bir yenilik alanı değil, aynı zamanda finansal istikrar, verimlilik ve sürdürülebilir büyüme açısından stratejik bir itici güç olarak konumlanmaktadır (Mete, 2025).

Fintek'in gelişim süreci üç dönemde ele alınmaktadır: 1866'da transatlantik telgraf kabloşunun döşenmesiyle başlayan ve 1967'ye kadar devam eden süreç Fintek 1.0 olarak adlandırılmakta; 1967'de ilk ATM'nin kullanılmaya başlanmasından 2008 Küresel Krizi'ne kadar geçen dönem Fintek 2.0 olarak tanımlanmakta; kriz sonrası günümüze uzanan süreç ise Fintek 3.0 dönemi olarak ifade edilmektedir (Arner vd., 2017).

FinTech'in gelişimi, bankacılık sektörünü giderek daha fazla etkilemektedir. Modern veri analitiği ve bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler, finansal hizmetlerin dijital ortamda kişiselleştirilmesine imkân tanıyarak müşteri odaklı bir yapının güçlenmesini sağlamaktadır (Dapp, 2014). Dolayısıyla bankaların rekabet gücünü koruyabilmesi için FinTech girişimleriyle ortaklıklar kurması veya kendi bünyesinde benzer çözümler geliştirmesi kritik bir önem taşımaktadır.

Nicoletti (2017), Fintech kavramını sadece mevcut teknolojilerin finansal hizmetlere uygulanması olarak değil, aynı zamanda dijital bankacılık modellerinin yeniden inşası süreci olarak tanımlamaktadır. Fintech sistemleri; dijital ödemeler, robo-danışmanlık hizmetleri, dijital kredi platformları ve blockchain uygulamaları gibi çok sayıda alt skoru kapsayan geniş bir teknoloji ekosistemi üzerine kuruludur. Bu yönüyle Fintech hem hizmetlerin sunum şeklini değiştirmekte hem de yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Nicoletti'ye göre bu süreç, yalnızca teknolojik adaptasyon değil, aynı zamanda iş modellerinin evrimidir. Bu da Fintech'in tanımını teknikten stratejik bir zemine taşımaktadır (Nicoletti, 2017, s. 69).

Teknolojik ve finansal yenilikler, bu zorluğun üstesinden gelmek için dönüştürücü bir potansiyel sunmaktadır. Daha spesifik olarak, finansal teknoloji (FinTech), finansal sistemlerin temel işlevlerini (değer transferi, depolama, değişim, değer yaratma ve risk altındaki değer yönetimi) geliştirirken aynı zamanda şeffaflığı, hesap verebilirliği, finansal sistemin merkezileştirilmesini, risk yönetimini iyileştirmeyi, rekabeti artırmayı, maliyetleri düşürmeyi, verimliliği artırmayı, hızı artırmayı ve sektörler arası iş birliğini ve entegrasyonu artırmayı sağlayabilir. Yapay zeka (YZ), dağıtılmış defter teknolojileri (DLT) veya blok zinciri, eşler arası kredi platformları, büyük veri, internet tabanlı ve mobil tabanlı ödemeler, Nesnelerin İnterneti (IoT), kitlesel kredilendirme de dahil olmak üzere eşleştirme platformları ve yeşil varlık tokenizasyonu gibi teknolojiler, yeşil finansmana erişimi genişletmek ve enerji geçişini hızlandırmak için umut vadeden yollar sunmaktadır (Taghizadeh-Hesary vd., 2025).

FinTech, finansal sektörün gelişimine önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Özellikle finansal piyasalarda veri toplama ve analiz süreçlerinin gelişmesi, piyasa bilgisine daha etkin erişimi mümkün kılarak bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Yapay zekâ ve büyük veri temelli işlem ve yatırım stratejileri, finansal piyasalarda fiyat oluşum mekanizmasını yeniden şekillendirme potansiyeline sahip olup, işlem hızını artırmakta ve piyasa likiditesini

desteklemektedir. Bu gelişmeler, finansal piyasaların etkinliğini ve istikrarını güçlendirmektedir.

Düzenleyici kurumlar açısından bakıldığında, FinTech uygulamaları sayesinde sistemik risklerin izlenmesi, öngörülmesi ve önlenmesi daha hızlı ve etkili bir şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca büyük veri ile yapay zekanın bütünselik kullanımı, finansal kuruluşların operasyonel süreçlerini optimize etmelerine, iş gücü maliyetlerini azaltmalarına ve personel tekrarlarını en aza indirmelerine olanak tanımaktadır. Son olarak, FinTech'in geliştirilmesi ve yaygınlaşması, özellikle düşük gelirli ve dezavantajlı gruplar başta olmak üzere daha geniş kesimlerin finansal hizmetlere daha düşük maliyetle ve daha kolay erişmesini sağlayarak finansal kapsayıcılığı artırmakta ve ekonomik dönüşümün kazanımlarının daha adil paylaşılmasına katkı sunmaktadır (Li, ve Xu, 2021).

Geçmişte bilgi teknolojileri finans sektöründe ağırlıklı olarak destekleyici bir araç olarak görülürken, günümüzde FinTech girişimleri ve finansal hizmet alanına yönelen teknoloji şirketleri sektörde önemli bir ivme kazanarak geleneksel finansal kuruluşların hizmet sunduğu müşteri kitlelerine ulaşmaktadır. Bu dönüşümün temelinde, FinTech şirketlerinin mevcut sağlayıcılar tarafından yeterince karşılanmayan müşteri ihtiyaçlarına yönelik yenilikçi ürün ve çözümler sunması, yeni teknolojilerin ve dijital kavramların benimsenmesiyle ürün ve hizmetlerin pazarlanmasına yönelik alternatif fırsatlar yaratılması ve güçlü bilgi teknolojileri altyapısına sahip bu firmaların hızlı değişen ve yenilikçi bir ortamda daha çevik biçimde faaliyet gösterebilmesi yer almaktadır. İletişim ve bilgi teknolojilerindeki hızlı ve dinamik gelişmeler, bu şirketlerin geleneksel finansal kuruluşlardan farklı bir kurumsal kültüre sahip olmasını beraberinde getirirken, düşük maliyetli ve internet tabanlı iş modelleri sayesinde rekabet baskısını artırmaktadır. Nitekim literatürde, gelecekte bankaların temel olarak mevduat toplama işleviyle sınırlı kalabileceği, diğer birçok finansal hizmetin ise FinTech şirketleri aracılığıyla sunulacağı yönünde görüşler ileri sürülmektedir (Gomber vd., 2017).

Veri Seti ve Metodoloji

Bu çalışmada, FinTech ve Green Finance alanları arasındaki ilişkiyi incelemek için bibliyometrik analiz ile içerik analizi bir arada uygulanmıştır. Analizlerde, R yazılımı kapsamında geliştirilen ve grafiksel bir arayüz sunan Bibliometrix paketi (biblioshiny) kullanılmış; ayrıca ağ yapılarının görselleştirilmesi için VOSviewer yazılımından yararlanılmıştır (Aria ve Cuccurullo, 2017; Van Eck ve Waltman, 2010). Finans literatüründe yapılan çeşitli çalışmalar, bibliyometrik analizlerin bu alandaki araştırmalar için önemli

metodolojik üstünlükler sağladığını vurgulamaktadır (Bahoo et al., 2020; Khan et al., 2022). Daha özelden, akademik ve profesyonel çevrelerde bibliyometrik analizlerin, sistematik veri işleme kapasitesi sayesinde insan kaynaklı hataların azaltılmasına katkı sağlayan etkili bir araştırma aracı olduğu yönünde genel bir görüş birliği bulunmaktadır.

Veriler Web of Science veri tabanından elde edilmiş olup, yalnızca hakemli dergi makaleleri dikkate alınmıştır. Çalışmada, R yazılımındaki Bibliometrix paketi ve biblioshiny arayüzü ile VOSviewer yazılımı kullanılarak görselleştirmeler gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 1352 yayın tespit edilmiş, incelemeler sonucunda 484 makale analiz kapsamına alınmıştır. Araştırma dönemi, 2016 yılından Eylül 2025'e kadar olan süreyi kapsamaktadır.

Keywords: ("FinTech" OR "Digital Financ*" OR "Digital Bank*" OR "Artificial Intelligence" OR "ICT" OR "Machine Learning" OR "Blockchain" OR Cryptocurrenc* OR "Mobile Money" OR "Electronic Money" OR "Internet Financ*" OR "Technolog*" OR "Industry 4.0" OR "Big Data") AND "Green Finance".

Bulgular

Bu bölümde, yayınların yıllar içindeki artış eğilimi, alandaki temel dergiler, en üretken yazarlar ve ülkelere göre yayın dağılımı gibi bibliyometrik analiz sonuçları sunulmaktadır. Bu analiz, araştırma alanının yapısını ve gelişim eğilimlerini ortaya koymayı amaçlamaktadır.

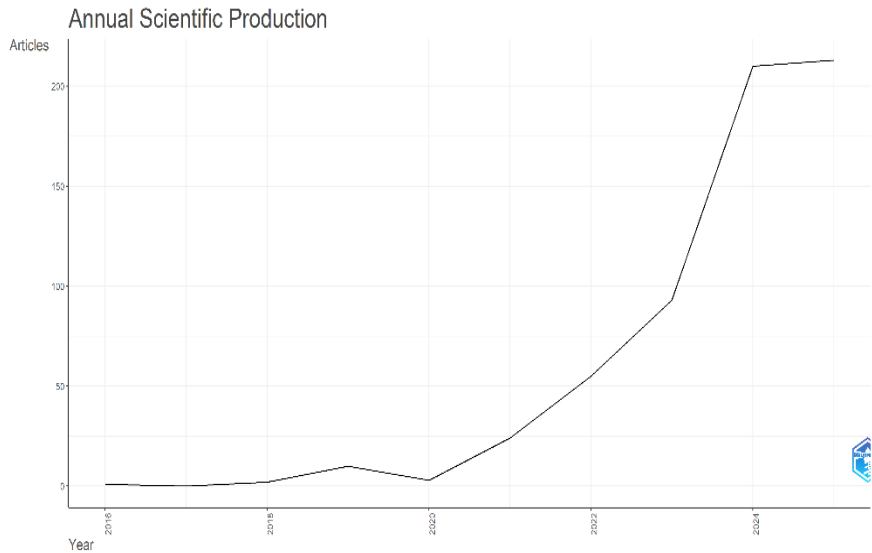
Tablo 1: Genel Bilgi Tablosu

VERİLER HAKKINDA TEMEL BİLGİLER	
Zaman Aralığı	2016:2025
Kaynaklar (Dergiler, Kitaplar vb.)	180
Belgeler	611
Yıllık Büyüme Oranı %	81,43
Belge Ortalama Yaşı	1,24
Belge Başına Ortalama Atıf Sayısı	26,3
Referanslar	26646
BELGE İÇERİĞİ	
Anahtar Kelimeler Artı (ID)	737
Yazar Anahtar Kelimeleri (DE)	1821
YAZARLAR	

Yazarlar	1352
Tek Yazarlı Belgelerin Yazarları	51
YAZAR İŞ BİRLİĞİ	
Tek Yazarlı Belgeler	62
Belge Başına Ortak Yazar Sayısı	3,39
Uluslararası Ortak Yazarlık Yüzdesi	33,22
BELGE TÜRLERİ	
Makale	484

Kaynak: Bibliometrix R Package

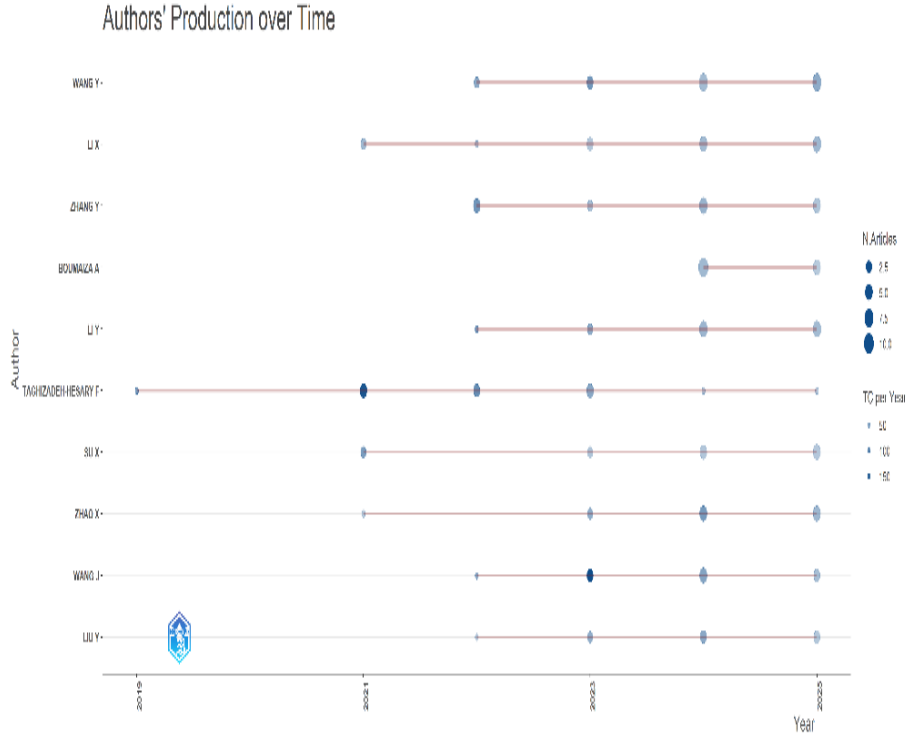
Grafik 1: Yıllık Bilimsel Üretim



Grafik 1’de, 2016–2025 yılları arasında seçilen akademik çalışmaların yıllar itibarıyla dağılımı sunulmaktadır. Veriler değerlendirildiğinde, söz konusu

araştırma alanlarının özellikle son dönemde kayda değer bir ivme kazandığı ve yayın sayılarında belirgin bir artış eğilimi ortaya çıktığı görülmektedir.

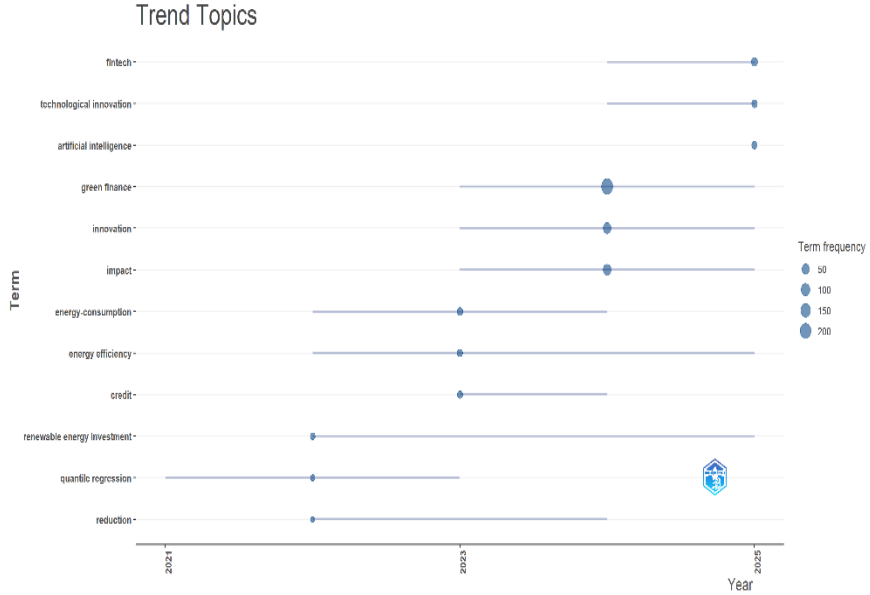
Grafik 2: Yazar Yıllık Üretim Miktarı



Kaynak: Bibliometrix R Package

Grafik 2’de, literatürde öne çıkan araştırmacıların yıllar itibarıyla yayın performansları ile bu çalışmaların atıf etkileri birlikte değerlendirilmektedir. Grafik bulguları, 2023 sonrası dönemde akademik üretimde dikkat çekici bir artış yaşandığını göstermektedir. Bu zaman aralığı, fintech ile yeşil finans arasındaki ilişkinin araştırma gündeminde daha yoğun biçimde ele alınmaya başlandığı ve konuya yönelik çalışmaların belirgin şekilde hız kazandığı bir döneme işaret etmektedir.

Grafik 3: Trend Konular



Kaynak: Bibliometrix R Package

Grafik 3, 2021–2025 döneminde akademik literatürde öne çıkan temel araştırma başlıklarını ve bunların kullanım yoğunluğunu göstermektedir. Görselleştirmede, balonların büyüklüğü terimlerin literatürdeki tekrar sıklığını ifade etmekte olup, bu durum ilgili alanların akademik ilgi düzeyine işaret etmektedir (Van Eck & Waltman, 2010).

Sonuçlara göre, “green finance”, “fintech” ve “technological innovation” kavramları çalışmalarda en yoğun şekilde ele alınan başlıklardır. Bu bulgu, literatürde de vurgulandığı gibi (Zou vd., 2023), dijital finansal teknolojiler ile sürdürülebilirlik hedeflerinin giderek daha fazla kesiştiğini göstermektedir. Ayrıca, “artificial intelligence” teriminin 2023 sonrası belirgin bir şekilde artış göstermesi, finansal sürdürülebilirlik ve çevresel yönetim süreçlerinde yapay zekâ tabanlı çözümlere duyulan ilginin hızla arttığını ortaya koymaktadır (Gallego-Losada et al., 2023).

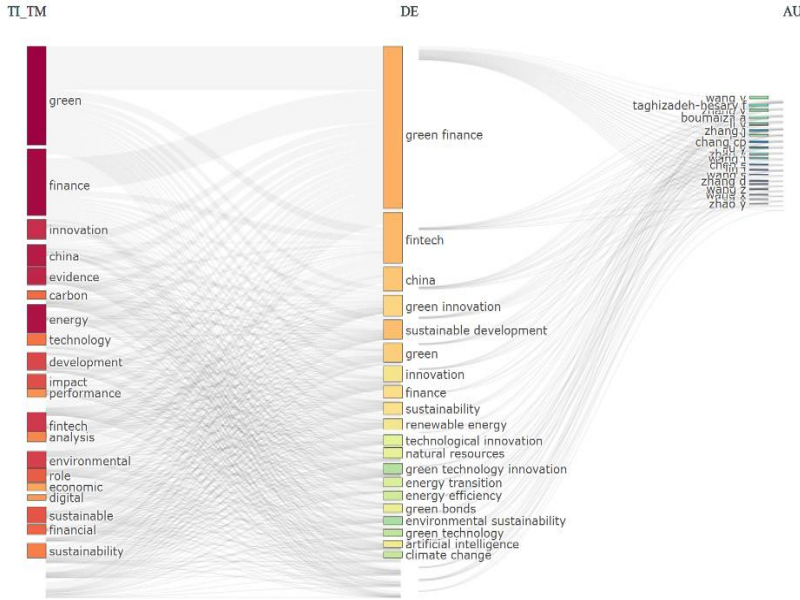
Enerji odaklı terimler arasında “energy efficiency”, “energy consumption” ve “renewable energy investment” dikkat çekmektedir. Bu eğilim, finansal teknolojilerin yalnızca sermaye piyasaları ve bankacılık açısından değil,

aynı zamanda enerji geçiři ve dūřuk karbon ekonomisine yōnelik yatırımlar açısından da kritik rol ūstlendiđini gōstermektedir (Ahmed et al., 2022).

Metodolojik ve analitik kavramlar da trendler arasında yer almaktadır. Őzellikle “quantile regression”, finans ve sūrdūrūlebilirlik arařtırmalarında daha sofistike ekonometrik yōntemlerin kullanıldıđını gōstermektedir. Bu durum, alanın yalnızca kavramsal deđil, aynı zamanda metodolojik olarak da geliřmekte olduđunu iřaret etmektedir (Mukherjee et al., 2022).

Son olarak, “credit” ve “impact” gibi kavramların ōne çıkması, finansal eriřim, kredi kanalları ve bu sūrelerin çevresel-sosyal etkilerinin literatūrde yođun tartıřıldıđını gōstermektedir (Ellili, 2022). Bōylece, arařtırma gūndeminin teknolojik yenilik, sūrdūrūlebilir finansman ve enerji dōnūřūmū ekseninde řekillendiđi anlařılmaktadır.

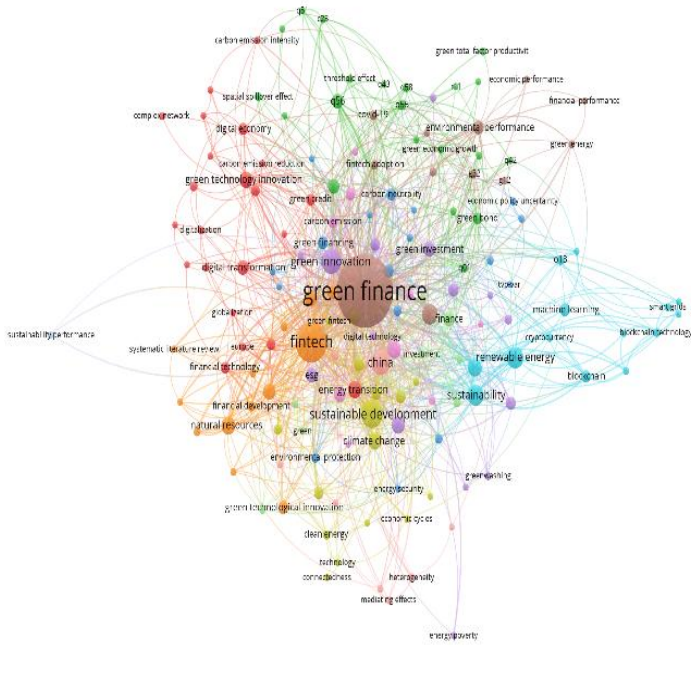
Grafik 4: Anahtar kelimeler, yazarlar ve ülkeler arasındaki ilişkiyi gösteren üç alanlı grafik (Sankey Diyagramı).



Kaynak: Bibliometrix R Package

Grafik 4, FinTech ve yeşil finans literatüründeki tematik kümelenmeleri gösteren üç alanlı bir Sankey diyagramıdır. Görselde “green” ve “finance” terimlerinin merkezde yer aldığı, bu kavramların “innovation”, “technology” ve “development” ile yoğun biçimde ilişkili olduğu görülmektedir. Bu durum, FinTech araştırmalarının giderek sürdürülebilirlik ve teknolojik yenilik ekseninde bütünlendiğini göstermektedir. Ayrıca “carbon”, “energy” ve “sustainability” gibi kavramların çevresel alt kümelerde yer alması, dijital finansın yeşil dönüşüm politikalarıyla yapısal bir bağ kurduğunu ortaya koymaktadır. Yazar düzeyinde Taghizadeh-Hesary, Bouri, Zhang ve Chang gibi isimlerin öne çıkması, alanın entelektüel çekirdeğini ve Asya merkezli akademik üretimin baskınlığını işaret etmektedir.

Şekil1: Anahtar Sözcük Sayılarına Göre Renklendirilmiş Harita



Kaynak: VOSviewer.

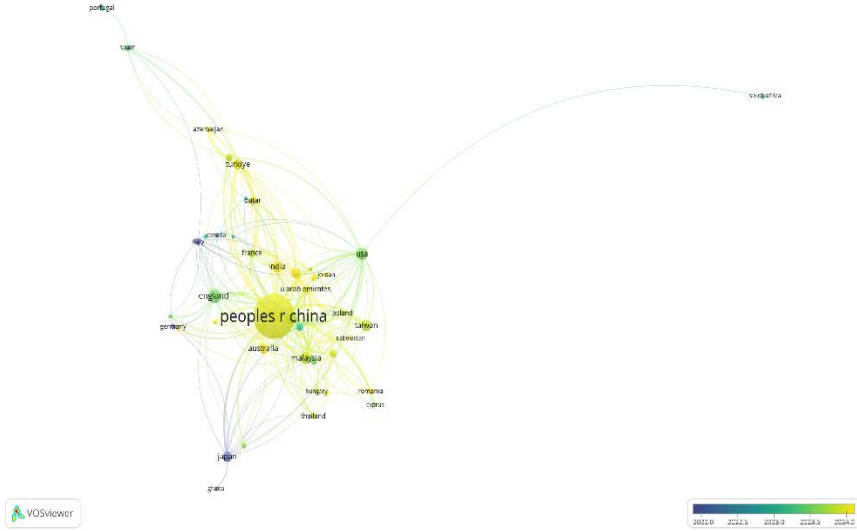
Bu görsel, VOSviewer yazılımı kullanılarak gerçekleştirilen bibliyometrik analiz sonucunda elde edilen anahtar kelime eş-oluşum (co-occurrence) ağ haritasını göstermektedir. Haritada yer alan düğümler, literatürde sıklıkla birlikte kullanılan kavramları temsil ederken, düğümler arasındaki

bağlantılar bu kavramlar arasındaki ilişkisel yoğunluğu göstermektedir. Düğümlerin büyüklüğü kavramın yayınlardaki kullanım sıklığını, renkler ise belirli tematik kümeleri (örneğin yeşil inovasyon, enerji verimliliği, sürdürülebilir kalkınma veya finansal teknoloji) ifade etmektedir.

Analiz sonucunda “green finance” (yeşil finans) kavramının ağın merkezinde konumlandığı ve yüksek düzeyde bağlantısallığa sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, yeşil finansın literatürde FinTech, sürdürülebilir kalkınma, yenilenebilir enerji ve yeşil inovasyon temalarıyla güçlü biçimde ilişkilendiğini ve disiplinler arası bir araştırma eksenine dönüştüğünü göstermektedir. Ayrıca, ağın çevresel bölgelerinde yer alan “carbon emission”, “AI-driven finance”, “green technology” gibi alt kavramların, yeşil finansın farklı boyutlarını temsil eden yeni araştırma yönelimlerine işaret ettiği söylenebilir.

Bu bulgu, Sethi vd. (2025) ve Kumar vd. (2022) tarafından gerçekleştirilen bibliyometrik çalışmalarla da örtüşmektedir. Söz konusu araştırmalar, FinTech ve sürdürülebilir finans literatürünün evrimsel eğilimlerini incelemiş ve “green finance” temasının zaman içerisinde giderek merkezî bir konuma yerleştiğini ortaya koymuştur. Bu doğrultuda, elde edilen ağ haritası, yeşil finansın yalnızca sürdürülebilir kalkınma politikalarının değil, aynı zamanda dijital finansal inovasyonların da odak noktasına yerleştiğini ampirik biçimde doğrulamaktadır.

Şekil 2:Ortak Yazarlık Haritası.



Kaynak: VOSviewer

Şekil 2, literatürdeki çalışmalar arasındaki ilişkileri gösteren bir ağ haritasını sunmaktadır. Düğümler yayın kaynaklarını, düğümler arasındaki bağlantılar ise çalışmalar arasındaki etkileşim ve ilişki yoğunluğunu temsil etmektedir. Harita incelendiğinde, People's China merkezli yayınların ağın çekirdek yapısında yer aldığı ve diğer çalışmalarla güçlü bağlantılar kurduğu görülmektedir. Farklı renklerle gösterilen kümeler, literatürde tematik ayrışmaların ve çok boyutlu bir araştırma yapısının varlığına işaret etmektedir.

Sonuç

Küresel ölçekte sürdürülebilir kalkınma anlayışının derinleşmesiyle birlikte, finansal sürdürülebilirlik kavramı giderek daha fazla önem kazanmıştır. Bu bağlamda, çevre ile ekonomi arasındaki dengenin korunmasına yönelik bir finansal yaklaşım olarak yeşil finans, günümüzde finansal sistemin temel yapı

taşlarından biri haline gelmiştir. Geleneksel finans modellerinden farklı olarak yeşil finans, ekonomik büyümenin çevresel etkilerini minimize etmeyi ve finansal kaynakların sürdürülebilir projelere yönlendirilmesini hedeflemektedir.

Finans sektöründe dijital teknolojilerin hızla gelişmesi, bu dönüşümü daha da hızlandırmıştır. Özellikle yapay zekâ, büyük veri analitiği, blok zinciri ve mobil finans teknolojilerinin yaygınlaşmasıyla birlikte FinTech, yeşil finansın önemli bir tamamlayıcısı haline gelmiştir. FinTech çözümleri, bilgi asimetrisini azaltarak finansal erişimi genişletmekte, kaynak tahsisini optimize etmekte ve çevreye duyarlı yatırımların etkinliğini artırmaktadır (Huang 2022). Bu yönüyle FinTech, yalnızca finansal verimliliği artıran bir araç değil, aynı zamanda sürdürülebilir kalkınmanın dijital altyapısı olarak konumlanmaktadır (Zhou ve Wang 2024).

Bu çalışmada gerçekleştirilen bibliyometrik analiz, FinTech ve yeşil finans literatürünün 2016–2025 döneminde hızlı bir gelişim gösterdiğini ortaya koymuştur. Özellikle son yıllarda “green finance”, “technological innovation” ve “artificial intelligence” kavramlarının birlikte anılma sıklığının artması, dijital finans teknolojilerinin sürdürülebilir kalkınma gündemiyle daha fazla bütünleştiğini göstermektedir. Ayrıca, enerji verimliliği, yenilenebilir enerji yatırımları ve karbon emisyonlarının azaltımı gibi temaların literatürde merkezi konuma gelmesi, FinTech’in çevresel sürdürülebilirlik üzerindeki etkisinin giderek güçlendiğini doğrulamaktadır.

Bulgular genel olarak, dijital finansal yeniliklerin yeşil dönüşüm sürecinde kritik bir rol oynadığını göstermektedir. FinTech uygulamaları, karbon salınımını azaltmanın yanı sıra akıllı üretim süreçleriyle temiz üretimi desteklemekte; finansal kaynakların etkin kullanımını sağlayarak yeşil yatırımların hızlanmasına katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla, FinTech’in gelişimi yalnızca finansal sistemin dijitalleşmesine değil, aynı zamanda çevresel ve sosyal sürdürülebilirliğin güçlenmesine hizmet etmektedir.

Sonuç olarak, yeşil finans ve FinTech arasındaki etkileşim, geleceğin sürdürülebilir finansal mimarisinin temel dinamiğini oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, politika yapımcıların ve finansal kurumların, dijital teknolojilerin sunduğu imkânları çevresel hedeflerle uyumlu hale getirmesi büyük önem taşımaktadır. Gelecek çalışmalarda, FinTech’in farklı boyutlarının (örneğin yapay zekâ tabanlı kredi sistemleri, blockchain destekli karbon ticareti, yeşil yatırım tokenizasyonu vb.) sürdürülebilir finans politikalarına entegrasyonu üzerine odaklanmak, bu alanın kuramsal ve uygulamalı derinliğini artıracaktır.

Kaynakça

Aria, M., Cuccurullo, C., 2017. bibliometrix: an R-tool for comprehensive science mapping analysis. J. Informetr. 11 (4), 959–975.

Arner, D. W., Barberis, J., & Buckley, R. P. (2017). Fintech and RegTech in a nutshell, and the future in a sandbox. CFA Institute Research Foundation.

Bahoo, S., Alon, I., Paltrinieri, A., 2020. Sovereign wealth funds: past, present and future. Int. Rev. Financ. Anal. 67, 2–17

Dapp, T. (2014). FinTech – The digital (r)evolution in the financial sector: Algorithm-based banking with the human touch. Frankfurt am Main: Deutsche Bank Research.

Gomber, P., Koch, J. A., & Siering, M. (2017). Digital Finance and FinTech: current research and future research directions. *Journal of business economics*, 87(5), 537-580.

Huang, S. 2022. Does Fintech improve the investment efficiency of enterprises? evidence from China's small and medium-sized enterprises. *Economic Analysis & Policy* 74:571–86. doi:10.1016/j.eap.2022.03.014

Johari, M., & Supiandi, D. T. L. (2025). Sharia Meets Digital Finance: How Innovativeness and TAM Constructs Influence Islamic Fintech Adoption. *Journal of STI Policy and Management*, 10(1), 56-71.

Khan, A., Goodell, J.W., Hassan, M.K., Paltrinieri, A., 2022. A bibliometric review of finance bibliometric papers. *Fin. Res. Lett.* 47, 1–9.

Kumar, A., Srivastava, A., & Gupta, P. K. (2022). Banking 4.0: The era of artificial intelligence-based fintech. *Strategic Change*, 31(6), 591-601.

Laven, M., & Bruggink, D. (2016). How FinTech is transforming the way money moves around the world: An interview with Mike Laven. *Journal of Payments Strategy & Systems*, 10(1), 6-12.

Li, B., & Xu, Z. (2021). Insights into financial technology (FinTech): A bibliometric and visual study. *Financial innovation*, 7(1), 69.

María-Jesús Gallego-Losada, Antonio Montero-Navarro, Elisa García-Abajo, Rocío Gallego-Losada, Digital financial inclusion. Visualizing the academic literature, *Research in International Business and Finance*, Volume 64, 2023, 101862, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101862>.

Mete Feridun (2025) Green finance: do innovation, fintech and financial transparency play a role?, *Applied Economics Letters*, 32:2, 157-160, doi:10.1080/13504851.2023.2244227

Nicoletti, B. (2017). The Future of FinTech. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-51415-4>

Puschmann, T. Fintech. *Bus Inf Syst Eng* 59, 69–76 (2017). <https://doi.org/10.1007/s12599-017-0464-6>

Sethi, M., Bohra, N. S., Johri, A., & Asif, M.(2025). Emerging dimensions in Fintech: Insights from bibliometric analysis, Digital Business.

Suryono, R. R., Budi, I., & Purwandari, B. (2020). Challenges and trends of financial technology (Fintech): a systematic literature review. Information, 11(12), 590.

Taghizadeh-Hesary, F., Khan, M.K., Xu, B. et al. Editor's introduction to the special issue on green digital finance and energy transition, and FinTech and market analysis. Financ Innov 11, 112 (2025). <https://doi.org/10.1186/s40854-025-00782-z>

Van Eck, N., Waltman, L., 2010. Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. Scientometrics 84 (2), 523–538.

Zongsen Zou, Xindi Liu, Meng Wang, Xinze Yang, Insight into digital finance and fintech: A bibliometric and content analysis,Technology in Society,Volume 73, 2023,102221,ISSN 0160-791X,<https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2023.102221>.

Zhou, X., & Wang, J. (2024). FinTech development, sustainable finance, and green economic transformation: Evidence from OECD countries. Journal of Sustainable Finance & Investment, 14(2), 245–263. <https://doi.org/10.1080/20430795.2023.2260149>

Zhou, B., and Wang, Q. 2024. Fintech matters in sustainable finance: Does it redistribute the supply of financial services? Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 19:101913. doi: 10.1016/j.intfin.2023.101913 .

BÖLÜM 6

BÖLGESEL VE KÜRESEL BELİSİZLİKLERİN İÇİNDE FİNANSAL SESSİZ KALKAN: NAKİT

Hidayet Zahid GÜRBÜZ¹

Giriş

Küresel finansal sistem, 21. yüzyılın ilk çeyreğini geride bırakırken, iktisat literatüründe polikriz olarak adlandırılan karmaşık bir belirsizlik sarmalının içinden geçmektedir. Jeopolitik çatışmaların derinleşmesi, küresel tedarik zincirlerindeki yapısal kırılmalar, pandemi sonrası kalıcı hale gelen enflasyonist baskılar ve merkez bankalarının sıkılaşma döngüleri, kurumsal finans yönetiminde geleneksel yaklaşımların sorgulanmasına neden olmuştur. Bu kaotik atmosferde, ekonomik büyüme ve istikrar dönemlerinde genellikle atıl, getirisiz ve yüksek fırsat maliyeti nedeniyle marjinalize edilen nakit varlıklar; paradoksal bir biçimde finansal hayatta kalmanın ve stratejik esnekliğin en kritik enstrümanına dönüşmüştür.

Finansal varlık değerlemelerinin aşırı oynaklık gösterdiği ve piyasa korelasyonlarının birbirine yaklaştığı kriz anlarında, altın

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Karabük Üniversitesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, Orcid: 0000-0003-0857-0190

veya devlet tahvilleri gibi geleneksel güvenli limanlar dahi beklenen korumayı sağlamakta yetersiz kalabilmektedir. Bu noktada nakit; mutlak likiditesi, anında dönüştürülebilirliği ve borçlanma maliyetine maruz kalmadan yatırım yapabilme gücüyle işletmeler için "Finansal Sessiz Kalkan" rolünü üstlenmektedir. Literatürde genellikle Keynesyen "ihtiyat güdüsü" (precautionary motive) çerçevesinde ele alınan nakit tutma davranışı, günümüzün çok katmanlı belirsizlik ortamında sadece bir riskten kaçınma aracı değil, aynı zamanda operasyonel dayanıklılık ve stratejik saldırganlık kapasitesini belirleyen bir kaldıraç niteliğindedir.

Özellikle gelişmekte olan piyasalar ve Türkiye gibi jeopolitik risklerin (GPR) odağında yer alan ekonomiler için nakit politikaları, firmanın piyasa değerini ve sürdürülebilirliğini doğrudan etkileyen bir unsurdur. Ekonomi politikası belirsizliği (EPU) ve bölgesel gerilimler, dış finansman maliyetlerini artırırken, bilançosunda yeterli nakit tamponu bulunduran firmalar bu şokları rakiplerine göre daha verimli yönetebilmektedir. Ancak nakit tutmanın bu koruyucu gücü, beraberinde getiri kaybı ve vekalet maliyetleri gibi ödünleşimleri de getirmektedir.

Bu çalışma, nakdin modern finansal sistemdeki stratejik konumunu; kurumsal nakit tutma motivasyonları, küresel belirsizlik türleri ve nakdin firmanın dayanıklılık kapasitesi üzerindeki etkileri ekseninde kapsamlı bir şekilde incelemeyi amaçlamaktadır. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sırasıyla; nakit tutmanın teorik temelleri, jeopolitik ve ekonomik belirsizliklerin ampirik yansımaları, Türkiye literatüründeki güncel bulgular ve son olarak nakit yönetiminin avantaj ve maliyet dengesi analiz edilerek yöneticiler ve regülatörler için stratejik öneriler sunulacaktır.

Teorik Arka Plan: Nakit Tutma Motivasyonları

Finans literatüründe firmaların neden nakit ve nakit benzeri varlıkları tuttukları üzerine yapılan çalışmalar, temel olarak

Keynes'in (1936) öne sürdüğü işlem (transaction) ve ihtiyat (precautionary) güdülerini etrafında şekillenmiştir. Zamanla bu klasik görüşe, vekalet teorisi (agency theory), vergi güdüsü ve davranışsal finans perspektifleri de eklenmiştir. Bu kapsamda firmaların nakit tutma motivasyonları aşağıdaki başlıklar altında özetlenebilir.

İşlem Güdüsü (Transaction Motive) ve Likidite İhtiyacı

Firmaların nakit tutmasının en temel nedenlerinden biri, günlük operasyonlarını sürdürebilmek ve ödemelerini yapabilmek için gereken likiditeyi sağlamaktır. Keynes (1936) tarafından tanımlanan işlem güdüsü, nakit dışı varlıkları nakde çevirmenin bir maliyeti olmasından kaynaklanır (Opler vd. 1999). Bu modele göre firmalar, dış finansman kaynaklarına başvurma veya varlıklarını likide etme maliyetlerinden tasarruf etmek amacıyla nakit tutarlar. Eğer bir firma likidite sıkıntısı çekerse, yatırımlarını kıstamak, temettüleri azaltmak veya varlık satmak zorunda kalabilir; bu durum işlem maliyetleri modelinin temelini oluşturur (Opler vd., 1999; Akhtar, 2025).

Boileau ve Moyen (2009), likidite güdüsünü, firmaların cari likidite ihtiyaçlarını karşılama zorunluluğu olarak tanımlar ve bunun gelecekteki şoklara karşı korunma amacı taşıyan ihtiyat güdüsünden ayrılması gerektiğini savunur. Onlara göre, firmaların kendine özgü risklerindeki artış, özellikle likidite güdüsü kanalıyla nakit tutma oranlarını yükseltmektedir (Boileau ve Moyen, 2009).

İhtiyat Güdüsü (Precautionary Motive) ve Finansal Kısıtlar

İhtiyat güdüsü, firmaların gelecekteki belirsiz nakit akışlarına ve maliyetli dış finansman koşullarına karşı bir tampon oluşturma isteğidir. Sermaye piyasalarındaki kusurlar nedeniyle dış finansman maliyetli olduğunda, firmalar karlı yatırım fırsatlarını kaçırmamak veya finansal sıkıntı maliyetlerini azaltmak için nakit biriktirirler (Opler vd., 1999; Amess vd., 2015).

Araştırmalar, finansal kısıtlarla karşılaşan firmaların, kısıtlı olmayanlara göre nakit akışlarından daha fazla tasarruf etme eğiliminde olduklarını göstermektedir (Amess vd., 2015). Snchez ve Yurdağul (2013) de belirsizlik ve kredi kısıtlamalarının ihtiya t güdüsüyle doğrudan etkileşim halinde olduğunu belirtmiştir. Özellikle küçük firmalar ve AR-GE yoğun sektörlerdeki firmalar, dış finansmana erişim zorlukları ve yüksek belirsizlik nedeniyle daha fazla nakit tutma eğilimindedir (Snchez ve Yurdağul, 2013; Akhtar, 2025). Weidemann (2018), bu durumu esneklik hipotezi altında sınıflandırarak, yöneticilerin gelecekteki finansal esnekliği mevcut yatırımlara tercih ettiklerini ve dış piyasa disiplininin kaçınmak istediklerini belirtir.

Vekalet (Agency) Güdüsü ve Nakit birikimi

Vekalet teorisi, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının nakit tutma politikalarını nasıl etkilediğini açıklar. Jensen'in (1986) serbest nakit akışı teorisine göre, yöneticiler hissedar servetini maksimize etmek yerine, kendi çıkarları doğrultusunda kullanmak (rneğin yönetsel çıkarları artırmaya yönelik firma büyütme stratejileri veya verimsiz yatırım projelerine harcama) amacıyla firma içinde aşırı nakit tutmayı tercih edebilirler (Opler vd., 1999; Amess vd., 2015).

Weidemann (2018), bu kapsamda harcama hipotezine dikkat çeker; buna göre zayıf denetlenen yöneticiler aşırı yatırım yapma eğilimindedir. Ayrıca, nakit varlıklar, yöneticilerin dış sermaye piyasalarının disiplininin kaçınmalarına ve firmayı devralma tehditlerine karşı korumalarına olanak tanır (Weidemann, 2018). Ancak Opler vd. (1999), ampirik bulgularının, yöneticilerin sadece hissedar refahını azaltmak için nakit biriktirdiğine dair çok az kanıt sunduğunu, asıl nedenin ihtiya t güdüsü ve işlem maliyetleri olduğunu belirtmiştir.

Vergi Güdüsü (Tax Motive)

Çok uluslu şirketler için vergiler, nakit tutma kararlarında önemli bir faktördür. Özellikle ABD merkezli firmalar için, yurt dışında elde edilen kazançların ülkeye geri getirilmesi durumunda yüksek vergi maliyetleriyle karşılaşılması, bu firmaların nakitlerini yurt dışı iştiraklerinde tutmalarına neden olmaktadır (Sánchez ve Yurdagul, 2013). Amess vd. (2015) de vergiye dayalı açıklamaların, özellikle büyük ABD firmalarının yüksek nakit tutma eğilimlerini açıklamada kullanıldığını belirtmektedir.

Sermaye Yapısı Teorileri Bağlamında Motivasyonlar

Nakit tutma politikaları, sermaye yapısı teorileri çerçevesinde de ele alınmaktadır. Bunlardan ilki olan Dengeleme Teorisinde (Trade-off Theory) firmalar, nakit tutmanın marjinal faydası (işlem maliyetlerinden tasarruf ve finansal sıkıntıdan kaçınma) ile marjinal maliyetini dengeleyerek optimal bir nakit seviyesi belirler (Opler vd., 1999; Weidemann, 2018).

Bir diğer sermaye yapısı bağlamında olan Finansman Hiyerarşisi Teorisine (Pecking Order Theory) göre ise, optimal bir nakit seviyesi yoktur. Nakit, firmaların kârlılığı ve yatırım ihtiyaçları arasındaki farkın bir sonucu olarak tampon görevi görür. Bilgi asimetrisi nedeniyle dış finansman pahalı olduğundan, firmalar önce iç kaynakları (nakit) kullanmayı tercih ederler (Opler vd., 1999; Akhtar, 2025).

Yönetici İyimserliği

Son dönem çalışmaları, yönetici özelliklerinin de nakit tutma motivasyonlarını etkilediğini göstermektedir. Huang-Meier vd. (2016), iyimser yöneticilerin nakit tutma motivasyonlarının, iyimser olmayanlardan farklılaştığını ortaya koymuştur. İyimser yöneticiler, dış finansmanı maliyetli buldukları için büyüme fırsatlarını finanse etmek amacıyla nakit biriktirirken, ihtiyat amacıyla daha az nakit tutma eğilimindedirler. Bu yöneticiler riskleri olduğundan düşük tahmin ettikleri için ihtiyat güdüsü zayıflamakta, ancak büyüme

odaklı nakit istifleme davranışı artmaktadır (Huang-Meier vd., 2016).

Bölgesel ve Küresel Belirsizlik Türleri

Finansal piyasaların doğası gereği barındırdığı risk ile belirsizlik kavramı birbirinden farklıdır. Knight (1921), riski olasılık dağılımı bilinen durumlar olarak tanımlarken, belirsizliği olasılıkların hesaplanamadığı durumlar olarak ayırır. Nakdin "sessiz kalkan" işlevi, riskin hesaplanabildiği durumlardan ziyade, öngörülemezliğin hakim olduğu belirsizlik ortamlarında kritik hale gelir. Bu bölümde, firmaların nakit tutma davranışını doğrudan etkileyen modern belirsizlik kaynakları sınıflandırılmaktadır.

Jeopolitik Riskler

Küresel belirsizlik literatüründe, ekonomik politika belirsizliğinden ayrı olarak ele alınan ve son yıllarda önemi giderek artan bir diğer belirsizlik türü jeopolitik risklerdir. Jeopolitik risk, uluslararası ilişkilerde yaşanan gerilimlerin, savaşların ve terör eylemlerinin, küresel ekonomiyi ve finansal piyasaları etkileyebilecek potansiyel olumsuz şoklara dönüşme olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Caldara & Iacoviello, 2022). Caldara ve Iacoviello (2022), jeopolitik riski, "savaşlar, terör eylemleri ve devletler arasındaki gerilimlerle ilişkili riskler ile bu olayların uluslararası ilişkilerin normal ve barışçıl seyrini etkilemesi" şeklinde kavramsallaştırmıştır.

Jeopolitik riskler, doğası gereği dışsal şoklar olarak kabul edilir ve ekonomik aktörlerin kararlarını doğrudan etkileyen belirsizlik ortamları yaratır (Wang vd., 2025). Literatürde jeopolitik risklerin, EPU veya makroekonomik belirsizlikten farklı bir dinamik izlediği ve genellikle askeri çatışmalar, nükleer tehditler veya diplomatik krizler gibi olaylarla tetiklendiği vurgulanmaktadır (Gkillas vd., 2020; Khatib vd., 2025). Örneğin, Rusya-Ukrayna savaşı veya Orta Doğu'daki gerilimler gibi olaylar, enerji arz

güvenliğinden tedarik zincirlerine kadar pek çok alanda belirsizlik yaratarak küresel piyasaları sarsmaktadır (Umar vd., 2024).

Ekonomik açıdan bakıldığında, jeopolitik risklerin artması bekle ve gör yaklaşımını tetikleyerek firmaların yatırım kararlarını ertelemesine, inovasyon faaliyetlerini azaltmasına ve ihtiyat amacıyla nakit varlıklarını artırmasına neden olmaktadır (Li vd., 2024; Wang vd., 2025). Reel opsiyonlar teorisine göre, jeopolitik belirsizliğin yükseldiği dönemlerde, geri dönüşü olmayan yatırımların maliyeti artmakta, bu da firmaları daha likit kalmaya ve riskli projelerden kaçınmaya itmektedir (Wang vd., 2025). Ayrıca, jeopolitik riskler hisse senedi piyasalarında oynaklığı artırarak getiri oranlarını düşürmekte ve özellikle kırılgan ekonomilerde sermaye çıkışlarına yol açabilmektedir (Hoque & Zaidi, 2020).

Sonuç olarak, jeopolitik riskler, sadece politik bir olgu olmanın ötesinde, yatırım, inovasyon ve finansal istikrar üzerinde belirleyici etkileri olan temel bir küresel belirsizlik türü olarak değerlendirilmektedir (Khatib vd., 2025).

Ekonomik Belirsizlik

Ekonomik belirsizlik, genel anlamda ekonomik aktörlerin (firmalar, hanehalkı ve politika yapıcılar) gelecekteki ekonomik koşulları, olayları veya şokları tam olarak öngörememesi durumu olarak tanımlanmaktadır. Bu belirsizlik ortamı, ekonomik kararların ertelenmesine, maliyetlerin artmasına ve piyasa dinamiklerinin bozulmasına neden olan kritik bir faktör olarak kabul edilir (Gholipour, 2019; Al-Thaqeb ve Algharabali, 2019). Literatürde ekonomik belirsizlik genellikle finansal piyasa oynaklığı, analistlerin tahminlerindeki anlaşmazlıklar ve özellikle EPU üzerinden ele alındığı görülmektedir (Ghirelli vd., 2021).

Ekonomik belirsizliğin en önemli ve üzerinde en çok çalışılan bileşenlerinden biri Ekonomik Politika Belirsizliği'dir. EPU, hükümetin gelecekteki ekonomi politikalarının (vergi,

harcama, regülasyonlar vb.) ne olacağı, bu politikaların ne zaman uygulanacağı ve ekonomik etkilerinin ne olacağı konusundaki belirsizlikleri ifade eder (Al-Thaqeb ve Algharabali, 2019; Gholipour, 2019). Baker vd. (2016) tarafından geliştirilen ve literatürde standart bir ölçüt haline gelen EPU endeksi; gazete haberlerindeki belirsizlik terimleri, vergi mevzuatındaki değişiklikler ve ekonomik tahminçiler arasındaki görüş ayrılıklarını temel alarak hesaplanmaktadır (Isik, vd., 2020; Chen vd., 2019).

Ekonomik belirsizlik ve özellikle EPU, yatırım kararlarının geri döndürülemez doğası nedeniyle firmaları bekle ve gör stratejisine itmekte; bu durum, hatalı yatırım riskinden kaçınmak isteyen işletmelerin sermaye harcamalarını ve istihdam kararlarını ertelemesine yol açmaktadır (Chen vd., 2019; Gholipour, 2019). Yatırımlar üzerindeki bu daraltıcı etki, makroekonomik düzeyde GSYH ve toplam talep üzerinde negatif şoklar yaratırken, etkinin şiddeti başlangıçta yüksek olup zamanla sönümlenmektedir (Ghirelli vd., 2021).

Tüketim tarafında ise hane halkı, gelecekteki gelir akışlarına dair endişelerle ihtiyat güdüsüyle hareket ederek tasarruf eğilimini artırmakta; bu da turizm, dayanıklı tüketim malları ve sigorta gibi isteğe bağlı harcamaların kısılmasına neden olmaktadır (Balcılar vd., 2020; Isik vd., 2020). Eş zamanlı olarak finansal piyasalarda artan bilgi asimetrisi, yatırımcıların talep ettiği risk primini ve dış finansman maliyetlerini yükselterek hisse senedi piyasalarında oynaklığa ve sektörel bazda asimetrik getiri kayıplarına yol açmaktadır (Al-Thaqeb ve Algharabali, 2019; Younis vd., 2024).

Sektörel/Endüstriyel Şoklar

Küresel belirsizliklerin önemli bir boyutu, belirli sektörleri veya üretim ağlarını doğrudan etkileyen ve endüstriyel bağlantılar aracılığıyla genel ekonomiye yayılan şoklardır. Sağlanan literatür

ışığında, bu şoklar temel olarak enerji fiyat şokları ve küresel tedarik zinciri aksamaları ekseninde, birbirleriyle etkileşimli iki ana risk faktörü olarak öne çıkmaktadır.

Enerji, üretim endüstrileri için kritik bir girdi olduğundan, enerji fiyatlarındaki ani dalgalanmalar ve arz güvenliği endişeleri, firmalar ve tedarik zincirleri üzerinde önemli bir teknik risk ve belirsizlik kaynağı oluşturmaktadır (Mulhall ve Bryson, 2014). Kang ve Lee (2017), endüstrilerin enerji sektörüne olan bağımlılık yapılarının, onları arz ve talep şoklarına karşı savunmasız bıraktığını vurgulamaktadır. Yaptıkları analizde, şokların sadece doğrudan enerji tüketen sektörleri değil, endüstriyel girdi-çıktı ağları yoluyla diğer tüm sektörleri de etkileyerek etki puanı yüksek bir sistemik riske dönüştüğünü göstermişlerdir (Kang ve Lee, 2017).

Enerji fiyatlarındaki oynaklık, emtia piyasaları üzerinde de geniş çaplı bir belirsizlik yaratmaktadır. Min (2022), petrol fiyatlarındaki şokların, sadece enerji maliyetlerini değil, gıda ve giyim gibi günlük ihtiyaç maddelerinden işletme faaliyetlerine kadar geniş bir yelpazeyi etkilediğini, bunun da politika yapıcılar ve işletmeler için yönetilmesi zor bir ortam oluşturduğunu belirtmektedir. Benzer şekilde Nguyen vd. (2024), Güneydoğu Asya ekonomileri özelinde, enerji fiyat artışlarının sektörel üretim maliyetlerini yükselterek ekonomik sistemler ve emisyon seviyeleri üzerinde karmaşık ve olumsuz etkiler yarattığını ortaya koymuştur. Ebrahim vd. (2014) ise petrole dayalı yakıtlara olan yüksek bağımlılığın, küresel ekonomiyi bu tür fiyat şoklarının yarattığı makroekonomik yan etkilere karşı son derece kırılgan hale getirdiğini ifade etmektedir.

Küresel belirsizlik literatüründe giderek daha fazla yer bulan bir diğer endüstriyel şok türü, üretim ve dağıtım ağlarında yaşanan kırılmalardır. De Santis (2024), Euro bölgesi üzerine yaptığı çalışmada, tedarik zinciri aksamaları şoklarını, enerji arzı şoklarından ve talep şoklarından ayrı bir kategori olarak tanımlamıştır. Elde ettiği

bulgular, tedarik zinciri aksamalarının enflasyon beklentileri ve çekirdek enflasyon üzerinde, enerji şoklarına kıyasla daha güçlü ve kalıcı bir artırıcı etkiye sahip olduğunu göstermektedir (De Santis, 2024).

Yang ve Fu (2025) ise bu aksamaların izole olaylar olmadığını; enerji krizi, petrol piyasası oynaklığı ve küresel tedarik zinciri baskıları arasında güçlü bir karşılıklı bağımlılık bulunduğunu belirtmektedir. Çalışmaları, enerji belirsizliği ve tedarik zinciri baskılarının ekonomik istikrar üzerinde negatif bir nedensellik ilişkisi yarattığını ve ekonomik dayanıklılığı zayıflattığını ortaya koymuştur (Yang ve Fu, 2025). Ayrıca Mulhall ve Bryson (2014), enerji tedarik sözleşmelerindeki uzun vadeli taahhütlerin, firmaların fiyat şoklarına karşı esnekliğini azalttığını ve bu durumun şokların tedarik zinciri boyunca aktarılmasına neden olarak endüstriyel sürdürülebilirliği tehdit ettiğini vurgulamaktadır.

Sonuç olarak, sektörel şoklar; enerji maliyetlerindeki belirsizlikler ve tedarik ağlarındaki fiziksel aksamaların birleşimiyle, firmaların üretim kararlarını, maliyet yapılarını ve makroekonomik enflasyon dinamiklerini derinden etkileyen bir belirsizlik türü olarak değerlendirilmektedir.

Nakitin Stratejik Rolü: Finansal Sessiz Kalkan

Belirsizliğin norm haline geldiği modern piyasa koşullarında, nakit varlıkları geleneksel finansın öngördüğü "getirisiz âtıl varlık" tanımından sıyrılarak, firmanın hayatta kalma ve büyüme stratejisinin merkezine yerleşmiştir. Bu bölümde, nakdin pasif bir güvenlik stoğu olmanın ötesinde; firmaları dış şoklardan izole eden, yönetsel esneklik sağlayan ve kriz anlarında rakiplere karşı asimetrik bir avantaj yaratan "sessiz bir kalkan" olarak işlevselliği analiz edilmektedir.

Belirsizlik Altında Firma Kararları

Firmalar, operasyonel ve makroekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde, nakit varlıklarını stratejik bir "sessiz kalkan" olarak kullanma eğilimindedirler. Literatür, belirsizlik ortamında nakit tutmanın pasif bir eylemden ziyade; yatırım sürekliliğini sağlamak, inovasyonu korumak ve finansal kısıtları aşmak adına alınan aktif bir karar olduğunu ortaya koymaktadır.

Belirsizlik, firmaların yatırım kararlarını doğrudan etkileyen en kritik faktörlerden biridir. EPU arttığı dönemlerde firmalar, finansman maliyetlerinin yükselmesi veya gelecekteki talep endişesiyle yatırım projelerini erteleme eğilimine girerler (Trinh vd., 2022). Ancak nakit varlıkları, bu süreçte dış şoklara karşı bir tampon görevi görmektedir.

Yang vd. (2017) tarafından Çin piyasaları üzerine yapılan çalışma, sıkı para politikası dönemlerinde nakit tutmanın kritik rolünü ortaya koymaktadır. Para politikası sıkılaştığında (faizler arttığında veya kredi arzı kısıldığında) kurumsal yatırımlar genellikle düşer. Ancak, bilançosunda yüksek nakit bulunduran firmalar, bu olumsuz etkiden daha az zarar görürler. Nakit, firmaların dış finansmana olan bağımlılığını azaltarak, kredi piyasalarının daraldığı dönemlerde dahi yatırım fırsatlarını değerlendirmelerine olanak tanır. Bu durum, nakdin sadece bir likidite aracı değil, aynı zamanda yatırım verimliliğini artıran stratejik bir kaynak olduğunu göstermektedir (Yang vd., 2017).

Araştırma ve Geliştirme (AR-GE) yatırımları, doğası gereği yüksek risk taşıyan ve geri dönüşü uzun vadeli olan harcamalardır. Beladi vd. (2021), nakit akışı belirsizliğinin AR-GE yatırımları üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, belirsizliğin firmaları daha muhafazakâr davranmaya ittiğini ve inovasyon yatırımlarını azalttığını belirtmişlerdir.

Bu noktada stratejik nakit tutma politikası devreye girer. Yüksek nakit akışı belirsizliğiyle karşı karşıya kalan firmalar, eğer

yeterli nakit rezervine sahiplerse, inovasyon faaliyetlerini kesintiye uğratmadan sürdürebilirler. Finansal kısıtlar, belirsizliğin AR-GE üzerindeki negatif etkisini şiddetlendirirken; nakit varlıkları, firmaların inovasyon projelerini piyasa dalgalanmalarından yalıtmasına yardımcı olur (Beladi vd., 2021).

Firma yöneticileri, temettü ödemelerini düşürmekten kaçınırlar çünkü bu durum piyasaya firmanın geleceği hakkında olumsuz bir sinyal olarak algılanır. Bradley vd. (1998), gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerine yaptıkları analizde, gelecekteki nakit akışı oynaklığının temettü politikasını şekillendiren temel bir belirleyici olduğunu göstermiştir.

Teoriye göre, gelecekteki nakit akışlarının belirsizliği ne kadar yüksekse, firmalar o kadar düşük temettü ödeme oranı belirler. Bunun nedeni, gelecekte yaşanabilecek bir nakit sıkışıklığında temettüleri kesmek zorunda kalma riskini minimize etmektir. Dolayısıyla nakit tutma motivasyonu ile temettü dağıtımı arasında bir ödünleşim bulunur; belirsizlik arttıkça nakit şirket bünyesinde ihtiyat amacıyla tutulur ve kâr payı dağıtımı sınırlandırılır (Bradley vd., 1998). Ayrıca Tekin (2020), Küresel Finansal Kriz sonrasında firmaların nakit tutma seviyelerini artırdığını ve finansal krizlerin firmaları daha ihtiyatlı nakit politikalarına yönlendirdiğini vurgulamıştır.

Finansal kısıtlar altında faaliyet gösteren firmalar için nakit, hayati bir işletme sermayesi kaynağıdır. Yang vd. (2000), finansman hiyerarşisi teorisine atıfla, firmaların dış finansmanın maliyetli olması (bilgi asimetrisi nedeniyle) durumunda öncelikle iç kaynaklara, yani birikmiş nakit ve nakit akışlarına yöneldiğini belirtir. Özellikle temettü ödemeyen veya finansal kısıtları yüksek olan firmalarda, yatırımların nakit akışına duyarlılığı daha yüksektir. Trinh vd. (2022) de enerji firmalarının belirsizlik dönemlerinde işletme sermayesi ihtiyaçlarını güvence altına almak ve maliyetli dış

finansmandan kaçınmak için nakit seviyelerini artırdıklarını doğrulamaktadır.

Nakit Firmanın Dayanıklılık Kapasitesini Artırması

Finansal belirsizlikler ve kriz dönemlerinde, firmaların hayatta kalabilmesi ve rekabet avantajını koruyabilmesi büyük ölçüde sahip oldukları finansal esnekliğe ve dayanıklılık kapasitesine bağlıdır. Sağlanan literatür, nakit rezervlerinin kriz öncesi ve kriz anındaki stratejik kullanımının, firmaların şoklara karşı direncini artıran en önemli faktörlerden biri olduğunu ortaya koymaktadır.

Kriz öncesi nakit varlıkları, firmaların finansal dayanıklılığının temel yapı taşlarından biridir. Nguyen (2025), firmaların kriz öncesinde biriktirdikleri nakit tamponlarının, kriz sonrasında kredi riskini azaltmada ve finansal iyileşmeyi hızlandırmada kritik bir rol oynadığını belirtmektedir. Nakit rezervleri, dış finansman kanallarının kuruduğu veya maliyetli hale geldiği dönemlerde firmalara operasyonel süreklilik sağlayan bir likidite kaynağı olarak işlev görür (Nguyen, 2025).

Troi ve Imelda (2023) ise bu durumu "nakit odaklı dayanıklılık" kavramıyla açıklar. Araştırmaları, firmaların kriz (örneğin COVID-19) sırasındaki dayanıklılık seviyelerinin, kriz öncesi dönemdeki nakit yönetimi ve likidite pozisyonlarıyla doğrudan ilişkili olduğunu göstermiştir. Yeterli nakit rezervine sahip firmalar, beklenmedik gelir kayıplarının önüne geçmede yardımcı olabilir ve kriz anında daha güçlü bir finansal duruş sergileyebilirler (Troi ve Imelda, 2023).

Nakit, firmalar için en likit atıl kaynak olarak tanımlanmaktadır. Agusti vd. (2020), kötü günler için biriktirme stratejisinin önemine dikkat çekerek, finansal bolluğun firmalara kriz dönemlerinde stratejik manevra alanı sağladığını vurgular. Kaynak tabanlı görüşe göre, nakit gibi atıl kaynaklar, firmaların

sadece hayatta kalmasını değil, aynı zamanda kriz sırasında ortaya çıkan fırsatları değerlendirmesini de sağlar. Agusti vd. (2020)'nin bulguları, finansal bolluğa sahip firmaların ekonomik durgunluklarda daha iyi performans gösterdiğini ve bu kaynakların firmaları dış şokların yıkıcı etkilerine karşı koruyan bir kalkan görevi gördüğünü doğrulamaktadır.

Benzer şekilde Lee vd. (2024), konaklama endüstrisi üzerine yaptıkları karşılaştırmalı analizde (2008 Finansal Krizi ve COVID-19), finansal kaynakların (özellikle likidite) firma dayanıklılığını artıran en belirleyici faktörlerden biri olduğunu tespit etmiştir. Kriz dönemlerinde nakit akışı ve likiditeye erişim, firmaların operasyonel yeteneklerini sürdürebilmeleri için hayati önem taşır (Lee vd., 2024).

Dayanıklılık kapasitesi sadece nakit stokuyla değil, aynı zamanda nakit akışının etkin yönetimiyle de ilgilidir. Sekhar vd. (2025), KOBİ'ler üzerine yaptıkları çalışmada, bütçeleme, tahminleme ve alacak yönetimi gibi yapılandırılmış nakit akışı uygulamalarının, firmaların finansal istikrarını ve operasyonel direncini önemli ölçüde artırdığını göstermiştir. Etkin nakit akışı yönetimi, iş sürekliliğini sağlamak için gerekli olan likiditeyi garanti altına alır.

Gasimov (2025) da modern nakit akışı yönetimi uygulamalarının (örneğin yapay zekâ destekli tahminleme ve işletme sermayesi optimizasyonu), firmaların ödeme gücünü artırarak uzun vadeli istikrar sağladığını belirtir. Alacaklar, borçlar ve stokların verimli yönetimiyle optimize edilen işletme sermayesi, likiditeyi artırır ve firmayı finansal şoklara karşı daha dirençli hale getirir (Gasimov, 2025).

Kriz dönemlerinde nakit tutma davranışı, firmaların finansal sürdürülebilirliği ile doğrudan bağlantılıdır. Bistрова vd. (2021), kriz dönemlerinde sermaye yönetimi verimliliğinin ve finansal istikrarın, firmaların hayatta kalma kapasitesini belirlediğini vurgular.

Sastrasasmita vd. (2023) ise imalat firmaları üzerine yaptıkları çalışmada, kriz dönemlerindeki (COVID-19) nakit tutma seviyelerinin, firmanın dayanıklılığını yansıttığını ve kârlılık ile likidite kısıtlarının bu kapasiteyi etkileyen temel belirleyiciler olduğunu ifade etmiştir. Nakit rezervleri, firmaların krizin en derin anlarında dahi yükümlülüklerini yerine getirebilmelerini ve kriz sonrasında toparlanma sürecine daha hızlı uyum sağlayabilmelerini sağlar (Sastrasasmita vd., 2023).

Özetle, nakit varlıkları ve etkin nakit yönetimi; firmalara belirsizlik ortamında hareket alanı sağlayan, kredi riskini düşüren ve operasyonel sürekliliği garanti altına alan stratejik bir "sessiz kalkan" olarak firmanın genel dayanıklılık kapasitesini artırmaktadır.

Finansal Esneklik ile Nakit Arasındaki İlişki

Finansal esneklik, firmaların değer maksimizasyonunu zedelemeyecek şekilde finansman kaynaklarına düşük maliyetle erişebilme ve sermaye yapısını yeniden düzenleyebilme kapasitesi olarak tanımlanmaktadır (Gamba ve Triantis, 2008). Literatürde nakit varlıkları, kullanılmamış borçlanma kapasitesi ile birlikte finansal esnekliğin en önemli iki bileşeninden biri olarak kabul edilir.

Bir görüşe göre, dış finansman kaynaklarına erişim kolaylığı (finansal esneklik), firmaların yüksek miktarda nakit tutma ihtiyacını azaltır. Chen vd. (2014), gayrimenkul fiyatlarındaki değişimleri teminat değeri üzerinden bir finansman kapasitesi şoku olarak inceledikleri çalışmalarında, finansman kapasitesindeki artışın kurumsal nakit rezervlerini azalttığını bulgulamıştır. Bu bulguya göre, eğer bir firma dış kaynaklara (örneğin teminat göstererek kredi çekme yoluyla) kolayca erişebiliyorsa, nakit tutmanın marjinal değeri düşer ve firma daha az nakit tutar. Yani, "dışsal finansal

esneklik" (borçlanma kapasitesi), "içsel finansal esnekliğin" (nakit) yerini alır (Chen vd., 2014).

Benzer şekilde, Endonezya piyasası üzerine yapılan bir çalışmada Setianto ve Kusumaputra (2017), finansal esneklik ile nakit tutma seviyesi arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Finansal açıdan esnek olan firmalar, yatırım fırsatlarını değerlendirmek için nakit stoklamak yerine, ihtiyaç anında dış finansmana başvurma yeteneklerine güvenirlir.

Diğer yandan, özellikle finansal piyasaların daha az gelişmiş olduğu veya kriz dönemlerinde, nakit ve finansal esneklik arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmektedir. Yung vd. (2015), 33 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında, finansal esnekliğin firmaların yatırım yeteneğini artırdığını ve nakit tutma oranlarını yükselttiğini belirtmiştir. Gelişmekte olan piyasalarda dış finansmana erişimdeki sürtünmeler, firmaların esnek kalabilmek için bilançolarında daha fazla nakit biriktirmeyi tercih etmelerine neden olur. Bu bağlamda nakit, finansal esnekliğin bir sonucu değil, bizzat kaynağıdır (Yung vd., 2015).

Ahmad vd. (2023) de Pakistan örneğinde, finansal esnekliğin yatırım faaliyetleri ve nakit tutma üzerinde belirleyici bir rol oynadığını, firmaların sürdürülebilir büyüme için nakit odaklı bir esneklik stratejisi izlediğini vurgulamaktadır.

Finansal krizler ve belirsizlik dönemlerinde nakit, finansal esnekliğin en somut göstergesi haline gelir. Bancel ve Mittoo (2010), Küresel Finansal Kriz sırasında Fransız firmaları üzerine yaptıkları araştırmada, CFO'ların likidite sorunlarını ve bankaların kredi vermedeki isteksizliğini en büyük tehdit olarak gördüklerini, bu nedenle içsel finansal esnekliğin (nakit) hayati bir tampon görevi gördüğünü raporlamıştır.

Meier vd. (2013) ise kriz öncesi oluşturulan finansal esnekliğin (düşük kaldıraç ve yüksek nakit) kriz sırasındaki firma

değerine etkisini incelemiştir. Çalışma, kriz öncesi yüksek borçluluğun (düşük esneklik) firma değerini negatif etkilediğini, ancak sadece nakit tutmanın değer yaratmada tek başına yeterli olmayabileceğini, asıl değerın yatırım fırsatlarını fonlayabilme kapasitesinden geldiğini göstermiştir.

Rapp vd. (2012), finansal esneklik değerinin temettü politikalarını şekillendiren ana faktörlerden biri olduğunu belirtir. Finansal esnekliğe yüksek değer atfeden firmalar, bu esnekliği korumak amacıyla kâr payı dağıtmaktan kaçınır veya temettü yerine hisse geri alımlarını tercih ederler. Bu durum, firmanın nakdi dağıtmak yerine bünyede tutarak gelecekteki belirsizliklere karşı esnek kalma stratejisinin bir parçasıdır (Rapp vd., 2012).

Sonuç olarak; nakit, firmalar için finansal esnekliği sağlamada stratejik bir araçtır. Kutı'nın "Cash-Flow-at-Risk" çalışmasında belirttiği gibi, nakit akışı oynaklığının yarattığı aşağı yönlü risklere karşı, risk yönetimi ve nakit rezervleri firmaya gerekli finansal manevra alanını sağlar (Kuti, 2011).

Literatür İncelemesi (Ampirik Bulgular)

Bu bölümde, teorik çerçevesi çizilen "Sessiz Kalkan" hipotezini destekleyen ulusal ve uluslararası literatürdeki temel ampirik bulgular sentezlenmiştir. Farklı piyasalarda, farklı belirsizlik türleri (jeopolitik, ekonomik, pandemik) altında yapılan ekonometrik çalışmalar, nakit tutma davranışının stratejik önemini istikrarlı bir şekilde doğrulamaktadır.

Jeopolitik Risk ve Nakit Tutma İlişkisi

Jeopolitik risklerin kurumsal nakit tutma politikaları üzerindeki etkisi, finans literatüründe ağırlıklı olarak "ihtiyat güdüsü" (precautionary motive) ve "vekalet teorisi" (agency theory) çerçevesinde incelenmiş olup, ampirik bulgular gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar, ticaret hacimleri ve sektörel dinamiklere

göre farklılık göstermektedir. Birçok çalışma, jeopolitik belirsizliklerin arttığı dönemlerde firmaların dış finansman maliyetlerinin yükselmesi ve gelecekteki nakit akışlarının öngörülemezliği nedeniyle nakit rezervlerini artırma eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda Tekin vd. (2022), 18 farklı piyasayı kapsayan geniş ölçekli çalışmalarında, jeopolitik riskin nakit tutma üzerindeki etkisini küresel ticaret hacmiyle birlikte değerlendirmiştir. Bulguları, yüksek jeopolitik riske sahip ve ticaret hacmi düşük olan ülkelerdeki firmaların daha yüksek nakit bakiyesi tuttuklarını göstererek ihtiyat güdüsü hipotezini doğrulamaktadır. Yazarlar ayrıca, 2008-2009 Küresel Finansal Krizi gibi türbülans dönemlerinde bu etkinin önem kazandığını vurgulamışlardır.

Benzer şekilde, Kore piyasasını inceleyen Cho (2024), jeopolitik risklerin kurumsal nakit varlıklarını pozitif yönde etkilediğini ve bu etkinin özellikle finansal kısıtları olan firmalarda daha güçlü hissedildiğini tespit etmiştir. Hindistan gibi gelişmekte olan bir ekonomide Behera ve Mahakud (2025) da jeopolitik riskin nakit tutma üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu, firmaların belirsizlik dönemlerinde bir tampon oluşturmak amacıyla nakit biriktirdiklerini raporlamıştır. Çin piyasası özelinde Lee ve Wang (2021), ABD-Çin ticaret savaşı ve artan jeopolitik gerilimler bağlamında firmaların ihtiyat amacıyla daha fazla nakit tuttuklarını, bu davranışın özellikle imalat sektöründe ve finansal kısıt altındaki firmalarda belirginleştiğini belirtmiştir.

Sektörel incelemeler de bu pozitif ilişkiyi destekler niteliktedir. Küresel denizcilik endüstrisini ele alan Kotcharin ve Maneenop (2020), jeopolitik risklerdeki artışın nakliye firmalarının nakit rezervlerini önemli ölçüde artırmasına neden olduğunu; bu etkinin kuru yük ve konteyner taşımacılığı yapan firmalar ile Asya merkezli şirketlerde daha baskın olduğunu göstermiştir. Türkiye örneğinde Aksoy-Hazır ve Tan (2023), 2005-2019 dönemini kapsayan analizlerinde, jeopolitik risklerin Türk firmalarının nakit

tutma düzeylerini artırdığını, özellikle yüksek yabancı satışı olan firmaların bu ilişkiyi güçlendirdiğini belirlemiştir. Ayrıca, 14 gelişmekte olan piyasayı kapsayan çalışmada Pringpong vd. (2023), artan jeopolitik riskin firma değerini düşürdüğünü, ancak firmaların yüksek dışsal belirsizlik dönemlerinde içsel riski azaltmak amacıyla daha fazla nakit tutarak tepki verdiklerini ortaya koymuştur.

Öte yandan, literatürde jeopolitik risk ile nakit tutma arasında negatif bir ilişki olduğunu veya etkinin sektörel bazda değiştiğini savunan zıt bulgular da mevcuttur. Wang vd. (2024), Çinli firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada, genel kanının aksine jeopolitik riskin kurumsal nakit varlıklarını azalttığını bulgulamıştır. Araştırmacılar bu durumu ihtiyat güdüsüyle değil, vekalet problemleri ile açıklamış; jeopolitik risk arttığında yöneticilerin vekalet maliyetlerini hafifletmek amacıyla finansman faaliyetlerinden gelen nakit akışını kısıtıklarını ve temettü ödemelerini artırarak nakit seviyesini düşürdüklerini belirtmişlerdir. Sektörel heterojenliğe dikkat çeken Wang vd. (2021) ise Çin petrol endüstrisindeki firmaların jeopolitik riske verdikleri tepkinin faaliyet alanlarına göre değiştiğini göstermiştir. Buna göre, petrol arama ve üretim firmaları yüksek risk dönemlerinde daha fazla nakit tutarken, rafineri ve satış odaklı firmaların nakit seviyeleri jeopolitik riskle negatif ilişkilidir.

Finansman kararları bağlamında ise Guizani (2024), Suudi Arabistan piyasasında jeopolitik riskin, dış finansmanın içsel nakit akışına olan duyarlılığını azalttığını tespit etmiştir. Bu bulgu, jeopolitik risklerin arttığı dönemlerde dış finansman maliyetlerinin yükselmesi nedeniyle firmaların yatırımlarını finanse etmek için dış kaynaklardan ziyade içsel fonlara (nakit) daha fazla bağımlı hale geldiklerini göstermektedir. Sonuç olarak, ampirik literatür büyük ölçüde jeopolitik riskin firmaları ihtiyatlı olmaya ve nakit biriktirmeye ittiğini (pozitif ilişki) doğrulasa da; Tekin vd. (2022)'nin işaret ettiği ticaret hacmi gibi makro faktörler, vekalet sorunları ve sektörel dinamikler bu ilişkinin yönünü değiştirebilmektedir.

Tablo 1: Jeopolitik Risk ve Nakit Tutma Arasındaki İlişki Çalışmaları

Yazar(lar) ve Yıl	İncelenen Piyasa / Kapsam	Temel Odak / Metodoloji	Öne Çıkan Ampirik Bulgular ve Sonuçlar
Tekin, Gürbüz & Kayadibi (2022)	18 Piyasa (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan)	GPR, Küresel Ticaret Hacmi ve Nakit Tutma (Küresel Finansal Kriz Dönemi)	Yüksek jeopolitik riske sahip ve ticaret hacmi düşük ülkelerdeki firmalar, ihtiyat güdüsüyle daha yüksek nakit tutmaktadır. Kriz dönemlerinde bu etki belirginleşmektedir.
Cho (2024)	Güney Kore	GPR'nin nakit tutma üzerindeki etkisi ve finansal kısıtlar	Jeopolitik risk artışı, firmaların nakit varlıklarını artırmasına neden olur. Bu etki, finansal kısıt altındaki firmalarda daha güçlüdür.
Behera & Mahakud (2025)	Hindistan	Gelişmekte olan piyasada GPR ve nakit tutma ilişkisi	GPR ile nakit tutma arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Firmalar belirsizlik dönemlerinde bir tampon oluşturmak amacıyla nakit biriktirmektedir.
Lee & Wang (2021)	Çin	ABD-Çin Ticaret Savaşı, GPR ve Finansal Kısıtlar	Artan jeopolitik gerilimler firmaları ihtiyat amacıyla daha fazla nakit tutmaya itmektedir. Bu davranış özellikle imalat sektöründe belirgindir.
Kotcharin & Maneenop (2020)	Küresel Denizcilik Endüstrisi	Sektörel bazda GPR etkisi (Kuru yük, Konteyner, Tanker)	GPR artışı denizcilik firmalarının nakit rezervlerini artırır. Etki, kuru yük ve konteyner taşımacılığında ve Asya merkezli firmalarda daha baskındır.

Aksoy-Hazır & Tan (2023)	Türkiye	Gelişmekte olan piyasada GPR ve nakit politikaları (2005-2019)	GPR Türk firmalarının nakit tutma düzeylerini artırmaktadır. Yüksek yabancı satışı olan firmalarda bu ilişki daha güçlüdür.
Pringpong, Maneenop & Jaroenjitrkam (2023)	14 Gelişmekte Olan Piyasa	GPR'nin firma değeri ve risk yönetimi üzerindeki etkisi	GPR firma değerini düşürürken, firmalar yüksek dışsal belirsizlik dönemlerinde içsel riski azaltmak için nakit ve borç seviyelerini artırarak tepki vermektedir.
Wang, Wang & Wu (2024)	Çin	GPR ve Nakit: İhtiyat Güdüsü mü, Vekalet Problemi mi?	Genel kanının aksine, GPR arttığında nakit tutma seviyesi düşmektedir. Yöneticiler vekalet maliyetlerini azaltmak için nakit akışını kısımakta ve temettüleri artırmaktadır.
Wang, Xiong, Mirza, Shao & Yue (2021)	Çin (Petrol Endüstrisi)	Sektörel alt kırılımlarda GPR etkisi (Upstream vs. Downstream)	Etki sektöre göre değişir: Petrol arama/üretim firmaları riske karşı nakit artırırken, rafineri/satış firmalarında nakit azalmaktadır.
Guizani (2024)	Suudi Arabistan	İçsel Nakit Akışı - Dış Finansman Duyarlılığı	GPR ve ekonomik belirsizlik, dış finansmanın içsel nakit akışına duyarlılığını azaltır; firmalar dış kaynak yerine içsel fonlara (nakit) daha fazla bağımlı hale gelir.

Ekonomik Belirsizlik ve Nakit İlişkisi

Ekonomik politika belirsizliği ve politik belirsizliklerin kurumsal nakit tutma kararları üzerindeki etkisi, finans literatüründe geniş bir ampirik araştırma sahası bulmuş ve bulgular ağırlıklı olarak ihtiyat güdüsü çerçevesinde şekillenmiştir. Genel kabul gören görüşe göre, makroekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde firmalar,

dış finansman maliyetlerinin yükselmesi veya finansmana erişimin zorlaşması riskine karşı nakit rezervlerini artırma eğilimindedir. Örneğin, BRIC ülkelerini (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) kapsayan çalışmaları Demir ve Ersan (2017), ekonomik politika belirsizliğinin nakit tutma kararları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu, firmaların belirsizlik dönemlerinde bir güvence olarak daha fazla nakit tuttuklarını tespit etmiştir. Benzer şekilde uluslararası bir örneklem kullanan Li (2019), ekonomik politika belirsizliği ile nakit varlıkları arasında pozitif bir ilişki olduğunu, bu etkinin özellikle dış finansman kısıtları yaşayan firmalarda daha güçlü hissedildiğini ve belirsizliğin firmaların işletme nakit akışlarından tasarruf etme eğilimini artırdığını ortaya koymuştur.

ABD piyasası özelinde yapılan çalışmalar, belirsizliğin türüne ve kaynağına göre ayrışan ancak sonuç itibarıyla nakit artışını işaret eden bulgular sunmaktadır. Cheng vd. (2018), politik belirsizlik ile ekonomik politika belirsizliği şoklarını ayrıştırdıkları analizlerinde, her iki belirsizlik türünün de ABD firmalarının toplam nakit varlıklarında artışa neden olduğunu göstermiştir. Hankins vd. (2019) de benzer bir ayrıma giderek, firmaların politik belirsizlik şoklarına nakit rezervlerini artırarak tepki verdiklerini, ancak bu tepkinin ekonomik politika belirsizliği şoklarına verilen tepkiden farklı dinamiklere sahip olduğunu belirtmiştir. Ayrıca Das vd. (2023), ABD firmaları üzerine yaptıkları güncel çalışmada, ekonomik politika belirsizliği ile enflasyon riskinin ortak etkisini incelemiş hem EPU'nun hem de enflasyon riskinin temel senaryoda nakit tutma üzerinde pozitif etkisi olduğunu, ancak belirli koşullarda (örneğin siyasi parti dönemlerine göre) bu ilişkinin karmaşılaşabileceğini raporlamıştır.

Gelişmekte olan piyasalardan Çin üzerine yapılan araştırmalar, belirsizlik ve nakit ilişkisinin altında yatan mekanizmalara ve mülkiyet yapısının rolüne ışık tutmaktadır. Zhao ve Niu (2023), ekonomik politika belirsizliğinin kurumsal nakit

varlıklarını artırdığını, ancak firmaların bu nakdi yaratmak için sermaye harcamalarını kısıtıklarını belirlemişlerdir. Bu etki, özellikle devlete ait olmayan ve finansal kısıt altındaki firmalarda daha belirgindir. Su vd. (2020) ise Çin'deki ekonomik politika belirsizliği ile ihtiyat amaçlı nakit tutma arasında "U-şeklinde" bir ilişki olduğunu; bu etkinin devlete ait işletmelerde, KOBİ'lerde ve rekabetçi firmalarda daha güçlü gözlemlendiğini ifade etmiştir. Vietnam örneğinde ise Tran vd. (2024), belirsizliğin nakit tutma üzerindeki pozitif etkisinin, firmaların sahip olduğu politik bağlantılar tarafından zayıflatıldığını bulgulamıştır. Buna göre, politik bağlantıları olan firmalar, belirsizlik dönemlerinde dış kaynaklara daha kolay erişebildikleri için rakiplerine kıyasla daha az nakit tutma ihtiyacı hissetmektedirler.

Literatürde belirsizliğin sadece seviyesi değil, oynaklığı ve nakdin piyasa değeri üzerindeki etkileri de incelenmiştir. Goodell vd. (2021), 22 ülkeyi kapsayan çalışmalarında belirsizliğin belirsizliği kavramına odaklanmış ve ekonomik politika belirsizliğinin volatilitésinin arttığı dönemlerde firmaların daha fazla nakit tuttuğunu, bunun da reel opsiyonlar teorisiyle uyumlu olduğunu göstermiştir. Öte yandan Tran (2020), 19 ülkeden firmaları incelediği çalışmada, ekonomik politika belirsizliğinin nakit varlıkların değeri üzerindeki etkisinin kriz öncesi ve sonrası dönemlerde farklılaştığını; kriz öncesinde belirsizliğin nakit değerini düşürürken, kriz sonrasında (özellikle finansal kısıtlı firmalar için) nakit değerini artırdığını ortaya koymuştur.

Tablo 2: Ekonomik Belirsizlik ve Nakit Arasındaki İlişki Çalışmaları

Yazar(lar) ve Yıl	İncelenen Piyasa / Kapsam	Temel Odak / Metodoloji	Öne Çıkan Ampirik Bulgular ve Sonuçlar
----------------------	---------------------------------	----------------------------	---

Demir & Ersan (2017)	BRIC Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin)	EPU'nun nakit tutma kararlarına etkisi	Ekonomik politika belirsizliği ile nakit tutma arasında pozitif bir ilişki vardır. Firmalar belirsizlik dönemlerinde finansal güvenlik amacıyla daha fazla nakit tutmaktadır.
Li (2019)	Uluslararası (Çoklu Ülke)	EPU, finansal kısıtlar ve nakit tasarruf eğilimi	EPU, firmaların nakit varlıklarını ve işletme nakit akışlarından tasarruf etme eğilimini artırır. Bu etki finansal kısıt altındaki firmalarda daha güçlüdür.
Cheng, Chiu, Hankins & Stone (2018)	ABD	Politik çatışma ve EPU şoklarının ayrıştırılması	Hem politik belirsizlik hem de EPU şokları, firmaların toplam nakit varlıklarında artışa neden olmaktadır (pozitif ilişki).
Hankins, Stone, Cheng & Chiu (2019)	ABD	Politik belirsizlik şoklarına verilen kurumsal tepkiler	Firmalar politik belirsizlik şoklarına nakit rezervlerini artırarak tepki verirler. Bu tepki, genel EPU şoklarına verilen tepkiden farklı dinamikler gösterir.
Das, Hasan & Sutradhar (2023)	ABD (2011-2021)	EPU ve Enflasyon Riskinin ortak etkisi	Temel senaryoda hem EPU hem de enflasyon riski nakit tutma üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ancak siyasi dönemlere (Demokrat/Cumhuriyetçi) göre sonuçlar karmaşılaşabilmektedir.
Zhao & Niu (2023)	Çin	Nakit tutma artışının altında yatan mekanizma (Sermaye Harcamaları)	EPU nakit varlıkları artırır. Firmalar bu nakdi biriktirmek için sermaye harcamalarını kısarlar. Etki, devlete ait olmayan firmalarda daha belirgindir.
Su, Zhou, Xue & Tian (2020)	Çin	İhtiyat güdüsü ve mülkiyet yapısı	EPU ile nakit tutma arasında U-şeklinde bir ilişki tespit edilmiştir. Bu ilişki KOBİ'lerde, rekabetçi firmalarda ve devlete ait işletmelerde daha güçlüdür.

Tran, Tu & To (2024)	Vietnam	Politik bağlantıların düzenleyici rolü	Belirsizlik nakit tutmayı artırır, ancak politik bağlantılar bu etkiyi zayıflatır. Politik güce yakın firmalar, dış kaynağa erişebildikleri için daha az nakit tutarlar.
Goodell, Goyal & Urquhart (2021)	22 Ülke	Belirsizliğin Belirsizliği	Sadece belirsizlik seviyesi değil, EPU'nun volatilitesi de nakit tutmayı artırır. Bulgular reel opsiyonlar teorisiiyle uyumludur.
Tran (2020)	19 Ülke (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan)	Nakit Varlıkların Değeri ve Finansal Kriz	Kriz öncesinde EPU, nakdin piyasa değerini düşürürken; kriz sonrasında (özellikle kısıtlı firmalar için) nakdin değerini artırmaktadır.

Türkiye ve Yükselen Ekonomiler Literatürü

Türkiye'nin coğrafi konumu ve gelişmekte olan bir ekonomi olması, kurumsal finansal kararların küresel ve bölgesel belirsizliklere olan duyarlılığını artırmaktadır. Türkiye üzerine yapılan ampirik çalışmalar, jeopolitik risklerin ve ekonomik belirsizliklerin nakit tutma, yatırım ve vergi stratejileri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Aksoy-Hazır ve Tan (2023), 2005-2019 dönemini kapsayan analizlerinde, jeopolitik risklerin Türk firmalarının nakit tutma düzeylerini anlamlı bir şekilde artırdığını ortaya koymuştur. Bu bulgu, firmaların dışsal şoklara karşı bir tampon oluşturma isteği olan ihtiyat güdüsü ile açıklanmaktadır. Ancak bu ilişki sektörel bazda farklılık gösterebilmektedir; nitekim aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan yedi ülkeyi inceleyen Demir vd. (2019), konaklama sektörü özelinde jeopolitik risklerin nakit varlıklarını negatif etkilediğini bulgulamıştır. Bu durum, söz konusu sektörün jeopolitik sarsıntılara olan yüksek hassasiyeti ve nakit akışlarındaki ani daralmalar nedeniyle rezervlerin hızla tükenmesiyle ilişkilendirilmektedir (Demir vd., 2019).

Türkiye literatüründe nakit yönetiminin performansa etkisi sektörel bazda da incelenmiş; örneğin Göktaş ve Çokmutlu (2024), 2018-2022 döneminde BİST otomotiv sektörü firmalarının nakit akım temelli performanslarını oyun teorisi yaklaşımıyla analiz ederek, kriz ve belirsizlik dönemlerinde nakit akış yönetiminin finansal başarıdaki belirleyici rolünü ortaya koymuşlardır.

Ekonomik belirsizlik kanadında, Dinçergök (2023), BİST 100 endeksindeki firmalar üzerinde yaptığı çalışmada, ekonomi politikası belirsizliğinin nakit oranları üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu tespit ederek Türkiye örneğinde ihtiyat güdüsü hipotezini desteklemiştir. Benzer bir yaklaşımla, Tan ve Aksoy-Hazır (2022), ABD kaynaklı belirsizlik yayılımının Türk firmalarının nakit tutma davranışlarını nasıl etkilediğini incelemiş ve küresel belirsizliklerin yerel firmaları daha fazla nakit tutmaya ittiğini, reel opsiyonlar perspektifinden ise yatırımların bu dönemlerde ertelendiğini raporlamıştır. Yatırım harcamaları üzerindeki bu baskı, Tan vd. (2022) tarafından da teyit edilmiştir; araştırmacılar jeopolitik risklerin Türk firmalarının kurumsal yatırım kararlarını negatif yönde etkilediğini ampirik olarak kanıtlamıştır.

Belirsizliğin sadece nakit seviyesi değil, diğer stratejik finansal kararlar üzerindeki etkileri de literatürde tartışılmaktadır. Aksoy Hazır (2025), jeopolitik risklerin vergi kaçınma davranışları üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, artan risklerin Türkiye'deki firmaların vergi kaçınma faaliyetlerini azalttığını bulgulamıştır. Bu durum, vekalet teorisi çerçevesinde, yüksek risk dönemlerinde izleme maliyetlerinin artması ve yöneticilerin riskli vergi stratejilerinden kaçınmasıyla açıklanmaktadır (Aksoy Hazır, 2025). KOBİ'ler düzeyinde ise Yılmaz (2024), finansmana erişim ve ekonomik belirsizliğin Türkiye ve Avrupa'daki işletmeler üzerindeki etkisini inceleyerek, belirsizlik dönemlerinde finansal kısıtların nakit yönetimi üzerindeki belirleyici rolüne dikkat çekmiştir. Son olarak, Corsetti vd. (2025), Rusya'nın Ukrayna'yı

işgali gibi büyük jeopolitik şokların Türk ihracatçı firmaları üzerindeki etkilerini inceleyerek, firmaların bu tür krizler karşısında ticaret rotalarını ve finansal pozisyonlarını "jeopolitik etrafında ticaret yaparak" nasıl yeniden şekillendirdiklerini ortaya koymuştur.

Tartışma: Nakit Tutmanın Bedeli ve Avantajları

Kurumsal finans yazınında nakit tutma kararı, likiditenin sağladığı marjinal fayda ile bu likiditeyi elde tutmanın doğurduğu marjinal maliyetin dengelenmesi esasına dayanmaktadır (Opler vd., 1999). Özellikle küresel belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin arttığı konjonktürde nakit, firmalar için pasif bir varlık olmaktan çıkarak stratejik bir "sessiz kalkan" işlevi görmektedir.

Nakit Tutmanın Avantajları

Firmaların bilançolarında nakit biriktirmesi, özellikle piyasa sürtünmelerinin ve dış finansman maliyetlerinin yüksek olduğu dönemlerde birçok stratejik üstünlük sağlamaktadır.

Nakit rezervleri, finansal krizler veya COVID-19 pandemisi gibi sistemik şoklar sırasında firmaların operasyonel sürekliliğini koruyan en kritik unsurdur (Troi ve Imelda, 2023). "Nakit odaklı dayanıklılık" kapasitesi yüksek olan firmalar, gelir akışlarının durma noktasına geldiği dönemlerde dahi yükümlülüklerini yerine getirebilmekte ve rakiplerine göre daha hızlı toparlanabilmektedir (Sastrasasmita vd., 2023).

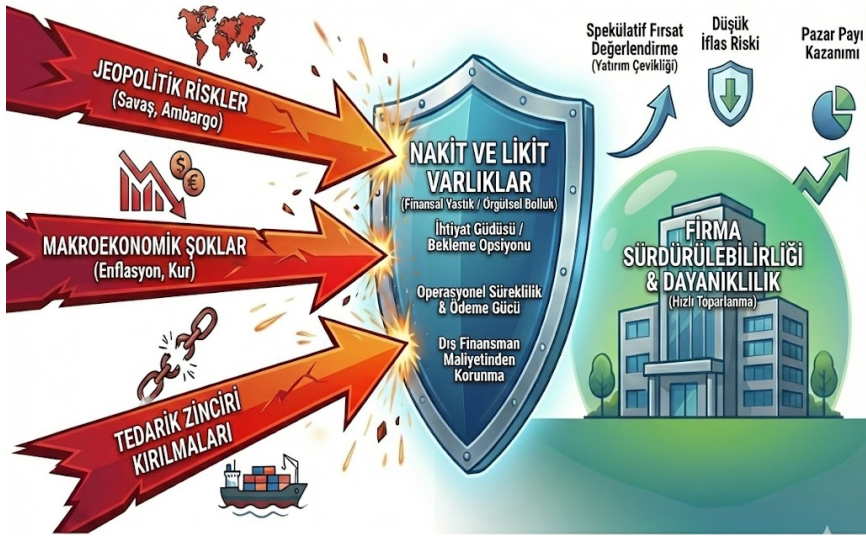
Finansman hiyerarşisi teorisine göre firmalar, bilgi asimetrisi nedeniyle pahalı olan dış finansman yerine içsel fonları kullanmayı tercih ederler (Akhtar, 2025). Elde tutulan nakit, firmayı bankaların kredi verme isteksizliğinden ve yüksek faiz maliyetlerinden koruyarak, yatırımların özkaynakla finanse edilmesine olanak tanır (Yang vd., 2017).

Stratejik yönetim perspektifinden nakit, bir örgütsel bolluk kaynağıdır. Bu kaynak, firmayı dışsal makroekonomik şoklara ve

jeopolitik risklere karşı bir yastık gibi korur (Agusti vd., 2020). Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda, jeopolitik risklerin arttığı dönemlerde nakit tutmanın artması, bu ihtiyat güdüsünün somut bir yansımasıdır (Aksoy-Hazır ve Tan, 2023).

Spekülatif güdü çerçevesinde nakit, belirsizlik dönemlerinde ortaya çıkabilecek ani ve kârlı yatırım fırsatlarını veya ucuz varlık alımlarını değerlendirme gücü verir (Huang-Meier vd., 2016). Finansal esnekliğe sahip firmalar, kriz dönemlerinde rakipleri daralırken pazar payını artırma potansiyeline sahiptir (Gamba ve Triantis, 2008).

Şekil 1: Nakit Tutmanın Avantajları



Nakit Tutmanın Maliyetleri

Avantajlarına rağmen, nakit rezervlerinin aşırı seviyelere ulaşması firma üzerinde çeşitli ekonomik ve yapısal maliyetler yüklemektedir.

Nakit, düşük getirili bir varlıktır. Paranın nakit olarak tutulması, bu kaynağın daha yüksek getiri potansiyeli olan fiziksel

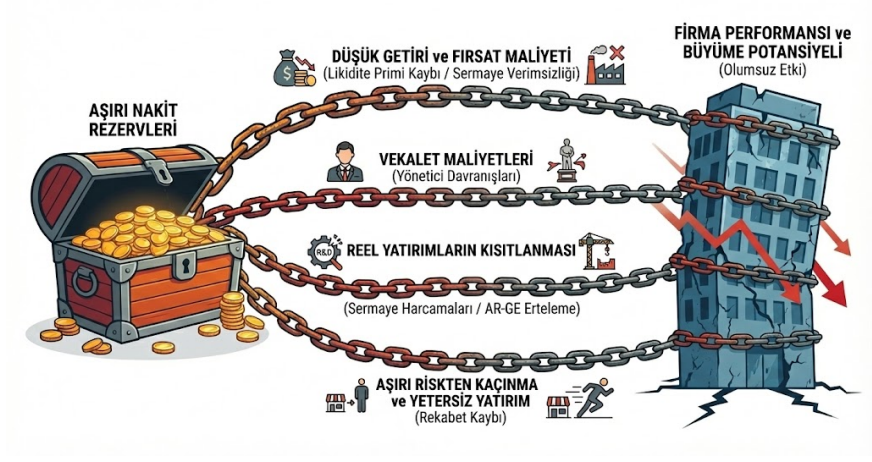
yatırımlarda veya finansal araçlarda kullanılmamasından kaynaklanan likidite primi kaybına yol açar (Opler vd., 1999). Bu durum, sermayenin verimsiz tahsisi anlamına gelebilmektedir (Weidemann, 2018).

Serbest nakit akışı teorisine göre, yöneticiler ellerindeki nakdi hissedarların yararına kullanmak yerine, kendi kişisel güçlerini artıracak verimsiz projelerde harcama veya piyasa disiplininin kaçmak için gereksiz yere istifleme eğilimi gösterebilirler (Jensen, 1986; Amess vd., 2015). Jeopolitik risklerin arttığı dönemlerde Çin gibi piyasalarda gözlemlenen nakit azalışları, yöneticilerin bu vekalet problemlerini azaltmak için nakdi dağıtma baskısı altında kalmasıyla açıklanmaktadır (Wang vd., 2024).

Ekonomik politika belirsizliği dönemlerinde nakit biriktirme motivasyonu, reel yatırımların finansmanından çalabilmektedir. Yapılan ampirik çalışmalar, firmaların ihtiyat amacıyla nakit toplarken sermaye harcamalarını önemli ölçüde kısıtıklarını ve bu durumun uzun vadede üretim kapasitesini olumsuz etkilediğini göstermektedir (Zhao ve Niu, 2023). Benzer şekilde, nakit akışı belirsizliği AR-GE yatırımlarının daha muhafazakâr bir şekilde yapılmasına veya ertelenmesine neden olur (Beladi vd., 2021).

Finansal esnekliği koruma arzusu, firmaları aşırı riskten kaçınan bir yapıya büründürebilir. Gelecekteki belirsizliklerden korkarak sürekli nakit biriktiren bir yönetim anlayışı, büyüme potansiyeli yüksek ancak riskli projelerin reddedilmesine (yetersiz yatırım) ve dolayısıyla firmanın pazar rekabetinde geri kalmasına yol açabilir (Bradley vd., 1998; Su vd., 2020).

Şekil 2: Nakit Tutmanın Maliyetleri



Sonuç ve Öneriler

Bu çalışma, küresel ve bölgesel belirsizliklerin kurumsal finansal politikalar üzerindeki etkisini inceleyerek, nakdin kriz anlarında işletmeler için görünmeyen ama hayati bir savunma mekanizması işlevi gördüğünü ortaya koymuştur. Literatürde "sessiz kalkan" olarak kavramsallaştırılan bu metafor, ampirik bulgularla desteklenen ihtiyat güdüsü ve finansal esneklik teorileri çerçevesinde bilimsel bir temele oturmaktadır (Opler vd., 1999; Caldara ve Iacoviello, 2022). Özellikle jeopolitik risklerin ve ekonomik politika belirsizliğinin arttığı dönemlerde nakit rezervleri, firmaların finansal kısıtları aşmasını ve operasyonel dayanıklılığını korumasını sağlayan en stratejik enstrüman haline gelmektedir (Aksoy-Hazır ve Tan, 2023).

Bu doğrultuda, işletme yöneticilerinin jeopolitik ve ekonomik şokları takip edebilecek belirsizlik erken uyarı sistemleri oluşturmaları ve statik nakit oranları yerine, risklerin yoğunluğuna göre değişen dinamik nakit hedefleri belirlemeleri kritik önem arz etmektedir. Likidite yönetiminin çevik bir yapıya kavuşturulması ve nakit politikalarının sektörel bazdaki özgün belirsizlik ölçümlerine

göre uyarlanması, firmaların hem şoklara dayanıklı kalmasını hem de kriz anlarında doğabilecek stratejik fırsatları değerlendirme gücünü korumasını sağlayacaktır (Kotcharin ve Maneenop, 2020; Gasimov, 2025). Regülatörler ve politika yapıcılar tarafında ise, makro-bazlı likidite politikalarının geliştirilmesi ve finansal stres testlerinin belirsizlik senaryolarını kapsayacak şekilde artırılması ekonomik istikrar için elzemdir. Ayrıca, jeopolitik risk göstergelerinin ulusal finansal istikrar raporlarına resmi olarak dahil edilmesi, piyasa aktörlerinin risk algısını daha gerçekçi bir zeminde yönetmelerine yardımcı olacaktır (Yılmaz, 2024). Sonuç olarak nakit, doğru yönetildiği ve stratejik bir perspektifle konumlandırıldığı takdirde, belirsizlik fırtınalarına karşı işletmeleri koruyan en güçlü finansal kalkan olma özelliğini sürdürmektedir.

Kaynakça

- Ahmad, T., Kausar, N., Akram, H. M. N., & Kareem, A. (2023). Degree of Financial Flexibility and its Impact on Investment Activities, Cash Holdings and Firm Performance. *Sustainable Trends in Business Research*, 1(1), 39-52.
- Akhtar, T. (2025). Cash holdings in MENA region: evidence from trade-off model, pecking order theory, and agency theory. *Future Business Journal*, 11(33). <https://doi.org/10.1186/s43093-025-00454-5>
- Aksoy Hazır, Ç. (2025). Tax avoidance and geopolitical risk: evidence from Turkey. *Ardahan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(1), 1-15.
- Aksoy-Hazır, Ç., & Tan, O. F. (2023). The impact of geopolitical risk on cash holdings policy: evidence from an emerging market. *Managerial Finance*, 49(9), 1400-1419.
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Balcilar, M., Gupta, R., Lee, C.-C., & Olasehinde-Williams, G. (2020). Insurance and economic policy uncertainty. *Research in International Business and Finance*, 54, 101253.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2010). Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France. *SSRN Working Paper*.

- Behera, M., & Mahakud, J. (2025). Geopolitical risk and cash holdings: evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Economic Policy*, 17(1), 132-156.
- Beladi, H., Deng, J., & Hu, M. (2021). Cash flow uncertainty, financial constraints and R&D investment. *International Review of Financial Analysis*, 76, 101785.
- Boileau, M., & Moyen, N. (2009). Corporate Cash Savings: Precaution versus Liquidity. CIRPÉE Working Paper, 09-53.
- Bradley, M., Capozza, D. R., & Seguin, P. J. (1998). Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty. *Real Estate Economics*, 26(4), 555-580.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225.
- Chen, P.-F., Lee, C.-C., & Zeng, J.-H. (2019). Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market. *Applied Economics*, 51(31), 3423-3435.
- Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2014). Financial Flexibility and Corporate Cash Policy. SSRN Working Paper.
- Cheng, C. H. J., Chiu, C. W., Hankins, W. B., & Stone, A. L. (2018). Partisan conflict, policy uncertainty and aggregate corporate cash holdings. *Journal of Macroeconomics*, 58, 78-90.
- Cho, J.-H. (2024). The effect of geopolitical risk on corporate cash holdings: evidence from Korea. *Applied Economics Letters*, 31(13), 1159-1165.
- Corsetti, G., Demir, B., ve Javorcik, B. (2025). Trading around Geopolitics. Robert Schuman Centre for Advanced Studies (RSC) Working Paper, No. 2025/33.

- Das, B. C., Hasan, F., & Sutradhar, S. R. (2023). The impact of economic policy uncertainty and inflation risk on corporate cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62, 865-887.
- Demir, E., Díez-Esteban, J. M., ve García-Gómez, C. D. (2019). The impact of geopolitical risks on cash holdings of hospitality companies: Evidence from emerging countries. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 39, 166-174.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200.
- Dinçergök, B. (2023). Ekonomi politikası belirsizliğinin nakit oranlarına etkisi: BİST 100 endeksindeki firmalarda bir uygulama. *Business and Management Italics Journal (BMIJ)*, 11(3), 1206-1225.
- Dokas, I., Oikonomou, G., Panagiotidis, M., & Spyromitros, E. (2023). Macroeconomic and Uncertainty Shocks' Effects on Energy Prices: A Comprehensive Literature Review. *Energies*, 16, 1491.
- Ebrahim, Z., Inderwildi, O. R., & King, D. A. (2014). Macroeconomic impacts of oil price volatility: mitigation and resilience. *Frontiers in Energy*, 8(1), 9-24.
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
- Ghirelli, C., Gil, M., Pérez, J. J., & Urtasun, A. (2021). Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain. *Empirical Economics*, 60, 869-892.

- Gholipour, H. F. (2019). The effects of economic policy and political uncertainties on economic activities. *Research in International Business and Finance*, 48, 210-218.
- Gkillas, K., Gupta, R., & Pierdzioch, C. (2020). Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance. *International Economics*, 163, 134-154.
- Göktaş, F., & Çokmutlu, M. E. (2024). Nakit akım temelli finansal performans analizi için bir oyun-teorik yaklaşım: BIST otomotiv sektörü firmaları üzerine bir uygulama. *Journal of Turkish Operations Management*, 8(1), 307-321. <https://doi.org/10.56554/jtom.1432933-3711810>
- Goodell, J. W., Goyal, A., & Urquhart, A. (2021). Uncertainty of uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Financial Stability*, 56, 100922.
- Guizani, M. (2024). Does internal cash flow-external financing sensitivity react to economic policy uncertainty and geopolitical risk? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Financial Economic Policy*, 16(3), 296-318.
- Hankins, W. B., Stone, A. L., Cheng, C. H. J., & Chiu, C. W. (2019). Corporate decision making in the presence of political uncertainty: The case of corporate cash holdings. *The Financial Review*.
- Hoque, M. E., & Zaidi, M. A. S. (2020). Global and country-specific geopolitical risk uncertainty and stock return of fragile economies. *Journal of Economic Studies*, 47(3), 497-521.
- Huang-Meier, W., Lambertides, N., & Steeley, J. M. (2016). Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47, 699-732. DOI 10.1007/s11156-015-0517-1

- Isik, C., Sirakaya-Turk, E., & Ongan, S. (2020). Testing the efficacy of the economic policy uncertainty index on tourism demand in USMCA: Theory and evidence. *Tourism Economics*, 26(8), 1344-1357.
- Kang, D., & Lee, D. H. (2017). Energy shocks and detecting influential industries. *Energy*, 125, 234-247.
- Khatib, S. F. A., Al Amosh, H., & Mhlanga, D. (2025). Mind the Tides: A Systematic Review of the Geopolitical Risk Literature. *Politics & Policy*, 1–25.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*. Houghton Mifflin Publishing, ABD.
- Kotcharin, S., & Maneenop, S. (2020). Geopolitical risk and corporate cash holdings in the shipping industry. *Transportation Research Part E*, 136, 101862.
- Kuti, M. (2011). *Cash Flow at Risk, Financial Flexibility and Financing Constraint*. Studies.
- Lee, C.-C., & Wang, C.-W. (2021). Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480.
- Li, X. (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38, 106694.
- Li, Z., Li, Y., & Zhang, X. (2024). Does geopolitical risk hinder corporate innovation? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 83, 102226.
- Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis.

International Journal of Commerce and Management, 23(2), 79-96.

- Min, H. (2022). Examining the Impact of Energy Price Volatility on Commodity Prices from Energy Supply Chain Perspectives. *Energies*, 15, 7957.
- Mulhall, R. A., & Bryson, J. R. (2014). Energy price risk and the sustainability of demand side supply chains. *Applied Energy*, 123, 327-334.
- Nguyen, D. B., Nong, D., Simshauser, P., & Pham, H. (2024). Economic and supply chain impacts from energy price shocks in Southeast Asia. *Economic Analysis and Policy*, 84, 929-940.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Pringpong, S., Maneenop, S., & Jaroenjitrkam, A. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets. *North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. L. (2012). The Value of Financial Flexibility and Payout Policy. SSRN Working Paper.
- Sánchez, J. M., & Yurdagul, E. (2013). Why Are Corporations Holding So Much Cash? *The Regional Economist*, January 2013, 5-8.
- Setianto, R. H., & Kusumaputra, A. (2017). Corporate Financial Flexibility, Investment Activities, And Cash Holding: Evidence From Indonesia. *The Indonesian Capital Market Review*, 9(2).

- Su, X., Zhou, S., Xue, R., & Tian, J. (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 60, 4567-4592.
- Tan, O. F., ve Aksoy-Hazır, Ç. (2022). The Impact of Uncertainty Spillover on Cash Holdings Behavior of Turkish Firms. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 30(2), 481-503.
- Tan, O. F., Cavlak, H., Cebeci, Y., ve Güneş, N. (2022). The Impact of Geopolitical Risk on Corporate Investment: Evidence from Turkish Firms. *The Indonesian Capital Market Review*, 14(1), 16-32.
- Tekin, H. (2020). How optimal cash changed by the global financial crisis?: a multi-country analysis. *Economics and Business Letters*, 9(2), 114-123.
- Tekin, H., Gürbüz, H. Z., & Kayadibi, S. (2022). How Do Geopolitical Risk and Global Trade Shape Corporate Cash Policy? Evidence From the Financial Crisis of 2008–2009. In *Global Trade in the Emerging Market Era* (pp. 47-66). IGI Global.
- Tran, Q. T. (2020). Economic policy uncertainty, value of cash and financial crisis. *European Journal of Management and Business Economics*, 32(1), 24-42.
- Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., & To, B. C. N. (2024). Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections. *International Journal of Managerial Finance*, 20(5), 1218-1243.
- Trinh, N. T., Nguyen, T. P. T., & Nghiem, S. H. (2022). Economic policy uncertainty and other determinants of corporate cash

- holdings of Australian energy companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 16(6), 1192-1213.
- Umar, M., Su, X., & Mirza, N. (2024). Geopolitical risk and renewable energy technology innovation. *Energy Economics*, 131, 107361.
- Wang, K.-H., Xiong, D.-P., Mirza, N., Shao, X.-F., & Yue, X.-G. (2021). Does geopolitical risk uncertainty strengthen or depress cash holdings of oil enterprises? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66, 101516.
- Wang, X., Wang, M., & Wu, H. (2024). Geopolitical risk and corporate cash Holdings in China: Precautionary motive and agency problem perspectives. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103235.
- Wang, Y., Chu, C. C., & Zhang, X. (2025). Geopolitical risk and corporate cash holdings: The role of managerial ability. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 99, 102047.
- Weidemann, J. F. (2018). A state-of-the-art review of corporate cash holding research. *Journal of Business Economics*, 88, 765-797. <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0882-4>
- Yang, C.-C., Lin, C.-J., & Lu, Y.-C. (2000). Investment Strategy, Dividend Policy and Financial Constraints of the Firm. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 3(2), 235-267.
- Yang, S., & Fu, Y. (2025). Interconnectedness among supply chain disruptions, energy crisis, and oil market volatility on economic resilience. *Energy Economics*, 143, 108290. 9–2933.

- Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X., & Tian, L. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China. *China Economic Review*, 46, 110-122.
- Younis, I., Gupta, H., Shah, W. U., Sharif, A., & Tang, X. (2024). The Effects of Economic Uncertainty and Trade Policy Uncertainty on Industry-Specific Stock Markets Equity. *Computational Economics*, 64, 290
- De Santis, R. A. (2024). Supply chain disruption and energy supply shocks: impact on euro area output and prices. *ECB Working Paper Series*, No 2884.
- Yılmaz, S. (2024). Access to Finance and Economic Uncertainty: An Examination on SMEs in Turkey and Europe. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 25-41.
- Zhao, X., & Niu, T. (2023). Economic policy uncertainty and corporate cash holdings: the mechanism of capital expenditures. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 30(4), 930-950.

BÖLÜM 7

İSLAM FİNANSININ AKSİYOMLARINDAN FELAH AKSİYOMUNUN RİSALE-İ NUR'A GÖRE OKUNMASI

İSMAİL ÇELİK¹

Giriş

Bütün semavi dinlerde olduğu gibi İslâm dininin esas gönderiliş gayesi insanlara doğru yolu göstererek onların ebedi kurtuluşa ermeleridir. Çünkü insan bu dünyaya ilim ve dua gibi vesilelerle olgunlaşarak ebedi bir hayata hazırlık yapmak için gönderilmiş ve bunun için de bir imtihan sürecine tabi tutulmuştur. İmtihan ise içerisinde çeldiricilerin olduğu çok çetrefilli bir ortamdır. İşte bu ortamda insanların iradesini kullanarak doğru yaşam standartlarını elde etmesi ona İlâhi bir yardımla ancak mümkün olmaktadır. Çünkü yaratılan bir varlık, yaratıcının bildirmesi olmadan kendinden beklenen misyonu kavrayıp da hayatına doğru bir şekilde taşıması mümkün değildir. Bu yönüyle İslâm dinin temel referans kaynaklarına bakıldığında zaten bu format rahatlıkla gözükmektedir. İnsan yaşamının nihai durakları olan cennet ve cehennem olguları vurgulanmakta ve buralara giriş vesileleri ise açıkça ifade edilmektedir. Zamana göre bu kaynakların sunduğu

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Keçiborlu MYO, Finans Bankacılık Sigortacılık Isparta/ Türkiye, ORCID: 0000-0002-1639-5276

kurtuluş içerikleri de zamanın bilim insanları tarafından özellikle gündeme taşınmaktadır. Günümüz şartlarında insanların geldiği yaşam standartlarında insanların muhatap oldukları içeriklere göre nasıl bir son beklediği ve bunların tehlike ve fırsat boyutları ifade edilerek insanların öncelikleri vurgulanmak zorundadır. Böyle bir vazifeyi yaptığını iddia eden Risale-i Nur da bu amaçla içeriğinde çok ciddi konulara yer vererek misyonunu tamamlama kararlılığında olan bir yazın olarak varlığını sürdürme idealinde olan bir Kur'an tefsiri olarak güncelliğini korumaktadır.

İslâm finansının en temel aksiyomlarının neler olduğu konusunda yazında farklı içerikler bulunmaktadır (Çelik, 2016:167). Fakat bu konuda Uluslararası İslâmî Finans için en kapsamlı temel aksiyomları belirleyip yayımlayan kuruluş İslâm Hukuku Araştırmaları Akademisi (ISRA) (2011) olmuştur. Bu çalışmaya göre; İslâm finansal sistemin temel aksiyomları; tevhit, rububiyet, hilafet, tezkiye, adalet, ihsan, farz, ihtiyar, risalet, ahiret, kefalet ve felah kavramları olarak ifade edilmiştir. Bu bölümde onlarca dillere çevrilerek bütün insanlığın ebedi kurtuluşu için Kur'anî bir reçete olan Risale-i Nur münderacatında felah konusunun nasıl işlendiği ifade edilmeye çalışılarak kurtuluşa ermek isteyenlere çok değerli Kur'anî bir ipin varlığının altı çizilmeye, özellikle küresel bir ağ olan ve her insanın bir şekilde kendini içerisinde bulduğu finansal sistemin dayattığı tehditlerden korunmanın en temel konuları ana hatları ile gündeme taşınmaya çalışılacaktır.

Genel Tehlikeler

Felah; dinin men ettiği hususlardan çekinip emrettiği içerikleri de yerine getiren bir kimsenin ebedi yaşam yeri olan ahiretteki hesap esnasında kurtuluşa ererek sonsuz saadet ve huzura ermesi olarak tanımlanabilir (Pusmaz, 2011:26). Diyanet İslâm ansiklopedisinde ise bu kavram; “bireyin dini ve ahlâkî mükellefiyetlerini ifa ya da içtinap ettikten sonra bu dünyada huzura erme ve nihai aşamada ise ahirette nail olacağı bâki kurtuluş ve

selamete kavuşmayı ifade eden bir kavramdır (Bebek, 2000:300) mealinde yer almıştır.

Bir şeyden kurtulabilmek için öncelikli olarak söz konusu tehlikelerin ortaya konulmuş olması gerekir. Öyle ki bu tehlikelerin de imtihan formatına da uygun hale gelebilmesi için insanın iç dinamiklerinde bu tehlikeleri göz göre göre isteyip işleyebilecek donanımlarının olması gerekir. Diğer taraftan da bu gibi faktörleri sahiplenerek bunu bir inanç meselesinin pratik yaşamda tatbikatı olarak kabul edip bu gibi unsurları yaymak için bir bilince sahip olması gereken varlıklar da olması gerekir.

Öncelikli olarak yaratılıştan gelen ve insanın fitratında bulunan ciddi olarak da insanı helakete götürecek unsurları nazara vermek gerekir. Hz. Allah, Hz. Âdem'i yarattığında meleklerin verdiği "*Orada bozgunculuk yapacak, kan dökecek birini mi yaratacaksın?*" (Bakara,2;30)² cevabı oldukça manidar gözükmektedir. İşte bu konunun izah edildiği yerde daha fiiliyata geçmeyen insanlık ikliminin nasıl bir yapıda olduğunu ifade edilmiştir. Çünkü insandaki kuvve-i şehevîye ve gadabîye özelliklerinin bunu netice vereceğini idrak ederek bu suali sormuşlardır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İşârât-ül İ'caz, 1992:202).

Nitekim insanlık dünyada yaşamaya başladığında da bu istifsar karşılığını bulmuş ve şu şekilde külliyatta ifade edilmiştir:

"İşte, o şecerenin kuvve-i şehevîye-i behîmiye dalında beşerin enzarına verdiği meyveler ise; *esnamlar* ve *âliheler*dir... O şecerenin kuvve-i gadabîye dalında, *biçare beşerin* başında küçük büyük *Nemrutlar*, *Firavunlar*, *Şeddadlar* meyvelerini yetiştirmiş; kuvve-i akliye dalında, *âlem-i insaniyetin dimağına dehriyyun maddiyyun, tabiiyyun* gibi meyveleri vermiş, *beşerin* beynini bin parça etmiştir." (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1992:541)

² Ayet Mealleri; genellikle <https://www.kuranmeali.com/> adresindeki ayet karşılaştırma sekmesindeki Diyanet İşleri Meali (Yeni)'nden faydalanılmıştır.

Dünyanın en genel karakteristik özelliklerinden biri de pratik hayatta söz konusu tehlikeleri sahiplenerek hayata taşıyan insanların olmasıdır. Bu ince nokta ise Sözler adlı kitapta; İnsan, yaratılışı itibarıyla “ahsen-i takvîm” mertebesinde var edilmiş ve son derece kapsamlı bir istidatla donatılmıştır. Bu sebeple, en aşağı mertebelerden en yüce derecelere; yeryüzünden Arş’a, zerreden güneşe kadar nasıl mertebeler, kod farkları insanlık âleminde de geniş bir makam ve mertebe skalasında yükselme veya düşme kapasitesi vardır. Böylece insan, sınırsız bir yükseliş ve düşüş imkânının bulunduğu bir imtihan alanına gönderilmiş; kudretin bir mucizesi, yaratılışın nihai hedefi ve sanatın hayranlık uyandıran bir numunesi olarak dünyada yerini almıştır. İnsanlık tarihindeki bu çarpıcı terakkî (yükseliş) ve tedennîn (düşüş) temel sırrı da burada yatmaktadır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:319). İşte yanlış ve tehlikeli yollarda gidip de sonunda hüsrana uğrayanlar tercihlerine göre o yolları seçtikleri için buradaki mesuliyeti yaratıcıya vermek doğru değildir. Hele hele bir de bunu yaşam mecburiyeti olarak kabul edip de muhatap olduğu kitleye dayatmaya çalışmanın elbette yaptırımı daha çok çetin olacaktır.

İşte burada devreye şeytan dediğimiz çok dehşetli bir insan düşmanı olan varlık devreye girmektedir. Onun için Kur’an’da şeytan imgesini ciddi vurgular yapılması ne kadar aşikar bir durumsa külliyyatta da şeytan olgusuna aynı şiddette vurgu yapılmıştır. özellikle 13. Lem’â adındaki bir risale bu konuda külliyyatta ayrı bir hususiyeti olan konu olarak nazarlara sunulmuştur. Bu risalede görülmeye ama varlığı kesin olan bir şeytanın varlığı yanında insan suretinde olan şeytanlardan da bahsedilerek her yanlış yolu insanlık âleminde yerleştirmeye çalışan kimselerin de şeytan sınıfına dahil olduğu şu şekilde ifade edilmiştir:

İnsanlar arasında, şeytanî özellikler taşıyan ve “cesetli habîs ruhlar” olarak nitelenebilecek kimselerin fiilen var olduğu gözlemlenmektedir. Aynı şekilde, beden sahibi olmayan cinnî varlıklar arasında da habîs ruhların bulunduğu kabul edilmektedir. Bu iki tür arasındaki benzerlik öyle belirgindir ki, eğer cinnî habîs

ruhlar maddî bir beden giyseydi, bugün gördüğümüz şerli insanlar ile aynı mahiyeti sergileyeceklerdi. Benzer biçimde, insan biçimindeki bu şerli kimseler maddî bedenlerinden soyutlanabilseydi, cinnî şeytanlara benzeyecekleri rahatlıkla ifade edilebilir. Bu güçlü benzerlik sebebiyle bazı bâtil mezhepler, “İnsan sûretinde iken aşırı derecede şerre sapmış habîs ruhların öldükten sonra şeytana dönüştüğü” şeklinde bir görüş ortaya atmışlardır. Bilindiği üzere, değeri yüksek olan bir şey bozulduğunda, değeri düşük bir şeyin bozulmasından daha ağır bir bozulma ortaya çıkar. Örneğin, süt veya yoğurt bozulduğunda belli ölçüde tüketilebilir durumda kalabilirken, yağ bozulduğunda çoğu zaman zehir etkisi oluşturacak derecede zararlı hâle gelir. Benzer şekilde, yaratılmışların en mükerreremi olan insan da istidatlarını kötüye kullandığında, sıradan bir hayvanın bozulmasından daha ileri düzeyde bir bozulma sürüklenebilir. Bu tür kimseler, tıpkı leş ve pis kokularla beslenen haşerat veya başkalarına zarar vermekten haz alan zehirli yılanlar gibi, sapkınlık ortamındaki kötülüklerden, karanlık davranış kalıplarından ve zulümden haz duyar hâle gelirler. Böylece, adeta şeytanî bir mahiyet kazanırlar. Bu nedenle, cinnî şeytanların varlığına ilişkin en güçlü delillerden biri, insanlar arasında şeytanî vasıflar taşıyan kimselerin varlığının gözlemlenebilir olmasıdır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Lem’alar, 1993:283). Bu husus da zaten “*Cinlerden ve insanlardan; insanların kalplerine vesvese veren sinsi vesvesecinin kötülüğünden, insanların Rabbine, insanların Melik’ine, insanların İlâh’ına sığınırım.*” (Nas, 114;1-6) suresinde açıkça ifade edilmiştir.

Diğer taraftan da her insan için nasıl bir nezaretçi hususi bir melek varsa görevli hususi bir şeytanın varlığından da ayrıca bahsedilmektedir (Risale-i Nur Külliyyatı, Lem’alar;474). Şeytanların en büyük üstâdları olan “İblis” denen büyük şeytan ile hususi şeytanların insanların iç dinamiklerinde insanı tahrik edecek de araçları vardır. Bu araçlar ise yine aynı eserde “*Kuvve-i şehevîye ve gadabîye ise, şeytanın desiselerine hem kabile* (kabul eden, yüklenen), *hem nâkile* (nakleden, transfer eden) *iki cihaz hükmündedir.*” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Lem’alar;1992:74)

olarak ifade edilmesinin yanında ilave olarak da başka bir konu bağlamında *“Evet, insanı dünyaya çağıran ve sevk eden esbab çoktur. Başta nefis ve hevâsı ve ihtiyaç ve havassı ve duyguları ve şeytanı ve dünyanın surî tatlılığı ve senin gibi kötü arkadaşları gibi çok dâileri var.”* (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Lem’alar;1992:122) diyerek bu araçların diğerleri de ayrıca ifade edilmiştir.

İşte bunlar insanın yaratılıştan potansiyelinde olan ve insanın terakki ve alçalması için olmazsa olmaz nitelikleridir. Bu özelliklerin ise ne zaman, ne şekilde devreye gireceği ise hiç belli olmayacak bir yapıdadır. Onun için de insanın sürekli bir şekilde ikaz ve tehditle uyanık olması sağlanmaya çalışılmıştır. Bu tarzdaki uslûb ise insanın şerefini kıran bir durum değil düşmanın oyun ve tuzaklarının çok çetin olduğunun nazara verilmesi ve insanın şerefli kimliğini muhafaza etmek içindir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Lem’alar;1992:77-78).

Diğer taraftan da insanlığın gelmiş olduğu seviyeye göre de dinden ve gerçek insanlık niteliklerinden uzaklaşmaların da olacağı ifade edilerek bu gibi gelişmelerin de çok büyük tehlikelerle insanlığı felâket ve helâkete götüreceği ihbar edilmiştir. Nemrutlar, Firavunlar, Şeddatlar, Deccallar ve Süfyanlardan bahsedilerek bu tehlikelerden korunmak için ciddi öğretiler ve kurtulma çareleri ifade edilmiştir. Bu gibi kişilerin icraatlarına karşı genelde bütün semavi dinlerin, özelde İslâm dininin nasıl bir çözüm ürettiği de açıklanmıştır. Örneğin;

Tarihsel bağlam, peygamberlerin mucizelerinin türünü belirleyen önemli bir unsurdur. Hz. Mûsâ’nın yaşadığı dönemde sihir toplumda geniş kabul gördüğünden, mucizeleri sihir alanını doğrudan etkisiz bırakan nitelikte tezahür etmiştir. Hz. İsa’nın döneminde ise tıp ve şifa uygulamaları revaçta olduğundan, mucizelerin çoğunlukla o zamanki tıbbî müdahaleleri de olağanüstü tedavi metotları ve hastalıklara ve hatta ölüme dahi çareler üretilmiştir.

Hız. Muhammed (a.s.m)'in yaşadığı Arap toplumunda dört bilgi ve kültür alanı öne çıkmaktaydı: belâgat ve fesahat, şiir ve hitabet, kâhinlik ve gaybî haberler ile tarihsel ve kozmolojik bilgilere dair söylemler. Kur'ân'ın nüzulü, bu dört alanda otorite iddiasında bulunan kişilere karşı doğrudan bir meydan okuma teşkil etmiş ve onların iddialı oldukları konuları aşan üstünlükte bir beyan olarak ortaya çıkarak onların bütün otoritelerini darmadağın etmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Mektubat, 1992:184-185).

Yine diğer taraftan muasır olduğu dönemlerde bu icraatını mucizevârî bir şekilde sürdürmekle birlikte gelecekte de zamanına uygun dinden uzaklaşmaların ve bozulmaların olacağını beyan ederek onlara karşı da gerek Kur'an'da gerekse de hadislerde nasıl davranılması gerektiği hususu yer yer beyan edilmiştir. Özellikle ahirzaman ve kıyamet olgularına yoğun bir şekilde yer verilmiş, o zamandaki dehşetli şahısların ve dönemlerin özelliklerinden bahsedilerek feraset ve basiretli bir duruş sergilenmesi için uyarılar yapılmıştır. Bu öyle bir ikaz dozunda olmuş ki daha peygamber dönemindeki sahabeler dahi bu konuların dehşet ve tehlikelerinden korunmak için ciddi olarak Allah'a sığınıp bu kişiler ve dönemlerin şer, fitne ve tuzaklarından korunmak için virtlerinde yoğun bir şekilde istianelerini dile getirmişlerdir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler;343-344).

20. Yüzyıl ve Sonrası Dönemlere Has Tehlikeler ve Felah Çareleri

Risale-i Nur Külliyyatının yazıldığı ve müellifinin kendini bu noktada bir misyon sahibi olduğunu kabul ettiği yirminci yüzyıl ve devamındaki dönemlere has özellikler taşıyan ve ona göre de çözüm çareleri sunarak insanların felahı için ciddi olarak sağlam bir yapılanma bırakan nur külliyyatı bu noktada İslâm dünyasında ayrı bir imtiyaza sahiptir. Gerek üretmiş olduğu emsalsiz söylemleri ve içerikleri ile gerekse de vizyonunun kıyamete kadar bir perspektif çizmesi ile de uzun soluklu bir felâhiyet savaşçısı olduğunu ifade etmek abartı değildir. Nitekim *“Lillâhilhamd, Risaletü'n-Nur, bu*

asrı, belki gelen istikbali tenvir edebilir bir mu'cize-i Kur'aniye olduğunu çok tecrübeler ve vâkıalarla körlere de göstermiş.” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Kastamonu Lahikası, 1993:6) ifadeleri de bu konuda çok yerinde olduğu konunun uzmanlarınca gözlemlenerek tescillenmektedir.

O zaman bu zamandaki devam eden bu özel nitelikteki tehlikeleri ve bunlardan korunma ve felah çarelerini ana hatları ile ifade etmek yerinde olacaktır.

En temelde böyle bir külliyyatın ortaya çıkmasındaki en önemli itici güç olan tehlikeyi ifade etmek gerekir. Dikkat çekici ve anlamlı bir tevafuk olarak, Risale-i Nur Müellifi'nin 1316 (yaklaşık 1900) yıllarında önemli bir zihinsel dönüşüm yaşadığı görülmektedir. Şöyle ki: Bu tarihe kadar çeşitli ilim dallarını yalnızca bilgi edinme ve zihnî aydınlanma amacıyla merak eder, bu doğrultuda okur ve okuturdu. Ancak söz konusu dönemde, merhum valî Tahir Paşa aracılığıyla Avrupa'da Kur'ân'a karşı ciddi pervasız girişimlerin bulunduğunu öğrendi. Hatta bir gazetede, İngiliz sömürgeler bakanının “Bu Kur'ân Müslümanların elinde bulunduğu sürece onlara gerçek anlamda hâkim olamayız; onu etkisiz hâle getirmeye çalışmalıyız.” şeklindeki ifadesini okudu. Bu durum onda güçlü bir uyanışa vesile oldu. Bu esnada, ebced hesabıyla değeri 1316'ya denk gelen “*Fea'riz 'anhum*” (Onlardan yüz çevir) (En'am, 6;68) emrini mânevî bir ikaz olarak değerlendirdi ve bu etkiyle düşünce dünyasında köklü bir değişim yaşadı. Artık sahip olduğu tüm ilimleri Kur'ân'ın anlaşılması ve hakikatlerinin ispatı için birer basamak olarak görmeye başladı. İlmi çalışmalarının hedefini ve hayatının fitrî varoluş gayesini yalnızca Kur'ân'a hizmet olarak belirledi. Kur'ân'ın mânevî i'câzı yani Kur'an'ın her asra bir mesajının olması özelliği onun rehberi, mürşidi ve öğreticisi hâline geldi. Ne var ki, gençlik dönemine ait çeşitli zorluklar ve dikkat dağınıcı koşullar sebebiyle bu misyonu fiilen derhal gerçekleştiremedi. Ancak bir süre sonra Birinci Dünya Savaşı'nın sarsıcı şartlarıyla yeniden bir silkeleniş yaşadı ve o zamana kadar potansiyel hâlde taşıdığı bu düşünce giderek fiilî bir faaliyete

dönüşerek Risale-i Nur Külliyyatının çekirdekleri nevinden kısımları ortaya çıkmaya başladı (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, sikke-i Tasdik-i Gaybi, 1992:90-91). Bu husus külliyyatta başka bir risalede ayrıca şu şekilde ifade edilmiştir:

“Bediüzzaman, Van'da bulunduğu zamanlarda, Vali Tahir Paşa ile bazı gazetelerden havadis okurdu. Bilhassa İslâmiyeti alâkadar eden hususlara dikkat ederdi. Van'daki ikameti esnasında, âlem-i İslâmın vaziyetini bir derece öğrenmiş bulunuyordu. Birgün Tahir Paşa bir gazetede şu müthiş haberi ona göstermişti. Haber şu idi: İngiliz Meclis-i Meb'usânında Müstemlekat Nâzırı, elinde Kur'ân-ı Kerîmi göstererek söylediği bir nutukta, "Bu Kur'ân İslâmların elinde bulundukça biz onlara hâkim olamayız. Ne yapıp yapmalıyız, bu Kur'ân'ı onların elinden kaldırmalıyız; yahut Müslümanları Kur'ân'dan soğutmalıyız" diye hitabede bulunmuş. İşte bu müthiş haber, onda târifin fevkinde bir tesir uyandırmıştı. İstidadı şimşek gibi alevli, duyguları ve bütün letâifi uyanık ve ilim, irfan, ihlâs, cesaret ve şecaat gibi harika inayet ve seciyelere mazhar olan Bediüzzaman'ın, bu havadis üzerine, "Kur'an'ın sönmez ve söndürülmez mânevî bir güneş hükmünde olduğunu, ben dünyaya ispat edeceğim ve göstereceğim" diye kuvvetli bir niyet ruhunda uyanır ve bu saikle çalışır.” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Tarihçe-i Hayat, 1992:49-51)

Diğer taraftan İslâmî literatüre ilişkin yazınlarda âhîrzamana ilişkin değerlendirmelere göre, dinsizlik temelli iki güçlü fikrî akımın ortaya çıkacağı ifade edilmektedir. Bunlardan ilki, iman karşıtı bir söylemi “nifak” kisvesi altında yürüterek Hz. Muhammed (a.sm)’in risaletini inkâr etmeye yönelik bir harekettir. Rivayetlerde, bu cereyanın başında “Süfyan” olarak anılan bir liderin bulunacağı ve İslâm şeriatını tahrîp etmeye çalışacağı belirtilir. Buna karşılık, Hz. Peygamber’in soyundan gelen bir liderin manevî rehberliğiyle bu hareketin etkisini ortadan kaldıracaktır. İkinci akım ise materyalizm ve natüralizm temelli bir felsefî yaklaşımın ilerleyen dönemlerde güç kazanarak Allah’ın varlığını inkâr etmeye

yönelmesidir. Bu akım aynı geçmiş dönemlerde yaşamış ve İlahlık dava etmiş Nemrutvari bir cereyan gibi olacaktır. Bu düşünce, Allah'ı reddeden bireyi, mutlak bir özne ve kendi nefesine adeta küçük bir hâkimiyet alanı veren birer “küçük Nemrut” konumuna getirir. Bu akımın en aşırı temsilcisi olarak Deccal karakteri, sahip olduğu olağanüstü etki gücünü kullanarak dünyevî otoritesini bir tür ilahlık iddiasına dönüştürür. Bu çalkantılı dönemde, Hz. İsa'nın öğretilerinin özü olarak tanımlanan “hakiki İsevîlik” yeniden ortaya çıkacak ve mevcut Hristiyanlık geleneği hurafelerden arınarak İslâm'ın temel hakikatleriyle uyumlu bir yapıya dönüşecektir. Bu süreçte Hristiyanlık, manevî anlamda İslâmiyet'e yakınlaşacak; İslâm ise belirleyici konumda kalacaktır. Böylece iki dinin hakikate dayalı ittifadı, dinsizlik akımlarına karşı güçlü bir savunma unsuru oluşturacaktır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Mektubât;56-57).

Bu nitelikteki başka bir risalede ise bu konulara ilave olarak şu şekilde bir tehlike ve felah çaresi ifadelerine rastlanılmaktadır:

İnsan doğasında, akıl uzun vadeli faydayı görmesine rağmen, duygular devreye girdiğinde anlık hazların tercih edilmesi eğilimi baskın gelebilmektedir. Bu sebeple, yüzeysel ve geçici zevklere yönelen bireyleri bu yanlış rotadan vazgeçirmenin etkili yolu, söz konusu hazların kendi içindeki acı ve yıkıcı sonuçlarının gösterilmesi ile mümkündür. Gelineen sözde modern çağda insanlar, ahiretin kalıcı nimetlerini bilseler dahi, dünyevî ve geçici lezzetlere yönelme tehlikesiyle karşı karşıyadır. Bu durum, iman sahibi kişilerin bile dünyevîleşme sebebiyle yanlış eğilimlere kapılabileceğini göstermektedir. Risale-i Nur'un yaklaşımı, yalnızca ahiret azabını hatırlatmakla sınırlı değildir; aynı zamanda küfür ve dalâletin dünyada da ciddi ruhsal, toplumsal ve ahlâkî acılara yol açtığını analitik bir dille ortaya koyar. Çünkü çağdaş dönemde, bilim kaynaklı materyalist eğilimlerin ve sefahetin bağımlılık derecesindeki etkilerinin karşısında, sadece cehennem korkusuna dayalı uyarıların etkisi sınırlı kalmaktadır. Bu sebeple külliyyat, çeşitli “muavazene” (karşılaştırma) yöntemleriyle günahkâr davranışların psikolojik ve toplumsal zararlarını göstererek, en inatçı

ve haz odaklı bireylerde dahi bir yüzleşme ve pişmanlık hissi uyandırmayı amaçlar. Özellikle Altıncı, Yedinci, Sekizinci Sözlerdeki kısa karşılaştırmalar ve Otuz İkinci Sözdeki kapsamlı analiz, en kayıtsız bireylerde bile dikkat ve ciddiyet oluşturan çarpıcı örnekler niteliğindedir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar, 1992:675-678). Bu konunun devamında ise bir önceki paragrafta ifade edilen inkâr-ı Uluhiyet fikri ile ilgili de şöyle bir açılım söz konusudur:

Geçmiş dönemlerde, mutlak inkâr ve bilim kaynaklı materyalist eğilimler bugüne kıyasla oldukça sınırlıydı. Bu nedenle, klasik İslâm âlimlerinin ortaya koyduğu deliller ve metodolojik açıklamalar, dönemlerinin şüphe kaynaklarını gidermekte yeterli oluyor; Allah’a imanın toplum genelinde kabul görmesi sebebiyle insanları ahlâkî zaaflardan uzaklaştırmak daha kolay gerçekleşiyordu. Oysa günümüzde, mutlak inkârın yaygınlığı ve modern bilimsel paradigmaların yanlış yorumlanmasından beslenen ideolojik dalâlet, geçmişe oranla çok daha güçlü bir konuma gelmiştir. Eskiden bir bölgede nadiren rastlanan mutlak inkârcı tipolojisine karşılık, günümüzde aynı özelliklere sahip kişilerin bir kasabada dahi yüzlerle ifade edilebilmesi içten bile değildir. Bu yeni dönemde, inanç karşıtı söylemler yalnızca şüphe üretmekle kalmamakta; aynı zamanda bireylerde entelektüel inat, kibir ve aşırı bireycilik gibi unsurlarla birleşerek, iman hakikatlerine karşı direnci daha da artırmaktadır. Bu nedenle, böylesi köklü ve yapısal bir dirençle mücadele edebilmek için, hem aklî hem de varoluşsal düzeyde güçlü ve kuşatıcı bir epistemolojik yaklaşımın gerekli olduğu ifade edilmektedir. Bu bağlamda, Risale-i Nur’un, Kur’ân’ın manevî bir mucizesi ve çağın fikrî yaralarına yönelik bir “panzehir” niteliğinde olduğu vurgulanmaktadır. Eser, iman-küfür ve hidayet-dalâlet karşılaştırmalarını kapsamlı biçimde ele alarak, en inatçı ve mütemerrit zihinlerde bile bir yüzleşme ve çözülme oluşturmayı amaçlar. Risale-i Nur’un sunduğu deliller, Allah’ın birliğine ve temel iman esaslarına dair geniş kapsamlı bir perspektif sunmakta; kâinatın her bir unsurunu bu hakikatlerin bir delili olarak yorumlamaktadır. Nitekim Yirmi İkinci Söz’ün iki makamında,

Otuz İkinci Söz'ün birinci mevkîfında, Otuz Üçüncü Mektup'un pencerelerinde ve Asâ-yı Mûsâ risalesindeki hüccetlerde ortaya konan analizler, modern dönemin mutlak inkârını etkisiz kılabilen güçte argümanlar olarak sunulmaktadır. Bu çerçevede, Risale-i Nur'da tecelli eden Kur'ânî hakikatlerin, günümüzün kökleşmiş materyalist ve inatçı inkâr anlayışlarını çözebilecek nitelikte olduğu açıkça ve sarsılmaz bir şekilde ifade edilmektedir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar;678-679).

Aynı şekilde Risale-i Nur sosyal hayat ile ilgili tehlikeleri de dikkate alarak çeşitli çözüm çareleri sunmuştur. Toplumsal ve siyasal düzenin korunması, özellikle de bozguncu eğilimlerden uzak durularak milletin ve vatanın büyük tehlikelerden muhafaza edilmesi, beş temel ilkenin varlığına bağlıdır. Bu ilkeler; merhamet, saygı, güvenin yerleştirilmesi, helâl-haram bilincinin diri tutularak haramdan kaçınılması ve başıbozukluğu bırakıp itaat kültürünü yerleştirme gayretinde olmaktadır. Bu beş unsur, bir toplumun sosyal barışını, ahlâkî yapısını ve siyasal istikrarını sürdürebilmesi açısından vazgeçilmez niteliktedir. Risale-i Nur, toplum hayatı bağlamında incelendiğinde, bu beş temel değeri güçlendirmeye yönelik bir fonksiyonu üstlendiği görülmektedir. Külliyyat, hem bireysel hem toplumsal düzeyde ahlâkî bütünlüğü destekleyerek toplumsal huzurun ve asayişin sağlam temellere oturmasına katkı sunmaktadır.

Bu nedenle, Risale-i Nur'a yönelik engelleyici tavırların, doğrudan toplumsal düzeni ve asayişî zayıflatıcı sonuçlar doğuracağı; dolayısıyla bu tür müdahalelerin, farkında olarak ya da olmayarak, bozgunculuk eğilimlere ve toplumsal huzursuzluğa hizmet edebileceği ifade edilmektedir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Kastamonu Lahikası;240-241).

Yine nihai noktada ise külliyyatın müellifinin verdiği son derste ise şu şekilde ifadelere yer verilmiştir:

Günümüz sosyal yaşamında dikkat edilmesi gereken önemli meselelerden biri de geline medeniyetin, ihtiyaç algısı üzerindeki oluşturmuş olduğu etkileridir. Kur'ânî perspektiften değerlendirildiğinde, çağdaş yaşamın dayattığı koşullar sebebiyle zorunlu ihtiyaçların kapsamı geçmiş dönemlere kıyasla oldukça genişlemiştir. Eskiden dört temel unsurla sınırlı görülen zarurî ihtiyaçlar, günümüzde yirmiye yakın içeriğe çıkmış durumdadır. Üstelik bu genişleme, gerçek bir zorunluluktan ziyade alışkanlık, bağımlılık, tüketim kültürü ve sosyal taklit güdülerini ile beslenmektedir. Böylece aslında zarurî olmayan birçok unsur, bireyler tarafından zarurîymiş gibi algılanmaya başlanmıştır. Bu durumun en önemli sonucu, ahirete inanan bireylerin bile “zaruret” gerekçesiyle dünyevî menfaatleri ve geçim kaygılarını öncelik hâline getirmesi, hatta kimi zaman dünya hayatını ahirete tercih eder derecede bir yanlışlığa düşülmektedir. Çağdaş tüketim anlayışı ve genişleyen ihtiyaçlar listesi, bireyin değerler hiyerarşisini alt üst etmekte; ahiret bilincine sahip kişilerde dahi dünyevî kaygıların ağır basmasına yol açabilmektedir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Emirdağ Lahikası II;242-243) (Nursi)

Finansal Konulardaki Tehlike ve Felah Çareleri

Bu zamanın yaralarına merhem olma iddiasında olan bir külliyyatın elbette finansal sistemle, özellikle de faiz ya da riba konusu ile ilgili tehlikeyi nazara almaması düşünülemediği gibi felah çaresini de gündemine almaması da göz ardı edilemez. Nitekim külliyyatın müellifinin ilk dönem eserlerinden başlayarak sonraki dönemlerde ve nihai olarak da Risale-i Nur Külliyyatının telif dönemi eserlerinde de bu konunun altı çizilmeye çalışılmıştır.

İnsanlık âlemindeki ihtilâllerin en temelindeki sebebin emek-sermaye kavgası olduğunu ifade ettikten sonra hemen akabinde bu korkunç tehlikeden felah bulmanın çaresini de şu şekilde ifade etmiştir:

İslâm'ın en temel şartlarından biri olan zekat uygulamasının toplumda cari olması ve faizin her çeşidinin haramlığına riayet edilmesi ile birlikte karşılıksız borç denilen karz-ı hasen uygulamalarına toplumsal yardımlaşma olarak uygulamanın

yapılması olarak başvurulmalıdır. Gelineen noktadaki sermaye krallığının oluşturduğu sömürü düzeninin yıkılarak yerine sosyal barış ve yardımlaşmanın tesisinin de ancak faizin her çeşidinin ekonomik ve finansal sistemden dışlanması ile mümkün olduğunun altı da çizilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İlk Dönem Eserleri, 278, 2025)

Devamındaki dönemde telif edilen başka bir eserinde ise; zekatın terkedilmesi ile toplumda çoğu ahlâkî yozlaşmalara sebep olunacağı ve zekat verilmekle bir kimse belki az bir para kaybına muhatap olsa da zekata muhtaç olanlar desteklenmediği takdirde sosyal yozlaşma ve hastalıkların o toplumu sarıp sarmalayacağı ifade edilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İşârâtü'l İcaz, 42). Yine aynı eserde namazla zekatın aynı surede takip ederek geçmesinin sebebini; namazın dinin direği olduğu gibi zekatın da sosyal asayişî sağlayan İslâm'ın tesis ettiği sosyal bir köprü olduğu vurgulanmıştır. (Risale-i Nur Külliyyatı, İşârâtü'l İcaz,44). Devamındaki içeriklerde de konu tam anlamıyla özetlenerek ve de felah çareleri de tekrar edilerek çok önemli tespitlere şöylece yer verilmiştir:

Evet, eğer tarihî bir nazarla sahife-i âleme bakacak olursan ve o sahifeyi lekelendiren beşerin mesâvisine, hatâlarına dikkat edersen, heyet-i içtimaiyede görünen ihtilâller, fesatlar ve bütün ahlâk-ı rezilenin iki kelimedenden doğduğunu görürsün. Birisi: "Ben tok olayım da, başkası açlığından ölürse ölsün, bana ne!"

İkincisi: "Sen zahmetler içinde boğul ki, ben nimetler ve lezzetler içinde rahat edeyim."

Âlem-i insaniyeti zelzelelere maruz bırakmakla yıkılmaya yaklaştıran birinci kelimeyi sildiren ancak zekâtıdır. Nev-i beşeri umumî felâketlere sürükleyen ve Bolşevikliğe sevk edip terakkiyatı, asayişî mahveden ikinci kelimeyi kökünden kesip atan, hurmet-i ribadır.

Arkadaş! Heyet-i içtimaiyenin hayatını koruyan intizamın en büyük şartı, insanların tabakaları arasında boşluk kalmamasıdır. Havas kısmı avamdan, zengin kısmı fukaradan hatt-ı muvasalayı

kesecek derecede uzaklaşmamaları lâzımdır. Bu tabakalar arasında muvasalayı temin eden zekât ve muavenettir.

Halbuki vücub-u zekât ile hurmet-i ribaya mûraat etmediklerinden, tabakalar arası gittikçe gerginleşir, hatt-ı muvasala kesilir, sıla-i rahim kalmaz. Bu yüzdendir ki, aşağı tabakadan yukarı tabakaya ihtiram, itaat, muhabbet yerine ihtilâl sadâları, haset bağ ırtıları, kin ve nefret vâveylâları yükselir. Kezalik, yüksek tabakadan aşağıtabakaya merhamet, ihsan, taltif yerine zulüm ateşleri, tahakk ümler, şimşek gibi tahkirler yağıyor.

Maalesef, tabaka-i havastaki meziyetler, tevazu ve terahuma sebep iken, tekebbür ve gurura bâis oluyor. Tabaka-i fukaradaki acz ve fakirlik, ihsan ve merhameti mucip iken, esaret ve sefaleti intaç ediyor. Eğer bu söylediklerime bir şahit istersen âlem-i medeniyete bak, istediğin kadar şahitler mevcuttur.

Hülâsa, tabakalar arasında musalâhanın temini ve münasebetin tesisi, ancak ve ancak erkân-ı İslâmiyeden olan zekât ve zekâtın yavruları olan sadaka ve teberruatın heyet-i içtimaiyece yüksek bir düstur ittihaz edilmesiyle olur. (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İşârâtü'l İcaz, 45-46). Risale-i Nur'un esas telif döneminin çok önemli bir eseri olan "Sözler" adlı eserinde de yukarıdaki konu tekrar edilerek zekatın farziyetinin önemi ve ribanın yani faizin her çeşidinin finansal ilişkilerden soyutlanması gerektiği tekraren ifade edilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:409).

Tehlikelerden Kesin Olarak Felaha Ermek İçin Çözüm Çareleri

İnsanın bu dünyaya geliş sebebinin Hâlık'ı kâinatı tanıyıp ibadet etmek olduğunu sürekli olarak muhtelif eserlerinde ısrarla konu yapmakla birlikte müellif bunun elde edilmesini de iman ilminde odaklanma olarak ifade etmektedir. İlimlerin şahının, padişahının Marifetullah olduğunu bunun en esas temelinin de İman-ı Billah olduğunu ifade etmektedir. Bu temel prensibin yanında şahsi hayatın da ise takva bilincinde olmak şartı ile; farzlarını yerine getiren ve büyük günahları da işlemeyenin ebedi felaha ereceği ifade

edilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Kastamonu Lahikası,1993:148).

İman ilminin kazanılmasında da Risale-i Nur Külliyyatı'nın ayrı bir yerinin olduğu farklı yerlerde mevzu yapılmıştır. Özellikle iman ilminin önceki dönemlerde uzun yıllar gerektiren bir medrese ve tarikatlar yolu ile elde edildiğini hem de bu yöntemlerin de günümüzün anlayış seviyesine uygun olmadığına yer verilerek tefekkür ve takım ruhu prensiplerine göre hem içerik olarak hem de zaman olarak daha kısa da bu ilmin elde edilebileceği savunulmaktadır. *“Risale-i Nur dahi, ilm-i hakikatte ve imaniyede on beş seneye mukâbil, bu medresesiz zamanda on beş hafta kâfi geldiğini, bu on beş senede belki on beş bin adam kendi tecrübeleriyle tasdik ediyorlar.”* (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar,538) ifadesi onlardan sadece bir tanesidir.

Şahsi hayatta başarı kazanmanın en temel şartının “ihlâs” olduğunu müstakil bir risale olan “İhlâs Risalesi” olan Yirmi Birinci Lem’a ile gündemine almış ve bu risalenin de hemen başına “ Bu risale en az on beş günde bir defa okunmalı” diyerek bu hususun ehemmiyetini nazara vermiştir. Aynı şekilde Müslümanların ittihadı ve kardeşliğinin pekiştirilmesi için de “Yirminci Lem’a” ile “Yirmi İkinci Mektup” risalelerine de külliyyatında yer vermiştir.

Risale-i Nur, sadece şahsi hayatta değil aynı zamanda insanlık âleminde de çok ciddi katkılarının olduğunu muhtelif risalelerde açıklanmıştır. Özellikle sosyal yaşamdaki çocuk, genç, ihtiyar, hasta, musibete giriftar olmuş kişiler hakkında onları teselli edici çok değerli bilgilere yer verilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Mektubat,420-422).

Bunların yanında şu iki suale cevap vererek de felahın kapıları ifade edilmiştir.

Biri dedi:

"Risale-i Nur'un iman ve tevhid için büyük tahşidatları ve küllî teşhizatları gittikçe çoğalıyor. Ve en muannid bir dinsizi susturmak için yüzde birisi kâfi iken, neden bu derece hararetle daha yeni tahşidat yapıyor?"

Ona cevaben dediler:

"Risale-i Nur, yalnız bir cüz'î tahribatı ve bir küçük haneyi tamir etmiyor. Belki küllî bir tahribatı ve İslâmiyeti içine alan ve dağlar büyüklüğünde taşları bulunan bir muhît kal'âyı tamir ediyor. Ve yalnız hususî bir kalbi ve has bir vicdanı ıslaha çalışmıyor. Belki, bin seneden beri tedarik ve terâküm edilen müfsid âletlerle edilen müfsid âletlerle dehşetli rahnelenen kalb-i umumîyi ve efkâr-ı âmmeyi ve umumun ve bâhusus avâm-ı mü'mininin istinadgahları olan İslâmî esasların ve cereyanların ve şeaîrlerin kırılmasıyla bozulmaya yüz tutan vicdan-ı umumîyi, Kur'an'ın i'câzıyla ve geniş yaralarını Kur'an'ın ve imanın ilâçlarıyla tedavi etmeye çalışıyor. Elbette böyle küllî ve dehşetli tahribata ve rahnelere ve yaralara, hakkalyakîn derecesinde, dağlar kuvvetinde hüccetler, cihazlar ve bin tiryak hâsiyetinde mücerreb ilâçlar ve hadsiz edviyeler bulunmak gerektir ki, bu zamanda Kur'an-ı Mucizü'l-Beyânın i'câz-ı mânevîsinden çıkan Risale-i Nur o vazifeyi görmekle beraber, imanın hadsiz mertebelerinde terakkîyat ve inkişafata medardır" diye uzun bir mükâleme cereyan etti. Ben de tamamen işittim, hadsiz şükrettim. Kısa kesiyorum... (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar, 1992:179)

Diğer konu ise şöyle gündeme getirilmiştir:

"Bugünlerde hatırıma geldi ki, hayat-ı içtimaiyeye giren hangi şeye temas etse, ekseriyetle günahlara mâruz kalıyor. Her cihette günahlar serbestçe insanı sarıyorlar. "Bu kadar günahlara karşı insanın hususî ibadeti ve takvâsı nasıl mukabele edebilir? diye meyuşâne düşündüm.

Hayat-ı içtimaiyedeki Risale-i Nur talebelerinin vaziyetlerini tahattur ettim. Risale-i Nur şakirtleri hakkında necatlarına ve ehl-i saadet olduklarına dair kuvvetli işaret-i Kur'anîyeyi ve beşaret-i Aleviyeyi ve Gavsiyeyi düşündüm. Kalben dedim ki: "Herbiri bin yerden gelen günahlara karşı bir dille nasıl mukabele eder, galebe eder, necat bulur?" diye mütehayyir kaldım. Bu tahayyürüme mukabil ihtar edildi ki: Risale-i Nur'un hakikî ve sadık şakirtlerinin mâbeynlerindeki düstur-u esasiye olan iştirak-i a'mâl-i uhreviye kanunuyla ve samimî ve halis tesanüd sırrıyla herbir hâlis, hakikî şakirt, bir dille değil, belki kardeşleri

adedince dillerle ibadet edip istiğfar eder. Bin taraftan hücum eden günahlara, binler dille mukabele eder. Bazı melâikenin kırk bin dille zikrettikleri gibi, hâlis, hakikî, müttakî bir şakirt dahi kırk bin kardeşinin dilleriyle ibadet eder, necata müstehak ve inşaallah ehl-i saadet olur.

Risale-i Nur dairesinde sadakat ve hizmet ve takvâ ve içtinab-ı kebâir derecesiyle o ulvî ve küllî ubudiyete sahip olur. Elbette, bu büyük kazancı kaçırmamak için, takvâda, ihlasta, sadakatte çalışmak gerektir.” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Kastamonu Lahikası,1993:96).

Sonuç

İnsanoğlu ve onun her türlü karar ve uygulamaları çok ciddi bir muhasebe eleğinden geçirilecektir. Günümüz şartlarında ise bir insanın nelerle ve kimlerle ne şekilde denenip ömür sermayesini şekillendireceği net bir şekilde belli değildir. Sadece belli olan yol haritası ve yapılması gerekenlerdir. Fakat gerek insanın iç dinamikleri gerekse de dünya yaşam döngüleri çok farklı form ve türevlerde insanın karşısına çıkabilmektedir ki bunlara göre insanın doğru yolda kalma gayreti de bu durumda çok anlam ifade etmektedir. Özellikle günümüz şartlarında bir insanın nihai olarak felaha erebilmesi için bu dünyada meşgul olduğu şeylerden bazılarının insanın ebedi felahına sebep olacak uğraşlar olması gerekmektedir. İşte Risale-i Nur Külliyyatı bu manada çok ehemmiyetli bir vazife gerçekleştirmekte ve kendi ile meşgul olanların imanla kabre gitmek gibi bir nimete nail olmaya liyakat kazandıklarını deklare etmektedir. Çünkü Risale-i Nur Külliyyatının içeriğini yoğun olarak bu asrın anlayışına uygun bir anlatım tarzı ile imânî konular oluşturmaktadır.

Büyük haramlardan uzaklaşmak özellikle de faizin her türünden içtinab etmek ancak kuvvetli bir iman ile olabilmektedir. Faizin bir sömürü sistemin argümanı olduğu ve sermaye sahiplerinin bunu kullanarak sosyal çöküş ve dejenereyi artırdıklarından bahisle de bu sistemin insanlığa uygun olarak ehlileştirilmesi için finansal sistemden riba uygulamalarının ortadan kaldırılması gerekmektedir.

Bu uygulama ile insanlar arasında yardımlaşma, hürmet, sevgi, tevazu ve merhamet gibi insanî değerlerin ortaya çıkması ve sosyal dayanışmanın sağlanması mümkün olabilecektir. Bu zamandaki dini zafiyetlerin çoğunun üstesinden gelebilmenin yolu da yeniden zihni bir iman inşasının gerçekleştirilmesi ve daima da bundan istifade ederek dini hassasiyetlerin gündemde tutulması ve nihai olarak da felaha erişilebilmesi sağlanmış olunacaktır.

Kaynakça

- Bebek, A. (2000:300). Felâh. *DİA. XII*.
- Çelik, İ. (2016:167). İslâm Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 159-182.
- Pusmaz, D. (2011:26). Kur'ân'da Felâh Kavramı. *Marife*, 23-43.
- Nursî, S. (1993). *Risale-i Nur Külliyyatı, Emirdağ Lahikası II*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, İşârât-ül İ'caz*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1993). *Risale-i Nur Külliyyatı, Kastamonu Lahikası*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1993). *Risale-i Nur Külliyyatı, Lem'alar*, İstanbul : Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Mektubat*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Sikke-i Tasdik-i Gaybi*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Şualar*, İstanbul : Envar Neşriyat.

Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyyatı, Tarihçe-i Hayat, 1992:49-51*. İstanbul: Envar Neşriyat.

Nursî, S. (2025, 12 3). *Risale-i Nur Külliyyatı, İlk Dönem Eserleri, 278*. erisale: <https://erisale.com/#content.tr.15.278>
adresinden alındı

BÖLÜM 8

İSLÂM FİNANSININ AKSİYOMLARINDAN KEFALET AKSİYOMUNUN RİSALE-İ NUR'A GÖRE OKUNMASI

İSMAİL ÇELİK¹

Giriş

İslâm; her yönü ile insanın barışıklık halinde olmasının adıdır. Bu dinin sunmuş olduğu her türlü konular tamamen insanın selameti içindir. İnsanlık ancak İslâm dininin verilerine göre kendisinden beklenen neticeye odaklanabilir, dünyada var oluş konumunu net olarak çözebilir. Eğer İslâm dini gibi bir yol gösterici olmazsa insanın var olmasının da bir anlamı kalmaz bilakis tamamen gereksiz bir varlık olarak şu dünya yaşamının bir üyesi olmuş olur. Bu ise; Allah'ın Âlîm ve Hakîm isimlerine zıt bir durum olur ki bu da mümkün değildir. Günümüzde geline insanlık devresinde ise hem uzmanlaşmayı gerektirecek bir evreye hem de sürekli gelişen dünyada insanların bu gelişmeleri takip edebilmeleri imkânsız hale gelmiştir. Özellikle finansal piyasalardaki küresel etkileşimler çoklu parametrelerle anlık olarak döngüsünü yaşamaktadır. Böyle bir

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Keçiborlu MYO, Finans Bankacılık Sigortacılık Isparta/ Türkiye, ORCID: 0000-0002-1639-5276

durum ise yatırımcıları, aracı kurumları, sermaye şirketlerini ve işletmeleri olduğu gibi etkisi altına alabilecek bir yapıdadır. Bir de işin içine dini kaygılar ve sorumluluklar giriyorsa işte orda çok yönlü bakış açısına sahip bir uzmanlık gerektireceği aşîkardır.

İslâm finansının en temel aksiyomlarının neler olduğu konusunda literatür geçmişinde farklı içerikler bulunmaktadır (Çelik, 2016; Çelik, 2016) Fakat bu konuda en kapsamlı temel aksiyomları yayınlayan kuruluş İslâm Hukuku Araştırmaları Akademisi (ISRA) (2011) olmuştur. Bu çalışmaya göre; İslâm finansal sistemin temel aksiyomları; tevhit, rububiyet, hilafet, tezkiye, adalet, ihsan, farz, ihtiyar, risalet, ahiret, kefalet ve felah kavramları olarak ifade edilmiştir. Bu çalışmada Risale-i Nur Külliyyatı'nın bakış açısına göre kefalet aksiyomu hakkında ayrıntılı bilgi verilmeye çalışılacaktır.

Uzmanlığı Gerektirecek İnsanî Özellikler

Kefalet; en genel anlamı ile bir konuda uzman olan kişinin ilgili işi üzerine alması olarak kısaca tanımlanabilir. Finansal konuların uzmanlık gerektirmesi neticesinde yapılması gereken finansal aktivitelerin sorumluluğunu alan tarafın konu olarak da ifade edilebilir. Bunun sebebi de herkesin tasarrufu olabilir ama herkesin bu tasarrufları değerlendirebilecek kapasite ve bilgisi olmayabilir. İşte finansal sistemde bulunan uzmanlar bu sorumluluğun bilinciyle hareket etmelidirler. Aşağıdaki konular da bu anlamda bu aksiyomu gerekli kılmaktadır.

Allah, teklif olarak hayır ve şer parametrelerine göre yaratma seçenekleri; olduğu gibi hayır işleyen melekler, sadece şer işleme kapasitesinde olan şeytanı, her ikisinden mahrum olarak hayvan ve bitkileri ve hem hayra hem de şerre yatkın olarak da insanları olarak ortaya çıkmıştır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İşârât-ül İ'caz, 1992: 205). Bu yapıya bakıldığında ise çok yönlü olarak etki alanında

olanın insanlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Fakat bu insan ise yaratılış olarak da bu seçenekleri sağlıklı olarak değerlendirebilecek bilgidен de yoksun olarak yaratılıp zamanla öğrendikleri ile kendinden beklenen görevini ifa etmesi beklenir. Özellikle insan ve hayvanın karşılaştırılması ile bu konu ifade edilmeye çalışılır. Bu karşılaştırmada ise; hayvanların daha dünyaya gelişlerinde kendine atanan görevi yapabilecek donanımda ve kabiliyette yaratıldıkları birkaç günlük bir uğraşından sonra o görevi mükemmel olarak yapabilecek bir durumda oldukları ifade edilirken insanın ise; dünyaya gelişinde her şeyi öğrenmeye muhtaç ve yaşam standartlarını belirleyen dinamikleri bilme noktasında tamamen cahil olmakla birlikte hayatına lazım olan şeyleri ömrünün sonuna kadar öğrenmeye muhtaç bir yapıda yaratılmıştır. Bu anlatım ile hayvanın ilimle öğrenerek terakki etmek değil kendine atanan görevi eksiksiz bir şekilde yaparak varlığını sergilemek iken insanın ise bu dünyadaki vazifesinin ilimle tekemmül etmek olduğu vurgulanmaktadır (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:315-316).

Özellikle mutlak hakikat denen; neciyim, nereden geliyorum, nereye gideceğim, bu dünyanın ve varoluşsal sorularının halledilmesi ise ne tecrübe ne de aklı çıkarımlarla idrak edilip net bir sonuç elde edilecek konular değildir (Nursi, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:406) İşte bu temel insanî merak konusu olan meseleler hallolmayınca da insanın dünyevî konular konusunda uzman olmasının da fazla bir anlamı olmaz. Çünkü fani olan dünya ve onun işleri insanı motive etmekte yetersiz kalmaktadır. Çünkü insanın ruhu fani olana bel bağlamaz, ondan kendine kalıcı bir fayda olmayacağını bildiği için de uzmanlaşma konusunda belli bir aşamadan sonra yorgunluk ve nemelazımcılık gündeme gelecektir. Onun için külliyyatın genelinde bu soruların cevapları serpiştirilmiş olarak yer almaktadır.

“Evet, *hakikat-ı mutlaka, mukayyet nazar ile ihata edilemez*” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:438) denilerek insanın bu gibi konularda baş ucu referans kaynağı olarak bir rehber ihtiyacı vardır. İşte böyle bir kaynak da en son din olan İslâm dininin ve de İslâm finansının da en temel kaynağı olan Kur’an’ı Kerim’dir. Çünkü Kur’an’ı Kerim, her şeyin yaratıcısı ve her anda onlara müdahale eden Allah’ın bu konularda bildiklerini ifade ettiği kutsal bir kitaptır. İnsanı yoktan yaratan ve onun da merak dünyasını çok mükemmel bir şekilde bilen Allah elbette Rabb’lığı gereği bu konular hakkında insana yardım edecektir.

Diğer taraftan da insanların yaratılış gereği aklı kapasitede, kabiliyetleri farklı konularda uzmanlık yapabilecek niteliklere açılımlara sahiptir. Bu husus ise insanlar arasında mesleklerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu durum hem yardımlaşmak hem de uzmanlaşarak kaliteli mal ve hizmetlerden faydalanmak için ilahi bir format olarak dünyanın en önemli sosyal ve ekonomik bir realitesidir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İşârât-ül İ’caz, 1992:84). Diğer taraftan da her insanın bir hakikatının olduğu bunun da sebebinin farklı Esmâ-i İlahiye’nin farklı tonlarına mazhar olunması olarak ifade edilmiştir (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözler, 1993:473).

Bunlarla birlikte aslında Allah insanlara lazım olacak uhrevî hayata ilişkin dini bilgileri peygamber kanalıyla öğrettiği gibi dünyevî gelişmeler için de onları birer rehber ve ekol olarak istihdam etmiştir. Bunun için de mu’cizelerle peygamberleri insanların nazarında tescillediği gibi o mu’cizelerle aynı zamanda da bazı teknolojilerin de ip uçlarını insanların marifet dünyasına hediye etmiştir. Mesela;

“İşte, *enbiyaların mânevî kemâlâtını* bahsetmekle insanları onlardan istifadeye teşvik ettiği gibi, *mu’cizatlarından* bahis dahi, onların *nazirelerine* yetişmeye ve taklitlerini yapmaya bir

teşviki *işmam* ediyor. Hattâ denilebilir ki, mânevî *kemâlât* gibi, maddî *kemâlâtı* ve harikaları dahi, en *evvel mu'cize* eli *nev-i beşere* hediye etmiştir. İşte, Hazret-i Nuh'un (*aleyhisselâm*) bir *mu'cizesi* olan sefine ve Hazret-i Yusuf'un (*aleyhisselâm*) bir *mu'cizesi* olan saati, en *evvel beşere* hediye eden, *dest-i mu'cizedir*. Bu hakikate lâtif bir işarettir ki, san'atkârların *ekseri*, herbir san'atta birer peygamberi *pîr ittihaz* ediyor. Meselâ gemiciler Hazret-i Nuh'u (*aleyhisselâm*), saatçiler Hazret-i Yusuf'u (*aleyhisselâm*), terziler Hazret-i İdris'i (*aleyhisselâm*)” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözlür, 1993:254) şeklinde yer almıştır.

Günümüz şartlarının Gerektirdiği Uzmanlık Sebepleri

İnsanlık âleminin günümüz kadar uzmanlığa ihtiyaç duyduğu bir zaman olmamıştır demek gayet yerinde olabilecek bir gerçekliktir. Çünkü mesela; İbn-i Sina gibi dâhiler tıp konusunda her ne kadar bir çığır açmış olsalar da günümüzde uzmanlaşmış bir branş uzmanı kadar açılımlı bir uzmanlığa sahip değildir. Aynı şekilde bundan beş yüz sene önce fizik konusunda çığırılar açan birinin kazanımı ile bugün fizik bölümünde okuyan bir öğrencinin konulara hakimiyeti aynı değildir. Çünkü bilim adamlarının hepsi Allah'ın yaratmış olduğu olguları referans alıp (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Mektubat, 1992:233) onları inceleyerek uzmanlaşırlar. Araştırma tekniklerinin ve araçlarının yeni teknolojilere göre gelişmişliklerinin ve sayılarının oldukça fazla olması, bilgi kaynaklarına ulaşmanın ışık hızı kadar çabuk olması bilimsel konularda açılımlara katkı sağlayacak potansiyel ve kabiliyettedir.

Mazide olduğu gibi günümüzde İslâm dininin müntesibi olan bilim insanların insanlığa sunabileceği oldukça çok katkıları mutlaka olacaktır. Fakat maalesef din ile bilimi ayrı bir taraf gibi gören düşünce egemen olduğu için bu imtizacın yapılması ile bu mümkün olacaktır. Hatta günümüzdeki bilimsel ve teknolojik

gelişmelerin pozitif etki başka bir dinin muteber olmasına yaramıştır. Onun için Müslüman bilim insanları oluşan bu yanlış düzeltmek için bu alanda ciddi çalışmalar yaparak bu kendi dinlerinin değerini anlatmak için kullanmaları gerekmektedir.

Bu zamanda i'lâ-yı kelimetullah, maddeten terakkiye mütevakkıf; medeniyet-i hakikiyeye girmekle i'lâ-yı kelimetullah edilebilir. İzzet-i İslâmiye'nin iman ile kat'î verdiği emri, elbette âlem-i İslâm'ın şahs-ı mânevîsi, o kat'î emri istikbalde tam yerine getireceğine şüphe edilmez.

Evet, nasıl ki eski zamanda İslâmiyet'in terakkisi, düşmanın taassubunu parçalamak ve inadını kırmak ve tecavüzatını def etmek, silâh ile, kılıç ile olmuş. İstikbalde silâh, kılıç yerine hakiki medeniyet ve maddî terakki ve hak ve hakkaniyetin mânevî kılıçları düşmanları mağlûp edip dağıtacak. (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İlk Dönem Eserleri, 545, 2025) ifadeleri konumuzu özetler niteliktedir.

Günümüz Finansal Sistemle İlgili Uzmanlaşma Gereği

Finansal hayat, oldukça eski dönemlere kadar dayanmaktadır. Özellikle Yahudilerin baş rol oynadığı bir alan olan finansal piyasalar ve ürünleri, oldukça uzmanlık gerektiren ve çoğu zaman da insanların bilinçsizce hareket ettikleri cazibe merkezi durumundadır. Para ve sermaye hareketlerinin oldukça yoğun gerçekleştiği anlık ya da durumluk kazanımların her an gündeme gelebildiği pazar olarak görülen finansal piyasalarda her an da haksızlıkların olması kaçınılmazdır. İşte bu piyasalarda resmin genelini görüp de gerekeni yapmak her kişinin uzmanlık alanına girmez. Burada siyasetten küresel ekonomiye, toplumsal hareketlerden teknolojik gelişmelere kadar çoğu faktör bu piyasaları etkileme niteliğine sahip bir yapıda olabilmektedirler.

Yüzyıllardır Müslüman bilim insanlarının göz ardı ettiği bir alan olan bu sistem günümüz şartlarında her yönüyle değerlendirilip

bireysel, sektörel ve kamusal gelişme ve kalkınmanın çok önemli bir kaldıracı konumundadır. Bu alanın hem dünyayı her yönü ile kendi menfaatlerine göre yönlendiren Yahudilerin hegemonyasından kurtarmak hem de İslâm prensiplerine göre finansal bir yapının kurgulanması elzem bir konu olarak dikkate alınmak zorunluluğu vardır. 20 yüzyılın ikinci yarısında bu sistemde yavaş yavaş Müslüman bilim adamlarının gayretlerine rastlanmaktadır. Fakat gerek faizli geleneksel finansal sistemin kökleşmiş özelliği ve helal finans uygulamalarının küreselleşmedeki cılızlığı, insanlığı hâlâ klasik kapitalist finansal sistemin sömürü atmosferine itmektedir. Buradaki sorumluluk elbette Müslüman finans uzmanlarındandır. Çünkü bu alanı doldurmakta ve İslâm dininin vizyonuna göre dizayn etmekte oldukça geç kalmışlardır.

Bu küresel kapitalist sistemden gerek Müslümanları gerekse de insanlığı kurtaracak olan Müslüman finans uzmanlarıdır. Bunun için de İslâm finansının tüm insanlığın refah ve huzuru için ciddi olarak uygulanması ve insanların hassasiyetleri göz önünde bulundurularak gerekli girişim ve finansal ürünlerde çeşitlendirmeler mutlaka yapılmalıdır. Buradaki kaygı aracı kurumların, yatırımcıların ve müteşebbislerin gelir kaygısı değil İslâm'ın izzet ve zamana hitap edebilmesi özelliği olduğunun gösterilmesi gayreti olmalıdır. Çünkü;

“Onlardan çoğunun günahı, düşmanlıkta, haram yemede birbirleriyle yarıştıklarını görürsün. Yapmakta oldukları şey ne kötüdür!” (Mâide,5;62)², “Onlar yeryüzünde bozgunculuk çıkarmaya çalışırlar. Allah, bozguncuları sevmez.” (Mâide, 5:64)

² Ayet Mealleri; genellikle <https://www.kuranmeali.com/> adresindeki ayet karşılaştırma sekmesindeki Diyanet İşleri Meali (Yeni)'nden faydalanılmıştır.

gibi ayetlerin tefsir edildiği risalede; “Yahudilere müteveccih şu iki hükm-ü Kur’ânî, o milletin hayat-ı içtimaiye-i insaniyede dolap hilesiyle çevirdikleri şu iki müthiş düstur-u umumîyi tazammun eder ki, hayat-ı içtimaiye-i beşeriyei sarsan ve sa’y-u ameli, sermaye ile mübareze ettirip fukarayı zenginlerle çarpıştıran muzaaf ribâ yapıp bankaları tesise sebebiyet veren ve hile ve hud’a ile cem-i mal eden o millet olduğu gibi; mahrum kaldıkları ve daima zulmünü gördükleri hükûmetlerden ve galiplerden intikamlarını almak için her çeşit fesat komitelerine karışan ve her nevi ihtilâle parmak karıştıran yine o millet olduğunu ifade ediyor.” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözlür, 1993:402) ifadeleri bu anlamda gayet manidar gözükmeştir.

Diğer taraftan da; “Şu asırda sa’y, sermaye ile mübâreze neticesi herkesçe malûm olan Avrupa hâdisât-ı azîmesi meydana geldi. İşte, medeniyet, bütün cem’iyât-ı hayriye ile ve ahlâkî mektepleriyle ve şedit inzibat ve nizâmâtıyla beşerin o iki tabakasını musalâha edemediği gibi, hayat-ı beşerin iki müthiş yarasını tedavi edememiştir. Kur’ân, birinci kelimeyi, esasından “vücub-u zekât” ile kal’ eder, tedavi eder. İkinci kelimenin esasını “hurmet-i ribâ” ile kal’ edip tedavi eder. Evet, âyet-i Kur’ânîye âlem kapısında durup ribâyâ “Yasaktır” der. “Kavga kapısını kapamak için banka (ribâ) kapısını kapayınız” diyerek insanlara ferman eder, şakirtlerine “Girmeyiniz” emreder.” (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, Sözlür, 1993:409) ifadeleri ile de meseleyi sadece Yahudilere has bir durum değil bütün insanlığın ortak bir meselesi olduğu vurgulanmıştır. Yani milliyet olarak belki Yahudi olunmaz. Fakat ahlâk olarak herkes hem iç dinamiklerinde hem de hayatının yaşam dönemlerinde bir Yahudi olarak faizli muamelelere bel bağlayabilir.

Buradaki esas dikkat edilmesi gereken husus ise riba taşının finansal sistemden uygun bir şekilde çekilmesinin sağlanmasıdır. Elbette bankaların sunduğu faizsiz uygulamalar insanlığa hizmettir. Fakat faizi tamamen dışlayıcı farklı alternatiflerin küresel finans sisteminde uygulanarak faizin yerine ikame edilirse var olan finansal sistem de insanlığın faydasına kullanılması böylelikle gerçekleşmiş olacaktır.

Bu bağlamda ifade edilmesi gereken önemli bir husus da dinî konular ile ihtisas isteyen konuları bir tutup tutmamak meselesidir. Eğer mesele meslek ve sanat ise burada kriter o kişinin dini hassasiyetleri değil mesleki uzmanlığı ve o sahadaki yetkinliğidir. Örneğin; *“fâsık bir adam güzel çobanlık edebilir. Ayyaş bir adam, ayyaş olmadığı vakitte iyi saat yapabilir.”* (Nursî, Risale-i Nur Külliyyatı, İlk Dönem Eserleri, 463, 2025) O halde faizli sistemde yıllarca görev almış, uygulamalarda katkılarda bulunmuş kişilerin tecrübe ve kazanımlarından da faydalanılması elzem gözükmektedir. Yani bir konu hakkında sağlıklı çözüm üretmek için konu bütün tarafları ile birlikte müzakere edilmelidir.

Sonuç

Gelinen noktada İslâm finansının hiç de yabana atılacak bir durumda olduğunu söylemek mümkün değildir. Gerek kendi bünyesindeki finansal uygulamalar gerekse de klasik bankaların İslâm finans pencereleri ile finansal piyasalardaki ağırlığı hissedilir hacimlerde dir. Bununla birlikte dünyadaki faizin piyasalarda hâkim bir karabasan olarak varlığını hissettirmesi İslâm dinini temsil eden finans uzmanlarının bir ayıbı olarak değerlendirmek yerinde olacaktır. Fakat hiçbir şey için geç değildir deyip İslâm finans uygulamalarında yeni finansal tekniklerin geliştirilmesi, mevcut uygulamaların yaygınlaştırılması ve bu finansal sisteme olan güven ve beklentinin boşa çıkmaması için ilgili tarafların bu sistemde olma sebeplerinin sadece finansal bir beklenti değil esas konunun İslâm dinin bu alanda da çok değerli norm ve uygulamalarının olduğunu göstererek bu dinin evrenselliğini bütün insanlığa gösterebilmektir. Durum böyle olunca da bu gelişme İslâm dinin çok değerli bir tanıtımı olarak kayda geçebilecektir. Nasıl günümüz medeniyetin Avrupa ekranında sunulması ile Hristiyanlık bu gelişmelerden pozitif olarak etkilenmiştir. Eğer her konuda olduğu gibi finansal konularda da adaletli ve herkesin beklentilerine göre kurgulanmış bir finansal sistemin varlığı ve uygulanmasındaki yaygınlık insanlığın İslâm dinine olan yakınlaşmasını ve o dinin müntesibi olma hızını artıracı bir potansiyele sahiptir.

Bu sistemde görev alan özellikle aracı kurumlar ve çalışanları vermiş oldukları hizmetleri ve içeriklerini vekil oldukları tarafların emanetçisi bilinci ile gerçekleştirmeleri kendi gelir kaygılarından daha çok kendilerine emanet edilen fonları verimli alanlara yönlendirmek ve ilgili yerlerin verimini artırıcı yönde çalışmalarının kapsamını zenginleştirmeleri gerekmektedir. Çünkü bir taraf kar payı beklerken bir taraf da kârlı yatırımlarla sistemin lokomotifi olarak sistemde rol almak isterler. İşte burada hem yeni finansal tekniklerin geliştirilmesi için İslâm finansı arge servisleri devrede olmalı hem de bu tekniklere göre faaliyet gösteren bütün taraflar bilinçlenmeli ya da bilinçlendirme çabalarını bir taraf misyon olarak benimsemelidir ki bu konuya en uygun olan taraf da aracı kurumlar gözükmektedir.

Kaynakça

- Çelik, İ. (2016). İslâm Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 159-182.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyatı, İşârât-ül İ'caz*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1992). *Risale-i Nur Külliyatı, Mektubat*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (1993). *Risale-i Nur Külliyatı, Sözler*, İstanbul: Envar Neşriyat.
- Nursî, S. (2025, 12 1). *Risale-i Nur Külliyatı, İlk Dönem Eserleri*, 463. e risale: <https://erisale.com/#content.tr.15.463> adresinden alındı
- Nursî, S. (2025, 12 1). *Risale-i Nur Külliyatı, İlk Dönem Eserleri*, 545. e risale: <https://erisale.com/#content.tr.15.545> adresinden alındı

BÖLÜM 9

TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERE ETKİLERİNİN ANALİZİ

İSMAİL ÖZTANIR¹

Giriş

Merkez bankalarının uyguladığı para politikaları, makroekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi açısından modern iktisat literatüründe merkezi bir konuma sahiptir. Bu politikalar içerisinde politika faizi kararları, enflasyon, ekonomik büyüme, döviz kuru, kredi hacmi ve finansal istikrar gibi temel makroekonomik göstergeler üzerinde doğrudan ve dolaylı etkiler yaratmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranlarının hem iç talep dinamikleri hem de sermaye hareketleri üzerinden ekonominin genel dengesi üzerinde belirleyici olduğu kabul edilmektedir (Mishkin, 2019: 603-635; Gertler & Karadi, 2015: 46-61).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), fiyat istikrarını temel amaç olarak benimseyen para politikası çerçevesi kapsamında, politika faizini başta bir hafta vadeli repo faizi olmak

¹ Arş. Gör. Dr., Aydın Adnan Menderes Üniversitesi, İşletme Bölümü, Orcid: 0000-0002-3299-034X

üzere çeşitli araçlar üzerinden kullanmaktadır. TCMB'nin faiz kararları, yalnızca enflasyon görünümünü değil; aynı zamanda döviz kurları, kredi kanalları, varlık fiyatları ve beklentiler üzerinden ekonomik aktivitenin seyrini de etkilemektedir. Bu yönüyle TCMB'nin faiz politikası, klasik faiz-enflasyon ilişkisinin ötesinde çok boyutlu bir makroekonomik etki alanına sahiptir (TCMB, 2023; Clarida, Galí & Gertler, 1999: 1664-1682).

Para politikası aktarım mekanizması literatürü, faiz kararlarının ekonomi üzerindeki etkilerinin faiz kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı ve beklentiler kanalı aracılığıyla ortaya çıktığını ortaya koymaktadır (Bernanke & Gertler, 1995: 27-34; Mishkin, 1996). Türkiye gibi finansal derinliği görece sınırlı, dolarizasyon eğilimi yüksek ve sermaye hareketlerine duyarlı ekonomilerde, bu aktarım kanallarının etkinliği zaman içinde değişkenlik gösterebilmektedir. Bu durum, TCMB'nin faiz kararlarının makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerinin dönemsel ve yapısal farklılıklar göstermesine neden olmaktadır (Özaty, 2016; Alper, Kara & Yörükoğlu, 2013).

Son yıllarda küresel finansal krizler, pandemi sonrası genişleyici para politikaları ve küresel enflasyonist baskılar, merkez bankalarının faiz kararlarını daha karmaşık bir politika ortamında almasına yol açmıştır. Türkiye özelinde ise enflasyonun kronikleşmesi, kur oynaklığı ve kredi büyümesindeki dalgalanmalar, TCMB'nin faiz kararlarının ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı arasındaki dengeyi nasıl etkilediği sorusunu daha da önemli hale getirmiştir (IMF, 2022; BIS, 2023). Bu bağlamda TCMB'nin faiz politikalarının makroekonomik sonuçlarının bütüncül bir çerçevede ele alınması hem akademik literatür hem de politika yapıcılar açısından kritik bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu araştırma, TCMB'nin aldığı faiz kararlarının başlıca makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini teorik ve ampirik literatür ışığında değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada, faiz

kararlarının enflasyon, ekonomik büyüme, döviz kuru, kredi hacmi ve finansal istikrar üzerindeki etkileri, para politikası aktarım mekanizmaları çerçevesinde sistematik olarak ele alınmaktadır. Bu yönüyle bölüm, Türkiye ekonomisine özgü dinamikleri dikkate alarak faiz politikalarının makroekonomik sonuçlarına ilişkin kapsamlı bir değerlendirme sunmayı hedeflemektedir.

1-LİTERATÜR TARAMASI

Uluslararası literatürde, merkez bankalarının faiz kararlarının makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. (Gertler ve Karadi, 2015: 46-61), gelişmiş ekonomilerde faiz artışlarının ekonomik büyüme ve kredi hacmi üzerinde daraltıcı etkilere yol açtığını, bu etkinin finansal aracılık mekanizması aracılığıyla güçlendiğini göstermektedir. Benzer şekilde, (Boivin vd. 2010: 372-401), para politikası şoklarının enflasyon ve çıktı üzerindeki etkilerinin zamanla değiştiğini ve küreselleşme süreciyle birlikte aktarım mekanizmasının yapısal dönüşüm geçirdiğini ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere odaklanan çalışmalar ise faiz kararlarının döviz kuru ve sermaye akımları üzerindeki etkilerine özellikle vurgu yapmaktadır. (Calvo vd. 1996: 125-133), faiz artışlarının kısa vadede sermaye girişlerini artırarak yerel para birimini değerli hale getirdiğini, ancak uzun vadede finansal kırılganlıkları artırabileceğini belirtmektedir. Checo vd. (2024) ve IMF (2022) raporları, yüksek enflasyon ortamında faiz artışlarının fiyat istikrarını sağlamada etkili olmakla birlikte, büyüme üzerinde maliyetler yaratabileceğini vurgulamaktadır.

Son dönemde yapılan çalışmalar, para politikası belirsizliği ve merkez bankası iletişiminin de faiz kararlarının etkinliğini belirlediğini göstermektedir. Forward guidance uygulamalarının,

piyasa beklentileri üzerinden makroekonomik değişkenler üzerinde gl etkililer yarattığı ifade edilmektedir (Woodford, 2012: 33-58).

Türkiye ekonomisine ilişkin literatürde, TCMB'nin faiz kararlarının makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri yoğun biçimde incelenmiştir. Alper, Kara ve Yrkoğlu (2013), Türkiye'de para politikası aktarım mekanizmasının özellikle kredi ve döviz kuru kanalları üzerinden çalıştığını ve faiz değişikliklerinin enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli olduğunu ortaya koymaktadır. zatay (2016), Türkiye'de para politikasının etkinliğinin kur oynaklığı ve beklenti yönetimiyle yakından ilişkili olduğunu vurgulamaktadır. (Ladin Sümer, 2020: 55-63), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) faiz oranları ile temel makroekonomik göstergeler arasındaki etkileşimi Mayıs 2010–Eylül 2019 dönemine ait veriler üzerinden incelemiştir. Çalışmada enflasyon, döviz kuru, yurtiçi kredi hacmi ve net portföy yatırımları değişkenleri dikkate alınmış; söz konusu değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular, TCMB faiz oranları ile seçilmiş makroekonomik göstergeler arasında karşılıklı etkileşimlerin istatistiksel açıdan sınırlı düzeyde kaldığını göstermektedir. Bununla birlikte, ampirik sonuçların görece zayıf olmasına rağmen, teorik çerçevede TCMB'nin faiz kararları ile makroekonomik değişkenler arasında güçlü bir ilişki potansiyelinin bulunduğu vurgulanmaktadır. (Yücememiş vd., 2015: 449) tarafından yapılan araştırmada, makroekonomik ve finansal değişkenlerde ortaya çıkan belirsizliklerin azaltılması ve sermaye hareketlerinin bu değişkenler üzerindeki etkilerinin sınırlandırılması amacıyla uygulamaya konulan faiz koridoru politikası ele alınmıştır. Türkiye'de 2010 yılı itibarıyla etkin biçimde kullanılmaya başlanan faiz koridoru sisteminin enflasyon ile ilişkisi, Ocak 2003–Aralık 2014 dönemine ait aylık veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Bu kapsamda, serilerdeki olası rejim değişimlerini dikkate almak amacıyla

Carrion-i Silvestre (2009) tarafından geliştirilen çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi ile Maki (2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu'nun (PPK) ödünç alma ve ödünç verme faiz oranlarına ilişkin kararlarının enflasyon üzerinde anlamlı etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Bulgular, faiz koridoru uygulamasının enflasyon dinamikleri üzerinde belirleyici bir para politikası aracı olarak işlev gördüğüne işaret etmekte ve Türkiye'de para politikasının etkinliğinin faiz oranları üzerinden değerlendirilebileceğini destekleyen ampirik kanıtlar sunmaktadır.

Güler (2021), Türkiye'de para politikasının faiz aktarım mekanizmasını, TCMB'nin resmi politika faizleri ile fiili piyasa faizleri arasındaki ayrımı dikkate alarak incelemiştir. Çalışmada, TCMB'nin gecelik borç verme (marjinal fonlama) ve haftalık repo faizleri ile ortalama fonlama faizi ve bankalararası para piyasası gecelik faizi arasındaki ilişkiler; bankaların kredi ve mevduat faizlerine kısa dönemli yansımaları çerçevesinde analiz edilmiştir. 2013:01–2018:11 dönemine ait aylık veriler kullanılarak genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) ile gerçekleştirilen analiz sonuçları, banka kredi ve mevduat faizlerinin resmi politika faizlerinden ziyade fiili piyasa faizlerine daha duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır (Güler, 2021: 21-29).

Bulgular ayrıca, para politikası aktarımının ağırlıklı olarak bankalararası piyasa faizi ve kısmen TCMB ortalama fonlama faizi kanalıyla işlediğine işaret etmektedir. Bunun yanında, döviz kuru ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelerin banka faizlerinin belirlenmesinde önemli rol oynadığı; tarım dışı işsizlik oranının kredi faizleri üzerinde etkili olduğu, ancak mevduat faizleri üzerinde belirleyici olmadığı tespit edilmiştir. Küresel finansal oynaklığın ise kredi faizleri üzerinde sınırlı, mevduat faizleri üzerinde ise anlamlı bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ampirik çalışmaların önemli bir bölümü, TCMB politika faizindeki değişimlerin enflasyon ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini VAR ve SVAR modelleri aracılığıyla analiz etmektedir. (Berument ve Taşçı, 2004: 34-36), faiz şoklarının sanayi üretimi ve fiyatlar üzerinde anlamlı etkiler yarattığını, ancak bu etkinin dönemler itibarıyla farklılık gösterdiğini belirtmektedir.

Döviz kuru kanalına odaklanan alışmalar, TCMB faiz kararlarının kısa vadede kur üzerinde etkili olduğunu, ancak yüksek dolarizasyon nedeniyle bu etkinin sınırlı kalabildiğini göstermektedir (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018: 40-51). Son dönemde yapılan çalışmalar ise, politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki ayrışmanın para politikası aktarımını zayıflattığını ve makroekonomik göstergeler üzerindeki etkinin azalmasına yol attığını vurgulamaktadır (TCMB, 2023; IMF, 2022).

Mevcut literatür, TCMB'nin faiz kararlarının makroekonomik göstergeler üzerinde önemli ve çok boyutlu etkiler yarattığını ortaya koymakla birlikte, bu etkilerin dönemsel koşullara, politika çerçevesine ve finansal yapıya bağlı olarak değiştiğini göstermektedir. Özellikle son yıllarda Türkiye'de uygulanan para politikası araç setindeki çeşitlenme ve faiz dışı araçların artan kullanımı, faiz kararlarının etkilerinin yeniden değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır.

Bu bağlamda, TCMB'nin faiz politikalarının makroekonomik sonuçlarını aktarım mekanizmaları çerçevesinde bütüncül olarak ele alan çalışmaların sınırlı olduğu görülmektedir. Bu alışma, mevcut literatürdeki bu boşluğu doldurmayı ve Türkiye ekonomisi özelinde faiz politikalarının makroekonomik etkilerine ilişkin kapsamlı bir değerlendirme sunmayı amaçlamaktadır.

2-TCMB PARA POLİTİKASININ TARİHSEL ANALİZİ

Türkiye’de para politikası uygulamaları, ülkenin makroekonomik koşulları, küresel konjonktür ve kurumsal yapıdaki değişimlere bağlı olarak zaman içinde önemli dönüşümler geçirmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) para politikası rejimleri, yüksek enflasyon dönemleri, finansal krizler ve yapısal reform süreçleri çerçevesinde farklı araçlar ve hedefler doğrultusunda şekillenmiştir. Bu bölümde, TCMB’nin para politikası rejimleri tarihsel bir perspektifle ele alınmaktadır.

1980 Öncesi Dönem: Kontrollü Finansal Yapı ve Doğrudan Araçlar

1980 öncesi dönemde Türkiye’de para politikası, ağırlıklı olarak **kamu finansmanını destekleyici ve idari kontrollerin baskın olduğu** bir yapı içerisinde yürütülmüştür. Faiz oranları ve kredi tahsisleri büyük ölçüde idari kararlarla belirlenmiş, TCMB’nin temel işlevi fiyat istikrarından ziyade kamu açıklarının finansmanı olmuştur. Bu dönemde para politikası araçları sınırlı olup, piyasa mekanizmasına dayalı bir faiz politikası uygulanmamıştır (Özatay, 2000).

Yüksek enflasyon ve finansal baskı (financial repression) ortamı, para politikasının etkinliğini ciddi ölçüde sınırlandırmış ve makroekonomik dengesizliklerin kronikleşmesine yol açmıştır.

1980–2001 Dönemi: Finansal Serbestleşme ve Nominal Çapa Arayışları

1980 sonrası dönemde uygulanan yapısal reformlarla birlikte finansal serbestleşme süreci başlamış, faiz oranları ve döviz kurları kademeli olarak piyasa koşullarına bırakılmıştır. Bu dönemde TCMB, parasal hedefleme ve döviz kuru çıpası gibi nominal çapa uygulamalarına yönelmiştir. Ancak kamu açıklarının yüksek seyri ve

mali baskınlık (fiscal dominance), para politikasının etkinliğini zayıflatmıştır (Celasun & Rodrik, 1989: 617-629).

1990'lı yıllar boyunca Türkiye ekonomisi, yüksek ve oynak enflasyon, artan kamu borcu ve sık tekrarlanan finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Faiz oranları, enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta yetersiz kalmış; kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı bir büyüme yapısı oluşmuştur. Bu süreç, 2000–2001 finansal kriziyle sonuçlanmış ve mevcut para politikası çerçevesinin sürdürülemezliğini ortaya koymuştur (Öniş, 2003: 25-26).

2001–2010 Dönemi: Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Hedeflemesi

2001 krizi sonrasında uygulamaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında, TCMB'nin kurumsal yapısında köklü reformlar gerçekleştirilmiştir. 2001 yılında yapılan yasal düzenlemelerle TCMB'ye **fiyat istikrarını sağlama** temel hedefi verilmiş ve araç bağımsızlığı güçlendirilmiştir. Bu dönemde, önce örtük enflasyon hedeflemesi, ardından 2006 yılında **açık enflasyon hedeflemesi rejimi** benimsenmiştir (TCMB, 2006).

Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde politika faizi, para politikasının temel aracı haline gelmiş; beklenti yönetimi ve şeffaflık ön plana çıkmıştır. Bu dönemde enflasyon oranlarında belirgin bir düşüş sağlanmış ve makroekonomik istikrar güçlenmiştir. Literatürde bu dönem, TCMB'nin para politikasının görece başarılı olduğu bir dönem olarak değerlendirilmektedir.

2010–2018 Dönemi: Küresel Kriz Sonrası Çok Araçlı Para Politikası

2008 küresel finansal krizi sonrasında, sermaye akımlarındaki oynaklık ve finansal istikrar riskleri, TCMB'nin para politikası yaklaşımında yeni bir döneme girilmesine neden olmuştur. Bu süreçte TCMB, **fiyat istikrarı** hedefinin yanı sıra **finansal**

istikrarı da gözetilen çok amaçlı bir para politikası çerçevesi benimsemiştir.

Faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve makro ihtiyati araçlar aktif biçimde kullanılmış; politika faizi tek başına yeterli bir araç olmaktan çıkmıştır. Bu yaklaşım, kredi büyümesini ve sermaye akımlarını yönetmeyi amaçlamakla birlikte, para politikasının sade ve öngörülebilir yapısını zayıflattığı yönünde eleştirilere de konu olmuştur (Kara, 2015; IMF, 2016).

2018 Sonrası Dönem: Para Politikası Aktarımı ve Güven Tartışmaları

2018 sonrası dönemde Türkiye ekonomisi, yüksek enflasyon, kur şokları ve artan belirsizliklerle karşı karşıya kalmıştır. Bu süreçte TCMB'nin faiz kararları ile piyasa faizleri arasındaki ayrışma belirginleşmiş; para politikası aktarım mekanizmasının etkinliği tartışmalı hale gelmiştir. Politika faizinin enflasyonun altında seyretmesi, reel faizlerin negatif düzeylere gerilemesine yol açmış ve fiyat istikrarı hedefi üzerindeki baskıyı artırmıştır (IMF, 2022; BIS, 2023).

Son yıllarda TCMB, parasal sıkılaştırma ve sadeleşme yönünde adımlar atmış; politika faizinin etkinliğini yeniden tesis etmeye yönelik bir çerçeve oluşturma çabası içerisine girmiştir. Bu gelişmeler, para politikasının kredibilitesi ve beklenti yönetiminin yeniden inşa edilmesi açısından kritik bir döneme işaret etmektedir (TCMB, 2023).

3-TCMB FAİZ KARARLARININ ENFLASYON, KUR VE BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

TCMB'nin politika faizi kararlarının makroekonomik sonuçları, Türkiye'de para politikasının aktarımı (piyasa faizleri → kredi koşulları → iç talep/kur → fiyatlar ve üretim) ve bu aktarımın para politikası rejimi, kredibilite ve finansal yapı gibi unsurlara bağlı olarak zaman içinde değişmesiyle açıklanır. Literatür, özellikle Türkiye gibi kur geçişkenliğinin nispeten güçlü olduğu ve bankaların kredi mekanizmalarında aracılık fonksiyonunun yüksek olduğu ekonomilerde, faiz kararlarının enflasyon–kur–büyüme ilişkisini “eşanlı ve karşılıklı etkileşimli” bir çerçevede ele almanın gerekli olduğunu vurgulamaktadır.

Faiz Kararları ve Enflasyon: Talep, Beklentiler ve Kur Geçişkenliği

Standart aktarım mekanizmasına göre politika faizi artışı, finansman maliyetlerini artırarak tüketim ve yatırım harcamalarını baskılar; çıktı açığını daraltır ve gecikmeli biçimde enflasyon baskılarını azaltır. Türkiye üzerine yapısal VAR türü çalışmalar, para politikası şoklarının fiyatlar ve reel aktivite üzerinde anlamlı etkiler ürettiğini; ancak etkinin büyüklüğünün dönemsel koşullara ve modelleme tercihlerine göre değişebildiğini göstermektedir. Örneğin TCMB araştırma birimi çalışmaları, açık enflasyon hedeflemesi döneminde para politikası şoklarının tanımlanması ve etkilerinin izlenmesi bağlamında politika-faiz şoklarının makro değişkenlere geçişini SVAR çerçevesinde ele almaktadır (Kılınç ve Tunç, 2014).

Faiz kararlarının enflasyona etkisinin çalışabilmesi için politika faizindeki değişimlerin mevduat ve kredi faizlerine (dolayısıyla kredi koşullarına) aktarılması gerekir. Türkiye için faiz geçişkenliğini inceleyen çalışmalar, politika faizinden banka faizlerine geçişin “tam” olmadığını; ürün türüne (ticari/konut/tüketici kredileri) ve döneme göre farklılaştığını

raporlamaktadır. Akşehrli (2024) de Türkiye’de faiz geçişkenliği tartışmasını koridor dönemi ve fonlama bileşimi gibi unsurlarla ilişkilendirerek ele almaktadır.

Literatür, enflasyon cephesinde faiz kararlarının etkisinin çoğu zaman kur gelişmeleri ve beklenti kanalıyla güçlendiğini; buna karşılık faiz aktarımının zayıfladığı dönemlerde dezenflasyon etkisinin sınırlanabildiğini işaret eder. Şekil 1’de görüldüğü gibi 2021 yılının ortalarından itibaren politika faizinin düşürülmesinin, döviz kurunda yaşanan yükselişin de ivmesiyle enflasyonu 2022 yılının başlangıcından itibaren belirgin bir biçimde zıplamasına neden olduğu görülebilmektedir.

Şekil 1 Politika Faizi ve Enflasyon İlişkisi (2018-2024)



Kaynak: TCMB, ekonomigazetesi.com

Şekil 2 Politika Faizi, Kredi Enflasyon İlişkisi*



**Görsel, ilgili literatür (Bernanke & Gertler, 1995; Mishkin, 1996; Kara, 2015; TCMB Enflasyon Raporları) temel alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur.*

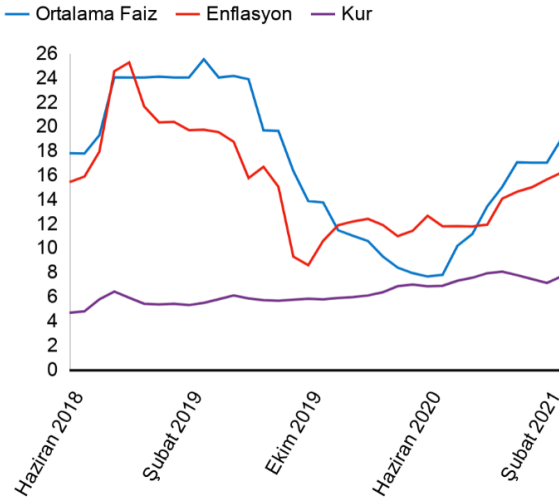
Yukarıdaki şekil 2, klasik faiz–kredi–talep–enflasyon zincirini göstermektedir.

Faiz Kararları ve Döviz Kuru

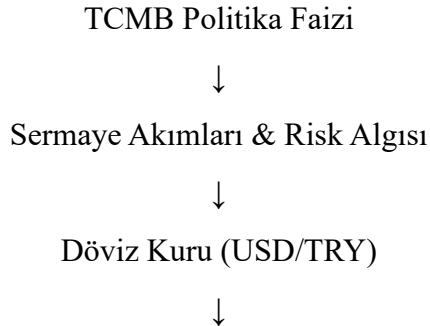
Kur–enflasyon ilişkisinin güçlü olduğu ekonomilerde, faiz kararlarının kur üzerindeki etkisi enflasyona geri besleme üretir: kur istikrarı güçlendikçe maliyet baskıları zayıflayabilir; kur şokları ise dezenflasyon sürecini zorlaştırabilir. Türkiye özelinde kur geçişkenliğini tartışan TCMB çalışmaları ve hedefleme dönemi karşılaştırmaları bu geri besleme kanalını özellikle öne çıkarmaktadır (Kara vd. 2005). Akademik bulgular, Türkiye’de faiz–kur ilişkisinin varlığını kabul etmekle birlikte, etkinin büyüklüğünün politika çerçevesi, beklentiler ve finansal koşullar tarafından belirlendiğini; koridor/likidite uygulamalarının bu ilişkiyi yorumlamada kritik olduğunu göstermektedir (Kara, 2015). Şekil

3'de ise enflasyonun trendinin yukarıya doğru kırıldığı 2019 yıllarının sonundan itibaren ortalama faizde bir süre düşüş görülse de 2020 yılının ikinci yarısından itibaren faizlerin de artış eğiliminde olduğu, döviz kurunun ise grafikte gözükten zaman aralığında zayıf da olsa bir yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. Grafikte gösterilmeyen zaman aralığında yani 2021 yılının sonundan itibaren ise politika faizindeki düşüşle birlikte döviz kurunun büyük bir atış trendine girdiği, tüketici enflasyonunun da buna bağlı olarak arttığı gözlenmektedir.

Şekil 3 Politika Faizi ve Enflasyon, Kur İlişkisi (2018-2021)



*Şekil 4 Politika Faizi ve Enflasyon, Kur**



İthal Girdi Maliyetleri



Üretici Fiyatları (ÜFE)



Tüketici Enflasyonu (TÜFE)

**Görsel, ilgili literatür (Bernanke & Gertler, 1995; Mishkin, 1996; Kara, 2015; TCMB Enflasyon Raporları) temel alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur.*

Türkiye’de akademik çalışmalar, kur geçişkenliğinin enflasyon dinamiklerinde belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu nedenle faiz kararlarının enflasyona etkisi çoğu zaman dolaylı olarak kur kanalıyla güçlenmektedir.

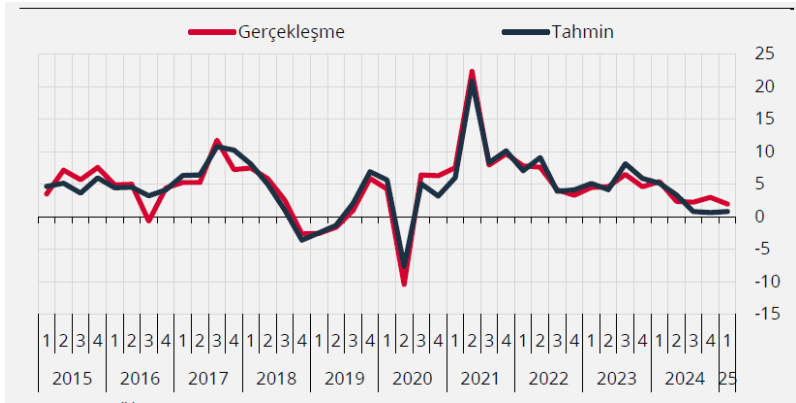
Faiz Kararları ve Büyüme: Kredi Kanalı, Finansal Koşullar ve Dönemsel Asimetri

Türkiye’de reel sektör finansmanında bankacılık sisteminin ağırlığı, faiz kararlarının büyümeyi önemli ölçüde **kredi koşulları** üzerinden etkilemesine yol açar. Politika faizindeki artış, kredi faizleri ve kredi arzı koşulları üzerinden kredi genişlemesini yavaşlatabilir; bu da tüketim ve yatırımı sınırlayarak büyümeyi aşağı çekebilir. Faiz geçişkenliğine ilişkin bulgular (kredi türlerine göre farklılaşan aktarım) bu kanalın büyüme etkisinin farklılaşabileceğini işaret etmektedir (Şahin ve Çiçek, 2018: 845-853).

Türkiye’de para politikasının enflasyon ve çıktı belirsizliğiyle ilişkisini inceleyen çalışmalar, politika tepkisinin dönem içinde değişebildiğini ve çıktı/enflasyon belirsizliğinin faiz kuralına yansıyabildiğini göstermektedir. Bu bulgular, faiz kararlarının büyüme üzerindeki etkisinin yalnızca “faiz artışı = büyüme düşer” şeklinde mekanik okunmaması; beklentiler, belirsizlik ve güven kanalıyla da değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır (Güney, 2016: 55-56).

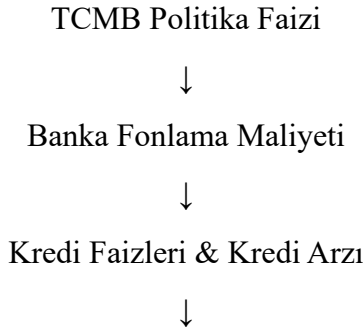
Literatür, faiz kararlarının büyümeyi çoğunlukla kredi kanalı ve finansal koşullar üzerinden etkilediğini; ancak etkinin büyüklüğünün (i) faiz geçişkenliğine, (ii) kur-enflasyon geri beslemesine ve (iii) belirsizlik/rejim koşullarına göre değiştiğini ortaya koymaktadır. Şekil 5’de görüldüğü gibi pandemi ile birlikte gözlenen negatif büyüme değeri, 2021 yılında politika faizindeki düşüşle paralel kredi kurumlarının fonlama maliyetlerinde düşüş olarak yansımaya yatırım ve tüketimde artışa ve nihai olarak da büyüme rakamlarına pozitif olarak yansımıştır.

Şekil 5 GSYH Gerçekleşme ve Tahmin (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK

*Şekil 6 Faiz, Kredi ve Büyüme İlişkisi**



Kredi Büyümesi



Yatırım & Dayanıklı Tüketim



Ekonomik Büyüme

**Görsel, ilgili literatür (Bernanke & Gertler, 1995; Mishkin, 1996; Kara, 2015; TCMB Enflasyon Raporları) temel alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur.*

Türkiye finansal sisteminin banka merkezli yapısı nedeniyle, faiz kararlarının büyüme üzerindeki etkisi büyük ölçüde kredi kanalı üzerinden gerçekleşmektedir.

4-GELECEĞE YÖNELİK ÇIKARIMLAR

Bu çalışmada ele alınan literatür ve tematik analiz, TCMB'nin faiz kararlarının enflasyon, döviz kuru ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin tek boyutlu ve doğrusal bir ilişkiyle açıklanamayacağını ortaya koymaktadır. Akademik çalışmaların ortak bulgusu, faiz kararlarının etkisinin; para politikası rejimi, aktarım mekanizmasının gücü, kur geçişkenliği, beklentiler ve finansal koşulların bütünsel durumu tarafından belirlendiği yönündedir (Bernanke & Gertler, 1995: 27-34; Mishkin, 1996; Kara, 2015).

Enflasyon açısından bakıldığında, literatür faiz artışlarının dezenflasyonist etkisinin Türkiye'de çoğu zaman kur kanalı üzerinden dolaylı biçimde ortaya çıktığını göstermektedir. Bu durum, klasik talep yönlü dezenflasyon anlatısının Türkiye gibi yüksek ithal girdi bağımlılığına ve dolarizasyon eğilimine sahip ekonomiler için yetersiz kalabileceğini düşündürmektedir. Kur istikrarının sağlanamadığı dönemlerde, faiz kararlarının enflasyon

üzerindeki etkisinin zayıfladığına ilişkin bulgular (Alper vd., 2013; TCMB Enflasyon Raporları) bu yorumu desteklemektedir.

Döviz kuru cephesinde ise literatür, faiz kararlarının kur üzerindeki etkisinin faiz farkından ziyade politika güvenilirliği ve beklenti yönetimi ile yakından ilişkili olduğunu vurgulamaktadır. Özellikle çok amaçlı para politikası dönemlerinde, ilan edilen politika faizinin tek başına para politikasının duruşunu yansıtmaması, kur tepkilerinin zayıflamasına veya öngörülemez hale gelmesine neden olabilmektedir (Kara, 2015; BIS, 2023). Bu durum, para politikasında şeffaflık ve sadeleşme tartışmalarını literatürde daha da önemli kılmaktadır.

Ekonomik büyüme açısından bulgular, faiz kararlarının büyüme üzerindeki etkisinin ağırlıklı olarak kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir. Ancak kredi faizlerine geçişin heterojen olması ve finansal koşulların dönemsel olarak sıkışması, faiz–büyüme ilişkisinin asimetrik ve rejime bağlı bir yapı sergilemesine yol açmaktadır. Bu çerçevede, kısa vadeli büyüme kayıpları ile orta vadeli makroekonomik istikrar arasındaki denge, para politikası tartışmalarının merkezinde yer almaktadır (Gertler & Karadi, 2015; IMF, 2022).

Geleceğe yönelik olarak literatür, TCMB faiz kararlarının etkinliğinin artırılabilmesi için beklentilerin daha güçlü biçimde çıpalandırılması, politika araç setinin tutarlılığı ve iletişim stratejisinin güçlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Ayrıca, faiz kararlarının etkilerinin yalnızca kısa vadeli çıktı ve enflasyon göstergeleriyle değil, finansal istikrar ve risk primi dinamikleriyle birlikte değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır.

5-SONUÇ ve POLİTİKA ÖNERİLERİ

Bu bölümde yapılan değerlendirmeler, TCMB'nin faiz kararlarının Türkiye ekonomisinde enflasyon, döviz kuru ve

ekonomik büyüme üzerinde çok kanallı, karşılıklı etkileşim içeren ve zamanla değişen etkiler yarattığını göstermektedir. Literatürle uyumlu biçimde ulaşılan temel sonuç, para politikasının başarısının yalnızca faiz oranının seviyesine değil; bu kararların nasıl algılandığına, hangi kanallar üzerinden aktarıldığına ve hangi kurumsal çerçevede uygulandığına bağlı olduğudur.

Politika önerileri açısından ilk olarak, fiyat istikrarı hedefinin açık ve tutarlı biçimde önceliklendirilmesi gerekmektedir. Akademik çalışmalar, fiyat istikrarına yönelik güçlü ve inandırıcı bir duruşun, kur oynaklığını ve enflasyon beklentilerini sınırlayarak para politikasının etkinliğini artırdığını göstermektedir (Clarida vd., 1999: 1664-1682; Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007).

İkinci olarak, para politikası aktarım mekanizmasının sadeleştirilmesi ve güçlendirilmesi önem arz etmektedir. Politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki bağın zayıfladığı dönemlerde, faiz kararlarının reel ekonomi üzerindeki etkisi sınırlı kalmaktadır. Bu nedenle, faiz koridoru, likidite yönetimi ve makro ihtiyati araçların politika faiziyle tutarlı bir çerçevede kullanılması önerilmektedir (Kara, 2015; IMF, 2022).

Üçüncü olarak, beklenti yönetimi ve iletişim politikası, faiz kararlarının enflasyon ve kur üzerindeki etkilerini güçlendiren temel unsurlar arasında yer almaktadır. Literatürde sözel yönlendirme ve merkez bankası iletişiminin, politika kararlarının etkinliğini artırdığına dair güçlü kanıtlar bulunmaktadır (Woodford, 2012). Bu bağlamda, TCMB'nin öngörülebilir ve veri odaklı iletişim stratejileri geliştirmesi önem taşımaktadır.

Son olarak, faiz kararlarının büyüme üzerindeki kısa vadeli maliyetlerinin, finansal istikrar ve sürdürülebilir büyüme hedefleri ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Akademik literatür, düşük ve öngörülebilir enflasyon ortamının uzun vadede yatırım kararlarını ve verimliliği desteklediğini ortaya koymaktadır. Bu

nedenle, para politikasının kısa vadeli büyüme baskıları yerine orta ve uzun vadeli makroekonomik istikrarı önceleyen bir perspektifle yürütülmesi, Türkiye ekonomisi açısından temel bir politika çıkarımı olarak öne çıkmaktadır.

Kaynakça

Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33, 33–57. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.04.001>

Akşehirli, S. (2024). Interest rate pass-through in Turkey: Evidence from different monetary policy regimes. *Central Bank Review*, 24(1), 45–63. <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2023.12.003>

Alper, E., & Hatipoğlu, O. (2009). The conduct of monetary policy in Turkey in the pre- and post-crisis period of 2001 in comparative perspective: A case for central bank independence. *Munich Personal RePEc Archive* (MPRA Paper No. 18426). <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/18426/>

Alper, K., Kara, H., & Yörükoğlu, M. (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. *BIS Papers*, (73). Bank for International Settlements.

Aydın, H. İ. (2007). Interest rate pass-through in Turkey. *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper* No. 07/05. <https://www.tcmb.gov.tr>

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>

Berument, H., & Taşçı, H. (2004). Monetary policy rules in practice: Evidence from Turkey. *International Journal of Finance & Economics*, 9(1), 33–38.

BIS. (2023). *Annual economic report 2023*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org>

Boivin, J., Kiley, M. T., & Mishkin, F. S. (2010). How has the monetary transmission mechanism evolved over time? In B. M. Friedman & M. Woodford (Eds.), *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 369–422). Elsevier.

Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123–139. <https://doi.org/10.1257/jep.10.2.123>

Celasun, M., & Rodrik, D. (1989). Turkish economic development: An overview. In J. D. Sachs & S. M. Collins (Eds.), *Developing country debt and economic performance, Vol. 3: Country studies—Indonesia, Korea, Philippines, Turkey* (pp. 617–629). University of Chicago Press.

Checo, A., Grigoli, F., & Sandri, D. (2024). Monetary policy transmission in emerging markets: Proverbial concerns, novel evidence. *BIS Working Papers* No. 1170. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work1170.htm>

Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: A New Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661–1707. <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661>

Gertler, M., & Karadi, P. (2015). Monetary policy surprises, credit costs, and economic activity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1), 44–76. <https://doi.org/10.1257/mac.20130329>

Güler, A. (2021). Politika faizlerinin banka faizlerine geçişkenliği: Türkiye örneği. *EKEV Akademi Dergisi*, (85), 15–38.

Güney, P. Ö. (2016). Does the central bank directly respond to output and inflation uncertainties in Turkey? *Central Bank Review*, 16(2), 53–57.

IMF. (2022). *Turkey: 2022 Article IV consultation—Staff report*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org>

Kara, A. H. (2015). Interest rate corridor and the monetary policy stance. *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper* No. 15/13.

Kara, H., Tüger, H. K., Özlalé, Ü., Tüger, B., Yavuz, D., & Yücel, E. M. (2005). Exchange rate pass-through in Turkey: Has it changed and to what extent? *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper* No. 05/04.

Kılınç, M., & Tunç, C. (2014). Identification of monetary policy shocks in Turkey: A structural VAR approach. *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper* No. 14/23.

Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy. *NBER Working Paper* No. 5464. <https://www.nber.org>

Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does inflation targeting make a difference? *NBER Working Paper* No. 12876. <https://www.nber.org>

Öniş, Z. (2003). Domestic politics versus global dynamics: Towards a political economy of the 2000 and 2001 financial crises in Turkey. *Turkish Studies*, 4(2), 1–30.

Özatay, F. (2000). The 1994 currency crisis in Turkey. *Journal of Policy Reform*, 3(4), 327–352.

Özatay, F. (2016). Turkey's distressing dance with capital flows. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(2), 336–350.

Şahin, S., & Çiçek, S. (2018). Interest rate pass-through in Turkey during the period of unconventional interest rate corridor. *Quantitative Finance and Economics*, 2(4), 837–859.

Sümer, A. L. (2020). 2008 sonrası TCMB faiz kararlarının makroekonomik etkilerinin analizi. *Uluslararası Ekonomi, Siyaset, İnsan ve Toplum Bilimleri Dergisi*, 3(1), 49–74.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)

TCMB. (2006). *Enflasyon hedeflemesi rejimi: Genel çerçeve*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <https://www.tcmb.gov.tr>

TCMB. (2021). *Enflasyon raporu II*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <https://www.tcmb.gov.tr>

TCMB. (2023). *Enflasyon raporu III*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <https://www.tcmb.gov.tr>

Woodford, M. (2012). Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound. In *Jackson Hole Economic Policy Symposium Proceedings*. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Yücememiş, B. T., Alkan, U., & Dağıdır, C. (2015). Yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru: Türkiye'de para politikası kurulu faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 449–478.

BÖLÜM 10

GELENEKTEN GELECEĞE FİNANSIN YENİDEN DİZAYNI: KURAMSAL BİR İNCELEME

1. DR. ÖĞR. ÜYESİ İSMET BOLAT ¹

2. DOÇ.DR. GÜLFERAH ERTÜRKMEN²

1. Giriş

Finansal sistemler, uzun süre boyunca tasarrufların yatırıma dönüştürülmesini sağlayan teknik ve etkin piyasalar olarak ele alınmış; finans literatürü de büyük ölçüde rasyonel bireyler, etkin piyasalar ve denge koşulları varsayımları üzerine inşa edilmiştir. Bu yaklaşımda finans, reel ekonomiye hizmet eden tamamlayıcı bir alan olarak konumlandırılmış; toplumsal, kurumsal ve etik boyutlar çoğu zaman ikincil planda değerlendirilmiştir. Ancak son kırk yılda hız kazanan küreselleşme, finansallaşma ve teknolojik dönüşüm süreçleri, finansın yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda toplumsal ve siyasal sonuçlar üreten merkezi bir yapı haline geldiğini açık biçimde ortaya koymuştur.

Özellikle küresel finans krizleri sonrasında, finansal piyasaların reel ekonomi üzerindeki etkilerinin daha derin, yaygın ve kalıcı hale gelmesi, geleneksel finans teorilerinin açıklayıcılığını sorgulanır kılmıştır. Finansal dalgalanmaların istihdam, gelir dağılımı, enflasyon ve üretim yapısı üzerindeki etkileri, finansın artık yalnızca bir “araç” değil; ekonomik ve toplumsal dinamikleri şekillendiren bir “yapı” olarak ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda finans literatürü, finansal sistemin işleyişini

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Dr. Öğr. Üyesi, İsmet BOLAT, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Göksun MYO, Finans – Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Orcid: 0000 0002 5502 6211

² Doç.Dr. Gülferah ERTÜRKMEN, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, GUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü, Orcid: 0000-0003-2239-0241

açıklamaya yönelik dar teknik analizlerin ötesine geçerek, finansın bilgi üretme biçimini, değer anlayışını ve kurumsal yapısını sorgulayan daha geniş bir alana yönelmiştir.

Güncel literatürde bu dönüşüm, büyük ölçüde üç temel gelişme etrafında tartışılmaktadır. İlk olarak dijitalleşme ve veri temelli teknolojiler, finansal karar alma süreçlerini köklü biçimde dönüştürmüş; algoritmalar, yapay zeka ve büyük veri uygulamaları, kredi tahsisinden yatırım yönetimine kadar birçok alanda insan uygulamalarının yerini almaya başlamıştır. Bu durum, finansal rasyonalite kavramının yeniden tanımlanmasına ve finansal bilginin nasıl üretildiği sorusunun merkezi hale gelmesine yol açmıştır. İkinci olarak sürdürülebilirlik, etik ve yönetim temelli yaklaşımlar, finansın sadece ekonomiyle ilgili bir alan olmadığına işaret ederek, finansal faaliyetlerin toplumsal ve çevresel sonuçlarının dikkate alınması gerektiğini de vurgulamıştır. Böylece finans, yalnızca karlılık odaklı bir mekanizma olmaktan çıkarak normatif bir çerçeve içinde yeniden tartışılmaya başlanmıştır.

Üçüncü ve belki de en radikal dönüşüm alanı ise kripto varlıklar ve merkeziyetsiz finans uygulamalarıyla ortaya çıkmıştır. Blok zincir teknolojisi ve akıllı sözleşmeler, finansal güvenin merkez bankaları ve düzenleyici kurumlar yerine algoritmik doğrulama mekanizmaları üzerinden tesis edilebileceğini ileri sürerek, finansal aracılığın geleneksel yapısını sorgulayan alternatif modellerin önünü açmıştır. Bu gelişmeler, finansal özgürlük, düzenleme, istikrar ve egemenlik kavramlarının yeniden düşünülmesini gerekli kılmaktadır. Bu çok boyutlu dönüşüm süreci, finans literatüründe “yeni finansal paradigmalar” olarak adlandırılan bir düşünsel alanın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Yeni finansal paradigmalar, finansın yalnızca nasıl işlediğini değil; kimin için, hangi değerler doğrultusunda ve hangi kurumsal yapı içinde işlediğini de sorgulayan bütüncül bir yaklaşımı temsil etmektedir. Bu bölümde, yeni finansal paradigmalar literatürü; dijitalleşme ve algoritmik finans, sürdürülebilirlik ve normatif finans ile merkeziyetsizleşme ve kripto finans eksenleri çerçevesinde ele alınarak, finansın geleneksel yapısından geleceğin finansal mimarisine uzanan dönüşüm süreci kuramsal bir perspektifle incelenmektedir.

2. Geleneksel Finansın Temel Yapısı

Finans bilimi, ekonomik sistem içerisinde kaynakların zaman, belirsizlik ve risk boyutları dikkate alınarak tahsis edilmesini inceleyen temel disiplinlerden biridir. Geleneksel finans yaklaşımı, piyasa aktörlerinin rasyonel davrandığı, bilginin büyük ölçüde simetrik olduğu ve fiyatların mevcut bilgiyi yansıttığı varsayımına dayanmaktadır. Bu çerçevede finansal sistemin temel amacı, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ve ekonomik büyümenin desteklenmesi olarak tanımlanmaktadır (Braun, 2011). Özellikle küreselleşmenin hız kazandığı süreçte finansal piyasalar, ulusal sınırların ötesine geçen sermaye hareketleri aracılığıyla ekonomik entegrasyonun temel taşı haline gelmiştir (Demir & Yakışık, 2025).

Geleneksel finansal yapı, büyük ölçüde banka merkezli bir aracılık mekanizması üzerine kuruludur. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında köprü görevi üstlenerek likidite sağlamakta ve ödeme sistemlerinin sürekliliğini güvence altına almaktadır. Bu yapı, uzun yıllar boyunca finansal istikrarın korunmasında etkili olmuş; ancak finansal piyasaların derinleşmesi ve karmaşıklaşmasıyla birlikte yeni kırılganlık alanlarını da beraberinde getirmiştir (Farhi & Tirole, 2017). Özellikle gölge bankacılık faaliyetlerinin yaygınlaşması, geleneksel finansal aracılık anlayışının sınırlarını görünür kılmıştır.

2.1. Finansın Klasik Fonksiyonları

Klasik finans literatüründe finansal sistemin fonksiyonları; kaynak tahsisi, risk paylaşımı, likidite sağlama ve bilgi üretimi başlıkları altında ele alınmaktadır. Finansal piyasalar, tasarrufların üretken alanlara yönlendirilmesini sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sunan kurumsal yapılar olarak değerlendirilmektedir (Braun, 2011). Bu bağlamda finans, yalnızca parasal işlemler bütünü değil, aynı zamanda ekonomik koordinasyonun ve yatırımların sürekliliğini sağlayan temel bir mekanizma olarak kabul edilmektedir.

Geleneksel yaklaşımda risk, ölçülebilir ve yönetilebilir bir unsur olarak ele alınmakta; portföy çeşitlendirmesi ve sermaye yapısı kararları bu varsayım üzerine inşa edilmektedir. Özellikle sermaye yapısı teorileri, firmaların borç ve özkaynak bileşimini

optimize ederek firma değerini maksimize edebileceğini savunmaktadır (Ardalan, 2017). Bununla birlikte klasik finans anlayışı, riskin yalnızca nicel modeller aracılığıyla yönetilebileceğini varsayarak, belirsizlik ve davranışsal unsurları büyük ölçüde ihmal etmektedir.

Finansal araçlar aynı zamanda asimetrik bilgi sorununu azaltarak piyasa etkinliğini artıran aktörler olarak görölmektedir. Kredi tahsisi, fiyatlama ve denetim mekanizmaları aracılığıyla piyasa disiplininin sağlanması, klasik finans fonksiyonlarının merkezinde yer almaktadır (Danilov & Pivovarov, 2024). Ancak küresel kriz deneyimleri, bu fonksiyonların her zaman istikrar üretmediğini ortaya koymuştur.

2.2. Ana Akım Finans Teorileri ve Varsayımları

Ana akım finans teorileri, finansal piyasalardaki aktörlerin rasyonel olduğu, kararlarını tam bilgi altında aldığı ve ekonomik davranışlarını fayda maksimizasyonu ilkesi doğrultusunda şekillendirdiği varsayımına dayanmaktadır. Bu çerçevede bireyler ve kurumlar, risk ve getiri arasındaki dengeyi objektif biçimde değerlendirerek optimal kararlar almaktadır. Söz konusu yaklaşım, finans araştırmalarında teorinin rolünü merkezi bir konuma yerleştirmiş ve finansın matematiksel modelleme üzerinden ilerleyen bir disiplin olarak şekillenmesine yol açmıştır (Goldstein, 2025).

Ana akım teorilerin en temel bileşenlerinden biri olan Etkin Piyasa Hipotezi, finansal varlık fiyatlarının mevcut tüm bilgileri yansıttığını ve piyasalarda sistematik biçimde anormal getiri elde etmenin mümkün olmadığını ileri sürmektedir. Bu yaklaşım, finansal piyasaların kendi kendini düzenleyen mekanizmalar olduğu varsayımını güçlendirmiştir. Modern portföy teorisi ve sermaye varlıklarını fiyatlama modelleri ise riskin ölçülebilir, dağıtılabilir ve matematiksel olarak yönetilebilir bir unsur olduğunu kabul etmektedir (Dawi, Singh & Namazi, 2025). Böylece finansal karar alma süreçleri büyük ölçüde nicel analizlere indirgenmiştir.

Firma düzeyinde geliştirilen ana akım finans teorileri, özellikle sermaye yapısı ve yatırım kararlarına odaklanmaktadır. Klasik sermaye yapısı yaklaşımları, borç ve özkaynak bileşiminin firma değeri üzerindeki etkisini analiz ederek optimal finansman

yapısının belirlenebileceğini savunmaktadır. Bu çerçevede, finansal kararların piyasa koşullarına duyarlı ancak öngörülebilir olduğu varsayılmaktadır (Ardalan, 2017). Benzer şekilde, (S,s) modelleri gibi klasik yatırım teorileri, firmaların yatırım kararlarını belirli eşik değerler üzerinden şekillendirdiğini ileri sürmektedir (Paseda, 2025).

Bununla birlikte ana akım finans teorileri, ekonomik sistemin dengeye yönelen bir yapı olduğunu varsaymakta; belirsizlik, kriz ve yapısal kırılmalar gibi unsurları ikincil önemde değerlendirmektedir. Oysa küresel finansal krizler, bu denge varsayımının pratikte sıkça ihlal edildiğini ortaya koymuştur. Özellikle küresel finansal stratejilerde ortaya çıkan açıklanamayan sapmalar, ana akım teorilerin teorik boşluklarını görünür hale getirmiştir (Sapiri, 2025). Bu durum, finans teorisinin yalnızca denge modellerine dayalı olarak kurgulanmasının yetersiz olduğunu göstermektedir.

Ana akım yaklaşımın bir diğer sınırlılığı, bireylerin ve yatırımcıların davranışsal özelliklerini büyük ölçüde dışlamasıdır. Karar alma süreçlerinde psikolojik eğilimler, bilişsel yanlılgılar ve sınırlı rasyonellik unsurlarının etkisi, klasik teorik çerçevede yeterince yer bulamamaktadır. Bu noktada davranışsal finans literatürü, ana akım varsayımlara yönelik güçlü eleştiriler sunarak finans teorisinin kapsamını genişletmiştir (Zadorozhnia, 2025). Ancak ana akım yaklaşım, uzun süre bu eleştirileri marjinal bir alan olarak değerlendirmiştir.

Makroekonomik düzeyde ele alındığında, ana akım finans teorileri para politikası, finansal yapı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri çoğunlukla piyasa etkinliği varsayımı üzerinden yorumlamaktadır. Oysa gelişmekte olan ekonomilerde finansal sistemlerin yapısı, para politikası aktarım mekanizmaları ve dış sermaye hareketleri çok daha karmaşık bir görünüm sergilemektedir (Alev & Erdemli, 2024). Bu durum, finans teorisinin tek tip varsayımlar üzerinden evrensel açıklamalar sunma kapasitesini sınırlamaktadır.

Son olarak, küreselleşme ve teknolojik dönüşüm süreçleri, ana akım finans teorilerinin dayandığı kurumsal ve yapısal varsayımları yeniden tartışmaya açmıştır. Dijital finans, fintech uygulamaları ve platform temelli finansal yapılar, geleneksel teorik çerçevenin ötesinde yeni kavramsallaştırmaları zorunlu kılmaktadır

(Fenwick & Vermeulen, 2021). Bu gelişmeler, ana akım finans teorilerinin finansın geleceğini açıklamakta giderek daha sınırlı kaldığını ve finansın yeniden dizaynına yönelik kuramsal açılımlara ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

3. Finansın Dönüşüm Dinamikleri

Finansal sistemlerde yaşanan dönüşüm, yalnızca yeni araçların ve teknolojilerin ortaya çıkışıyla sınırlı bir süreç değildir. Aksine bu dönüşüm, finansın ekonomik sistem içindeki rolünün, karar alma mantığının ve toplumsal işlevinin yeniden tanımlanmasını içeren yapısal bir kırılmaya işaret etmektedir. Geleneksel finans anlayışı, sermayenin etkin tahsisini merkeze alan teknik bir çerçeve sunarken; günümüz finansal sistemi, ekonomik değer üretiminin yanı sıra sosyal sorumluluk, çevresel sürdürülebilirlik ve teknolojik adaptasyon gibi çok katmanlı hedefleri aynı anda gözetmek zorunda kalmaktadır (Nwoke, 2024).

Bu bağlamda finansın dönüşüm dinamikleri, mikro düzeyde finansal kurumların iş modellerini, makro düzeyde ise ekonomik büyüme, gelir dağılımı ve finansal istikrar ilişkilerini yeniden şekillendirmektedir. Finansal serbestleşme ve küresel entegrasyon süreçleri, sermaye hareketlerini hızlandırırken aynı zamanda finansal krizlerin yayılma etkisini artırmıştır. Özellikle orta gelirli ve gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler ile ticaret rejimleri arasındaki etkileşim, finansın artık yalnızca piyasa içi bir mekanizma olarak ele alınamayacağını ortaya koymaktadır (Demir, 2017).

Finansallaşmanın derinleşmesi, gelir dağılımı ve sosyal refah üzerindeki etkileri açısından da tartışmalıdır. Finansal sistemin büyümesi her zaman reel sektör yatırımlarına eşlik etmemekte; bazı durumlarda gelir eşitsizliğini artırıcı sonuçlar doğurabilmektedir (Baylan, 2021). Bu nedenle finansın dönüşüm dinamikleri, sadece verimlilik artışı perspektifiyle değil, toplumsal sonuçları da dikkate alan bütüncül bir çerçevede ele alınmalıdır.

3.1. Dijitalleşme ve Yeni Nesil Finansal Araçlar

Dijitalleşme, finansal sistemlerde tarihsel olarak görülmemiş ölçekte bir paradigma değişimine yol açmaktadır. Yapay zeka, makine öğrenmesi, büyük veri analitiği ve bulut bilişim teknolojileri,

finansal karar alma süreçlerini yalnızca hızlandırmakla kalmamakta; aynı zamanda bu kararların nasıl üretildiğine ilişkin bilgi akışı varsayımlarını da dönüştürmektedir. Geleneksel finans anlayışında insan muhakemesi ve uzman görüşü merkezi bir konumdayken, dijital finans çağında algoritmik karar mekanizmaları giderek baskın hale gelmektedir (Challa, 2025).

Fintech ekosisteminin yükselişi, finansal aracılığın kurumsal sınırlarını belirsizleştirmiştir. Bankalar, ödeme sistemleri ve yatırım kuruluşları artık yalnızca finansal aktörler değil; aynı zamanda teknoloji şirketleriyle rekabet eden veri odaklı platformlar hâline gelmiştir. Dijital bankacılık, açık bankacılık ve platform temelli finansal hizmetler, finansal erişimi artırırken geleneksel bankacılık yapılarının kârlılık ve risk yönetimi stratejilerini yeniden şekillendirmektedir (Anifa vd., 2022; Pramudito vd., 2025).

Yapay zeka destekli sistemlerin kredi değerlendirme, portföy yönetimi ve dolandırıcılık tespiti gibi alanlarda yaygınlaşması, finansal riskin doğasını da dönüştürmektedir. Risk artık yalnızca piyasa dalgalanmalarına bağlı değil; veri kalitesi, algoritmik önyargılar ve model belirsizliği gibi yeni unsurlara da bağlı hale gelmiştir. Bu durum, finansal istikrar tartışmalarını geleneksel likidite ve sermaye yeterliliği göstergelerinin ötesine taşımaktadır (Singh, 2025).

Türkiye ve benzeri ekonomilerde dijitalleşme, bankacılık sektörünün likidite yönetimi ve performans ilişkisini daha karmaşık hale getirmiştir. Dijital kanallar aracılığıyla hızlanan fon akışları, bankaların bilanço yapılarını ve risk profillerini yeniden şekillendirmektedir (Alev, 2023). Bu bağlamda dijital finans, yalnızca teknolojik bir ilerleme değil, finansal yönetim açısından da yeni düzenleme ihtiyacını gündeme getirmektedir.

3.2. Sürdürülebilirlik Odaklı Finans: ESG (Environmental, Social, Governance) Yaklaşımları

Sürdürülebilirlik odaklı finans, finansal sistemin normatif bir dönüşümünü temsil etmektedir. ESG yaklaşımı, yatırım kararlarının yalnızca finansal getiri kriterlerine değil; çevresel etki, sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim unsurlarına dayandırılmasını

öngörmektedir. Bu yaklaşım, finansın toplumsal rolünü yeniden tanımlayarak, uzun vadeli değer yaratımını merkeze almaktadır (Kumar & Sinha, 2025).

ESG'nin yükselişi, şirket davranışları üzerinde disipline edici bir etki yaratmaktadır. Şeffaflık, sürdürülebilir raporlama ve yönetim standartları, firmaların finansmana erişim koşullarını doğrudan etkileyen unsurlar hâline gelmiştir. Bu durum, finansal piyasaların yalnızca fiyat sinyalleri üzerinden değil, normlar ve beklentiler üzerinden de işlediğini göstermektedir (Sciarelli vd., 2021).

Ancak ESG uygulamalarının etkisi ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde finansal gelişmişlik düzeyi, yönetim kalitesi ve kurumsal yapı, ESG'nin yatırım kararları üzerindeki belirleyiciliğini sınırlayabilmektedir. Finansal gelişme ve ticari serbestleşme süreçlerinin yoksulluk ve gelir dağılımı üzerindeki etkileri, sürdürülebilir finansın sosyal boyutunu daha görünür hale getirmektedir (Çelik, 2022).

ESG faktörleri ile finansal performans arasındaki ilişki, doğrusal olmaktan ziyade bağlamsaldır. Yatırımcı algıları, kurumsal yönetim kalitesi ve sürdürülebilirlik raporlaması, piyasa değerlemesi üzerinde birlikte etkili olmaktadır (Paranita vd., 2025). Bu durum, ESG entegrasyonunun tek bir teoriyle açıklanamayacağını ve çok teorili bir çerçeveye ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir (Nguyen, 2025).

3.3. Kripto Varlıklar ve Finansal Yenilikler

Kripto varlıklar ve blokzincir teknolojisi, finansal sistemin merkezi yapısını sorgulayan en radikal dönüşüm unsurlarından biri olarak ortaya çıkmaktadır. Geleneksel finans sistemlerinde güven, merkez bankaları, düzenleyici otoriteler ve kurumsal araçlar üzerinden tesis edilirken; kripto varlık ekosisteminde güven, matematiksel algoritmalar, kriptografik doğrulama mekanizmaları ve dağıtık defter teknolojisi aracılığıyla sağlanmaktadır. Bu yönüyle blok zincir, yalnızca teknik bir yenilik değil, finansal güvenin kurumsal temellerini dönüştüren yapısal bir paradigma değişimini temsil etmektedir (Kayani & Hasan, 2024; Schär, 2020).

Merkeziyetsiz finans (Decentralized Finance – DeFi) uygulamaları, bu dönüşümün en görünür yansımalarından biridir. Akıllı sözleşmeler aracılığıyla otomatikleşen borçlanma, kredi verme, varlık ticareti ve türev işlemler, geleneksel finansal aracılığı teknik olarak ortadan kaldırma potansiyeline sahiptir. DeFi ekosistemi, işlem maliyetlerini düşürme, finansal kapsayıcılığı artırma ve sınır ötesi finansal işlemleri kolaylaştırma açısından önemli fırsatlar sunmaktadır. Bununla birlikte, kod temelli yönetim yapıları, piyasa manipülasyonu, likidite kırılganlığı ve siber güvenlik riskleri, DeFi sistemlerinin yapısal zayıflıkları arasında yer almaktadır (Far vd., 2023; Alamsyah vd., 2024).

DeFi literatürü, bu ekosistemin henüz olgunlaşmamış ve deneysel bir finansal yapı sunduğuna işaret etmektedir. Özellikle düzenleyici çerçevenin belirsizliği, yatırımcı korumasının sınırlılığı ve sistemik risklerin ölçülmesindeki güçlükler, merkeziyetsiz finansın sürdürülebilirliği konusunda önemli tartışmaları beraberinde getirmektedir (Gramlich vd., 2023; Jaiswal vd., 2023). Bu bağlamda DeFi, finansal yeniliğin sınırlarını genişletirken aynı zamanda finansal istikrar kavramının yeniden tanımlanmasını zorunlu kılmaktadır.

Kripto varlıkların ve DeFi uygulamalarının yaygınlaşması, finansal yeniliğin yalnızca teknolojik bir ilerleme olmadığını; aynı zamanda hukuki, etik ve politik boyutları olan çok yönlü bir dönüşüm süreci olduğunu ortaya koymaktadır. Merkeziyetsizlik ilkesi, piyasa özgürlüğünü artırırken, düzenleme eksikliği kamu otoritelerinin rolünü yeniden tartışmaya açmaktadır. Bu çerçevede finansal inovasyon, finansal özgürlük ile kamusal denetim arasındaki dengeyi yeniden tanımlamaktadır (Ghodke & Pawar, 2024; Schwarcz, 2024).

Uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri bağlamında değerlendirildiğinde, merkeziyetsiz finans uygulamaları küresel finansal entegrasyonu hızlandırabilecek bir potansiyele sahiptir. Ancak bu durum, ulusal düzenleyici rejimlerin etkinliği ve para politikası aktarım mekanizmaları açısından yeni belirsizlik alanları da yaratmaktadır (Harvey & Rabetti, 2024). Dolayısıyla kripto varlıklar ve DeFi, finansal sistemin geleceğini şekillendiren hem dönüştürücü hem de istikrarsızlaştırıcı bir güç olarak ele alınmalıdır.

Bu noktada, İslami finans ve döngüsel ekonomi perspektifleri, merkeziyetsiz finansal yeniliklerin etik ve sürdürülebilirlik boyutunu değerlendirmek açısından alternatif bir kuramsal çerçeve sunmaktadır. Faizsiz finans ilkeleri, risk paylaşımı ve reel varlık temelli finansman anlayışı, DeFi ekosisteminin toplumsal fayda üretme kapasitesini yeniden düşünmeyi mümkün kılmaktadır (İslah vd., 2025).

4. Yeni Finansal Paradigmalar Üzerine Literatür İncelemesi

Finans literatüründe son yıllarda gözlenen dönüşüm, yalnızca yeni teknolojilerin ya da alternatif finansal araçların ortaya çıkışıyla açıklanabilecek bir olgu değildir. Aksine bu dönüşüm, finansın bilgiye yaklaşımını, değer üretme mantığını ve toplumsal işlevini yeniden tanımlayan daha derin bir anlam kaymasına işaret etmektedir. Geleneksel finans literatürü, rasyonalite, denge ve etkinlik varsayımları üzerine inşa edilmişken; güncel çalışmalar, finansal sistemin giderek daha karmaşık, çok aktörlü ve normatif unsurlar içeren bir yapıya evrildiğini ortaya koymaktadır (Murinde, Rizopoulos & Zachariadis, 2022).

Bu bağlamda finansal piyasaların reel ekonomiyle kurduğu ilişkinin niteliği de dönüşmektedir. Finansal yatırım araçlarının getiri yapıları ile enflasyon dinamikleri arasındaki ilişkinin zaman içinde farklılaştığını gösteren bulgular, finansal piyasaların yalnızca fiyat sinyalleri üreten alanlar olmaktan çıkarak makroekonomik beklentilerin şekillendiği bir zemine dönüştüğünü ortaya koymaktadır (Güngör Karyağdı & Aytekin, 2023). Benzer biçimde finansallaşma sürecinin sektörel boyutları, finansın toplumsal sonuçlarını daha görünür hale getirmektedir. Özellikle tarım sektöründe finansallaşmanın üretim yapısı ve gıda güvencesi üzerindeki etkilerini ele alan çalışmalar, finansın ekonomik büyümenin ötesinde toplumsal refah ve kırılganlık üzerinde de belirleyici bir rol üstlendiğini göstermektedir (Baylan, 2025).

Küresel kriz deneyimleri ise bu dönüşümün istikrar boyutunu ön plana çıkarmaktadır. 2008 küresel finans krizi sonrasında finansal kırılganlık ile işsizlik arasındaki ilişkinin güçlendiğini ortaya koyan analizler, finansal şokların reel ekonomi üzerindeki etkilerinin daha kalıcı hale geldiğine işaret etmektedir (Çelik, Baylan & Fisunoğlu,

2021). Bu çerçevede güncel finans literatüründe öne çıkan dijitalleşme, sürdürülebilirlik ve merkeziyetsizleşme tartışmaları; yalnızca finansal yenilikler bağlamında değil, makroekonomik istikrar ve toplumsal refah perspektifleriyle birlikte ele alınması gereken bütüncül bir dönüşüm sürecini yansıtmaktadır.

4.1. Dijital Finans ve Fintech Ekosistemi

Dijitalleşme ve algoritmik finans, finansal karar alma süreçlerinin insan muhakemesinden veri temelli, otomatik yapılar haline gelmesini ifade eder. FinTech literatürü bu dönüşümü öncelikle operasyonel verimlilik ve maliyet azaltımı ile ele alırken, son dönem çalışmalar dijital finansın finansal bilginin üretim biçimini köklü bir şekilde değiştirdiğini göstermiştir. (Omarini, 2018; Murinde vd., 2022).

Yapay zeka, büyük veri ve makine öğrenmesi temelli sistemler; kredi tahsisi, risk yönetimi ve yatırım kararlarında belirleyici hale gelmiştir. Bu durum, finans literatüründe “algoritmik yönetim” kavramını öne çıkarmış ve finansal rasyonalite anlayışının yeniden tartışılmasına yol açmıştır (Singh, 2025; Rahmani & Azam, 2025). Dijital bankacılık ve ödeme sistemlerinin yaygınlaşması, finansal aracılığı giderek platform temelli bir yapıya dönüştürmektedir (Katuri, 2025; Anifa vd., 2022).

Türkiye özelinde yapılan çalışmalar, dijitalleşmenin finansal piyasalar ve bankacılık sektörü üzerindeki etkilerinin kurumsal yapı ve piyasa derinliği ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Bankacılık sektörüne ilişkin bölgesel analizler, dijital dönüşümün finansal performans üzerindeki etkilerinin homojen olmadığını ortaya koymaktadır (Demir, 2018). Ayrıca e-ticaretin gelişimi, dijital ödeme sistemlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte finansal ekosistemin reel ekonomiyle etkileşimini güçlendirmektedir (Dikkaya & Aytekin, 2018).

Finansal aktarım mekanizmaları bağlamında, dijitalleşmenin hisse senedi piyasaları üzerinden para politikasının etkinliğini nasıl etkilediği de literatürde tartışılmaktadır. Türkiye için yapılan ampirik bulgular, hisse fiyatları kanalının dijitalleşen finansal piyasalarda daha hızlı ve oynak çalışabildiğini göstermektedir (Alev, 2025). Bu durum, algoritmik finans paradigmasının yalnızca mikro

değil, makroekonomik sonuçlar da doğurduğunu ortaya koymaktadır.

4.2. Sürdürülebilir Finans Literatürü

Sürdürülebilirlik ve normatif finans paradigması, finansın değer-nötr bir mekanizma olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım, finansal karar alma süreçlerinin yalnızca risk–getiri dengesiyle değil; çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) kriterleri doğrultusunda değerlendirilmesini savunmaktadır (Yunus & Nanda, 2024; Zairis vd., 2024).

Literatürde ESG entegrasyonunun finansal performans üzerindeki etkisine ilişkin bulgular farklılık göstermektedir. Sistematik literatür incelemeleri, ESG kriterlerinin bazı bağlamlarda riskleri azalttığını ve uzun vadeli finansal istikrarı desteklediğini, bazı durumlarda ise belirsizlik yarattığını ortaya koymaktadır (Aggarwal vd., 2025). Bu durum, sürdürülebilir finansın evrensel değil, bağlamsal bir normatif çerçeve sunduğunu göstermektedir.

Dijitalleşme, sürdürülebilir finans literatürünü de dönüştürmektedir. Büyük veri temelli ESG raporlama sistemleri, şeffaflığı artırma potansiyeline sahip olmakla birlikte, veri manipülasyonu ve “greenwashing” risklerini de beraberinde getirmektedir (Ahmed, 2025). Bu riskler, adli muhasebe ve denetim yaklaşımlarının sürdürülebilir finans literatürüyle daha güçlü biçimde entegre edilmesini gerekli kılmaktadır (Sun, 2025).

Gelişmekte olan ekonomiler bağlamında sürdürülebilir finans, finansallaşma süreci ve sektörel yapı ile yakından ilişkilidir. Tarımsal finansallaşmanın üretim üzerindeki etkileri, sürdürülebilir kalkınma hedefleri açısından eleştirel bir tartışma alanı oluşturmaktadır (Baylan, 2025). Ayrıca sigortacılık sektörü ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, sürdürülebilir finansın makroekonomik boyutunu ortaya koymaktadır (Çelik & Memiş, 2021). Bu çalışmalar, normatif finans paradigmasının yalnızca çevresel değil, sosyal ve kalkınmacı boyutlar da içerdiğini göstermektedir.

4.3. Kripto Finans Üzerine Akademik Yaklaşımlar

Merkeziyetsizleşme ve kripto finans paradigması, finansal sistemin merkezi yapısına yöneltmiş en radikal eleştiriye temsil

etmektedir. Kripto paralar ve merkeziyetsiz finans (DeFi) uygulamaları, finansal güvenin merkez bankaları ve düzenleyici kurumlar yerine blokzincir tabanlı algoritmik doğrulama mekanizmaları üzerinden tesis edilebileceğini savunmaktadır (Kayani & Hasan, 2024; Schär, 2020).

Yapılan çalışmalar, DeFi ekosisteminin finansal kapsayıcılığı artırma ve aracılık maliyetlerini düşürme potansiyeline vurgu yaparken; düzenleyici belirsizlikler, sistemik riskler ve yüksek volatiliteye ilişkin ciddi eleştiriler de sunmaktadır (Makarov & Schoar, 2022; Gramlich vd., 2023). Blokzincir temelli finansal yapılar, yalnızca teknik bir yenilik değil; finansal yönetişimin doğasını dönüştüren kurumsal bir kırılma olarak değerlendirilmektedir (Far vd., 2023; Alamsyah vd., 2024).

Türkiye bağlamında yapılan çalışmalar, kripto varlıklara katılımın yalnızca getiri beklentisiyle değil; finansal güvensizlik, teknolojik farkındalık ve sosyo-ekonomik faktörlerle de ilişkili olduğunu göstermektedir (Cihangir vd., 2019). Bu bulgular, kripto finansın teknik bir araç olmanın ötesinde, sosyo-ekonomik bir tepki ve alternatif arayış biçimi olarak da okunabileceğini ortaya koymaktadır.

Uluslararası literatür, merkeziyetsiz finansın küresel sermaye hareketleri ve uluslararası ticaret üzerindeki etkilerine de dikkat çekmektedir. DeFi uygulamaları, sınır ötesi finansal entegrasyonu hızlandırma potansiyeline sahip olmakla birlikte, ulusal düzenleyici rejimlerin etkinliği açısından yeni belirsizlik alanları yaratmaktadır (Harvey & Rabetti, 2024; Ghodke & Pawar, 2024).

Sonuç

Finans literatüründe son yıllarda giderek belirginleşen dönüşüm, finansın yalnızca teknik bir araç olmaktan çıkarak ekonomik, toplumsal ve kurumsal yapıyı şekillendiren merkezi bir alan haline geldiğini ortaya koymaktadır. Rasyonalite, piyasa etkinliği ve denge varsayımlarına dayanan geleneksel finans anlayışı; küresel kriz deneyimleri, finansallaşmanın derinleşmesi ve teknolojik gelişmeler karşısında açıklayıcılığını önemli ölçüde

yitirmiştir. Bu durum, finansın hem kuramsal hem de uygulamalı düzeyde yeniden ele alınmasını zorunlu kılmıştır.

Literatürdeki bulgular, finansal dönüşümün karmaşık bir süreç olduğunu göstermektedir. Dijitalleşme ve algoritmik finans, insan muhakemesinin yerini veri temelli otomatik mekanizmalara bırakmakta, bu da finansal etkinliği artırma potansiyeli taşıırken aynı zamanda algoritmik önyargılar ve yeni risk türleri gibi sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, dijital finans, sadece bir teknolojik ilerleme değil, aynı zamanda finansal yönetişimi yeniden tanımlayan yapısal bir dönüşüm olarak değerlendirilmektedir.

Sürdürülebilirlik ve normatif finans yaklaşımları ise finansın değer-nötr bir alan olmadığına işaret ederek, finansal faaliyetlerin çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarıyla birlikte ele alınması gerektiğini vurgulamaktadır. ESG odaklı literatür, finansın uzun vadeli değer üretimi ve toplumsal refah üzerindeki rolünü yeniden gündeme taşıırken, ampirik bulgular bu yaklaşımların evrensel ve tek tip sonuçlar üretmediğini göstermektedir. Ülke koşulları, kurumsal yapı ve finansal gelişmişlik düzeyi, sürdürülebilir finans uygulamalarının etkisini belirleyen temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bu durum, normatif finans yaklaşımlarının bağlamsal ve çok katmanlı bir çerçevede ele alınmasını gerekli kılmaktadır.

Kripto varlıklar ve merkeziyetsiz finans uygulamaları, finansal sistemin merkezî yapısına yöneltilmiş en radikal meydan okumayı temsil etmektedir. Blokzincir teknolojisi ve akıllı sözleşmeler aracılığıyla finansal güvenin kurumsal otoriteler yerine algoritmik doğrulama mekanizmaları üzerinden tesis edilmesi, finansal aracılığın doğasını köklü biçimde sorgulamaktadır. Bununla birlikte mevcut literatür, merkeziyetsiz finansın sunduğu özgürlük ve kapsayıcılık potansiyelinin, düzenleyici belirsizlikler ve sistemik risklerle birlikte değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu yönüyle kripto finans, hem dönüştürücü hem de istikrarsızlaştırıcı bir dinamik olarak ele alınmaktadır.

Genel değerlendirme, dijitalleşme, sürdürülebilirlik ve merkeziyetsizleşme eksenlerinin literatürde sıklıkla ayrı başlıklar altında incelenmesine rağmen, gerçekte aynı paradigmatik kırılmanın farklı boyutlarını temsil ettiğini ortaya koymaktadır. Yeni finansal paradigmalar, finansın nasıl işlediği, hangi değerler doğrultusunda yönlendirildiği ve finansal gücün kimde toplandığı

sorularını birlikte ele alan bütüncül bir dönüşüm sürecine işaret etmektedir. Bu nedenle söz konusu alanların birbirinden bağımsız değil, etkileşimli ve tamamlayıcı biçimde analiz edilmesi gerekmektedir.

Akademik literatür açısından bakıldığında, finansın yeniden dizaynına ilişkin tartışmaların disiplinler arası ve sentezleyici bir perspektifle ele alınması gerektiği görülmektedir. Politika yapıcılar açısından ise dijital finans, sürdürülebilirlik ve kripto varlıklar; yalnızca düzenlenmesi gereken alanlar olarak değil, makroekonomik istikrar, toplumsal refah ve finansal kapsayıcılık hedefleriyle uyumlu biçimde yönlendirilmesi gereken stratejik unsurlar olarak değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak finans, artık yalnızca sermayenin etkin tahsisini sağlayan bir mekanizma değil; bilginin üretildiği, değerlerin tanımlandığı ve ekonomik gücün yeniden dağıtıldığı çok boyutlu bir yönetim alanı hâline gelmiştir. Bu dönüşüm, finansın geleceğine ilişkin kuramsal ve uygulamalı tartışmaların daha bütüncül, eleştirel ve bağlamsal yaklaşımlar üzerinden sürdürülmesini zorunlu kılmaktadır.

Kaynakça

- Aggarwal, S., Dsouza, S., Joshi, M., Antoun, R., & Phan, D. (2025). Environmental, social and governance investing: Systematic literature review using ADO model. *Journal of Accounting Literature*. <https://doi.org/10.1108/jal-11-2024-0319>
- Ahmed, W. (2025). Big data and ESG (environmental, social, governance) reporting in finance. *American Journal of Economics and Business Innovation*. <https://doi.org/10.54536/ajebi.v4i3.6055>

- Alamsyah, A., Kusuma, G., & Ramadhani, D. (2024). A review on decentralized finance ecosystems. *Future Internet*, 16, 76. <https://doi.org/10.3390/fi16030076>
- Alev, N. (2023). Likidite riski ve finansal performans ilişkisi: Özel ve yabancı sermayeli bankalar için karşılaştırmalı bir analiz. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (45), 600–635. <https://doi.org/10.14520/adyusbd.1356291>
- Alev, N. (2025). Türkiye’de hisse fiyatları kanalının etkinliğinin incelenmesi: 2006–2022 dönemi için bir analiz. *Fiscaoeconomia*, 9(1), 95–114. <https://doi.org/10.25295/fsecon.1459174>
- Alev, N., & Erdemli, M. (2024). Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar, finansal gelişme ve elektrik tüketimi arasındaki bağlantının incelenmesi. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(28), 794–818. <https://doi.org/10.53092/duiibfd.1401352>
- Anifa, M., Ramakrishnan, S., Joghee, S., Kabiraj, S., & Bishnoi, M. (2022). Fintech innovations in the financial service industry. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(7), 287. <https://doi.org/10.3390/jrfm15070287>
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39, 696–710. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>
- Baylan, M. (2020). Makroekonomik Kırılganlık ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi Çin Örneği. *İZMİR İKTİSAT DERGİSİ*, 35(4), 697–712.
- Baylan, M. (2021). Türkiye’de finansallaşma ve gelir dağılımı (1990–2017). *Journal of Economics and Research*, 2(1), 46–58.
- Baylan, M. (2025). The impact of agricultural financialization on agricultural output: The case of Türkiye. *Turkish Journal of Agricultural and Natural Sciences*, 12(3), 802–811.
- Baylan, M. (2025). *Türkiye’de tarımın finansallaşması ve gıda güvenliği*. Yaz Yayınları. <https://doi.org/10.5281/zenodo.17131334>
- Braun, E. (2011). Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1111/jacf.12596>

- Challa, K. (2025). *Innovations in digital finance and intelligent technologies: A deep dive into AI, machine learning, cloud computing, and big data in transforming global payments and financial services*. <https://doi.org/10.70593/978-93-49910-78-2>
- Cihangir, M., Baysa, E., Söker, F., & İslah, S. E. (2019). Bitcoin piyasasına katılım eğilimi: Farklı üniversite öğrencileri üzerinde ankete dayalı bir değerlendirme. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 6(4), 505–522.
- Çelik, H. (2022). Ticari serbestleşme ve finansal gelişmişlik yoksulluğu azaltıyor mu? Yeni sanayileşen ülkelerden kanıtlar. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(2), 768–783. <https://doi.org/10.21547/jss.1003118>
- Çelik, H., & Memiş, H. (2021). Sigortacılık ve ekonomik büyüme ilişkisi: G-8 ülkeleri için bir uygulama. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24(46), 1017–1027. <https://doi.org/10.31795/baunsobed.971904>
- Çelik, O., Baylan, M., & Fisunoğlu, H. M. (2021). 2008 krizi sonrası PIIGS ülkelerinde ekonomik kırılganlık ve işsizlik ilişkisi: Bir panel veri analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (69), 191–207. <https://doi.org/10.51290/dpusbe.873519>
- Danilov, Y., & Pivovarov, D. (2024). Financial structure: A new aspect of analysis and new results. *Voprosy Ekonomiki*, (3), 5–26. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-3-5-26>
- Dawi, N., Singh, A., & Namazi, H. (2025). Application of mathematical modelling in finance: A review. *Fractals*. <https://doi.org/10.1142/S0218348X25300119>
- Demir, M. A. (2017). Financial crises, free trade agreements and economic growth: Analysis of upper middle income economies. *The Journal of Academic Social Sciences*, 54, 482–495. <https://doi.org/10.16992/ASOS.12747>
- Demir, M. A. (2018). Bankacılık sektörüne ait temel bilgiler: Çankırı örneği. *The Journal of Social Sciences*, 19(19), 414–425. <https://doi.org/10.16990/SOBIDER.3948>
- Demir, M. A., & Yakışık, H. (2025). Geçmişten günümüze küreselleşmenin tarihsel süreci ve boyutları. *Çankırı*

- Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(3), 726–746.
- Dikkaya, M., & Aytekin, İ. (2018). Küresel e-ticaret ve Türkiye. *Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 4(1), 66–88.
- Far, S., Rad, A., & Assar, M. (2023). Blockchain and its derived technologies shape the future generation of digital businesses: A focus on decentralized finance and the metaverse. *Data Science and Management*. <https://doi.org/10.1016/j.dsm.2023.06.002>
- Farhi, E., & Tirole, J. (2017). Shadow banking and the four pillars of traditional financial intermediation. *Banking & Insurance eJournal*. <https://doi.org/10.3386/w23930>
- Fenwick, M., & Vermeulen, E. (2021). The future of finance. In *The Routledge handbook of FinTech*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780429292903-4>
- Ghodke, G., & Pawar, J. (2024). Decentralized finance: The blockchain and crypto era. *International Journal for Research in Applied Science and Engineering Technology*. <https://doi.org/10.22214/ijraset.2024.66126>
- Goldstein, I. (2025). The role of theory in finance research. *Financial Review*. <https://doi.org/10.1111/fire.12443>
- Gramlich, V., Guggenberger, T., Principato, M., Schellinger, B., & Urbach, N. (2023). A multivocal literature review of decentralized finance: Current knowledge and future research avenues. *Electronic Markets*, 33, 1–37. <https://doi.org/10.1007/s12525-023-00637-4>
- Güngör Karyağdı, N., & Aytekin, İ. (2023). Finansal yatırım araç getirileri ve enflasyon ilişkisi: Türkiye örneği (2005–2023). *Alanya Akademik Bakış*, 7(2), 809–822.
- Harvey, C., & Rabetti, D. (2024). International business and decentralized finance. *Journal of International Business Studies*, 55, 840–863. <https://doi.org/10.1057/s41267-024-00705-7>
- İslah, S. E., Cihangir, M., & Güven, G. (2025). İslami finans ve döngüsel ekonomi: Sürdürülebilir değer zincirlerinin tasarımı. In E. Kılıç (Ed.), *Güncel konu ve teknikler*

- perspektifinde finans araştırmaları*. Özgür Yayınları.
<https://doi.org/10.58830/ozgur.pub685.c2890>
- İslah, S. E., & Cihangir, M. (2025). Factors affecting the value of software companies: A practical approach on NASDAQ listed software companies. *JOEEP: Journal of Emerging Economies and Policy*, 10(1), 534–548.
- Jaiswal, S., Gunwant, H., & Dahiya, K. (2023). Decentralized finance. *International Journal for Research in Applied Science and Engineering Technology*.
<https://doi.org/10.22214/ijraset.2023.48543>
- Katuri, S. (2025). Financial technologies: Digital payment systems and digital banking – Today’s dynamics. *International Journal of Scientific Research in Computer Science, Engineering and Information Technology*.
<https://doi.org/10.32628/cseit25112533>
- Kayani, U., & Hasan, F. (2024). Unveiling cryptocurrency impact on financial markets and traditional banking systems: Lessons for sustainable blockchain and interdisciplinary collaborations. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 58. <https://doi.org/10.3390/jrfm17020058>
- Kumar, A., & Sinha, B. (2025). Exploring sustainable finance and ESG investing. *International Journal for Multidisciplinary Research*. <https://doi.org/10.36948/ijfmr.2025.v07i02.41614>
- Makarov, I., & Schoar, A. (2022). Cryptocurrencies and decentralized finance (DeFi). *Brookings Papers on Economic Activity*, 2022, 141–215.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4098328>
- Murinde, V., Rizopoulos, E., & Zachariadis, M. (2022). The impact of the FinTech revolution on the future of banking: Opportunities and risks. *International Review of Financial Analysis*. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102103>
- Nguyen, M. (2025). Epistemological reconfiguration of ESG integration: A multi-theoretical analysis of investor decision-making paradigms in Vietnam’s emergent sustainable finance ecosystem. *Asian Business Research Journal*.
<https://doi.org/10.55220/25766759.437>
- Nwoke, J. (2024). Digital transformation in financial services and FinTech: Trends, innovations and emerging technologies.

- Omarini, A. (2018). Banks and Fintechs: How to develop a digital open banking approach for the bank's future. *International Business Research*. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n9p23>
- Paranita, E., Ramadian, A., Wijaya, E., Nursanti, T., & Judijanto, L. (2025). The impact of ESG factors on investment decisions: Exploring the interplay between sustainability reporting, corporate governance, and financial performance. *Journal of Ecohumanism*, 4(1). <https://doi.org/10.62754/joe.v4i1.6342>
- Paseda, O. (2025). The classic (S,s) model and its applications in corporate finance research. *The Journal of Developing Areas*, 59, 149–162. <https://doi.org/10.1353/jda.2025.a965524>
- Pramudito, D., Gata, W., & Hadikristanto, W. (2025). The rise of fintech: Transforming traditional banking through digital platforms, automation, and big data. *The Journal of Academic Science*. <https://doi.org/10.59613/ey3jmp43>
- Rahmani, M., & Azam, M. (2025). FinTech and digital transformation in the banking sector: A systematic literature review. *International Journal of Research in Finance and Management*.
<https://doi.org/10.33545/26175754.2025.v8.i1g.486>
- Sapiri, M. (2025). Navigating the uncharted: Identifying theoretical gaps in global financial strategies and their strategic implications. *Golden Ratio of Data in Summary*, 5(3).
<https://doi.org/10.52970/grdis.v5i3.1519>
- Schär, F. (2020). Decentralized finance: On blockchain- and smart contract-based financial markets. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3571335>
- Schwarcz, S. (2024). Regulating financial innovation: FinTech, crypto-assets, DeFi, and beyond. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4679360>
- Sciarelli, M., Cosimato, S., Landi, G., & Iandolo, F. (2021). Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: The importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal*.
<https://doi.org/10.1108/TQM-08-2020-0180>

- Singh, A. (2025). Revolutionizing banking: The role of AI and fintech innovations in modernizing traditional financial systems. *International Journal for Multidisciplinary Research*. <https://doi.org/10.36948/ijfmr.2025.v07i02.37082>
- Sun, Q. (2025). Forensic accounting approaches to detecting and preventing greenwashing and data manipulation in ESG reporting. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2025.bj25284>
- Yunus, Y., & Nanda, S. (2024). Exploring sustainable finance: A qualitative inquiry into responsible investment and ESG risk evaluation. *Golden Ratio of Finance Management*. <https://doi.org/10.52970/grfm.v4i1.429>
- Zadorozhnia, L. (2025). Theoretical aspects of behavioral finance research. *Central Ukrainian Scientific Bulletin: Economic Sciences*, 13(46), 154–165. [https://doi.org/10.32515/2663-1636.2025.13\(46\).1.154-165](https://doi.org/10.32515/2663-1636.2025.13(46).1.154-165)
- Zairis, G., Liargovas, P., & Apostolopoulos, N. (2024). Sustainable finance and ESG importance: A systematic literature review and research agenda. *Sustainability*. <https://doi.org/10.3390/su16072878>

BÖLÜM 11

FİNANSAL RAPORLAMA ŞEFFAFLIĞI İLE BAĞIMSIZ DENETİMİN ETKİNLİĞİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: DENETİM GECİKMESİ ÜZERİNDEN BİR İNCELEME

1. Koray TUAN¹

2. Metin BORAK²

Giriş

Finansal raporlar, sermaye piyasalarının etkin işleyişi için en temel bilgi kaynaklarından biridir. Bu raporlar, işletmenin finansal durumu, performansı ve nakit akışları hakkında doğru, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilgiler sunarak yatırımcıların, krediörlerin ve diğer paydaşların karar alma süreçlerine yön verirler. Finansal raporların gerçeğe uygun, tutarlı ve manipülasyondan uzak biçimde hazırlanmasının; bilgi asimetrisini azaltacağı, yatırımcı güvenini artıracığı ve sermaye maliyetlerini düşüreceği düşünülmektedir (Norwani, Zam & Chek, 2011). Nitekim literatürde, finansal rapor şeffaflığı yüksek olan işletmelerin daha düşük sermaye maliyetine

¹ Prof. Dr., Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana, Türkiye, ktuan@cu.edu.tr, Orcid: 0000-0002-2168-6481

² Dr. Öğr. Üyesi, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana, Türkiye, mborak@cu.edu.tr, Orcid:0000-0002-8748-409X

katlandığı ve piyasa değerlerinde daha fazla istikrar sağladığı vurgulanmaktadır (Arsov & Bucevska, 2017). Dolayısıyla şeffaflık, sermaye piyasalarının etkinliğini ve sürdürülebilirliğini güçlendiren temel bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Finansal piyasaların zengin bir bilgilendirme ortamına sahip olması; kaynakların verimli tahsisi, sermaye maliyetinin düşmesi, piyasa likiditesinin artması ve getirilerdeki oynaklığın azalması gibi birçok olumlu sonucu beraberinde getirmektedir (Kothari, Li & Short, 2009). Ancak finansal raporların yalnızca doğru ve şeffaf olması yeterli değildir; aynı zamanda zamanında yayımlanması da gereklidir. Zamanlı raporlama, kullanıcıların kararlarını güncel ve ilgili bilgilere dayanarak vermesini sağlamaktadır. Raporlama sürecinde yaşanan gecikmeler ise bilgi değerini azaltır, piyasalarda belirsizlik yaratır ve hisse senedi fiyatlarında volatiliteye yol açabilir. Bu nedenle düzenleyici kurumlar, finansal raporların yayımlanma sürelerine yasal sınırlamalar getirmekte ve şirketlerin raporlama takvimine uymasını beklemektedir. Bu doğrultuda, şirketlerin bu konudaki raporlama yükümlülükleriyle ilgili esas ve kurallar, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın yayımladığı II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında belirlenmiştir. Bu düzenleme ile halka açık şirketler yıllık raporlarını 60 gün (bireysel) veya 70 gün (konsolide) ve ara dönem raporlarını (sırasıyla bireysel ve konsolide) 30 ve 40 gün içinde açıklamak zorundadır; ara dönem sunulan finansal raporların denetime tabi olması halinde ise, söz konusu süreler 10 gün ilave edilmektedir (Resmi Gazete, 2017). Genel olarak düzenleme; şeffaflığı artırmayı, bilgi asimetrisini azaltmayı ve Türkiye'deki sermaye piyasalarının etkin işleyişini desteklemeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla finansal raporlamada zamanlılık, bilgi kalitesinin ayrılmaz bir bileşeni olarak değer görmektedir.

Finansal bilgilerin güvenilir kabul edilebilmesi ise bağımsız denetim sürecinden geçmelerine bağlıdır. Diğer bir deyişle, bağımsız

denetim süreci, bağımsız ve uzman bir değerlendirme neticesinde şirketin finansal tablolarının güvenilirliğini ve değerini artıran bir hizmettir. Aslında bir nevi doğrulama yöntemi olarak bağımsız denetim, yönetim tarafından hazırlanan finansal raporların sistematik bir incelemesini içerir ve temel amacı, sunulan raporların dürüst resim ilkesine uygunluğunu belirleyerek paydaşların şirketin raporlanan finansal bilgilerine olan güvenini artırmaktır. Bu çerçevede, finansal raporların şeffaflık düzeyinin bağımsız denetim etkinliğine etki etmesi muhtemeldir. Çünkü daha şeffaf finansal raporlar, denetçilerin süreçte belirsizlikle karşılaşma riskini azaltarak denetim prosedürlerini kolaylaştırabilir ve denetim raporunun gecikmesini kısaltabilir. Buna karşılık, düşük şeffaflığa sahip raporlar süreçte ek kanıt toplama, ek prosedür uygulama ve yönetimle daha fazla görüşme gerektirebilir; bu da denetimin tamamlanma süresini uzatabilir.

Ancak, bağımsız denetim etkinliği subjektif bir kavramdır ve ölçülebilmesi için temsili değişkenlere ihtiyaç duyulmaktadır. Literatürde bağımsız denetim etkinliğini temsilen tercih edilen temel göstergelerden biri, bağımsız denetim raporu gecikmesidir (Knechel & Payne, 2001; Bhuiyan, Man & Lont, 2024). Bağımsız denetçinin denetim raporunu imzaladığı tarihi ile mali yıl sonu tarihi arasındaki süre genellikle denetim raporu gecikmesi (Audit Report Lag - ARL) olarak tanımlanır ve bu sürenin uzunluğu, bağımsız denetimin etkinliğini yansıtır (Zhang & Gou, 2024).

Konuya ilişkin literatür incelendiğinde, şirketlerin finansal açıklamalarının şeffaflığı ve güvenilirliğiyle ilgili konuların, özellikle hileli finansal raporlamanın yol açtığı bir dizi şirket iflasının ardından önemli ölçüde önem kazandığı görülmektedir. Finansal raporlamada şeffaflık düzeyinin artırılmasının, sermaye maliyetini düşürerek, yatırımcı belirsizliğini azaltarak ve paydaş haklarının daha iyi korunmasını sağlayarak hem şirkete hem de hissedarlarına fayda sağladığı ileri sürülmüştür (Arsov & Bucevska,

2017). Ayrıca, bir şirketin finansal raporlarındaki şeffaflık düzeyi, kurumsal sürdürülebilirliğin önemli bir göstergesi olarak görüldüğü belirtilmektedir (Edeigba & Amenkhienan, 2017).

Ancak, araştırmacılar, yüksek düzeyde kurumsal şeffaflığın şirketler için her zaman avantajlı olmayabileceğini de vurgulamışlardır. Finansal raporlamada aşırı şeffaflık, rakiplere değerli bilgiler sağlayabilir (Farhi, Lerner & Tirole, 2013), finansal piyasalar tarafından yakından izlenen yöneticiler üzerinde istenmeyen bir baskı oluşturabilir (Hermalin & Weisbach, 2007), kontrol sahibi hissedarların bilgi avantajlarını ve dolayısıyla büyük bir sahiplik payına sahip olmanın cazibesini azaltabilir (Berglöf & Pajuste, 2005). Ayrıca, daha fazla şeffaflık, şirketin gelecekte satılması durumunda işlem maliyetlerini artırabilir (Verrecchia, 2001).

Konuya ilişkin yapılan araştırmaların yer aldığı mevcut literatürde, finansal rapor şeffaflığı ile firma değeri (Sadiq & Gebba, 2022), sermaye maliyeti (Dhaliwal & ark., 2014) ve kazanç yönetimi (Hunton, Libby & Mazza, 2006) arasındaki ilişkiler geniş biçimde incelenmiş olmasına karşın, şeffaflığın bağımsız denetimin etkinliği üzerindeki etkisine ilişkin ampirik bulgular oldukça sınırlıdır. Oysa şeffaflık, yalnızca yatırımcıların bilgiye erişimini değil, aynı zamanda bu bilginin denetlenme ve kamuya açıklanma hızını da etkileyebilir. Bu bağlamda bu çalışma, finansal raporların şeffaflık düzeyi ile bağımsız denetim etkinliği arasındaki ilişkiyi denetim raporu gecikmesi penceresinden inceleyerek literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır.

Çalışma, gelişmekte olan piyasa koşullarında raporlamanın zamanlılığına etki eden kurumsal faktörleri farklı bir bakış açısıyla analiz ederek hem akademik literatüre katkı sağlamayı hem de düzenleyicilere politika önerileri sunmayı hedeflemektedir. Bu çalışmanın geri kalanı aşağıdaki şekilde yapılandırılmıştır. Sonraki bölümde araştırma tasarımı, veriler ve örneklem seçim prosedürleri

özetlenmektedir. Daha sonra, regresyon analizlerinden elde edilen ampirik sonuçlar ve bulgular sunulmakta ve tartışılmaktadır.

Veri ve Yöntem

Bu çalışmanın amacı, 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların finansal raporlarının şeffaflık düzeyleri ile bağımsız denetim etkinliği arasındaki ilişkiyi incelemektir. Finansal olmayan kuruluşların (banka, sigorta vb.) bilanço yapıları farklı olduğundan örneklem setinden çıkarılmıştır. Sonuç olarak çalışmanın örneklemini 49 firma ve 463 gözlemden oluşmaktadır. Bağımsız denetim etkinliği verileri, firmaların yıllık faaliyet raporlarından; şeffaflık düzeyleri, kurumsal yönetim derecelendirme raporlarından ve diğer finansal veriler ise Borsa İstanbul'dan verilerin dağıtılması ve yayınlanması amacıyla yetki alan kuruluşlardan biri olan Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim Tic. ve San. Ltd. Şti veri tabanından alınmıştır.

Bu çalışmanın bağımlı değişkeni, denetim etkinliğidir (DE). Firmaların denetim etkinliğini ölçmek için bağımsız denetim raporu gecikmesi kullanılmıştır. Denetim raporunun gecikmesi, ilgili firmanın mali yıl sonu ile bağımsız denetim raporunun düzenlendiği tarih arasındaki gün sayısı ile ölçülmüştür (Ashton, Willingham & Elliotti, 1987; Knechel & Payne, 2001; Abbott, Parker & Peters, 2012; Sultana, Singh & Van der Zahn, 2015; Oussii & Taktak, 2018; Merter & Özer, 2024; Geçici, 2025). Çalışmanın ana bağımsız değişkeni ise firmaların finansal raporlarının şeffaflık düzeyleridir (SEF). Firmaların finansal raporlarının şeffaflık düzeyini temsilen, kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme hizmeti sunan bazı kuruluşlar (SAHA, Kobirate vb.) tarafından hazırlanan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme raporlarında yer alan “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altındaki puanları kullanılmıştır. Kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme hizmeti sunan yukarıda da belirtilen kuruluşlar, kurumsal yönetim raporlarını hazırlarken

genellikle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde belirtilen kriterleri dikkate almaktadır. Söz konusu tebliğde kurumsal yönetim ilkeleri; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 başlık altında toplanmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığı altında internet siteleri ve faaliyet raporları başlıkları altında firmaların bilgilendirme politikalarının yeterliliği, raporların mevzuata uygun yapılıp yapılmadığı, kamuya açıklanması gereken bilgilerin yapılıp yapılmadığı, internet sitelerinin aydınlatıcı olup olmadığı konuları incelenmektedir. Dolayısıyla firmaya ilgi duyan ya da duyacak kuruluş, kişi ya da diğer paydaşların karar vermelerine yardımcı olacak bilginin doğru, anlaşılabilir, zamanından, eksiksiz ve maliyetsiz bir şekilde paylaşıp paylaşılmadığı kontrol edilmektedir.

Şeffaflık puanları ile denetim etkinliği arasındaki ilişkinin daha doğru ortaya konulması ve çalışmada kullanılan modelin güvenilirliği ve açıklama gücünü artırma amacıyla firma özelliklerini yansıtan bazı değişkenler kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Bununla şeffaflık puanı dışında denetim etkinliğini etkileyebilecek söz konusu değişkenlerin etkisi sabit tutulmakta ve şeffaflık puanı ile denetim etkinliği arasındaki ilişki daha doğru bir şekilde ölçülebilmektedir. Bu çalışmada daha önce yapılan çalışmalar (Ettredge, Li & Sun, 2006; Abbott, Parker & Peters, 2012) takip edilerek firma karlılığı, firma büyüklüğü ve firma riski kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Firma karlılığını ölçmek için öz sermaye karlılık oranı tercih edilmiştir. Öz sermaye karlılığı (ROE), net karın öz sermayeye oranı şeklinde hesaplanmıştır (Borgi, Ghardallou & AlZeer, 2021). Firma büyüklüğünü (BUY) ölçmek için toplam varlıkların doğal logaritması kullanılmıştır (Schwartz & Soo, 1996; Lee & Jahng, 2008; Chen & ark., 2024). Firma riskini temsilen kaldıraç oranı kullanılmıştır. Kaldıraç oranı (KAL),

genellikle üç farklı şekilde hesaplanmaktadır. Birincisi, kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı; ikincisi uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı, üçüncüsü ise toplam borçların toplam varlıklara oranıdır. Bu çalışmada kaldıraç oranı, toplam borçların toplam varlıklara şeklinde hesaplanmıştır (Bebchuk, Cohen & Ferrell, 2009; Fosu, 2013; Martinez & da Jesus Moraes, 2014; Le & Phan, 2017; Boshnak, 2023). Bu çalışmada kullanılan değişkenler, Tablo 1’de özetlenmektedir.

Tablo 1 Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Gösterge	Hesaplama
Denetim Etkinliği	Bağımsız denetim raporu gecikmesi (DE)	İlgili firmanın mali yıl sonu (31 Aralık) ile bağımsız denetçi raporunun düzenlendiği tarih arasındaki gün farkının doğal logaritması
Şeffaflık Düzeyi	Finansal raporların şeffaflık düzeyi (SEF)	Kurumsal yönetim derecelendirmesi kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ana bölüm puanı
Karlılık	Öz sermaye karlılığı (ROE)	Net karın öz sermayeye oranı
Büyüklük	Aktif büyüklüğü (BUY)	Toplam varlıkların doğal logaritması
Risk	Kaldıraç (KAL)	Toplam borçların toplam aktiflere oranı

Firmaların şeffaflık düzeyi ile denetim etkinliği arasındaki ilişkiyi incelemek için aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır:

$$DE_{it} = \beta_0 + \beta_1 SEF_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 BUY_{it} + \beta_4 KAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

DE_{it}, denetim etkinliği (firmanın mali yıl sonu ile denetim raporunun tarihi arasındaki gün sayısının doğal logaritması); SEF_{it}, şeffaflık düzeyini; ROE_{it}, firma karlılığını (öz sermaye karlılığını = net karın öz sermayeye oranı); BUY_{it}, firma büyüklüğünü (toplam varlıkların doğal logaritması); KAL_{it}, firma riskini (kaldıraç = toplam borç/toplam varlıklar) ifade etmektedir. i alt indisi, yatay

kesit boyutunu (bu çalışmada firma), t alt indisi ise zaman boyutunu (bu çalışmada yıl) göstermektedir.

Bu çalışmada öncelikle havuzlanmış en küçük kareler (EKK) tahmin tekniği kullanılmıştır. Bu teknik, tüm firmaların homojen olduğu ve sabit ile eğim katsayılarının zaman ve firmalar arasında değişmediği varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle firmaya özgü farklılıkları göz ardı etmekte ve çalışmada kullanılan tüm veriyi tek bir kesit gibi değerlendirmektedir. Eğer veride birim veya kesit etkileri bulunmuyorsa bu teknik uygun sonuçlar verebilir. Ancak panel veri analizlerinde firmalar genellikle heterojendir ve bu farklılıkların dikkate alınmaması tahminlerin tutarsızlığına yol açabilir. Dolayısıyla bu heterojenliği dikkate almak tahminlerin tutarlılığı açısından önem arz etmektedir. Bunun yolu ise sabit ve eğim parametrelerin heterojen olduğunu varsaymaktır (Baltagi, 2013; Tataoğlu, 2016). Bu nedenle olası tutarsızlıklara sebep vermemek için EKK tahmininden sonra sabit etkiler (SE) ve rassal etkiler (RE) tahmin teknikleri de kullanılmıştır.

Araştırma Bulgular

Tablo 2, 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren ve çalışmanın örnekleminde yer alan firmaların verilerine ilişkin özet istatistikleri ve korelasyon katsayılarını göstermektedir. Panel A kısmında çalışmada kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerin ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerleri yer almaktadır. Denetim etkinliğinin (DE) ortalaması 4,063 iken standart sapması 0,318’dir. Minimum değeri, 3,219 iken maksimum değeri ise 4,942’dir. Bu sonuçlar, çalışmanın örnekleminde yer alana firmaların denetim etkinliklerinin orta düzeyde olduğunu, denetim etkinliğinin firmalar arasında çok değişmediğini göstermektedir. Şeffaflık düzeyinin (SEF) ortalama değeri 9,398 iken standart sapması 0,467’dir. Diğer yandan örneklem setinde şeffaflık puanları 7,181 ile 9,947 arasında

değişmektedir. Bu dar aralık firmalar arasında şeffaflık puanlarının çok değişmediğini göstermektedir. Dolayısıyla maksimum puanın 10 olduğu düşünüldüğünde bu sonuçlar, örnekleme yer alan çoğu firmanın şeffaflık puanlarının yüksek olduğunu göstermektedir. Karlılık oranının (ROE = net kar/öz sermaye), ortalama değeri 0,082, standart sapması 0,657, minimum değeri -12,974, maksimum değeri ise 1,101'dir. Bu değerler, analize dahil edilen firmaların karlılık derecelerinin düşük olduğunu ve karlılığın firmalar arasında çok değiştiğini göstermektedir. Firma büyüklüğünün (BUY) ortalaması 21,824 iken standart sapması 1,864'dir. Kaldıraç (KAL) değişkeninin ortalaması ve standart sapması sırasıyla 8,373 ve 16,078'dir. Kaldıraç oranının minimum değeri 0,001 iken maksimum değeri ise 111,503'tür. Bu değerler, örnekleme firmalarının genellikle riskli firmalar olduğunu göstermektedir.

Tablo 2 Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Katsayıları

	DK	SEF	ROE	BUY	KAL
Panel A: Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler					
Ortalama	4,063	9,398	0,082	21,824	8,373
Standart sapma	0,318	0,467	0,657	1,864	16,078
Minimum	3,219	7,181	-12,974	17,430	0,001
Maksimum	4,942	9,947	1,101	26,995	111,503
Gözlem	463	463	463	463	463
Panel B: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları					
Denetim	1	-0,121***	-0,035	0,310***	-0,231***
Etkinliği (DK)					
Şeffaflık (SEF)		1	-0,023	0,127***	0,282***
Karlılık (ROE)			1	0,072	-0,048
Firma				1	-0,322***
Büyüklüğü (BUY)					
Risk (KAL)					1

*Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anlamlı katsayıları göstermektedir. DK, denetim etkinliğini (ilgili yılın sonu ile denetçi raporunun düzenlendiği tarih arasındaki gün sayısının doğal logaritması); SEF, firmaların şeffaflık puanlarını; ROE, öz sermaye karlılığını (net kar/öz sermaye); BUY, firma büyüklüğünü (toplam varlıkların doğal logaritması); KAL, kaldıraç oranını (toplam borçlar/toplam varlıklar) göstermektedir.*

Tablo 2'nin Panel B kısmı, çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını göstermektedir. Denetim etkinliği ile şeffaflık puanları arasında korelasyon katsayısı (-0,121), negatif ve anlamlıdır. Benzer şekilde denetim etkinliği ile karlılık ve kaldıraç arasında korelasyon katsayıları negatiftir (sırasıyla -0,035 ve -0,231). Ancak denetim etkinliği ile karlılık arasındaki katsayı anlamsızdır. Diğer yandan denetim etkinliği ile firma büyüklüğü arasındaki korelasyon katsayısı (0,310) ise pozitif ve anlamlıdır. Bu sonuçlar, denetim etkinliğinin şeffaflık, büyüklük ve risk ile ilişkili olabileceğini göstermektedir. Firmaların şeffaflık düzeyleri, büyüklükleri ve riskleri artıkça denetim raporu gecikmesinin düşeceğine işaret etmektedir. Diğer bir değişle bu değişkenlerdeki artış denetim etkinliğini artırabilir. Bağımlı değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı (-0,322) firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında iken en düşük katsayı (-0,023) şeffaflık puanı ile karlılık arasındadır. Bağımsız değişkenler arasında korelasyon katsayılarının çok yüksek olmaması çalışmada çoklu doğrusal bağlantının olmadığını işaret etmektedir.

Tablo 3 Regresyon Sonuçları (Bağımlı değişken = Denetim Etkinliği)

Değişkenler	EKK	Sabit Etkiler	Rassal Etkiler
SEF	-0.090*** (0.032)	-0.074** (0.034)	-0.085*** (0.030)
ROE	-0.031* (0.017)	-0.029* (0.016)	-0.030* (0.016)
BUY	0.051*** (0.009)	0.051*** (0.006)	0.052*** (0.006)
KAL	-0.002* (0.001)	0.0004 (0.001)	0.0001 (0.001)
SABİT	3.813*** (0.312)	3.651*** (0.311)	3.769*** (0.280)
F-testi	13,424***	21,306***	
Wald-testi			95,710***
R kare	0,134	0,172	0,172
Firma sayısı		49	
Gözlem		463	
Zaman		2010-2024	

*Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anlamlı katsayıları; parantez içindeki değerler; standart hataları göstermektedir. SEF, firmaların şeffaflık puanlarını; ROE, öz sermaye karlılığını (net kar/öz sermaye); BUY, firma büyüklüğünü (toplam varlıkların doğal logaritması); KAL, kaldıraç oranını (toplam borçlar/toplam varlıklar) göstermektedir.*

Tablo 3, havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve rassal etkiler tahmin tekniklerinin sonuçlarını göstermektedir. Bütün modellerde bağımlı değişken, denetim etkinliği (bağımsız denetim raporu gecikmesi), analize dahil edilen firma sayısı 49, gözlem sayısı 463 ve analiz yılları 2010-2024'tür. Ayrıca F-testleri ve Wald testi tüm modellerde anlamlı iken R kareler %13,4 ile %17,2 arasında değişmektedir.

Şeffaflık değişkeninin katsayısı, Tablo 2'deki korelasyon katsayıları ile uyumlu olarak üç modelde de negatif (sırasıyla -0,090, -0,074 ve -0,085) ve istatistiksel olarak anlamlıdır (%1-%5 düzeylerinde).

Bu anlamlı katsayılar, 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve çalışmanın örnekleminde yer alan

firmaların finansal rapor şeffaflık düzeylerinin, denetim etkinliği üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Denetim etkinliği, denetim rapor gecikmesi ile ölçüldüğü için finansal raporların şeffaflık düzeyinin artması denetim rapor gecikmesini azalttığını da göstermektedir. Bu durum, şeffaflığın bilgi asimetrisi üzerindeki etkisi ile açıklanabilir. Şeffaflık bilgi asimetrisini düşürmektedir (Lin, 2016). Şeffaflık düzeyi yüksek olan firmalarda firma ve yatırımcı arasında bilgi asimetrisi daha düşük olmaktadır (Diamond & Verrecchia, 1991). Buna göre şeffaflık düzeyi yüksek olan firmalarda denetim süreci daha hızlı ve etkin bir şekilde tamamlanmaktadır. Ayrıca şeffaflık düzeyleri, hazırlanan finansal raporlardaki belirsizlikleri düşürebilir. Raporlarda belirsizliğin azalması diğer bir deyişle raporların açık ve okunabilirlikleri bilgi asimetrisinin düşmesine yardımcı olabilir (Hosseini, Yalfani & Khosravani, 2025; Rajabalizadeh & Schadewitz, 2025). Dolayısıyla şeffaflığın artması, bilgi asimetrisini azaltarak denetçilerin ihtiyaç duyduğu bilgilere daha kolay erişimini sağlamakta ve denetim sürecinde belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Bu durum denetçilerin çalışma kapsamını daraltarak denetim raporlarının daha kısa sürede hazırlamalarına olanak tanımaktadır. Sonuç olarak firmaların finansal raporlarının şeffaflık düzeyleri, denetim sürecinin verimliliğini etkileyen (artıran) önemli bir kurumsal yönetim unsuru olarak değerlendirilebilir. Bu tahminler, şeffaflık ile denetim etkinliği arasında pozitif bir ilişki ortaya koyan (Bokpin, 2013; Arsov & Bucevska, 2017; Nuraisiah & ark., 2025) çalışmaların bulgularını desteklemektedir.

Kontrol değişkenlerine ilişkin sonuçlar ise şöyledir. Karlılık katsayısı da üç modelde negatif ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu katsayılar sırasıyla -0,031, -0,029 ve -0,030'dur. Firma büyüklüğünün katsayıları EKK, sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinde sırasıyla 0,051, 0,051 ve 0,052'dir. Bu katsayıların

tümü %1 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır. Kaldıraç değişkeni EKK modelinde negatif ve %10 düzeyinde anlamlı iken diğer modellerde pozitif ancak anlamsızdır. Bu bulgular, karlılığı yüksek olan firmalarda denetim etkinliğinin arttığı buna karşılık büyük firmalarda denetim etkinliğinin düştüğünü göstermektedir. Bu durum, karlı firmaların denetim süreçlerini hızlandıran daha düzenli ve daha istikrarlı finansal raporlara sahip olduğunu gösterebilir. Diğer yandan daha büyük firmaların iş hacimlerinin artması, faaliyet alanlarının genişlemesi ve daha karmaşık organizasyon yapılarına sahip olmaları denetim süreçlerinin artmasına neden olabilir.

Sonuç

Bu çalışma, 2010-2024 yılları arasında Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren ve finansal olmayan firmaların finansal rapor şeffaflık düzeyleri ile bağımsız denetim etkinliği arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Çalışmanın bağımlı değişkeni denetim etkinliğidir. Denetim etkinliğini ölçmek için denetim rapor gecikmesi değişkeni kullanılmıştır. Denetim rapor gecikmesi ise ilgili firmanın mali yıl sonu ile denetim raporunun tarihi arasındaki gün farkı ile ölçülmüştür. Çalışmanın ana bağımsız değişkeni ise firmaların finansal raporlarının şeffaflık düzeyleridir. Firmaların şeffaflık düzeylerini temsilen, kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme hizmeti sunan bazı kuruluşlar tarafından hazırlanan ve firmaların kurumsal yönetim derecelendirme raporlarında yer alan “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altındaki puanları kullanılmıştır. Ayrıca şeffaflığın, denetim etkinliği üzerindeki etkisini daha net ortaya koymak için firma karlılığı (öz sermaye karlılığı), firma büyüklüğü (toplam varlıkların doğal logaritması) ve firma riski (kaldıraç oranı) kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki ortaya koymak için havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler ve rassal etkiler tahmin yöntemleri kullanılmıştır.

Elde edilen bulgular, bağımsız denetim etkinliğinin finansal raporların şeffaflık düzeyi ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu bulgulara göre denetim etkinliğindeki artışlar, şeffaflık düzeylerindeki artışlar; denetim etkinliğindeki düşüşler de şeffaflık düzeylerindeki düşüşler ile ilişkilidir. Firmaların şeffaflık düzeyleri ne kadar iyi olursa denetim süreçleri de o kadar etkin olma eğilimindedir. Şeffaflık düzeyinin artması, finansal raporların kalitesini, denetçilerin bilgiye daha kolay ulaşmasını, denetçinin denetim süresini ve denetim süresince yapılan araştırmanın kapsamını etkileyebilmektedir. Dolayısıyla şeffaflığın bu etkileri, denetim sürecinin daha etkin yürütülmesine imkan sağlayabilir. Bu durum, şeffaflık düzeyinin denetim etkinliği ve verimliliği üzerinde önemli bir role sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca bulgular, denetim etkinliğinde firma büyüklüğünün ve kısmen karlılığın da etkili olabileceğini göstermektedir. Firma büyüdükçe denetim etkinliği azalmakta, karlılık artıkça firma etkinliği kısmen artmaktadır

Kaynakça

A. Bokpin, G. (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure: Evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), 127-146.

Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2012). Internal audit assistance and external audit timeliness. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 31(4), 3-20.

Arsov, S., & Bucevska, V. (2017). Determinants of transparency and disclosure—evidence from post-transition economies. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 745-760.

Ashton, R. H., Willingham, J. J., & Elliott, R. K. (1987). An empirical analysis of audit delay. *Journal of accounting research*, 275-292.

Baltagi, B. H. (2013). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons Ltd.

Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.

Berglöf, E., & Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 178-197.

Bhuiyan, M. B. U., Man, Y., & Lont, D. H. (2024). Audit report lag and the cost of equity capital. *Journal of Capital Markets Studies*, 8(2), 212-241.

Borgi, H., Ghardallou, W., & AlZeer, M. (2021). The effect of CEO characteristics on financial reporting timeliness in Saudi Arabia. *Accounting*, 7(6), 1265-1274.

Boshnak, H. (2023). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Saudi-listed firms. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(1), 15-26.

Chen, C., Liu, Z., Tang, W., & Tuo, L. (2024). Accounting reporting complexity, audit engagement partner mandatory rotation, and audit quality. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(2), 157-170.

Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of accounting and public policy*, 33(4), 328-355.

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

Edeigba, J., & Amenkhienan, F. (2017). The influence of IFRS adoption on corporate transparency and accountability: Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(3).

Ettredge, M. L., Li, C., & Sun, L. (2006). The impact of SOX Section 404 internal control quality assessment on audit delay in the SOX era. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 25(2), 1-23.

Farhi, E., Lerner, J., & Tirole, J. (2013). Fear of rejection? Tiered certification and transparency. *The RAND Journal of Economics*, 44(4), 610-631.

Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151.

Geçici, E. (2025). Denetim raporu gecikmesi üzerinde denetçi görüşünün, denetçi ve denetim şirketi değişiminin etkisi:

BIST’te bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (105), 75-96.

Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2007). Transparency and corporate governance. Cambridge, MA: *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Papers, 12875.

Hosseini, N. S., Yalfani, A., & Khosravani, A. (2025). The Role of Financial Reporting Quality in Reducing Information Asymmetry and Improving Investment Efficiency in Listed Companies. *Business, Marketing, and Finance Open*, 1-8.

Hunton, J. E., Libby, R., & Mazza, C. L. (2006). Financial reporting transparency and earnings management (retracted). *The Accounting Review*, 81(1), 135-157.

Knechel, W. R., & Payne, J. L. (2001). Additional evidence on audit report lag. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 20(1), 137-146.

Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670.

Le, T.P.V. ve Phan, T.B.N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726.

Lee, H. Y., & Jahng, G. (2008). Determinants of audit report lag: Evidence from Korea-An examination of auditor-related factors. *Journal of Applied Business Research*, 24(2), 27.

Lin, Y. (2016). Does greater market transparency reduce information asymmetry?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(11), 2565-2584.

Martinez, A. L., & da Jesus Moraes, A. (2014). Association between independent auditor fees and firm value: A study of Brazilian public companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 10(4), 442-450.

Merter, A. K., & Özer, G. (2024). Audit committee and timely reporting: evidence from Turkey. *SAGE Open*, 14(1), 21582440241239516.

Norwani, N. M., Zam, Z. M., & Chek, I. T. (2011). Corporate governance failure and its impact on financial reporting within chosen companies. *International Journal of Business and Social Science*, 2(21).

Nuraisiah, R., Ismail, T., Hanifah, I. A., & Indriana, I. (2025). A Bibliometric Analysis of Audit Delays: Implications for Financial Transparency and Sustainable Development Goals. *Journal of Lifestyle and SDGs Review*, 5(1), e03070-e03070.

Oussii, A. A., & Boulila Taktak, N. (2018). Audit committee effectiveness and financial reporting timeliness: The case of Tunisian listed companies. *African Journal of Economic and Management Studies*, 9(1), 34-55.

Rajabalizadeh, J., & Schadewitz, H. (2025). Audit report readability and information efficiency: evidence from the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 15(2), 491-516.

Resmi Gazete (2017)
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170203-6.htm>

Sadiq, M., & Gebba, T. R. A. (2022). Financial performance, firm value, transparency and corporate governance. Evidences from family-owned business in UAE. *Transnational Corporations Review*, 14(3), 286-296.

Schwartz, K. B., & Soo, B. S. (1996). The association between auditor changes and reporting lags. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 353-370.

Sermaye Piyasası Kurulu (2014). *Kurumsal Yönetim Tebliği*. <https://mevzuat.spk.gov.tr/991ad84e-15b4-428d-8acb-d48c60d75034>.

Sultana, N., Singh, H., & Van der Zahn, J. L. M. (2015). Audit committee characteristics and audit report lag. *International journal of auditing*, 19(2), 72-87.

Tataoğlu, F. Y. (2016). *Panel veri ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180.

Zhang, L., & Guo, C. (2024). Can corporate ESG performance improve audit efficiency?: Empirical evidence based on audit latency perspective. *Plos one*, 19(3), e0299184.

BÖLÜM 12 Rekreasyon İşletmelerinde Değer Yaratımının Finansallaşması: Sürdürülebilir Gelir Modelleri, Risk ve Finansal Dayanıklılık

Korkmaz KESKENDİR¹

Erhan Nuh ÖZTÜRK²

Giriş

Rekreasyon işletmeleri, uzun süre boyunca ekonomik analizlerin merkezinde yer almamış; daha çok sosyal fayda, bireysel iyi oluş ve deneyim kalitesi gibi çıktılar üzerinden değerlendirilmiştir. Bu yaklaşım, boş zaman faaliyetlerinin toplumsal ve kültürel önemini vurgulamak açısından işlevsel olmakla birlikte, rekreasyonel hizmetlerin giderek karmaşılaşan ekonomik yapılara nasıl eklemlendiğini açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Crompton, 2006). Özellikle hizmetler sektörünün küresel ölçekte genişlemesiyle birlikte, rekreasyon işletmeleri yalnızca deneyim sunan yapılar değil, aynı zamanda gelir üreten, risk taşıyan ve finansal sürdürülebilirliği yönetilmesi gereken ekonomik aktörler hâline gelmiştir. Buna rağmen, rekreasyon literatüründe değer yaratımının finansal boyutuna ilişkin tartışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir (Roberts, 2011).

Değer yaratımına ilişkin klasik rekreasyon yaklaşımları, ağırlıklı olarak kullanıcı memnuniyeti, algılanan fayda ve katılım motivasyonları etrafında şekillenmiştir. Bu çerçevede değer, çoğu zaman parasal olmayan çıktılarla ilişkilendirilmiş; ekonomik boyut dolaylı etkilerle sınırlı tutulmuştur. Oysa hizmet temelli sektörlerde değer üretimi, yalnızca deneyim düzeyinde değil, bu deneyimlerin nasıl gelir akışlarına dönüştüğü, nasıl ölçeklendirildiği ve hangi finansal araçlarla desteklendiği üzerinden de değerlendirilmek durumundadır. Hizmetler literatüründe giderek daha fazla vurgulanan bu dönüşüm, rekreasyon alanında henüz sistematik bir kavramsal çerçeveye kavuşmuş değildir (Vargo & Lusch, 2008). Bu noktada finansallaşma kavramı, rekreasyon işletmelerinde değer yaratımını yeniden düşünmek için açıklayıcı bir analitik araç sunmaktadır. Finansallaşma, en genel anlamıyla ekonomik faaliyetlerin giderek artan biçimde finansal mantıklar, araçlar ve beklentiler çerçevesinde yapılandırılmasını ifade etmektedir. Epstein'e (2005) göre finansallaşma, yalnızca finans sektörünün büyümesiyle sınırlı olmayan, üretim ve hizmet süreçlerinin de finansal ölçütler üzerinden yeniden düzenlenmesine yol açan daha geniş bir dönüşümü temsil etmektedir. Bu yaklaşım, rekreasyon işletmelerinin neden geleneksel hizmet mantığının ötesinde ele alınması gerektiğini anlamak açısından önemlidir. Rekreasyon işletmeleri bağlamında finansallaşma, deneyim temelli hizmetlerin ölçülebilir ekonomik değerlere dönüştürülmesi sürecini ifade etmektedir. Bu dönüşüm, gelirlerin yalnızca dönemsel ve sezonsal olmaktan çıkarılarak daha öngörülebilir ve süreklilik arz eden yapılara kavuşturulmasını da içermektedir. Örneğin üyelik sistemleri, paket programlar, abonelik

¹ Öğr. Gör., İstanbul Aydın Üniversitesi, Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu, Finans-Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü
kkeskendir@hotmail.com ORCID No:0000-0002-1561-0800

² Öğr. Gör. Dr., Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, Ermenek MYO, Yönetim ve Organizasyon Bölümü enuhozturk@kmu.edu.tr
ORCID No: 0000-0001-5070-8195

modelleri ve çapraz satış stratejileri, rekreasyon hizmetlerinin finansallaşmış değer yaratım mekanizmalarına örnek olarak değerlendirilebilir. Bu tür uygulamalar, deneyimin kendisini değiştirmekten ziyade, deneyimin ekonomik olarak nasıl yapılandırıldığını dönüştürmektedir (Pine & Gilmore, 1999).

Finansallaşma sürecinin bir diğer önemli boyutu, riskin görünür hâle gelmesi ve yönetilebilir bir unsur olarak ele alınmasıdır. Rekreasyon işletmeleri genellikle talep dalgalanmalarına, mevsimselliğe ve dışsal şoklara açık yapılardır. Buna rağmen, risk unsuru uzun süre analitik olarak ihmal edilmiş; işletmelerin finansal kırılganlığı daha çok kriz dönemlerinde görünür olmuştur. COVID-19 pandemisi sonrasında yapılan çalışmalar, turizm ve rekreasyon işletmelerinin finansal dayanıklılık düzeylerinin, gelir çeşitliliği ve finansal yapı kalitesiyle yakından ilişkili olduğunu ortaya koymuştur (Dogru et al., 2020). Bu bulgular, finansallaşmanın yalnızca kâr maksimizasyonu değil, aynı zamanda sürdürülebilirlik ve dayanıklılık açısından da değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

Finansal dayanıklılık kavramı, rekreasyon işletmelerinin belirsizlikler karşısında faaliyetlerini sürdürebilme kapasitesini ifade etmektedir. Bu kapasite, yalnızca borçluluk düzeyiyle değil, gelir yapısının esnekliği, nakit akışlarının sürekliliği ve finansal araçlara erişim olanaklarıyla da şekillenmektedir. OECD'nin Türkiye ekonomisine ilişkin son değerlendirmeleri, işletmelerin borç seviyelerinin görece düşük olmasına rağmen, katma değer üretimi ve gelir sürekliliği açısından yapısal sorunlar bulunduğu işaret etmektedir (OECD, 2025). Bu durum, rekreasyon işletmeleri açısından finansal sorunların nicelikten ziyade niteliksel boyutuna dikkat çekmektedir.

Rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının finansallaşması, aynı zamanda sektörün yatırım çekme kapasitesiyle de yakından ilişkilidir. Hizmetler sektöründe düşük katma değerli üretim yapısının hâkim olduğu ekonomilerde, rekreasyon faaliyetleri çoğu zaman yatırımcılar açısından ikincil öneme sahip alanlar olarak görülmektedir. Oysa finansallaşmış değer yaratım modelleri, rekreasyon işletmelerinin ölçeklenebilirliğini artırarak finansal piyasalarla daha güçlü bağlar kurmasına olanak tanıyabilir. Bu bağlamda finansallaşma, rekreasyonun ekonomik görünürlüğünü artıran bir ara mekanizma olarak değerlendirilebilir (Mazzucato, 2018). Bununla birlikte, finansallaşma sürecinin tek yönlü ve sorunsuz bir dönüşüm olarak ele alınması da yanıltıcı olacaktır. Literatürde finansallaşmanın hizmet sektörlerinde bazı olumsuz sonuçlar doğurabileceğine ilişkin eleştiriler de mevcuttur. Krippner (2005), finansal mantıkların aşırı baskın hâle gelmesinin, uzun vadeli üretkenlik ve hizmet kalitesi üzerinde baskı oluşturabileceğini ileri sürmektedir. Rekreasyon işletmeleri açısından bu risk, deneyim kalitesinin finansal göstergelere indirgenmesi ve sosyal değer boyutunun geri plana itilmesi şeklinde ortaya çıkabilir. Bu nedenle finansallaşma, mutlak bir çözümden ziyade dikkatle yönetilmesi gereken bir dönüşüm olarak ele alınmalıdır.

Son olarak, rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının finansallaşması, hem teorik hem de pratik düzeyde önemli tartışma alanları açmaktadır. Bu kavramsal dönüşüm, rekreasyonun yalnızca sosyal ve deneyimsel bir faaliyet alanı olarak değil, aynı zamanda finansal sürdürülebilirliği olan bir hizmet sektörü olarak yeniden konumlandırılmasını

gerektirmektedir. Ancak bu yeniden konumlandırma, deneyim temelli değerin tamamen ekonomik ölçütlere indirgenmesi anlamına gelmemekte; aksine ekonomik ve sosyal değer boyutlarının birlikte ele alındığı daha bütüncül bir çerçeveye işaret etmektedir. Rekreasyon literatüründe bu dengeyi kuran çalışmaların sınırlı olması, değer yaratımının finansallaşmasını özgün ve geliştirilmesi gereken bir araştırma alanı hâline getirmektedir.

Makroekonomik Bağlam ve Hizmetler Sektöründe Düşük Katma Değer Sorunu: Rekreasyon İşletmeleri İçin Yapısal Bir Okuma

Rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının finansallaşmasını tartışmak, bu işletmelerin faaliyet gösterdiği makroekonomik bağlamdan bağımsız ele alınamaz. Hizmetler sektörünün ekonomiler içindeki ağırlığı artarken, bu sektörlerde üretilen katma değer niteliği ve sürdürülebilirliği giderek daha fazla sorgulanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde hizmetler sektörü niceliksel olarak genişlerken, yüksek katma değer üretimi sınırlı kalmakta ve bu durum deneyim temelli alanları da doğrudan etkilemektedir. Rekreasyon işletmeleri, bu yapısal sorunun en görünür olduğu hizmet alanlarından biri olarak öne çıkmaktadır (OECD, 2025).

OECD'nin Türkiye ekonomisine ilişkin son değerlendirmeleri, hizmetler sektörünün toplam ekonomik faaliyet içindeki payının yüksek olmasına rağmen, katma değer üretimi açısından OECD ortalamalarının gerisinde kaldığını ortaya koymaktadır. Raporda vurgulanan temel bulgulardan biri, ekonominin görece düşük katma değerli üretim ve hizmet faaliyetlerine yoğunlaştığı yönündedir (OECD, 2025). Bu durum, rekreasyon işletmelerinin neden çoğu zaman düşük marjlı, kırılgan ve yatırım çekme kapasitesi sınırlı yapılar olarak algılandığını açıklamak açısından önemlidir. Rekreasyon hizmetleri, yüksek emek yoğunluğu ve sezonluk olması nedeniyle katma değer zincirinin alt basamaklarında konumlanmakta, bu da finansal araçlarla bütünleşmelerini zorlaştırmaktadır. Makroekonomik düzeyde gözlenen bu düşük katma değer sorunu, rekreasyon işletmelerinin mikro düzeyde karşılaştıkları finansal sürdürülebilirlik problemleriyle doğrudan ilişkilidir. OECD raporunda yer alan göstergeler, hanehalkı ve firma borçluluk düzeylerinin görece düşük olduğunu, buna karşın gelir sürekliliği ve verimlilik artışının sınırlı kaldığını göstermektedir (OECD, 2025). Bu tablo, finansal kırılganlığın temel kaynağının borç seviyesinden ziyade, istikrarlı ve ölçeklenebilir gelir modellerinin eksikliği olduğunu düşündürmektedir. Rekreasyon işletmeleri açısından bu durum, finansallaşma tartışmasının neden yalnızca finansman değil, değer yaratım biçimleri üzerinden yürütülmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Hizmetler sektöründe katma değer üretiminin sınırlı kalması, aynı zamanda yatırım ve dış kaynak çekme kapasitesini de etkilemektedir. OECD verileri, Türkiye'de hizmet ihracatının ve hizmetler sektörüne yönelik doğrudan yabancı yatırımların görece düşük seviyelerde seyrettiğini göstermektedir (OECD, 2025). Rekreasyon faaliyetleri bu genel eğilimin dışında kalmamakta; sektör, çoğu zaman yerel talebe bağımlı ve uluslararası yatırımcılar açısından ikincil öneme sahip bir alan olarak değerlendirilmektedir. Bu algı, rekreasyon işletmelerinin finansal araçlarla entegrasyonunu zorlaştırmakta ve sektörde uzun vadeli yatırım perspektiflerinin gelişmesini sınırlamaktadır (Buhalis & Law, 2008). Bu noktada finansallaşma,

makroekonomik bağlam ile mikro düzeyde işletme pratikleri arasında bir köprü işlevi görebilir. Rekreasyon işletmelerinin sunduğu deneyimlerin ekonomik değere dönüştürülmesi, yalnızca işletme içi stratejilerle değil, aynı zamanda hizmetler sektörüne yönelik genel politika ve düzenlemelerle de yakından ilişkilidir. OECD raporunda vurgulanan yapısal reform ihtiyacı, hizmet sektörlerinde verimlilik artışı ve katma değer üretiminin güçlendirilmesine odaklanmaktadır (OECD, 2025). Rekreasyon işletmelerinin bu dönüşüm sürecinde yer alabilmesi, finansallaşmış değer yaratım modellerinin benimsenmesiyle mümkün hâle gelebilir.

Makroekonomik bağlamın bir diğer önemli boyutu, finansal dayanıklılık ve risk algısına ilişkindir. OECD'nin değerlendirmeleri, kamu borç düzeyinin görece düşük olmasına rağmen, ekonomik yapının çeşitli dışsal şoklara karşı hassasiyet taşıdığını göstermektedir (OECD, 2025). Rekreasyon işletmeleri, talep esnekliği yüksek ve kriz dönemlerinde ilk etkilenen hizmet alanları arasında yer almaktadır. Bu nedenle makroekonomik belirsizlikler, rekreasyon işletmelerinin finansal performansı üzerinde orantısız etkiler yaratabilmektedir. Bu durum, finansal dayanıklılık kavramının rekreasyon literatüründe neden daha fazla tartışılması gerektiğini ortaya koymaktadır (Dogru et al., 2020).

Hizmetler sektöründe düşük katma değer sorunu, yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda kurumsal ve yönetsel bir mesele olarak da ele alınmalıdır. OECD raporu, iş yapma ortamı, rekabet düzeyi ve kurumsal kapasiteye ilişkin çeşitli kısıtların hizmet sektörlerinde verimlilik artışını sınırladığını belirtmektedir (OECD, 2025). Rekreasyon işletmeleri bu kısıtların kesişim noktasında yer aldığı için, sınırlı kurumsallaşma, kayıt dışı faaliyet ve ölçek ekonomilerinden yararlanamama gibi yapısal sorunlarla mücadele etmektedir. Sektörde finansallaşma süreçlerinin nispeten yavaş seyretmesinin temel açıklayıcı faktörlerini de bu yapısal sorunlar oluşturmaktadır. Bununla birlikte, mevcut makroekonomik bağlam yalnızca sınırlayıcı bir çerçeve çizmekle kalmamakta, aynı zamanda dönüştürücü bir potansiyel de taşımaktadır. OECD'nin hizmetler sektörüne ilişkin politika önerileri, dijitalleşme, yenilikçilik ve iş modellerinin çeşitlendirilmesi yoluyla katma değer artışının mümkün olabileceğini ortaya koymaktadır (OECD, 2025).

Rekreasyon işletmeleri açısından bu öneriler, finansallaşmış değer yaratım modellerinin geliştirilmesi için elverişli bir zemin sunmaktadır. Özellikle dijital üyelik sistemleri, veri temelli fiyatlandırma ve deneyim paketleme stratejileri, makro düzeyde önerilen dönüşüm hedefleriyle uyumlu araçlar olarak değerlendirilebilir (Pine & Gilmore, 1999). OECD'nin 2025 raporunda sunduğu makroekonomik göstergeler ve yapısal değerlendirmeler, rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının finansallaşması tartışmasına önemli bir bağlamsal çerçeve sunmaktadır. Hizmetler sektöründe düşük katma değer üretimi, finansal dayanıklılık sorunları ve yatırım çekme kapasitesinin sınırlılığı, rekreasyon işletmelerinin karşılaştığı temel yapısal sorunlar olarak öne çıkmaktadır. Bu sorunların aşılabilmesi, rekreasyon hizmetlerinin yalnızca sosyal ve deneyimsel çıktılar üzerinden değil, aynı zamanda finansal değer üretimi ve sürdürülebilirlik perspektifiyle ele alınmasını gerektirmektedir. Bu bağlamda makroekonomik analiz, rekreasyon işletmelerinde finansallaşmanın neden bir tercih değil, giderek zorunlu bir yönelim hâline geldiğini göstermektedir.

Finansal Dayanıklılık ve Riskin Yeniden Tanımlanması: Rekreasyon İşletmeleri Bağlamında Kavramsal Bir Tartışma

Rekreasyon işletmelerinde finansal dayanıklılık kavramı, uzun süre boyunca literatürde dolaylı bir şekilde ele alınmış ve çoğu zaman yalnızca olağanüstü dönemlerde gündeme gelen bir sorun alanı olarak değerlendirilmiştir (Roberts, 2011). Ancak bu sınırlı yaklaşım, hizmet temelli sektörler için çok boyutlu bir yapıya sahip olan dayanıklılığın gerçek doğasını yansıtmakta yetersiz kalmaktadır. Nitekim rekreasyon faaliyetlerinin doğası gereği talep dalgalanmalarına, mevsimselliğe ve tüketici tercihlerindeki hızlı değişimlere açık olması, finansal dayanıklılığın bu alanda kriz anlarının ötesine geçen, sürekli yeniden üretilen bir kapasite olarak ele alınmasını zorunlu kılmaktadır (Hall, Prayag, & Amore, 2018). Bu çerçevede dayanıklılık, statik bir finansal sağlamlıktan ziyade, belirsizlik koşulları altında gelir üretme ve uyum sağlama yeteneğiyle ilişkilendirilmektedir (Prayag, 2020). Bu anlamda, boş zaman ekonomisine ilişkin erken dönem çalışmaların sağladığı perspektif önem kazanmaktadır. Becker'in (1965) vurguladığı üzere bireylerin rekreasyonel faaliyetlere katılım kararları yalnızca gelir düzeyiyle değil; zaman tahsisi, algılanan fayda ve alternatif maliyetler çerçevesinde şekillenir. Bu yaklaşım ışığında rekreasyon işletmeleri açısından finansal dayanıklılığın, yalnızca mali tablolar üzerinden okunamayacak dinamik bir nitelik taşıdığı anlaşılmaktadır. Gelirlerin hangi dönemlerde, hangi sıklıkla ve ne ölçüde öngörülebilir olduğu, işletmelerin finansal kırılganlığını belirleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır (Teece, 2010). Buna rağmen rekreasyon işletmelerinin büyük bir bölümünde gelir yapılarının kısa vadeli ve tekil faaliyetlere dayalı olması, dayanıklılığı yapısal olarak zayıflatmaktadır. Söz konusu yapısal kırılganlığın temel kaynaklarından biri, bu işletmelerin karşı karşıya olduğu risklerin niteliği ve yönetim biçimidir.

Risk kavramı finans literatüründe ölçülebilir belirsizlik olarak ele alınırken, rekreasyon ve turizm literatüründe çoğu zaman örtük bir varsayım olarak kalmaktadır (Ritchie, 2004; Crompton, 2006). Gerçekte rekreasyon işletmelerinde risk; hava koşullarından makroekonomik dalgalanmalara, tüketici davranışlarındaki ani değişimlerden düzenleyici belirsizliklere kadar uzanan çok katmanlı bir yapı sergilemektedir. Ne var ki bu risklerin önemli bir kısmı işletme stratejilerinde sistematik biçimde tanımlanmamakta ve finansal planlama süreçlerine yeterince entegre edilmemektedir. Bu durum, borçluluk düzeyi görece düşük olan işletmelerin dahi finansal olarak kırılgan kalabilmelerinin önemli bir nedenini oluşturmaktadır (Hall et al., 2018). Buna karşın, rekreasyon literatürünün bu belirsizlikleri azaltacak önemli içgörülerini zaten bünyesinde barındırmasıdır. Tutum ve motivasyon çalışmalarının ortaya koyduğu bulgular, bireylerin boş zaman davranışlarının belirli süreklilikler ve tekrar eden kalıplar sergilediğini göstermektedir (Neulinger, 1969; Ragheb & Beard, 1982). Bu süreklilikler, doğru biçimde analiz edildiğinde daha öngörülebilir talep ve gelir yapılarının kurulmasına olanak tanıyabilecek potansiyeller barındırmaktadır. Ancak bu potansiyelin çoğu zaman finansal araçlarla ilişkilendirilmediği görülmektedir. Rekreasyon işletmeleri kullanıcı tutumlarını ve katılım motivasyonlarını ölçmekte; fakat bu bilgileri finansal dayanıklılığı güçlendirecek sürdürülebilir gelir modellerine dönüştürmekte sınırlı kalmaktadır (Skålén et al., 2015).

Bu boşluğun ele alınmasına imkân tanıyan yaklaşımlardan biri de, değer üretimini finansal mekanizmalarla birlikte düşünmeyi öneren finansallaşma perspektifidir. Mazzucato'nun (2018) da işaret ettiği üzere finansallaşma, riskin ortadan kaldırılmasını değil, tanımlanmasını, ölçülmesini ve yönetilebilir bir unsur hâline getirilmesini ifade etmektedir. Bu perspektiften bakıldığında rekreasyon işletmeleri açısından risk yönetimi; belirsizliklerin sigorta mekanizmaları, esnek sözleşme yapıları, dinamik fiyatlandırma stratejileri ve gelir çeşitlendirme araçları yoluyla sistematik biçimde ele alınmasını gerektirmektedir (Vargo & Lusch, 2008). Söz konusu araçların sektörde sınırlı kullanımı, rekreasyon işletmelerinde finansal dayanıklılığın neden düşük seviyelerde kaldığını açıklayan kritik bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Sektöre özgü bir diğer zorluk, değer üretiminin doğasından kaynaklanmaktadır. Roberts'ın (2011) da belirttiği gibi rekreasyon işletmelerinde yaratılan değer çoğu zaman parasal olmayan çıktılar üzerinden tanımlanmaktadır. Deneyim kalitesi, boş zaman tatmini ve psikolojik iyi oluş gibi göstergeler alanın sosyal boyutunu anlamak açısından hayati öneme sahiptir. Bununla birlikte bu soyut değerlerin finansal planlama süreçlerine nasıl entegre edileceğine dair belirsizlik, işletmelerin uzun vadeli ve sağlam finansal stratejiler geliştirmesini zorlaştırmaktadır (Osterwalder & Pigneur, 2010). Tam da bu noktada finansallaşma, sosyal ve deneyimsel değeri dışlamadan, bu değerlerin ekonomik sürdürülebilirlikle bağını kuran bir ara mekanizma olarak yeniden değerlendirilebilir.

Tüm bu değerlendirmeler ışığında, rekreasyon işletmelerinde finansal dayanıklılık ve riskin yeniden tanımlanması, değer yaratımının finansallaşması tartışmasının merkezinde yer almaktadır (Becker, 1965; Mazzucato, 2018). Dayanıklılık yalnızca krizlere karşı geliştirilen savunma mekanizmalarıyla değil, riskin sistematik biçimde ele alınması ve gelir yapılarının bu gerçekliğe göre yeniden kurgulanmasıyla mümkündür (Prayag, 2020). Rekreasyon literatüründe bu bütünlük yaklaşımının sınırlı biçimde ele alınmış olması, finansal dayanıklılığı hem kuramsal hem de uygulamalı açıdan geliştirilmesi gereken verimli bir araştırma alanı hâline getirmektedir.

Finansallaşmış Gelir Modelleri ve Katma Değer Üretimi: Rekreasyon İşletmeleri İçin Yapısal Bir Okuma

Rekreasyon işletmelerinde gelir üretimi uzun süre boyunca ikincil ve tamamlayıcı bir unsur olarak ele alınmış, esas vurgu kamu yararı, sosyal fayda ve bireysel refah üzerindeki etkilerde yoğunlaşmıştır (Davis, 1963). Bu yaklaşım, özellikle kamusal rekreasyon alanlarının planlanması ve değerlendirilmesi açısından önemli bir kuramsal zemin sunmakla birlikte, rekreasyon faaliyetlerinin giderek artan biçimde piyasa temelli yapılar içinde örgütlendiği güncel bağlamı açıklamakta sınırlı kalmaktadır. Günümüzde rekreasyon işletmeleri, yalnızca hizmet sunan yapılar değil, aynı zamanda sürdürülebilir gelir akışları üretmek zorunda olan ekonomik aktörler olarak faaliyet göstermektedir (Seckler, 1966). Bu temel dönüşüm, gelir modellerinin niteliğini ve katma değer üretim biçimlerini yeniden düşünmeyi zorunlu kılmaktadır. Bu yeniden düşünme sürecinin başlangıç noktasını, rekreasyon ekonomisi literatürünün erken dönem çalışmalarının mirası oluşturmaktadır. Söz konusu çalışmalar, gelir üretimi meselesini çoğunlukla dolaylı etkiler üzerinden ele almış; dışsallıklar, tüketici fazlası ve kamusal fayda kavramları, rekreasyon faaliyetlerinin ekonomik değerinin ölçülmesinde

temel analitik araçlar olarak kullanılmıştır (Brown, 1984; McConnell & Bockstael, 1984). Bu çalışmalar, rekreasyonun toplumsal düzeyde bir ekonomik değer taşıdığını ikna edici biçimde ortaya koymuş olsa da, ortaya çıkan ikinci ve daha kritik bir soru, bu değerın işletme düzeyinde nasıl yakalandığı ve sürdürülebilir gelir yapılarına nasıl dönüştürüldüğüdür. İşte bu sorunun literatürde büyük ölçüde arka planda kalması, rekreasyon işletmelerinin neden çoğu zaman yüksek talep potansiyeline rağmen finansal olarak kırılgan kaldığını açıklayan önemli bir kuramsal boşluğa işaret etmektedir.

Finansallaşmış gelir modelleri, tam da bu kuramsal ve pratik boşluğu doldurmaya aday bir çerçeve sunmaktadır. Geleneksel yaklaşımdan farklı olarak, finansallaşma perspektifi, değerin yalnızca yaratılmasını değil, aynı zamanda sistematik biçimde yakalanmasını ve yeniden üretilebilmesini merkeze almaktadır. Rekreasyon işletmeleri açısından bu durum, tekil ziyaretler ve dönemsel harcamalara dayalı geleneksel modelin ötesine geçerek, daha süreklilik arz eden gelir akışlarının kurgulanmasını gerektirmektedir. Üyelik sistemleri, abonelik temelli kullanım hakları, paketlenmiş deneyimler ve ön ödemeli hizmet modelleri, bu dönüşümün somut yansımaları arasında yer almaktadır. Bu tür modellerin temel işlevi, rekreasyonel deneyimin doğasını kökten değiştirmek değil, aksine, bu deneyimin ekonomik değerin daha öngörülebilir ve yapılandırılmış biçimde gerçekleşmesine imkân tanımaktır (Matulich, Workman, & Jubenville, 1987).

Bu yapılandırma sürecinin merkezinde ise katma değer üretimi meselesi yer alır. Ancak, rekreasyon literatüründe genellikle mekânsal kalite, deneyim yoğunluğu veya çevresel özellikler üzerinden tanımlanan katma değer kavramı (Lloyd-Smith, 2022), finansallaşmış modeller çerçevesinde yeni bir anlam kazanmaktadır. Burada katma değer, salt daha iyi bir deneyim sunmakla sınırlı kalmaz; deneyimin nasıl fiyatlandığı, nasıl paketlenildiği ve nasıl tekrar eden bir talep yarattığı ile doğrudan ilişkilidir. Dolayısıyla finansallaşma, deneyim kalitesi ile ekonomik sürdürülebilirliği birbirine bağlayan bir ara düzlem işlevi görerek, katma değerin yalnızca niteliksel değil aynı zamanda finansal bir boyutunu da görünür kılar. Finansallaşmış modellerin sağladığı bu yapısal araçlar, aynı zamanda sektörün kronik sorunlarından biri olan talep yönetimi ve kapasite kullanımına da yeni bir bakış açısı getirmektedir. Rekreasyon faaliyetlerinin doğası gereği karşı karşıya olduğu tıkanıklık ve aşırı kullanım gibi problemler (Price, 2004), finansallaşma perspektifinde yalnızca çözülmesi gereken kısıtlar değil, aynı zamanda stratejik fırsatlara dönüşebilir.

Dinamik fiyatlandırma, zaman bazlı kullanım ücretleri ve talep dengeleme stratejileri, bu sorunları yönetirken eşzamanlı olarak gelir sürekliliğini artırma ve deneyim kalitesini koruma potansiyeli taşımaktadır. Gelir modellerinin bu şekilde finansallaşması, salt ekonomik ve yönetsel bir mesele olmanın ötesinde, hukuki ve kurumsal bir çerçeveyi de zorunlu kılmaktadır. Özellikle spor ve macera temelli rekreasyon faaliyetlerinde risk, hukuki sorumluluk ve sigorta düzenlemeleri, gelir modellerinin tasarımını doğrudan etkileyen unsurlardır (Connaughton, 2016). Bu nedenle, finansallaşmış gelir yapıları, yalnızca ekonomik verimliliği hedefleyen modeller olarak değil; ekonomik değerin yakalanması ile hukuki risklerin dağıtılması ve yönetilmesini bütünleştiren bütüncül sistemler olarak düşünülmelidir (Blackman, 2002). Gelirin sürekliliği ile riskin paylaşımı arasındaki bu iç içe geçmiş ilişki, finansal yönetim ve

risk analizi perspektiflerinin rekreasyon literatürüne entegrasyonunun neden gerekli olduğunu açık biçimde ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, incelenen tüm boyutlarıyla birlikte, rekreasyon işletmelerinde finansallaşmış gelir modellerinin, katma değer üretiminin işletme düzeyinde somutlaşmasını sağlayan temel mekanizmalardan biri olduğu söylenebilir (Davis, 1963; Lloyd-Smith, 2022). Bu modeller, rekreasyonel deneyimin sosyal ve kültürel boyutlarını dışlamadan, bu deneyimlerin ekonomik sürdürülebilirlikle ilişkilendirilmesine olanak tanımaktadır. Rekreasyon ekonomisi literatüründe bu ilişkinin uzun süre dolaylı biçimde ele alınmış olması, finansallaşmış gelir modellerini hem kuramsal hem de uygulamalı açıdan geliştirilmesi gereken verimli bir araştırma alanı hâline getirmektedir. Bu alan, rekreasyon, finans ve risk yönetimi disiplinlerinin kesişiminde yeni ve güçlü tartışmalar üretme potansiyelini barındırmaktadır.

Finansallaşmış Yapılar İçinde Risk, Hukuk ve Sigorta Mekanizmaları: Rekreasyon İşletmeleri Açısından Bütüncül Bir Değerlendirme

Rekreasyon işletmelerinde finansallaşmış gelir modellerinin işlerlik kazanabilmesi, riskin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda hukuki ve kurumsal bir unsur olarak ele alınmasını gerektirmektedir (Blackman, 2002; Connaughton, 2016). Özellikle spor, açık alan ve macera temelli rekreasyon faaliyetlerinde risk, hizmetin ayrılmaz bir bileşeni olarak ortaya çıkmakta ve bu durum işletmelerin gelir yapıları üzerinde doğrudan belirleyici olmaktadır. Hukuki sorumluluk, ihmal iddiaları ve kullanıcı güvenliği gibi unsurlar, yalnızca operasyonel kararları değil, aynı zamanda fiyatlama, sözleşme ve sigorta düzenlemelerini de şekillendirmektedir. Bu nedenle risk, rekreasyon işletmeleri açısından dışsal bir tehditten ziyade, finansallaşmış yapının içsel bir unsuru olarak değerlendirilmelidir. Bu içsel unsuru yapılandıran temel dinamik ise hukuktur. Rekreasyon ve spor alanındaki hukuki literatür, riskin nasıl paylaşıldığı ve sınırlandırıldığı sorusuna uzun süredir odaklanmakta; özellikle “riskin kabulü” ve “ihmal” kavramları etrafında şekillenen tartışmalar, işletmelerin hukuki sorumluluk alanlarını belirlemektedir (Smith, 1989; Connaughton, 2016). Ancak, bu zengin hukuki birikimin, finansal sürdürülebilirlik ve gelir modeli tasarımı tartışmalarına yeterince entegre edilmediği gözlemlenmektedir. Oysa, hukuki risklerin öngörülebilirliği ve yönetilebilirliği, finansallaşmış gelir modellerinin istikrarı açısından temel bir belirleyicidir. Bu bağlamda, hukuk ile finans arasındaki arayüzü dolduran ve riski somut bir maliyet olarak yapılandıran en önemli mekanizma ise sigortadır.

Sigorta mekanizmaları, rekreasyon işletmelerinde riskin finansallaşması sürecinde kilit bir rol üstlenmektedir (Blackman, 2002). Sigorta, yalnızca beklenmedik zararların telafi edilmesine yönelik bir araç değil, aynı zamanda riskin fiyatlandığı, paketlenildiği ve piyasa aktörleri arasında dağıtıldığı bir finansal düzenek olarak değerlendirilebilir. Rekreasyon işletmeleri açısından sigorta düzenlemeleri, faaliyetlerin maliyet yapısını, fiyatlama stratejilerini ve hatta hizmet tasarımını doğrudan etkilemektedir. Buna karşın, rekreasyon literatüründe sigortanın çoğu zaman teknik bir zorunluluk olarak ele alındığı, stratejik bir finansal araç olarak yeterince tartışılmadığı dikkat çekmektedir. Bu stratejik boyut, risk, hukuk ve sigorta arasındaki etkileşimin gelir sürekliliği üzerindeki belirleyici sonuçlarında açıkça görülür (Connaughton, 2016; Price, 2004). Özellikle yüksek risk içeren faaliyetlerde sigorta

primleri, işletme maliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturmakta ve bu durum gelir modellerinin tasarımını zorunlu olarak etkilemektedir.

Finansallaşmış bir perspektiften bakıldığında, bu etki yalnızca maliyet artırıcı olarak değil, aynı zamanda değer yaratıcı olarak da okunabilir. Risk, maliyet unsuru olarak görülmesinin yanı sıra, fiyatlama ve değer önerisinin bir parçası olarak da ele alınabilir. Bu yaklaşım, riskin tamamen ortadan kaldırılmasından ziyade, yönetilebilir ve gelir yapısına entegre edilebilir bir unsura dönüştürülmesini hedefler. Bu dönüşüm, rekreasyon ekonomisi literatüründe dışsallıklar ve kamu yararı bağlamında ele alınan risk meselelerini de mikro düzeye taşır (Seckler, 1966; Brown, 1984). Kamuya açık alanlarda riskin toplumsal maliyetleri ön plandayken, özel sektör işletmelerinde bu maliyetler sigorta sözleşmeleri, hukuki düzenlemeler ve fiyatlama stratejileri aracılığıyla içselleştirilmekte; dolayısıyla risk, doğrudan finansal karar alma süreçlerinin merkezine yerleşmektedir. Riskin bu şekilde finansal süreçlerle bütünleşmesi, kaçınılmaz olarak işletmelerin kurumsal kapasitesini de dönüştürmektedir (Matulich et al., 1987; Lloyd-Smith, 2022). Hukuki ve sigortaya ilişkin düzenlemeler, işletmelerin daha formel, şeffaf ve hesap verebilir yapılar geliştirmesini teşvik eder. Bu durum, küçük ve orta ölçekli işletmeler için başlangıçta ek bir yük gibi görünse de, uzun vadede finansal dayanıklılığı, yatırım çekme potansiyelini ve piyasa güvenilirliğini artıran bir etki yaratır. Böylece risk yönetimi, yalnızca koruyucu bir tedbir olmaktan çıkarak, kurumsal gelişimi ve rekabet gücünü destekleyen stratejik bir araç konumuna yükselir.

Tüm bu çerçeveden hareketle, rekreasyon işletmelerinde risk, hukuk ve sigorta mekanizmalarının, finansallaşmış gelir yapılarının ayrılmaz ve birbirini besleyen bileşenleri olduğu görülmektedir (Blackman, 2002; Connaughton, 2016). Bu mekanizmalar, riskin dışsallaştırıldığı veya görmezden gelindiği geleneksel yaklaşımların aksine, riskin tanımlandığı, fiyatlandırıldığı ve sistematik olarak yönetildiği bütüncül bir çerçeve sunmaktadır (Lloyd-Smith, 2022). Rekreasyon literatüründe bu bütüncül yaklaşımın henüz yeterince derinlemesine incelenmemiş olması, risk ve finansallaşma ilişkisini, gelecekteki akademik çalışmalar için son derece verimli ve disiplinlerarası bir araştırma alanı haline getirmektedir. Bu alan, özellikle finansal yönetim, risk analizi ve stratejik planlama disiplinleriyle rekreasyon çalışmalarının kesişiminde, hem teorik katkı hem de pratik uygulama açısından zengin bir potansiyel barındırmaktadır.

Politika, Planlama ve Yönetişim Açısından Çıkarımlar: Rekreasyon İşletmelerinde Finansallaşmış Sürdürülebilirlik

Rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının finansallaşması, yalnızca mikro düzeydeki stratejik kararların bir sonucu olarak değil, aynı zamanda onu mümkün kılan veya sınırlayan daha geniş politika ve yönetim çerçevesinin bir ürünü olarak değerlendirilmelidir (Davis, 1963). Zira rekreasyon faaliyetleri, doğaları gereği kamusal fayda, çevresel sürdürülebilirlik ve sosyal refah gibi kolektif boyutlarla iç içe geçmiş durumdadır; bu nedenle bu alandaki ekonomik yapıların tamamen piyasa mekanizmalarına bırakılması nadiren mümkün veya arzu edilir olmaktadır (Matulich et al., 1987). Bu gerçek, finansallaşmış gelir modelleri ve risk

yönetim mekanizmalarının, kamusal düzenlemeler ve stratejik planlama araçlarıyla uyumlu ve onları tamamlayıcı bir şekilde ele alınmasını zorunlu kılmaktadır.

Bu bütünsel yaklaşımın gerekliliği, öncelikle politika düzeyinde net bir şekilde görülmektedir. Geleneksel rekreasyon politikaları, haklı olarak erişilebilirlik, katılım ve sosyal fayda gibi hedeflere odaklanma eğiliminde olmuş; gelir sürekliliği ve finansal dayanıklılık ise çoğunlukla bireysel işletmelerin sorumluluğuna bırakılmıştır (Seckler, 1966; Brown, 1984). Ancak, bu makale boyunca tartışıldığı üzere, finansal olarak kırılgan ve sürdürülemez yapılar, uzun vadede ne sosyal katılımı ne de çevresel koruma hedeflerini güvence altına alabilir. Dolayısıyla, çağdaş rekreasyon politikalarının, finansal sürdürülebilirliği dolaylı bir sonuç olmaktan çıkarıp, onu doğrudan hedefleyen ve finansallaşmış değer yaratımını yönlendiren bir stratejik çerçeveye kavuşturulması elzemdir. Bu perspektif, politikanın, planlama süreciyle organik bir bağ içinde ele alınmasını da gerektirir.

Nitekim planlama perspektifi, finansallaşma tartışmasının somut mekânsal ve operasyonel karşılıklarını sağlayan kritik bir alandır. Rekreasyon alanlarının mekânsal planlaması, kapasite sınırları, kullanım yoğunluğu ve altyapı yatırımları gibi unsurlar, doğrudan işletmelerin gelir modellerinin fizibilitesini ve risk profilini belirlemektedir (Price, 2004). Plansız ve aşırı kullanıma açık alanlar, yalnızca deneyim kalitesini ve çevresel bütünlüğü aşındırmakla kalmaz, aynı zamanda işletmeler için öngörülebilir ve sürekli gelir akışları oluşturma potansiyelini de uzun vadede yok eder. Bu noktada finansallaşmış bir bakış açısı, planlamayı salt korumacı veya kısıtlayıcı bir araç olmanın ötesine taşıyarak, onu deneyim değerini optimize eden ve gelir sürekliliğini destekleyen proaktif bir stratejik unsur olarak yeniden konumlandırır. Planlamanın bu şekilde finansal sürdürülebilirlik hedefiyle bütünleştirilmesi ise, kaçınılmaz olarak çok aktörlü bir yönetim yaklaşımını gerekli kılar. Yönetişim boyutu, rekreasyon işletmelerinde finansallaşmış yapıların başarıyla uygulanabilirliğini belirleyen temel faktörlerden biridir. Sektör, kamu kurumları, özel işletmeler, yerel yönetimler, STK'lar ve kullanıcı grupları gibi çok sayıda ve farklı çıkarlara sahip aktörü bir araya getirmektedir (Matulich et al., 1987). Bu çoğulculuk, karar alma süreçlerini karmaşıktırmakta ve finansal risklerin, sorumlulukların ve nihayetinde gelirin bu aktörler arasında nasıl adil ve etkin bir şekilde paylaşılacağı sorununu ön plana çıkarmaktadır. Bu bağlamda etkin yönetim, salt idari koordinasyondan ibaret olmayıp, riskin, maliyetin ve faydanın dağıtım mekanizmalarını da kapsayan kapsamlı bir çerçeveye işaret eder. Bu çerçevenin merkezine ise, daha önceki bölümlerde ayrıntılandırılan risk, hukuk ve sigorta mekanizmalarının politika düzeyinde nasıl şekillendirileceği sorusu yerleşir.

Risk, hukuk ve sigorta mekanizmalarının politika ve yönetim düzeyinde bütünsel bir şekilde ele alınması, finansallaşmış sürdürülebilirliğin temel taşıdır (Blackman, 2002). Rekreasyon işletmelerinin taşıdığı hukuki sorumluluklar ve güvenlik yükümlülükleri, yalnızca operasyonel maliyetleri değil, aynı zamanda sektöre giriş engellerini, yatırımcı çekiciliğini ve nihai tüketici fiyatlarını da derinden etkilemektedir (Connaughton, 2016). Bu nedenle, politika yapıcılarının sigorta ve hukuki düzenlemeleri, salt kısıtlayıcı kurallar dizisi olarak değil, riskin yönetilebilir, öngörülebilir ve adil bir şekilde paylaşılabilir hale getirilmesini sağlayan destekleyici altyapılar olarak tasarlaması kritik önem taşır. Böyle bir altyapı, özellikle küçük ve

orta ölçekli rekreasyon işletmelerinin kurumsal kapasitelerinin güçlendirilmesi ihtiyacını da beraberinde getirir.

Finansallaşmış sürdürülebilirlik yaklaşımı, bu işletmelerin sıklıkla sınırlı olan finansal planlama, risk analizi ve gelir çeşitlendirme konularındaki içsel uzmanlıklarının geliştirilmesini zorunlu kılmaktadır (Lloyd-Smith, 2022). Dolayısıyla, kamu destekleri ve politika araçları, yatırım teşvikleri veya doğrudan sübvansiyonlarla sınırlı kalmamalı; eğitim programları, danışmanlık hizmetleri ve kurumsal kapasite geliştirme inisiyatiflerini de kapsayacak şekilde genişletilmelidir. Bu tür bir destek mekanizması, finansallaşmayı kısa vadeli bir kâr maksimizasyonu aracı olmaktan çıkararak, onu uzun vadeli dayanıklılık, sosyal içerme ve çevresel sürdürülebilirlik hedefleriyle uyumlu bir stratejik araç haline getirebilir. Dolayısıyla, rekreasyon işletmelerine yönelik politika ve yönetim çerçevelerinin nihai amacı, finansal sürdürülebilirlik ile sosyal ve çevresel hedefler arasında sinerji yaratan dengeli bir yapı inşa etmek olmalıdır (Davis, 1963; Seckler, 1966). Finansallaşma, bu dengeyi bozan bir tehdit olmak zorunda değildir; aksine, doğru politika rehberliği, stratejik planlama ve kapsayıcı yönetim modelleriyle desteklendiğinde, rekreasyonel değerlerin korunmasını, erişilebilir kılınmasını ve ekonomik olarak yeniden üretilmesini mümkün kılan güçlü bir mekanizmaya dönüşebilir. Buradaki kilit nokta, finansallaşmayı nihai bir amaç olarak değil, rekreasyon işletmelerinin ve sundukları kolektif faydaların uzun vadeli varlığını ve etkisini güvence altına alan bir enstrüman olarak konumlandırmaktır.

Bu çerçevede varılan temel sonuç, rekreasyon işletmelerinde finansallaşmış sürdürülebilirliğin, politika tasarımı, mekânsal planlama ve çok paydaşlı yönetim düzeylerinde eşgüdümlü ve tutarlı müdahaleleri gerektiren çok katmanlı ve dinamik bir süreç olduğudur. Gelir modelleri, risk yönetimi, hukuki düzenlemeler ve kurumsal kapasite arasındaki karşılıklı ilişkilerin bütüncül bir şekilde kavranması ve yönlendirilmesi, rekreasyon sektörünün yalnızca ekonomik açıdan değil, aynı zamanda toplumsal ve ekolojik boyutlarıyla da gerçek anlamda sürdürülebilir olmasının yolunu açabilir. Sunulan bu değerlendirmeler, finansallaşma tartışmasının rekreasyon literatüründe neden yalnızca mikro işletme stratejileriyle sınırlandırılmayacağını ve politika gündemi için neden giderek daha merkezi ve dönüştürücü bir öneme sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Genel Sonuç

Bu çalışma, rekreasyon işletmelerini, alana uzun süre hâkim olan sosyal, deneyimsel ve kamusal fayda merkezli yaklaşımların ötesine taşıyarak, değer yaratımının finansallaşması ekseninde bütüncül bir kavramsal çerçeve sunmayı amaçlamıştır. Geleneksel rekreasyon literatüründe ekonomik değer, çoğunlukla dolaylı etkiler, kamu yararı veya kullanıcı refahı üzerinden tartışılmış; işletme düzeyindeki gelir sürekliliği, risk yönetimi ve finansal dayanıklılık gibi temel unsurlar ise ikincil bir konumda kalmıştır. Ancak, rekreasyon faaliyetlerinin giderek daha fazla piyasa temelli yapılar içinde örgütlenmesi, bu alanın finansal boyutunun artık daha sistematik ve merkezi bir şekilde ele alınmasını bir zorunluluk haline getirmektedir.

Çalışmanın ilk aşamasında, rekreasyon işletmelerinde değer yaratımının neden finansal mekanizmalarla birlikte düşünülmesi gerektiği tartışılmış; ardından, finansal dayanıklılık ve risk kavramlarının bu bağlamda nasıl yeniden tanımlanabileceği ortaya konulmuştur. Bu çerçevede dayanıklılık, yalnızca kriz dönemlerinde ayakta kalabilme kapasitesi olarak değil, belirsizlik koşulları altında sürekli gelir üretme ve stratejik uyum sağlama yeteneği olarak ele alınmıştır. Aynı zamanda, rekreasyon literatürünün sunduğu davranışsal ve motivasyonel içgörülerin, finansallaşmış gelir modelleriyle henüz yeterince ilişkilendirilmemiş olması, bu alandaki önemli bir kuramsal ve pratik boşluğu işaret etmektedir.

Çalışmanın devamında, finansallaşmış gelir modellerinin rekreasyon işletmeleri açısından katma değer üretiminin işletme düzeyinde nasıl somutlaştırılabileceği incelenmiştir. Üyelik sistemleri, paketlenmiş deneyimler, talep yönetimi ve dinamik fiyatlandırma gibi uygulamalar, rekreasyonel deneyimin özünü koruyarak, bu deneyimin ekonomik değerini daha öngörülebilir ve sürdürülebilir bir biçimde yapılandırma olanağı sunmaktadır. Bu yaklaşım, rekreasyonu yalnızca tüketilen bir deneyim olmaktan çıkararak, planlanan, yönetilen ve değeri optimize edilen bir ekonomik faaliyet olarak yeniden konumlandırmaktadır.

Risk, hukuk ve sigorta mekanizmalarına odaklanan analiz ise, finansallaşmanın salt gelir artırıcı bir taktik olmadığını; aynı zamanda belirsizliklerin sistematik olarak tanımlanıp yönetilebilir hale getirildiği kurumsal bir çerçeve sunduğunu ortaya koymuştur. Rekreasyon işletmelerinde riskin, hukuki sorumluluklar ve finansal maliyetlerle birlikte ele alınması, gelir sürekliliği ile kurumsal kapasite ve güvenilirlik arasında güçlü bir sinerji yaratmaktadır. Bu bağlamda finansallaşma, riski ortadan kaldırmayı değil, onu tanımlamayı, fiyatlandırmayı ve stratejik olarak yönetmeyi merkeze alan bir paradigmayı temsil etmektedir.

Nihayetinde, politika, planlama ve yönetim boyutunda yapılan değerlendirmeler, rekreasyon işletmelerinde finansallaşmış sürdürülebilirliğin, yalnızca mikro düzeydeki işletme kararlarıyla sağlanamayacağını açıkça göstermiştir. Kamusal düzenlemeler, mekânsal planlama araçları ve çok paydaşlı yönetim yapıları, finansallaşmış modellerin uygulanabilirliğini, etkinliğini ve toplumsal meşruiyetini doğrudan şekillendirmektedir. Bu nedenle, çağdaş rekreasyon politikalarının, finansal sürdürülebilirliği, sosyal içerme ve çevresel duyarlılık hedefleriyle uyumlu ve birbirini destekler nitelikte ele alan bütüncül bir yaklaşıma evrilmesi zaruridir.

Tüm bu tartışmalar ışığında, bu çalışmanın vardığı temel sonuç, rekreasyon işletmelerini ne salt kamusal fayda üreten sosyal kurumlar ne de yalnızca kâr odaklı ekonomik birimler olarak görmenin artık yeterli olmadığıdır. Bunun yerine, rekreasyonel değerın finansal mekanizmalarla iç içe geçtiği, riskin kurumsal araçlarla yönetildiği ve gelir sürekliliğinin uzun vadeli toplumsal faydayla bağdaştırıldığı yeni bir sentez düzlemi önerilmektedir. Sunulan bu kavramsal çerçeve, rekreasyon literatüründeki finansallaşma tartışmalarına katkı sunmanın yanı sıra, finansal ekonomi, kamu yönetimi ve kurumsal strateji alanları arasında disiplinlerarası bir köprü kurarak, gelecekteki araştırma ve uygulamalar için zengin bir zemin hazırlamaktadır.

Kaynakça

- Becker, G. S. (1965). A theory of the allocation of time. *The Economic Journal*, 75(299), 493–517.
- Blackman, R. J. (2002). Ethics and the historical development of comparative fault tort reform as applied in reported sports and recreation cases. *Journal of Legal Aspects of Sport*, 12(2), 1–26.
- Brown, W. G. (1984). Measuring the economic value of outdoor recreation and other environmental amenities: Discussion. *Northeastern Journal of Agricultural and Resource Economics*, 13(2), 101–107.
- Buhalis, D., & Law, R. (2008). Progress in information technology and tourism management: 20 years on and 10 years after the Internet. *Tourism Management*, 29(4), 609–623.
- Connaughton, D. P. (2016). A quantitative approach to assessing legal outcomes in reported sport and recreation negligence cases involving assumption of risk. *The Entertainment and Sports Law Journal*, 14(1), 1–16. <https://doi.org/10.16997/eslj.60>
- Crompton, J. L. (2006). Economic impact studies: Instruments for political shenanigans? *Journal of Travel Research*, 45(1), 67–82. <https://doi.org/10.1177/0047287506288870>
- Davis, R. K. (1963). Recreation planning as an economic problem. *Natural Resources Journal*, 3(2), 239–249.
- Dogru, T., Mody, M., Suess, C., Line, N., Bonn, M., & Okumus, F. (2020). What caused the rise of Airbnb? An examination of key macroeconomic factors. *Tourism Management*, 81, 104131.
- Epstein, G. A. (2005). Financialization and the world economy. *Edward Elgar Publishing*.
- Hall, C. M., Prayag, G., & Amore, A. (2018). *Tourism and resilience: Individual, organisational and destination perspectives*. Channel View Publications.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Lloyd-Smith, P. (2022). The economic benefits of recreation in Canada. *Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'économique*, 55(4), 1801–1830.
- Matulich, S. C., Workman, W. G., & Jubenville, A. (1987). Recreation economics: Taking stock. *Journal of Leisure Research*, 19(1), 1–10. <https://doi.org/10.1080/00222216.1987.11969685>
- Mazzucato, M. (2018). *The value of everything: Making and taking in the global economy*. Penguin.

- McConnell, K. E., & Bockstael, N. E. (1984). Aggregation in recreation economics: Issues of estimation and benefit measurement. *Land Economics*, 60(2), 181–186.
- Neulinger, J. (1969). Attitude dimensions of leisure. *Journal of Leisure Research*, 1(3), 114–122.
- OECD. (2025). *OECD Economic Surveys: Türkiye 2025*. OECD Publishing.
- Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business model generation: A handbook for visionaries, game changers, and challengers*. John Wiley & Sons.
- Pine, B. J., & Gilmore, J. H. (1999). *The experience economy*. Harvard Business School Press.
- Prayag, G. (2020). Tourism resilience and adaptation to environmental change: Definitions and frameworks. *Journal of Sustainable Tourism*, 28(12), 2068–2089. <https://doi.org/10.1080/09669582.2020.1718283>
- Price, C. (2004). Economic treatment of recreational congestion. In *Scandinavian Forest Economics: Proceedings of the Biennial Meeting of the Scandinavian Society of Forest Economics* (pp. 87–101).
- Ragheb, M. G., & Beard, J. G. (1982). Measuring leisure attitude. *Journal of Leisure Research*, 14(2), 155–167.
- Ritchie, B. W. (2004). Chaos, crises and disasters: A strategic approach to crisis management in the tourism industry. *Tourism Management*, 25(6), 669–683. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2003.09.004>
- Roberts, K. (2011). *Leisure: The importance of being free*. Routledge.
- Seckler, D. (1966). On the uses and abuses of economic science in evaluating public outdoor recreation. *Land Economics*, 42(3),
- Skålén, P., Gummerus, J., von Koskull, C., & Magnusson, P. R. (2015). Exploring value propositions and service innovation: A service-dominant logic study. *Journal of Service Management*, 26(2), 278–298. <https://doi.org/10.1007/s11747-013-0365-2>
- Smith, S. R. (1989). A selected annotated bibliography of legal issues and recreational sports. *Journal of Legal Aspects of Sport*, 1(1), 63–74.
- Teece, D. J. (2010). Business models, business strategy and innovation. *Long Range Planning*, 43(2–3), 172–194. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2009.07.003>
- Vargo, S. L., & Lusch, R. F. (2008). Service-dominant logic: Continuing the evolution. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 36(1), 1–10. <https://doi.org/10.1007/s11747-007-0069-6>

BÖLÜM 13

OTEL İŞLETMELERİNDE BÜYÜME STRATEJİLERİ

MELİKE KURTARAN ÇELİK¹

Giriş

Turizm sektörü, küresel ekonomik sistem içerisinde yüksek katma değer yaratan, istihdamı destekleyen ve bölgesel kalkınmayı teşvik eden stratejik bir sektör olarak öne çıkmaktadır. Bu sektörün temel yapı taşlarından biri olan otel işletmeleri, turistik talebin karşılanmasında ve destinasyonların rekabet gücünün artırılmasında kritik bir rol üstlenmektedir. Değişen tüketici beklentileri, dijitalleşme, artan rekabet ve sürdürülebilirlik baskıları, otel işletmelerini statik yapılardan dinamik ve büyümeye odaklı organizasyonlara dönüştürmüştür. Bu bağlamda büyüme stratejileri, otel işletmelerinin uzun vadeli varlıklarını sürdürebilmeleri açısından temel bir yönetim alanı haline gelmiştir.

Turizm sektörü, ekonomik dalgalanmalara, politik belirsizliklere ve küresel krizlere duyarlı yapısına rağmen dünya genelinde büyüme potansiyelini koruyan stratejik sektörlerden biri olmayı sürdürmektedir. Bu sektörün temel yapı taşlarından biri olan

¹ Prof. Dr., Trabzon Üniversitesi, Turizm Otelcilik MYO, Orcid: 0000-0002-4152-9459

otel işletmeleri, yalnızca konaklama hizmeti sunan ticari birimler değil; aynı zamanda destinasyon imajının oluşumunda, turistik talebin yönlendirilmesinde ve yerel ekonomilerin canlandırılmasında önemli rol oynayan kurumsal aktörlerdir. Artan rekabet, müşteri beklentilerindeki hızlı değişim, dijitalleşme ve sürdürülebilirlik baskıları, otel işletmelerinin uzun vadeli varlıklarını sürdürebilmeleri için büyüme stratejilerini yeniden değerlendirmelerini zorunlu kılmaktadır.

İşletme literatüründe büyüme, işletmenin zaman içerisinde kaynaklarını, faaliyet alanını ve pazar etkisini genişletme süreci olarak tanımlanmaktadır. Bu yaklaşım, büyümeyi durağan bir sonuçtan ziyade, süreklilik arz eden dinamik bir süreç olarak ele almaktadır. Hizmet sektörünün bir parçası olan otel işletmelerinde büyüme, maddi varlıkların yanı sıra soyut unsurların (marka değeri, hizmet kalitesi, müşteri deneyimi) geliştirilmesiyle yakından ilişkilidir.

Otel işletmeleri için büyüme; ölçek ekonomilerinden yararlanma, maliyet avantajı sağlama, marka bilinirliğini artırma ve pazar risklerini çeşitlendirme gibi önemli faydalar sunmaktadır. Bununla birlikte büyüme, işletmelerin çevresel belirsizliklere karşı dayanıklılığını artırmakta ve uzun vadeli rekabet avantajı yaratmasına olanak tanımaktadır. O halde, otel işletmelerinde büyüme, yalnızca fiziksel kapasitenin artırılmasını değil; pazar genişlemesi, hizmet çeşitlendirmesi, örgütsel yetkinliklerin geliştirilmesi ve kurumsallaşma gibi çok boyutlu süreçleri de kapsamaktadır.

Bu bölümde otel işletmelerinde büyüme stratejileri, akademik literatür temelinde sistematik biçimde ele alınmakta ve nitel araştırma bulgularıyla ilişkilendirilerek yorumlanmaktadır. Böylece büyümenin yöneticiler tarafından nasıl algılandığı, hangi stratejik tercihlerle şekillendiği ve işletme pratiklerine nasıl yansıdığı ortaya konulmaktadır.

Büyüme Kavramı

İşletmenin zaman içerisinde kaynaklarını, faaliyet hacmini ve pazar etkisini genişletmesi olarak tanımlanan büyüme yaklaşımı, büyümeyi durağan bir sonuçtan ziyade sürekli ve dinamik bir süreç olarak ele almaktadır. Penrose'un (1959) işletmenin büyüme teorisi, büyümenin yalnızca dışsal pazar fırsatlarına değil, işletmenin içsel kaynaklarına ve yönetsel kapasitesine dayandığını vurgulamaktadır. Bu bakış açısı, büyümeyi öğrenme temelli bir süreç olarak konumlandırmakta ve yönetsel sınırların büyümenin hızını ve yönünü belirlediğini ileri sürmektedir.

Otel işletmeleri açısından büyüme, hizmet sektörünün kendine özgü nitelikleri nedeniyle daha karmaşık bir yapı sergilemektedir. Hizmetin soyutluğu, müşteriyle eş zamanlı üretim ve tüketim süreci ve insan faktörünün merkezi rolü, büyüme stratejilerinin tasarımı doğrudan etkilemektedir. Bu bağlamda otel işletmelerinde büyüme, yalnızca kapasite artışı değil; daha fazla değer yaratma, hizmet deneyimini geliştirme ve müşteri sadakati oluşturma süreci olarak değerlendirilmektedir.

Nitel araştırma bulguları, yöneticilerin büyümeyi çoğunlukla “denge” kavramı üzerinden tanımladığını göstermektedir. Görüşmelerde büyüme, kontrol edilebilirlik ve hizmet kalitesinin korunmasıyla ilişkilendirilmiş; aşırı büyümenin ise işletmenin kimliğini zedeleyebileceği ifade edilmiştir. Bu bulgu, kuramsal yaklaşımlarla uyumlu biçimde büyümenin yönetsel algılarla şekillendiğini ortaya koymaktadır.

Otel İşletmelerinde Büyümenin Önemi

Otel işletmeleri, turizm sektörünün en temel bileşenlerinden biri olarak, ekonomik, sosyal ve mekânsal etkileri yüksek işletmeler arasında yer almaktadır. Küresel ölçekte artan rekabet, değişen turist beklentileri ve hızla dönüşen pazar koşulları, otel işletmelerinin faaliyetlerini yalnızca mevcut kapasiteyi korumaya yönelik biçimde

sürdürmelerini yetersiz kılmaktadır. Bu bağlamda büyüme, otel işletmeleri açısından isteğe bağlı bir genişleme sürecinden ziyade, uzun vadeli sürdürülebilirliğin ve rekabet gücünün korunmasının temel unsurlarından biri hâline gelmiştir.

Otel işletmelerinde büyüme, maliyet avantajı sağlama ve gelir istikrarını artırma açısından önemli bir rol oynamaktadır. Ölçek büyüklüğünün artması, merkezi satın alma, pazarlama ve yönetim maliyetlerinin daha geniş bir faaliyet hacmine yayılmasına olanak tanımakta; bu durum birim maliyetlerin düşürülmesini mümkün kılmaktadır. Aynı zamanda büyüme, hizmet çeşitliliğini artırarak farklı müşteri segmentlerine ulaşmayı ve gelir kaynaklarını çeşitlendirmeyi sağlamaktadır. Bu durum, özellikle talep dalgalanmalarının yoğun olduğu turizm sektöründe finansal dayanıklılığı güçlendiren bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Büyümenin bir diğer önemli boyutu, marka değeri ve rekabet avantajı üzerindeki etkisidir. Genişleyen otel işletmeleri, daha güçlü bir marka algısı oluşturarak pazarda tanınırlık ve güven sağlayabilmektedir. Özellikle zincirleşme ve uluslararasılaşma yoluyla gerçekleşen büyüme, standart hizmet sunumu ve marka tutarlılığı aracılığıyla müşteri sadakatini artırmakta; bu durum işletmenin uzun vadeli performansını olumlu yönde etkilemektedir. Rekabetin yoğun olduğu destinasyonlarda, ölçek ve marka gücü, pazarda kalıcılığı belirleyen temel faktörler arasında yer almaktadır.

Otel işletmelerinde büyüme, aynı zamanda finansmana erişim açısından da stratejik bir öneme sahiptir. Büyüyen ve kurumsallaşan işletmeler, finansal kuruluşlar ve yatırımcılar nezdinde daha güvenilir bir profil sergilemekte; bu durum daha uygun koşullarda finansman sağlanmasını mümkün kılmaktadır. Finansal esnekliğin artması, otel işletmelerinin yenileme yatırımları, teknolojik dönüşüm ve hizmet kalitesini artırmaya yönelik harcamaları daha etkin biçimde gerçekleştirmesine olanak tanımaktadır.

Bununla birlikte büyüme, yalnızca niceliksel bir genişleme süreci olarak değerlendirilmemelidir. Otel işletmelerinde sürdürülebilir büyüme, hizmet kalitesi, insan kaynağı yönetimi ve çevresel duyarlılıkla birlikte ele alınması gereken çok boyutlu bir olgudur. Plansız ve kontrolsüz büyüme, finansal riskleri artıracak gibi hizmet standartlarının düşmesine ve marka değerinin zedelenmesine yol açabilmektedir. Bu nedenle büyüme sürecinin stratejik planlama, risk yönetimi ve etkin finansman politikalarıyla desteklenmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, otel işletmelerinde büyüme; rekabet avantajı elde etme, maliyet etkinliği sağlama, finansal sürdürülebilirliği güçlendirme ve uzun vadeli varlığını koruma açısından kritik bir öneme sahiptir. Değişen turizm dinamikleri karşısında büyümeyi stratejik bir araç olarak kullanan otel işletmeleri, sektörde kalıcı bir konum elde edebilmekte ve ekonomik dalgalanmalara karşı daha dirençli hâle gelmektedir.

Otel İşletmelerinde Büyüme Stratejileri

İçsel (Organik) Büyüme Stratejisi

İçsel (organik) büyüme stratejileri, otel işletmelerinin mevcut kaynaklarını kullanarak, dışsal birleşme veya satın alma faaliyetlerine başvurmada büyümesini ifade etmektedir. Bu strateji, işletmenin kendi bünyesinde kapasite artırımı, hizmet geliştirme, kalite iyileştirme ve örgütsel yetkinliklerin güçlendirilmesi yoluyla gerçekleşmektedir. Organik büyüme, işletmenin sahip olduğu fiziksel, beşerî ve örgütsel kaynakların daha etkin kullanılması esasına dayanmaktadır.

İşletme literatüründe içsel büyüme, işletmenin doğal gelişim süreciyle ilişkilendirilmekte ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından önemli bir stratejik yaklaşım olarak değerlendirilmektedir. Özellikle hizmet sektöründe faaliyet gösteren otel işletmeleri için organik büyüme, hizmet kalitesinin korunması ve kurumsal kimliğin

devamlılığı açısından kritik bir öneme sahiptir. Bu strateji, büyümeyi nicel bir genişleme sürecinden ziyade nitel bir gelişim olarak ele almaktadır.

Otel işletmelerinde içsel büyüme farklı biçimlerde uygulanabilmektedir. Bunlar arasında mevcut tesisin fiziksel kapasitesinin artırılması (oda sayısının artırılması, yeni hizmet alanlarının eklenmesi), tesis yenileme ve modernizasyon yatırımları, hizmet çeşitlendirmesi ve insan kaynağına yapılan yatırımlar ne çıkmaktadır. Ayrıca dijitalleşme, marka imajının güçlendirilmesi ve müşteri deneyiminin geliştirilmesi de organik büyümenin önemli araçları arasında yer almaktadır.

Organik büyüme stratejisi kapsamında gerçekleştirilen yatırımlar, işletmenin kontrol alanı içerisinde yer aldığı için yönetim açısından daha öngörülebilir bir yapı sunmaktadır. Bu durum, otel işletmelerinin büyüme sürecini kendi kurumsal kültürleri ve stratejik hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerine olanak tanımaktadır. Özellikle aile işletmesi niteliği taşıyan veya orta ölçekli otellerde organik büyüme, sıklıkla tercih edilen bir strateji olarak karşımıza çıkmaktadır.

İçsel büyüme stratejisinin otel işletmeleri açısından taşıdığı önem çok boyutludur. Öncelikle bu strateji, işletmenin kontrolünü kaybetmeden büyümesini mümkün kılmaktadır. Birleşme veya satın alma yoluyla gerçekleşen büyüme modellerinde karşılaşılan örgütsel uyum, kültürel çatışma ve entegrasyon sorunları, organik büyüme sürecinde büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır. Bu durum, hizmet kalitesinin sürekliğini ve müşteri memnuniyetinin korunmasını desteklemektedir.

İçsel büyüme aynı zamanda işletmenin uzun vadeli sürdürülebilirliğini güçlendirmektedir. Organik büyüme sürecinde edinilen deneyimler, işletmenin öğrenme kapasitesini artırmakta ve yönetsel yetkinliklerin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bu süreç,

işletmenin yalnızca büyüklüğünü değil, aynı zamanda stratejik uygunluğunu da artırmaktadır. Literatürde bu durum, büyümenin niteliksel boyutu olarak ele alınmakta ve işletmenin rekabet avantajı yaratma kapasitesiyle ilişkilendirilmektedir.

Bunun yanı sıra organik büyüme, finansal risklerin daha kontrollü biçimde yönetilmesine olanak tanımaktadır. Aşamalı ve planlı bir büyüme süreci, otel işletmelerinin sermaye yapısını zorlamadan gelişmesini mümkün kılmaktadır. Özellikle turizm talebinin dalgalı olduğu destinasyonlarda, organik büyüme stratejisi işletmeler için daha güvenli bir yol olarak değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, otel işletmelerinde içsel (organik) büyüme stratejileri, işletmenin mevcut kaynaklarına dayanan, kontrollü ve sürdürülebilir bir büyüme modeli sunmaktadır. Bu strateji, hizmet kalitesinin korunması, kurumsal kimliğin devamlılığı ve uzun vadeli rekabet avantajı elde edilmesi açısından otel işletmeleri için kritik bir öneme sahiptir. Organik büyüme, otel işletmelerinin yalnızca büyüklüklerini değil, aynı zamanda stratejik ve örgütsel uygunluklarını da artıran bir süreç olarak değerlendirilmelidir.

1. Kapasite Artışı Yoluyla İçsel Büyüme

Kapasite artışı, otel işletmelerinde içsel (organik) büyümenin en temel biçimlerinden biri olup, işletmenin mevcut fiziksel altyapısını genişleterek üretim ve hizmet sunum kapasitesini artırmasını ifade etmektedir. Bu strateji; oda sayısının artırılması, yeni kat veya ek bina inşası, ortak kullanım alanlarının genişletilmesi ve mevcut tesislerin yenilenmesi gibi yatırımları kapsamaktadır. Kapasite artışı, dışsal büyüme yöntemlerinden farklı olarak işletmenin kurumsal yapısını ve yönetim kontrolünü koruyarak büyümesini mümkün kılmaktadır (Ansoff, 1965).

Kapasite artışı, mevcut otel tesislerinin oda sayısının artırılması veya yeni tesis yatırımları yoluyla büyümenin sağlanmasını kapsamaktadır. Bu strateji, özellikle talebin istikrarlı

ve artış eğiliminde olduğu destinasyonlarda tercih edilmektedir. Ancak yüksek sabit sermaye gereksinimi ve uzun geri dönüş süresi, kapasite artışını finansal açıdan riskli bir büyüme biçimi hâline getirmektedir (Bowie vd., 2017).

İşletme büyümesi literatüründe kapasite artışı, pazar talebindeki artışa yanıt verme ve ölçek ekonomilerinden yararlanma amacıyla tercih edilen bir strateji olarak değerlendirilmektedir. Penrose (1959), işletmelerin büyüme sınırlarının yalnızca pazar koşullarıyla değil, aynı zamanda yönetsel kapasite ve örgütsel öğrenme süreçleriyle belirlendiğini vurgulamaktadır. Bu çerçevede kapasite artışı, otel işletmelerinde yalnızca fiziksel bir genişleme değil, aynı zamanda yönetsel yetkinliklerin gelişimini gerektiren bir süreçtir.

Otel işletmeleri açısından kapasite artışının önemi, talep dalgalanmalarının yoğun olduğu turizm sektöründe daha da belirginleşmektedir. Yüksek sezonda artan konaklama talebinin karşılanması, işletmenin gelir potansiyelini artırmakta; düşük sezonda ise kapasite kullanım oranlarının etkin yönetimi stratejik önem taşımaktadır. Bu nedenle kapasite artışı, plansız bir büyüme hamlesi olmaktan ziyade uzun vadeli talep projeksiyonlarına dayalı olarak ele alınmalıdır (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

2. Hizmet Çeşitlendirmesi Yoluyla İçsel Büyüme

Hizmet çeşitlendirmesi, otel işletmelerinin mevcut konaklama hizmetlerine ek olarak yeni ürün ve hizmetler geliştirerek gelir kaynaklarını artırmasını ifade etmektedir. Bu strateji, özellikle hizmet sektöründe büyümenin nitel boyutunu öne çıkaran bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir. Spa ve wellness hizmetleri, sağlık turizmi uygulamaları, gastronomi odaklı konseptler, kongre ve etkinlik hizmetleri hizmet çeşitlendirmesine örnek olarak gösterilmektedir (Kotler, Bowen ve Makens, 2016).

Hizmet çeşitlendirmesi, otel işletmelerinin yalnızca müşteri sayısını artırmasına değil, aynı zamanda müşteri başına elde edilen geliri yükseltmesine olanak tanımaktadır. Literatürde bu durum, değer yaratma temelli büyüme yaklaşımıyla ilişkilendirilmektedir. Barney (1991), işletmelerin sürdürülebilir rekabet avantajı elde edebilmesi için taklit edilmesi zor, değerli ve özgün kaynaklara dayalı stratejiler geliştirmesi gerektiğini belirtmektedir. Otel işletmelerinde özgün hizmet konseptleri ve deneyim odaklı uygulamalar, bu tür kaynaklar arasında değerlendirilmektedir.

Hizmet çeşitlendirmesinin bir diğer önemli işlevi, turizm sektöründe yaygın olarak karşılaşılan mevsimsellik riskinin azaltılmasıdır. Konaklama talebinin düştüğü dönemlerde spa, sağlık, gastronomi veya toplantı turizmi gibi hizmetler, işletmenin gelir sürekliliğini desteklemektedir. Bu yönüyle hizmet çeşitlendirmesi, içsel büyümenin aynı zamanda bir risk yönetimi aracı olarak kullanılmasını sağlamaktadır (Ansoff, 1965).

Kapasite Artışı ve Hizmet Çeşitlendirmesinin Stratejik Önemi:

Kapasite artışı ve hizmet çeşitlendirmesi, otel işletmelerinde içsel büyümenin birbirini tamamlayan iki temel boyutunu oluşturmaktadır. Kapasite artışı daha çok nicel büyümeyi temsil ederken, hizmet çeşitlendirmesi nitel büyümeyi ön plana çıkarmaktadır. Hitt ve arkadaşları (2017), sürdürülebilir büyümenin bu iki boyutun dengeli biçimde yönetilmesine bağlı olduğunu vurgulamaktadır.

Otel işletmeleri açısından bu stratejilerin birlikte uygulanması, hem pazar payının artırılmasını hem de marka değerinin güçlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Ancak literatürde, kapasite artışının hizmet çeşitlendirmesiyle desteklenmediği durumlarda işletmenin fiyat rekabetine sürüklenebileceği ve hizmet kalitesinin zarar görebileceği ifade edilmektedir (Kotler vd., 2016).

Bu nedenle içsel büyüme stratejilerinin bütüncül bir bakış açısıyla ele alınması gerekmektedir.

Uygulama Örneği:

İçsel büyüme stratejisi kapsamında kapasite artışı ve hizmet çeşitlendirmesine örnek olarak, uluslararası konaklama sektöründe faaliyet gösteren Accor Grubu'nun bazı destinasyonlarda izlediği stratejik yaklaşım gösterilebilmektedir. Accor, belirli pazarlarda yeni otel satın almak yerine mevcut tesislerini genişletme ve yenileme yoluna gitmekte; aynı zamanda spa, gastronomi ve deneyim odaklı hizmetleri entegre ederek hizmet çeşitlendirmesini artırmaktadır.

Bu yaklaşım, markanın kurumsal kimliğini koruyarak büyümesini sağlamakta ve müşteri deneyimini zenginleştirmektedir. Literatürde bu tür uygulamalar, organik büyümenin hizmet kalitesi ve marka sadakati üzerindeki olumlu etkilerini destekleyen örnekler arasında yer almaktadır (Hitt vd., 2017).

Dışsal (İnorganik) Büyüme Stratejisi

Dışsal (inorganik) büyüme stratejileri, işletmelerin kendi iç kaynaklarıyla kademeli büyüme yerine, birleşme, satın alma, stratejik ortaklık, franchising veya yönetim sözleşmeleri gibi yollarla hızlı biçimde ölçeklerini artırmalarını ifade etmektedir. Bu büyüme biçimi, özellikle rekabetin yoğun olduğu ve pazara giriş engellerinin yüksek olduğu sektörlerde tercih edilmektedir (Ansoff, 1965).

Otel işletmeleri açısından dışsal büyüme, yeni pazarlara kısa sürede erişim sağlama, marka bilinirliğini artırma ve ölçek ekonomilerinden yararlanma amacıyla kullanılan stratejik bir araçtır. Turizm sektöründe destinasyon temelli rekabetin yoğunluğu ve talep dalgalanmaları, otel işletmelerini hızlı ve esnek büyüme modellerine yöneltmektedir. Bu bağlamda dışsal büyüme, organik büyümeye kıyasla daha yüksek hızda genişleme imkânı sunmaktadır (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

Otel işletmelerinde dışsal büyüme farklı stratejik araçlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bunlar arasında birleşme ve satın almalar ve zincir otel yapılanmaları şeklinde öne çıkmaktadır. Birleşme ve satın almalar, otel işletmelerinin mevcut bir tesisi veya zinciri bünyesine katarak doğrudan kapasite ve pazar payı elde etmesini sağlamaktadır. Bu yöntem, hızlı büyüme açısından etkili olmakla birlikte yüksek sermaye gereksinimi ve entegrasyon risklerini de beraberinde getirmektedir (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

Dışsal büyüme stratejisinin otel işletmeleri açısından önemi, öncelikle hız ve ölçek avantajı sağlamasından kaynaklanmaktadır. Yeni bir otelin sıfırdan inşa edilmesi ve pazarda konumlandırılması uzun zaman alırken, satın alma veya franchising yoluyla büyüme, işletmenin kısa sürede yeni destinasyonlarda faaliyet göstermesine olanak tanımaktadır (Ansoff, 1965). Bu durum, özellikle küresel otel zincirleri için rekabet avantajı yaratmaktadır.

Bununla birlikte dışsal büyüme, risklerin dağıtılması açısından da önemli bir stratejik araçtır. Farklı coğrafyalarda faaliyet göstermek, talep dalgalanmalarının etkisini azaltmakta ve gelir çeşitliliği sağlamaktadır. Ancak literatürde, dışsal büyümenin entegrasyon sorunları, örgütsel kültür çatışmaları ve hizmet standartlarının korunması gibi önemli yönetimsel zorluklar içerdiği de vurgulanmaktadır (Barney, 1991).

Bu bağlamda dışsal büyüme, yalnızca finansal ve stratejik bir karar değil, aynı zamanda örgütsel uyum ve yönetim kapasitesi gerektiren karmaşık bir süreçtir. Başarılı bir dışsal büyüme stratejisinin, güçlü kurumsal yönetim yapıları ve standartlaştırılmış hizmet süreçleriyle desteklenmesi gerekmektedir (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

1. Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Dışsal Büyüme

Birleşme ve satın almalar (Mergers & Acquisitions – M&A), otel işletmelerinin mevcut bir işletmeyi ya da otel zincirini bünyesine katarak hızlı biçimde ölçek ve pazar payı kazanmasını sağlayan dışsal büyüme stratejileridir. Bu yaklaşım, işletmenin organik büyüme sürecinde karşılaşılabileceği zaman ve kaynak kısıtlarını aşmasına imkân tanımaktadır. Ansoff (1965), birleşme ve satın almaları, özellikle doymuş pazarlarda büyümenin en etkili stratejik araçlarından biri olarak değerlendirmektedir.

Otel sektöründe birleşme ve satın almalar, yeni destinasyonlara kısa sürede giriş yapma, mevcut marka portföyünü genişletme ve ölçek ekonomilerinden yararlanma açısından önemli avantajlar sunmaktadır. Hitt, Ireland ve Hoskisson (2017), bu tür stratejik hamlelerin işletmelere rekabet avantajı sağlayabileceğini, ancak entegrasyon süreçlerinin etkin yönetilmediği durumlarda beklenen sinerjinin sağlanamayabileceğini vurgulamaktadır. Özellikle farklı örgüt kültürlerine sahip otel işletmelerinin birleşmesi, hizmet standartlarının uyumlaştırılması açısından ciddi yönetsel zorluklar doğurabilmektedir.

Literatürde birleşme ve satın almaların finansal performans üzerindeki etkileri tartışmalı olmakla birlikte, turizm sektöründe bu stratejinin yaygın biçimde tercih edildiği görülmektedir. Bunun temel nedeni, otel işletmelerinin markalaşma, dağıtım kanallarına erişim ve rezervasyon sistemleri gibi alanlarda ölçek avantajına ihtiyaç duymasıdır. Ancak Barney'nin (1991) kaynak temelli yaklaşımı çerçevesinde değerlendirildiğinde, birleşme ve satın almaların sürdürülebilir rekabet avantajı yaratabilmesi, yalnızca fiziksel varlıkların değil, aynı zamanda insan kaynağı ve örgütsel bilgi gibi soyut kaynakların da etkin biçimde bütünleştirilmesine bağlıdır.

2. Zincir Otel Yapılanmaları Yoluyla Dışsal Büyüme

Zincir otel yapılanmaları, otel işletmelerinin franchising, yönetim sözleşmeleri veya doğrudan sahiplik yoluyla birden fazla tesisi tek bir marka ve yönetim sistemi altında birleştirmesini ifade etmektedir. Bu yapı, dışsal büyümenin en yaygın ve kurumsallaşmış biçimlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Zincirleşme, otel işletmelerine marka bilinirliği, standartlaşma ve pazarlama gücü açısından önemli avantajlar sağlamaktadır (Kotler, Bowen ve Makens, 2016).

Zincir otel yapılanmalarında dışsal büyüme, çoğunlukla franchising ve yönetim sözleşmeleri aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu modellerde ana marka, kendi sermayesini kullanmadan büyüme sağlayabilmekte; yerel yatırımcılar ise güçlü bir markanın bilgi birikimi ve işletme standartlarından yararlanabilmektedir. Bu durum, sermaye riskinin paylaşılmasını ve büyümenin hızlanmasını mümkün kılmaktadır (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

Ancak literatürde zincir otel yapılanmalarının bazı yapısal sorunları da beraberinde getirdiği belirtilmektedir. Standartlaşma, marka tutarlılığı açısından avantaj sağlarken, yerel pazarlara uyum ve özgün hizmet sunumu konusunda kısıtlayıcı olabilmektedir. Bu bağlamda zincir oteller, küresel standartlarla yerel beklentiler arasında denge kurmak zorundadır. Kotler ve arkadaşları (2016), bu dengenin sağlanamaması durumunda müşteri memnuniyetinin ve marka algısının olumsuz etkilenebileceğini vurgulamaktadır.

Birleşme–Satın Almalar ile Zincir Otel Yapılanmalarının Stratejik Önemi:

Birleşme–satın almalar ile zincir otel yapılanmaları, otel işletmelerine hızlı büyüme ve küresel rekabet avantajı sağlaması bakımından stratejik öneme sahiptir. Bu iki dışsal büyüme biçimi, özellikle uluslararası pazarlarda marka görünürlüğünü artırmakta ve

dağıtım kanallarına erişimi kolaylaştırmaktadır. Ansoff'un (1965) büyüme matrisi çerçevesinde değerlendirildiğinde, bu stratejiler pazar geliştirme ve çeşitlendirme boyutlarıyla doğrudan ilişkilendirilmektedir.

Bununla birlikte akademik literatür, dışsal büyümenin sürdürülebilir başarısının güçlü kurumsal yönetim yapıları ve etkin entegrasyon süreçlerine bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Hitt ve arkadaşları (2017), başarısız entegrasyon süreçlerinin, dışsal büyümenin potansiyel faydalarını önemli ölçüde azaltabileceğini ifade etmektedir. Dolayısıyla birleşme–satın almalar ve zincirleşme, yalnızca büyüme fırsatı değil, aynı zamanda ciddi bir yönetim kapasitesi sınavı olarak da değerlendirilmektedir.

Uygulama Örneği:

Otel işletmelerinde dışsal büyüme stratejilerine verilebilecek en çarpıcı örneklerden biri, küresel ölçekte faaliyet gösteren Marriott International'dır. Marriott, 2016 yılında Starwood Hotels & Resorts'u satın alarak dünya çapında en büyük otel zincirlerinden biri hâline gelmiştir. Bu satın alma, Marriott'un oda kapasitesini, marka portföyünü ve küresel pazar erişimini önemli ölçüde artırmıştır.

Bu dışsal büyüme hamlesi, literatürde ölçek ekonomileri ve marka sinerjisi açısından sıklıkla örnek gösterilmektedir. Ancak aynı zamanda, iki farklı kurumsal kültürün entegrasyonu ve hizmet standartlarının uyumlaştırılması süreci, dışsal büyümenin beraberinde getirdiği yönetsel zorluklara da işaret etmektedir (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017). Marriott örneği, dışsal büyümenin yüksek potansiyel faydalarının yanında, güçlü bir yönetim kapasitesi gerektirdiğini açık biçimde ortaya koymaktadır.

Sözleşmeye Dayalı Büyüme Stratejisi

Sözleşmeye dayalı büyüme stratejileri, otel işletmelerinin mülkiyet devri gerçekleştirmeden, belirli sözleşmeler aracılığıyla yeni pazarlara ve destinasyonlara açılmasını ifade etmektedir. Bu strateji, özellikle sermaye yoğun yatırımların yüksek risk taşıdığı turizm sektöründe, büyümenin daha esnek ve kontrollü biçimde gerçekleştirilmesine olanak tanımaktadır. Literatürde sözleşmeye dayalı büyüme; franchising, yönetim sözleşmeleri ve lisans anlaşmaları gibi uygulamalar üzerinden ele alınmaktadır (Ansoff, 1965).

Otel sektöründe bu büyüme biçimi, işletmenin sahip olduğu marka değeri, işletme bilgisi (know-how) ve yönetim yetkinliklerinin sözleşmeler yoluyla başka yatırımcılara aktarılması esasına dayanmaktadır. Böylece ana işletme, doğrudan yatırım yapmaksızın ölçeğini ve pazar etkisini artırabilmektedir. Bu yönüyle sözleşmeye dayalı büyüme, dışsal (inorganik) büyüme stratejileri içinde yer almakta, ancak mülkiyet temelli büyümeden ayrılmaktadır (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

Otel işletmelerinde sözleşmeye dayalı büyüme stratejileri temelde iki ana başlık altında toplanmaktadır: franchising ve yönetim sözleşmeleri. Franchising modelinde, marka sahibi otel işletmesi, belirli bir bedel karşılığında marka kullanım hakkını, işletme standartlarını ve pazarlama sistemlerini yerel yatırımcıya devretmektedir. Yerel yatırımcı, otelin mülkiyetini elinde bulundururken, ana marka ise zincirini genişletmektedir (Kotler, Bowen ve Makens, 2016).

Yönetim sözleşmelerinde ise otelin mülkiyeti yatırımcıya ait olmakla birlikte, günlük işletme faaliyetleri profesyonel bir otel zinciri tarafından yürütülmektedir. Bu modelde ana işletme, yönetim bilgisi ve deneyimini kullanarak gelir elde etmekte; yatırımcı ise güçlü bir markanın yönetim yetkinliğinden yararlanmaktadır.

Literatürde bu tür sözleşmelerin, özellikle gelişmekte olan destinasyonlarda yaygın olarak tercih edildiği belirtilmektedir (Hitt, Ireland ve Hoskisson, 2017).

Sözleşmeye dayalı büyüme stratejilerinin otel işletmeleri açısından önemi, öncelikle sermaye riskini azaltmasıyla ilişkilidir. Otel yatırımları yüksek başlangıç maliyetleri ve uzun geri dönüş süreleri gerektirdiğinden, mülkiyet temelli büyüme her zaman tercih edilebilir olmamaktadır. Bu noktada sözleşmeye dayalı büyüme, otel işletmelerine düşük sermaye ile hızlı genişleme imkânı sunmaktadır (Ansoff, 1965).

Bu stratejinin bir diğer önemli boyutu, marka bilinirliği ve küresel erişimdir. Franchising ve yönetim sözleşmeleri sayesinde otel markaları, farklı coğrafyalarda kısa sürede görünürlük kazanabilmektedir. Barney'nin (1991) kaynak temelli yaklaşımı çerçevesinde değerlendirildiğinde, marka değeri ve yönetim bilgisi gibi soyut kaynaklar, sözleşmeye dayalı büyümenin temel dayanak noktalarını oluşturmaktadır. Bu kaynaklar, taklit edilmesi zor olduğu ölçüde işletmeye sürdürülebilir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Bununla birlikte literatürde, sözleşmeye dayalı büyümenin bazı yönetsel riskler barındırdığı da vurgulanmaktadır. Hizmet standartlarının korunması, marka tutarlılığı ve yerel uygulamalarla küresel standartlar arasındaki uyum, bu stratejinin başarısını belirleyen kritik faktörler arasında yer almaktadır (Kotler vd., 2016). Dolayısıyla sözleşmeye dayalı büyüme, güçlü denetim mekanizmaları ve standartlaştırılmış süreçler gerektirmektedir.

1. Franchising Yoluyla Büyüme Stratejisi

Franchising, otel işletmelerinin marka adını, işletme sistemlerini ve hizmet standartlarını sözleşmeye dayalı olarak bağımsız yatırımcılara kullandırması yoluyla gerçekleştirdiği bir büyüme stratejisidir. Bu modelde franchise veren işletme, markanın sahibi olarak stratejik kontrolü elinde tutarken; franchise alan taraf,

yatırım maliyetlerini ve operasyonel riskleri üstlenmektedir. Otelcilik literatüründe franchising, özellikle uluslararası genişleme süreçlerinde tercih edilen, düşük sermaye gerektiren bir büyüme biçimi olarak tanımlanmaktadır (Brookes ve Roper, 2011).

Franchising stratejisi, Dunning'in (1988) eklektik paradigma yaklaşımı çerçevesinde değerlendirildiğinde, otel işletmelerinin sahip oldukları mülkiyet avantajlarını (ownership advantages) farklı pazarlara transfer etmesine olanak tanımaktadır. Marka değeri, rezervasyon sistemleri ve kurumsal hizmet standartları, bu avantajların temel bileşenleri arasında yer almaktadır. Bu bağlamda franchising, otel işletmelerinin fiziki yatırım yapmaksızın uluslararası pazarlarda varlık göstermesini mümkün kılmaktadır.

Akademik çalışmalar, franchising modelinin otel işletmelerine hız, esneklik ve pazar çeşitlendirmesi sağladığını ortaya koymaktadır. Özellikle gelişmekte olan turizm destinasyonlarında, yerel yatırımcıların finansal kaynakları ile uluslararası markaların işletme bilgisi bir araya gelmektedir (Altınay, 2007). Bu durum, hem marka yaygınlaşmasını hızlandırmakta hem de destinasyonun konaklama altyapısının kurumsallaşmasına katkı sunmaktadır.

Bununla birlikte franchising sisteminin etkinliği, sözleşmeye dayalı denetim mekanizmalarının gücüne bağlıdır. Hizmet kalitesinin standartlaştırılamaması, franchise alan işletmeler arasında performans farklılıklarına yol açabilmektedir. Brookes ve Altınay (2011), bu durumun özellikle müşteri deneyimi açısından marka algısını zayıflatma riski taşıdığını vurgulamaktadır.

2. Yönetim Sözleşmeleri Yoluyla Büyüme Stratejisi

Yönetim sözleşmeleri, otel mülkiyetinin yatırımcıya ait olduğu; ancak işletmenin yönetim ve operasyonel sorumluluğunun profesyonel bir otel zincirine devredildiği sözleşmeye dayalı bir büyüme biçimidir. Bu modelde otel zinciri, sahip olduğu yönetim

bilgisi, insan kaynağı ve işletme sistemleri aracılığıyla oteli işletmekte ve belirli bir yönetim ücreti elde etmektedir (Contractor ve Kundu, 1998).

Yönetim sözleşmeleri, özellikle yüksek yatırım maliyetine sahip büyük ölçekli ve lüks otel projelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu büyüme biçimi, otel zincirlerinin mülkiyet riskine girmeden küresel ölçekte yayılmasını sağlarken, yatırımcılara da profesyonel işletmecilik bilgisine erişim imkânı sunmaktadır. Johnson ve Vanetti (2005), bu modelin belirsiz ve riskli pazarlarda stratejik bir esneklik sağladığını ifade etmektedir.

Kaynak temelli yaklaşım doğrultusunda değerlendirildiğinde, yönetim sözleşmeleri, otel zincirlerinin sahip olduğu örgütsel bilgi ve yönetsel yetkinliklerin pazara aktarılması işlevini görmektedir. Özellikle insan kaynakları yönetimi, hizmet tasarımı ve gelir yönetimi gibi alanlarda profesyonel bilgi transferi, otelin performansını doğrudan etkilemektedir (Okumus, Altınay ve Chathoth, 2010).

Ancak literatürde yönetim sözleşmelerine yönelik eleştiriler de bulunmaktadır. Yatırımcı ile yönetici işletme arasındaki çıkar farklılıkları, sözleşme sürecinde çatışmalara yol açabilmektedir. Performans kriterlerinin net biçimde tanımlanmaması durumunda, maliyet kontrolü ve yatırım geri dönüşü konularında sorunlar ortaya çıkabilmektedir (Contractor ve Kundu, 1998).

Uygulama Örnekleri:

Franchising ve yönetim sözleşmelerine örnek olarak, küresel konaklama sektöründe faaliyet gösteren Marriott International ve Accor gösterilebilir. Marriott, özellikle franchising modeli aracılığıyla marka portföyünü dünya genelinde genişletirken; Accor, farklı destinasyonlarda yönetim sözleşmeleri yoluyla büyüme stratejilerini yoğun biçimde kullanmaktadır. Bu uygulamalar,

sözleşmeye dayalı büyümenin otel işletmelerine nasıl ölçek ve esneklik kazandırdığını ortaya koyan somut örneklerdir.

Franchising ve Yönetim Sözleşmelerinin Stratejik Önemi:

Franchising ve yönetim sözleşmeleri, otel işletmelerinin sermaye yoğun yapısından kaynaklanan finansal riskleri azaltarak büyümesini mümkün kılan temel sözleşmeye dayalı stratejiler arasında yer almaktadır. Franchising, daha çok orta segment ve standartlaştırılmış hizmet sunan otel markaları için uygun bir yapı sunarken; yönetim sözleşmeleri, operasyonel kontrolün kritik olduğu üst segment ve lüks otellerde tercih edilmektedir (Altınay ve Wang, 2011).

Her iki model de otel işletmelerinin küresel pazarlarda hızlı ölçeklenmesini sağlamakta ve rekabet gücünü artırmaktadır. Ancak akademik literatür, bu büyüme stratejilerinin başarısının kurumsal yönetim, sözleşme tasarımı ve performans izleme sistemleriyle doğrudan ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır (Okumus vd., 2010).

Ürün Çeşitlendirmesi Yoluyla Büyüme Stratejisi

Ürün çeşitlendirmesi, otel işletmelerinin farklı müşteri segmentlerine ulaşmak ve gelir kaynaklarını çeşitlendirmek amacıyla hizmet portföyünü genişletmesini ifade etmektedir. Spa ve wellness hizmetleri, sağlık turizmi, gastronomi, kongre ve etkinlik turizmi bu stratejinin öne çıkan uygulama alanlarıdır. Literatürde çeşitlendirmenin, özellikle mevsimsellik riskini azaltmada etkili olduğu belirtilmektedir.

Nitel araştırma bulguları, yöneticilerin çeşitlendirmeyi çoğunlukla risk yönetimi aracı olarak gördüğünü ortaya koymaktadır. Bir yönetici bu durumu şu şekilde ifade etmiştir: “Tek bir ürüne bağlı kalmak bizi kırılgan yapıyor; çeşitlendirme ayakta kalmamızı sağlıyor.” Bu ifade, literatürde vurgulanan görüşlerle örtüşmektedir.

Küreselleşme, dijitalleşme ve turist profilindeki değişimler, otel işletmelerinin geleneksel konaklama hizmetleriyle rekabet avantajı elde etmesini giderek zorlaştırmaktadır. Artan rekabet baskısı ve talep belirsizlikleri karşısında otel işletmeleri, büyümeyi sürdürülebilir kılmak amacıyla farklı stratejik yaklaşımlara yönelmektedir. Bu stratejilerden biri olan ürün çeşitlendirmesi yoluyla büyüme, işletmenin mevcut ya da yeni pazarlara yönelik yeni ürün ve hizmetler geliştirerek faaliyet alanını genişletmesini ifade etmektedir (Johnson, Scholes ve Whittington, 2020). Özellikle hizmet yoğun bir sektör olan turizmde, ürün çeşitlendirmesi otel işletmelerinin stratejik esnekliğini artıran önemli bir araçtır.

Ürün çeşitlendirmesi, işletmenin mevcut ürün portföyünün ötesine geçerek yeni ürün ya da hizmetler sunması yoluyla büyümesini hedefleyen bir stratejidir. Stratejik yönetim literatüründe bu yaklaşım, işletmenin büyüme kararları kapsamında ele alınmakta ve yüksek düzeyde kaynak tahsisi gerektiren bir seçenek olarak değerlendirilmektedir. Özellikle Ansoff Matrisi çerçevesinde çeşitlendirme, hem ürün hem de pazar boyutunda yenilik içeren en karmaşık büyüme stratejisi olarak tanımlanmaktadır (Ansoff ve McDonnell, 1990).

Otel işletmeleri açısından ürün kavramı yalnızca fiziksel unsurları değil; konaklama deneyimi, hizmet kalitesi, atmosfer, eğlence, sağlık ve kişiselleştirilmiş deneyimler gibi soyut bileşenleri de kapsamaktadır. Bu nedenle ürün çeşitlendirmesi, otel işletmelerinde çoğunlukla hizmet çeşitlendirmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır (Middleton vd., 2009).

Otel İşletmelerinde Ürün Çeşitlendirme Türleri:

Ürün çeşitlendirmesi stratejileri, literatürde genellikle ilişkili ve ilişkisiz çeşitlendirme olarak iki ana grupta ele alınmaktadır (Dess, Lumpkin ve Eisner, 2018).

İlişkili ürün çeşitlendirmesi, otel işletmesinin mevcut yetkinlikleri, marka algısı ve müşteri tabanı ile uyumlu yeni hizmetler geliştirmesini ifade eder. Örneğin, bir resort otelin wellness ve spa hizmetleri sunması ya da bir şehir otelinin toplantı, kongre ve iş turizmine yönelik hizmetlerini genişletmesi bu kapsamdadır. Bu tür çeşitlendirme, bilgi paylaşımı ve ortak kaynak kullanımı sayesinde sinerji yaratma potansiyeline sahiptir (Barney, 2014).

İlişkisiz ürün çeşitlendirmesi ise otel işletmesinin mevcut faaliyet alanı ile doğrudan bağlantısı olmayan yeni ürün ve hizmetlere yönelmesini ifade etmektedir. Bu strateji, daha yüksek belirsizlik ve risk içermekle birlikte, farklı sektörlerden gelir elde edilmesi yoluyla finansal risklerin dengelenmesine katkı sağlayabilmektedir (Hill, Jones ve Schilling, 2015).

Ürün Çeşitlendirmesi Yoluyla Büyümenin Otel İşletmelerine Etkileri:

Ürün çeşitlendirmesi yoluyla büyüme stratejisinin otel işletmeleri üzerindeki en önemli etkilerinden biri, pazar genişlemesi ve müşteri segmentasyonu imkânı sunmasıdır. Farklı ilgi ve motivasyonlara sahip turistlere yönelik geliştirilen yeni ürünler, işletmenin daha geniş bir hedef kitleye ulaşmasını sağlar (Morrison, 2018).

Bir diğer önemli etki, mevsimselliğin azaltılmasıdır. Özellikle yaz sezonuna bağımlı destinasyonlarda, sağlık turizmi, gastronomi turizmi veya kültürel etkinliklere dayalı ürünlerin geliştirilmesi, talebin yıl geneline yayılmasına katkıda bulunmaktadır (Baum ve Lundtorp, 2001).

Ayrıca ürün çeşitlendirmesi, gelir istikrarı ve finansal dayanıklılık açısından da önemli bir rol oynamaktadır. Farklı ürünlerden elde edilen gelirler, ekonomik krizler, salgınlar veya

politik belirsizlikler gibi dışsal şoklar karşısında otel işletmelerinin kırılganlığını azaltabilmektedir (Tribe, 2016).

Uygulama rnekleri:

Modern otel işletmeleri, ürün çeşitlendirme stratejisini giderek daha yaratıcı biçimlerde uygulamaktadır. Deneyim ekonomisinin yükselişiyle birlikte, konaklama hizmeti; gastronomi deneyimleri, yerel kültürle etkileşim, tematik etkinlikler ve sürdürülebilir turizm uygulamalarıyla desteklenmektedir. Bu yaklaşım, otel işletmelerinin yalnızca “konaklama sağlayıcısı” değil, aynı zamanda bütüncül deneyim üreticisi olarak konumlanmasına olanak tanımaktadır (Richards, 2018).

Marriott International – Marka ve Hizmet eşitlendirme: Marriott International, rn çeşitlendirme yoluyla büyümenin en güçlü örneklerinden biridir. şirket, yalnızca oda-konaklama hizmeti sunmakla kalmamış; farklı yaşam tarzlarına, gelir gruplarına ve seyahat amaçlarına yönelik çok sayıda alt marka geliştirmiştir.

- JW Marriott: Lüks ve wellness odaklı rnler
- Courtyard by Marriott: İş ve şehir turizmi
- Autograph Collection: Deneyim ve butik otel konsepti

Bu eşitlendirme, aynı pazarda farklı müşteri segmentlerine hitap edilmesini sağlamış ve gelir riskinin dağıtılmasına katkıda bulunmuştur. Akademik alışmalarda Marriott’un bu yaklaşımı, ilişkili ürün çeşitlendirmesine klasik bir örnek olarak değerlendirilmektedir (Olsen, Tse ve West, 2008).

Accor – Deneyim ve Yaşam Tarzı Odaklı eşitlendirme: Accor Grubu, rn çeşitlendirmesini yalnızca konaklama türüyle sınırlamamış, yaşam tarzı ve deneyim temelli hizmetleri portföyüne eklemiştir.

- Sofitel: Lüks ve kültürel deneyim

- ibis: Ekonomik ve standartlaştırılmış ürün
- Mama Shelter: Sosyal alanlar, gastronomi ve tasarım odaklı deneyim

Accor'un aynı destinasyonda farklı turistik motivasyonlara sahip müşterilere ulaşmasını sağlamıştır. Literatürde bu yaklaşım, deneyim ekonomisi temelli ürün çeşitlendirmesi olarak ele alınmaktadır (Pine ve Gilmore, 1999; Richards, 2018).

TUI Group – Konaklama Dışı Ürünlerle Çeşitlendirme: TUI Group, otelcilik faaliyetlerini ulaşım, kruvaziyer, eğlence ve sağlık turizmi gibi alanlarla birleştirerek ürün çeşitlendirmesi stratejisini ileri bir boyuta taşımıştır. TUI Blue: Aile, wellness ve deneyim odaklı otellerdeki (Sağlık ve aktif yaşam temalı tatil paketleri) bu yapı, ilişkili fakat çok boyutlu ürün çeşitlendirmesi örneği olarak değerlendirilmektedir ve mevsimsellik riskinin azaltılmasında etkili olmuştur (Baum ve Lundtorp, 2001).

Rixos Hotels – Hizmet Derinliği Yoluyla Çeşitlendirme: Rixos Hotels, klasik her şey dahil sistemini geliştirerek eğlence, wellness, gastronomi ve spor hizmetlerini konaklama ürününe entegre etmiştir (Tema park iş birlikleri, Uluslararası spor etkinlikleri, Spa & wellness merkezleri). Bu yaklaşım, otelin ürün derinliğini artırarak aynı müşteriden daha fazla gelir elde etmesine olanak tanımıştır. Akademik açıdan bu strateji, hizmet yoğun ilişkili çeşitlendirme kapsamında değerlendirilmektedir (Kotler vd., 2016).

Coğrafi Genişleme Yoluyla Büyüme Stratejisi

Turizm sektöründe büyüme, yalnızca kapasite artırımı ya da hizmet çeşitlendirmesiyle sınırlı olmayıp, işletmelerin farklı coğrafi pazarlara yayılması yoluyla da gerçekleştirilmektedir. Özellikle küreselleşmenin hız kazanması, ulaşım olanaklarının gelişmesi ve uluslararası turist hareketliliğinin artması, otel işletmelerini coğrafi genişleme stratejilerine yöneltmiştir. Coğrafi genişleme yoluyla

büyüme, bir otel işletmesinin faaliyetlerini mevcut bulunduğu bölgenin dışına taşıyarak yeni şehirlerde, ülkelerde veya kıtalarda otel yatırımları gerçekleştirmesini ifade etmektedir (Johnson, Scholes ve Whittington, 2020).

Bu strateji, otel işletmelerine yeni pazarlara erişim, marka bilinirliğinin artırılması ve talep risklerinin farklı bölgeler arasında dağıtılması gibi önemli avantajlar sunmaktadır. Ancak aynı zamanda kültürel farklılıklar, hukuki düzenlemeler ve yönetim karmaşıklığı gibi zorlukları da beraberinde getirmektedir.

Coğrafi genişleme, stratejik yönetim literatüründe genellikle pazar geliştirme veya uluslararasılaşma stratejileri kapsamında ele alınmaktadır. Özellikle Ansoff Matrisi çerçevesinde coğrafi genişleme, mevcut ürünlerin yeni pazarlara sunulması yoluyla büyüme olarak tanımlanmaktadır (Ansoff, 1957).

Otel işletmeleri açısından coğrafi genişleme;

- yeni şehirlerde otel açma,
- farklı ülkelerde şubeleşme,
- uluslararası zincir yapısına dönüşme şeklinde gerçekleşebilmektedir. Bu süreçte doğrudan yatırım, franchise, yönetim sözleşmesi veya ortak girişim gibi farklı giriş modelleri kullanılmaktadır (Dunning ve McQueen, 1982).

Otel İşletmelerinde Coğrafi Genişleme Türleri:

Coğrafi genişleme stratejileri otelcilik sektöründe genellikle üç temel biçimde uygulanmaktadır:

Ulusal düzeyde genişleme, otel işletmesinin kendi ülkesi sınırları içerisinde farklı destinasyonlara yayılmasıdır. Bu yaklaşım, marka bilinirliğini artırırken kültürel ve hukuki riskleri sınırlı tutmaktadır (Okumus, Altınay ve Chathoth, 2010).

Uluslararası genişleme, otel işletmesinin farklı ülkelere açılması yoluyla büyümesini ifade eder. Bu strateji, daha geniş müşteri pazarlarına erişim sağlarken, döviz geliri elde edilmesine de olanak tanımaktadır. Ancak politik riskler, kültürel farklılıklar ve yönetim zorlukları daha belirgindir (Contractor ve Kundu, 1998).

Küresel zincirleşme, otel işletmesinin çok sayıda ülkede standartlaştırılmış hizmet anlayışıyla faaliyet göstermesidir. Bu model, ölçek ekonomileri ve küresel marka gücü yaratma açısından stratejik bir avantaj sunmaktadır (Go ve Pine, 1995).

Coğrafi Genişleme Yoluyla Büyümenin Otel İşletmelerine Etkileri:

Coğrafi genişleme stratejisinin en önemli katkılarından biri, pazar çeşitlendirmesi yoluyla riskin azaltılmasıdır. Turizm talebi; siyasi krizler, ekonomik dalgalanmalar veya doğal afetler gibi dışsal faktörlerden güçlü biçimde etkilenmektedir. Farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren otel işletmeleri, bu tür riskleri dengeleme imkânına sahip olmaktadır (Tribe, 2016).

Bir diğer önemli etki, marka değerinin güçlenmesidir. Farklı destinasyonlarda görünürlük kazanan otel markaları, küresel ölçekte güvenilirlik ve prestij elde etmektedir. Bu durum, müşteri sadakatini ve tekrar ziyaret oranlarını olumlu yönde etkilemektedir (Kotler, Bowen ve Makens, 2016).

Ayrıca coğrafi genişleme, ölçek ve kapsam ekonomileri yaratarak maliyet avantajı sağlayabilmektedir. Merkezi satın alma, standart operasyon prosedürleri ve ortak pazarlama faaliyetleri bu avantajların başlıca kaynaklarıdır (Grant, 2019).

Uygulama Örnekleri:

Marriott International – Küresel Coğrafi Genişleme: Marriott International, coğrafi genişleme stratejisinin en güçlü örneklerinden biridir. Şirket, Amerika Birleşik Devletleri merkezli bir otel işletmesi

olarak başladığı faaliyetlerini Avrupa, Orta Doğu, Asya ve Afrika'ya yayarak küresel bir zincir haline gelmiştir. Marriott, bu genişlemeyi ağırlıklı olarak yönetim sözleşmeleri ve franchise modelleri aracılığıyla gerçekleştirmiştir. Akademik literatürde Marriott'un bu yaklaşımı, risk paylaşımına dayalı uluslararasılaşma stratejisi olarak değerlendirilmektedir (Olsen, Tse ve West, 2008).

Accor – Bölgesel Pazarlara Yayılma: Accor Grubu, coğrafi genişleme stratejisini özellikle Avrupa dışındaki gelişmekte olan pazarlara yönelerek uygulamıştır. Asya-Pasifik, Orta Doğu ve Afrika bölgeleri, grubun büyüme stratejisinde öncelikli alanlar olmuştur. Accor'un bu yaklaşımı, pazar potansiyeline dayalı coğrafi genişleme örneği olarak literatürde yer almaktadır (Johnson vd., 2020).

Rixos Hotels – Uluslararası Destinasyonlara Açılma: Rixos Hotels, Türkiye merkezli bir marka olarak başladığı faaliyetlerini Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya ülkelerine taşıyarak coğrafi genişleme stratejisini başarıyla uygulamıştır. Bu genişleme, markanın lüks ve her şey dahil konseptini farklı destinasyonlara uyarlaması yoluyla gerçekleştirilmiştir. Bu durum, ulusal bir markanın uluslararası zincire dönüşmesi açısından önemli bir örnek teşkil etmektedir (Okumus vd., 2010).

Hilton Hotels & Resorts – Standartlaştırılmış Küresel Yayılım : Hilton Hotels & Resorts, dünya genelinde benzer hizmet standartlarını koruyarak coğrafi genişleme stratejisi uygulamaktadır. Bu yaklaşım, müşteri beklentilerinin öngörülebilirliğini artırmakta ve markaya duyulan güveni güçlendirmektedir. Literatürde Hilton, standartlaştırılmış küresel genişleme stratejisinin tipik bir örneği olarak değerlendirilmektedir (Go ve Pine, 1995).

Dijitalleşme Temelli Büyüme Stratejisi

Dijitalleşme, otel işletmelerinin büyüme stratejilerinde dönüştürücü bir rol oynamaktadır. Online rezervasyon sistemleri, dijital pazarlama, veri analitiği ve müşteri ilişkileri yönetimi

uygulamaları, otel işletmelerinin daha geniş pazarlara erişmesini sağlamaktadır.

Nitel görüşmelerde dijitalleşme, büyümenin “vazgeçilmez” bir unsuru olarak tanımlanmıştır. Yöneticiler, dijital görünürlüğü artmasının doluluk oranları ve marka bilinirliği üzerinde doğrudan etkili olduğunu belirtmiştir.

Dijital teknolojilerdeki hızlı gelişim, turizm ve konaklama sektörünün yapısını köklü biçimde dönüştürmüştür. Günümüzde otel işletmeleri için büyüme yalnızca fiziksel kapasite artışı veya coğrafi genişleme yoluyla değil, dijitalleşme temelli stratejiler aracılığıyla da gerçekleştirilmektedir. Dijitalleşme temelli büyüme stratejisi; otel işletmelerinin dijital teknolojileri kullanarak operasyonel verimliliğini artırması, müşteri deneyimini geliştirmesi ve yeni gelir modelleri oluşturma sürecini ifade etmektedir (Buhalis ve Law, 2008).

Özellikle çevrimiçi rezervasyon sistemleri, büyük veri analitiği, yapay zekâ, mobil uygulamalar ve temassız hizmetler, otel işletmelerinin rekabet avantajı elde etmesinde belirleyici unsurlar haline gelmiştir. Bu bağlamda dijitalleşme, modern otel işletmeciliğinde stratejik bir büyüme aracı olarak değerlendirilmektedir.

Dijitalleşme temelli büyüme, stratejik yönetim literatüründe sıklıkla dijital dönüşüm ve yenilik temelli büyüme kavramlarıyla ilişkilendirilmektedir. Dijital dönüşüm, işletmenin iş modellerini, süreçlerini ve değer yaratma biçimlerini dijital teknolojiler aracılığıyla yeniden yapılandırmasını ifade etmektedir (Vial, 2019).

Otel işletmeleri açısından bu strateji, mevcut hizmetlerin dijital araçlarla geliştirilmesi ve yeni dijital hizmetlerin sunulması yoluyla büyüme sağlamaktadır. Bu yaklaşım, özellikle Ansoff Matrisi kapsamında ürün geliştirme ve pazar geliştirme stratejileriyle örtüşmektedir. Dijital kanallar sayesinde oteller,

mevcut hizmetlerini yeni pazarlara sunabilmekte ve müşteriyle doğrudan etkileşim kurabilmektedir (Ansoff, 1957).

Otel İşletmelerinde Dijitalleşme Uygulamaları:

Otel işletmelerinde dijitalleşme temelli büyüme stratejisi, farklı uygulama alanları üzerinden hayata geçirilmektedir. Bunların başında çevrimiçi dağıtım kanalları ve doğrudan rezervasyon sistemleri gelmektedir. Oteller, kendi web siteleri ve mobil uygulamaları aracılığıyla aracılara olan bağımlılığı azaltmakta ve kârlılıklarını artırmaktadır (Law, Leung ve Buhalis, 2009).

Bir diğer önemli alan veri odaklı kişiselleştirme uygulamalarıdır. Müşteri verilerinin analiz edilmesiyle kişiye özel fiyatlandırma, hizmet önerileri ve sadakat programları geliştirilmektedir. Bu durum, müşteri memnuniyetini ve tekrar ziyaret oranlarını artırarak büyümeye katkı sağlamaktadır (Sigala, 2018).

Ayrıca operasyonel dijitalleşme (otomatik check-in/out, akıllı oda sistemleri, yapay zekâ destekli müşteri hizmetleri) maliyetleri düşürmekte ve hizmet kalitesini standartlaştırmaktadır. Bu süreç, ölçeklenebilir büyümenin önünü açmaktadır (Ivanov ve Webster, 2019).

Dijitalleşme Temelli Büyümenin Otel İşletmelerine Etkileri:

Dijitalleşme temelli büyüme stratejisinin en önemli etkilerinden biri, rekabet gücünün artmasıdır. Dijital teknolojileri etkin kullanan oteller, daha hızlı karar alma ve pazar değişimlerine uyum sağlama yeteneği kazanmaktadır (Porter ve Heppelmann, 2014).

Bir diğer önemli etki, yeni gelir modellerinin ortaya çıkmasıdır. Dinamik fiyatlandırma, dijital upselling ve çapraz satış uygulamaları, oda dışı gelirlerin artırılmasına katkı sağlamaktadır (Tribe, 2016).

Ayrıca dijitalleşme, küresel pazarlara erişimi kolaylaştırarak coğrafi sınırların etkisini azaltmaktadır. Bu sayede küçük ölçekli otel işletmeleri dahi uluslararası müşteri kitlesine ulaşabilmektedir (Buhalis ve Amaranggana, 2015).

Uygulama Örnekleri:

Marriott International – Veri ve Platform Odaklı Dijitalleşme

Marriott International, dijitalleşmeyi büyüme stratejisinin merkezine yerleştiren otel zincirlerinden biridir. Marriott Bonvoy dijital platformu aracılığıyla sadakat programları, mobil rezervasyon, kişiselleştirilmiş teklifler ve dijital check-in hizmetleri sunulmaktadır. Bu yaklaşım, müşteri bağlılığını artırarak zincirin küresel ölçekte büyümesini desteklemiştir (Olsen, Tse ve West, 2008).

Hilton Hotels & Resorts – Mobil Teknoloji ve Temassız Hizmetler

Hilton Hotels & Resorts, Digital Key uygulaması sayesinde misafirlerin mobil telefonlarıyla odaya giriş yapabilmesine olanak tanımaktadır. Bu dijital hizmet, operasyonel verimliliği artırırken müşteri deneyimini iyileştirmiştir. Literatürde Hilton'un bu yaklaşımı, müşteri deneyimi odaklı dijital büyüme stratejisi olarak değerlendirilmektedir (Ivanov ve Webster, 2019).

Accor – Dijital Ekosistem ve Platformlaşma

Accor Grubu, ALL (Accor Live Limitless) dijital platformu ile konaklama hizmetlerini gastronomi, etkinlik ve yaşam tarzı deneyimleriyle bütünleştirmiştir. Bu platformlaşma yaklaşımı, Accor'un yalnızca otel zinciri değil, dijital bir deneyim ekosistemi olarak büyümesini sağlamıştır (Sigala, 2018).

Sonuç ve Öneriler

Otel işletmelerinde büyüme, rastlantısal ya da yalnızca talep artışına bağlı bir süreç olarak değil; sistematik, planlı ve uzun vadeli stratejik kararların sonucu olarak ele alınmalıdır. Bu bağlamda stratejik büyüme modelleri, işletmelerin hangi yollarla, hangi pazarlarda ve hangi kaynak kombinasyonlarıyla büyüyebileceğini açıklayan kuramsal çerçeveler sunmaktadır. Elde edilen değerlendirmeler, otel işletmelerinde büyümenin yalnızca kapasite artışı veya gelir genişlemesi olarak değil; rekabet avantajı, kurumsallaşma ve finansal sürdürülebilirlik ile yakından ilişkili çok boyutlu bir süreç olduğunu ortaya koymaktadır.

Literatür incelemesi, otel işletmelerinde büyüme stratejilerinin finansman yapısından bağımsız olarak ele alınmasının eksik bir yaklaşım olduğunu göstermektedir. Özellikle yüksek sabit sermaye gereksinimi ve uzun geri dönüş süreleri, büyüme kararlarını finansman maliyeti ve risk unsurlarıyla doğrudan ilişkilendirmektedir. Uluslararası literatürde dengeli sermaye yapısına ve alternatif finansman modellerine vurgu yapılırken, ulusal literatürde borç ağırlıklı finansman yapısının baskın olduğu ve bu durumun finansal kırılganlığı artırdığı görülmektedir.

Bu bilgiler ışığında, kurumsallaşma düzeyi yüksek, profesyonel yönetime sahip ve finansal esnekliği bulunan otel işletmelerinin büyüme süreçlerini daha etkin yönettikleri, finansmana erişimde sınırlılık yaşayan ve risk yönetimi kapasitesi zayıf olan işletmelerde büyüme stratejilerinin çok sürdürülebilir olmadığı görülmüştür.

Otel İşletmeleri Yöneticileri İçin Öneriler

Otel işletmeleri yöneticilerinin büyüme kararlarını alırken finansal yapı, risk profili ve pazar koşullarını birlikte değerlendirmeleri gerekmektedir. Bu bağlamda yöneticilere yönelik öneriler şu şekilde sıralanabilir:

- Büyüme stratejileri, işletmenin yaşam döngüsü aşamasına uygun biçimde belirlenmeli; hızlı büyüme hedefleri ile finansal kapasite arasında denge kurulmalıdır.

- Borç ağırlıklı finansman yerine, iç kaynaklar ve özkaynak temelli alternatif finansman yöntemleri ile desteklenen karma finansman yapıları tercih edilmelidir.

- Franchise ve yönetim sözleşmeleri gibi sermaye gereksinimini azaltan büyüme modelleri, özellikle belirsizlik dönemlerinde stratejik bir araç olarak değerlendirilmelidir.

- Finansal riskleri azaltmak amacıyla döviz kuru, faiz oranı ve talep dalgalanmalarına karşı etkin risk yönetimi ve nakit akışı planlaması uygulanmalıdır.

- Kurumsal yönetim ilkeleri benimsenerek finansal şeffaflık artırılmalı; bu sayede yatırımcı ve finansal kuruluşlarla güvene dayalı ilişkiler geliştirilmelidir.

Politika Yapıcılar ve Kamu Kurumları İçin Öneriler

Otel işletmelerinin sürdürülebilir büyümesini desteklemek amacıyla kamu politikalarının bütüncül ve sektöre özgü biçimde tasarlanması büyük önem taşımaktadır. Bu doğrultuda politika yapıcılara yönelik öneriler aşağıda sunulmaktadır:

- Turizm yatırımlarına yönelik teşvik politikaları, yalnızca yeni kapasite yaratımına değil; finansal sürdürülebilirlik, çevresel duyarlılık ve bölgesel kalkınma hedeflerine entegre edilmelidir.

- KOBİ niteliğindeki otel işletmelerinin sermaye piyasalarına ve alternatif finansman araçlarına erişimini kolaylaştıracak düzenlemeler hayata geçirilmelidir.

- Bölgesel farklılıkları gözetken finansman destek mekanizmaları geliştirilerek, turizm yatırımlarının dengeli mekânsal dağılımı sağlanmalıdır.
- Kriz dönemlerinde (ekonomik daralma, salgınlar, doğal afetler) otel işletmelerinin finansal dayanıklılığını artıracak geçici destek ve yapılandırma politikaları uygulanmalıdır.
- Kurumsallaşma, finansal okuryazarlık ve risk yönetimi konularında sektör paydaşlarına yönelik eğitim ve danışmanlık programları yaygınlaştırılmalıdır.

Kaynakça

Altinay, L. (2007). The internationalization of hospitality firms: Factors influencing a franchise decision. *International Journal of Hospitality Management*, 26(4), 911–924.

Altinay, L., & Wang, C. L. (2011). The influence of an entrepreneur's socio-cultural characteristics on the internationalization of hospitality firms. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 668–677.

Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard Business Review*, 35(5), 113–124.

Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy*. New York: McGraw-Hill.

Ansoff, H. I., & McDonnell, E. J. (1990). *Implanting strategic management*. Prentice Hall.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.

Barney, J. B. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4th ed.). Pearson.

Baum, T., & Lundtorp, S. (2001). *Seasonality in tourism*. Oxford: Pergamon.

Bowie, D., Buttle, F., Brookes, M., & Mariussen, A. (2017). *Hospitality marketing: Principles and practice* (2nd ed.). Oxford, UK: Goodfellow Publishers.

Brookes, M., & Altinay, L. (2011). Franchise partner selection: Perspectives of franchisors and franchisees. *Journal of Services Marketing*, 25(5), 336–348.

Brookes, M., & Roper, A. (2011). International master franchise agreements: An investigation of control from operational,

relational and evolutionary perspectives. *European Journal of Marketing*, 45(7/8), 1253–1276.

Buhalis, D., & Amaranggana, A. (2015). Smart tourism destinations. *Information and Communication Technologies in Tourism*, 553–564.

Buhalis, D., & Law, R. (2008). Progress in information technology and tourism management: 20 years on and 10 years after the Internet—The state of eTourism research. *Tourism Management*, 29(4), 609–623.

Contractor, F. J., & Kundu, S. K. (1998). Modal choice in a world of alliances: Analyzing organizational forms in the international hotel sector. *Journal of International Business Studies*, 29(2), 325–357.

Dess, G. G., Lumpkin, G. T., & Eisner, A. B. (2018). *Strategic management: Text and cases* (9th ed.). McGraw-Hill.

Dunning, J. H. (1988). The eclectic paradigm of international production. *Journal of International Business Studies*, 19(1), 1–31.

Dunning, J. H., & McQueen, M. (1982). Multinational corporations in the international hotel industry. *Annals of Tourism Research*, 9(1), 69–90.

Go, F. M., & Pine, R. (1995). *Globalization strategy in the hotel industry*. Routledge.

Grant, R. M. (2019). *Contemporary strategy analysis* (10th ed.). Wiley.

Hill, C. W. L., Jones, G. R., & Schilling, M. A. (2015). *Strategic management: Theory & cases*. Cengage Learning.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2017). *Strategic management: Competitiveness and globalization: Concepts and cases* (12th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Ivanov, S., & Webster, C. (2019). Robots, artificial intelligence, and service automation in travel, tourism and hospitality. Emerald.

Ivanov, S., & Webster, C. (2019). Robots, artificial intelligence, and service automation in travel, tourism and hospitality. Emerald.

Johnson, C., & Vanetti, M. (2005). Locational strategies of international hotel chains. *Annals of Tourism Research*, 32(4), 1077–1099.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2020). *Exploring strategy* (12th ed.). Pearson.

Kotler, P., Bowen, J. T., & Makens, J. C. (2016). *Marketing for hospitality and tourism* (6th ed.). Pearson.

Law, R., Leung, R., & Buhalis, D. (2009). Information technology applications in hospitality and tourism. *Journal of Travel & Tourism Marketing*, 26(5–6), 599–623.

Middleton, V. T. C., Fyall, A., Morgan, M., & Ranchhod, A. (2009). *Marketing in travel and tourism*. Butterworth-Heinemann.

Morrison, A. M. (2018). *Marketing and managing tourism destinations*. Routledge.

Okumus, F., Altinay, L., & Chathoth, P. (2010). *Strategic management for hospitality and tourism*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Olsen, M. D., Tse, E. C.-Y., & West, J. J. (2008). *Strategic management in the hospitality industry* (3rd ed.). Pearson.

Olsen, M. D., Tse, E. C.-Y., & West, J. J. (2008). *Strategic management in the hospitality industry* (3rd ed.). Pearson Prentice Hall.

Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Oxford, UK: Oxford University Press.

Pine, B. J., II, & Gilmore, J. H. (1999). *The experience economy: Work is theatre & every business a stage*. Harvard Business School Press.

Porter, M. E., & Heppelmann, J. E. (2014). How smart, connected products are transforming competition. *Harvard Business Review*, 92(11), 64–88.

Richards, G. (2018). Cultural tourism: A review of recent research and trends. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 36, 12–21.

Sigala, M. (2018). Social media and customer engagement in the hospitality industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 30(1), 269–291.

Tribe, J. (2016). *The economics of recreation, leisure and tourism* (5th ed.). Routledge.

Vial, G. (2019). Understanding digital transformation. *Journal of Strategic Information Systems*, 28(2), 118–144.aynak yok.

BÖLÜM 14

KRİPTO VARLIKLARIN KARA PARA AKLAMA AÇISINDAN YARATTIĞI RİSKLER VE DÜZENLEYİCİ ÇERÇEVELER

1. MELİKŞAH AYDIN¹

Giriş

Kripto varlıklar son yıllarda finans dünyasında önemli bir yenilik olarak ortaya çıkmıştır. Bu varlıklar dijital ortamda değer transferini kolaylaştırmakta, hızlı ve düşük maliyetli işlemler sağlamaktadır. Ancak kripto varlıklar aynı zamanda kara para aklama açısından da yeni riskler getirmektedir. Özellikle anonim veya yarı-anonim işlem yapısı, merkezi olmayan platformlar ve düzenleyici boşluklar, suç gelirlerinin finansal sisteme sokulmasını kolaylaştırabilmektedir. Nitekim 2022 yılında blok zinciri üzerindeki yasa dışı kripto işlemlerinin toplam değeri 20,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu miktar, genel kripto işlem hacminin yaklaşık %0,24'üne denk gelmekte olup önceki yıla göre artış göstermiştir (Chainalysis, 2023). Her ne kadar suç amaçlı işlemlerin kripto ekosistemindeki payı %1'in altında kalsa da, kripto varlıkların kötüye kullanım potansiyeli düzenleyiciler ve yasa uygulayıcı

¹ Arş. Gör., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF, Finans ve Bankacılık Bölümü, Orcid: 0000-0001-7711-1874

otoriteler için ciddi bir endişe kaynağı olmaktadır. Bu endişeler sonucunda uluslararası kuruluşlar ve devletler kripto varlıklara yönelik kara para aklama ile mücadele (AML/CFT) tedbirlerini gündeme almıştır. Mali Eylem Görev Gücü (FATF) 2019 yılında standartlarını güncelleyerek kripto varlık hizmet sağlayıcılarını kara para aklama mevzuatı kapsamına dahil etmiştir (FATF, 2019). Avrupa Birliği 2023'te Piyasalar için Kripto Varlıklar Yönetmeliği (MiCA)'yı kabul ederek kripto sektörünü kapsamlı bir çerçeveye oturtmuştur. ABD ise hâlihazırda Banka Gizliliği Yasası ve ilgili düzenlemeler yoluyla kripto platformlarını mevcut mali suçlar rejimine tabi kılmakta; ayrıca Hazine Bakanlığı, SEC ve FinCEN gibi kurumlar aracılığıyla yaptırım ve rehberliklerle sektörü denetlemektedir. Türkiye'de de 2021 itibarıyla kripto varlık hizmet sağlayıcılar MASAK yükümlü gruplarına eklenmiş ve ilk denetimler sonucu yaptırımlar uygulanmaya başlamıştır (Anadolu Ajansı, 2021).

Bu çalışmada, kripto varlıkların kara para aklama açısından yarattığı riskler ve bunlara karşı geliştirilen düzenleyici çerçeveler akademik bir bakış açısıyla incelenecektir. Öncelikle kavramsal tanımlar ve temel kavramlar ele alınacak, ardından literatürdeki bulgular özetlenecektir. Kripto varlıkların kara para aklamada nasıl kullanıldığı ve bu alandaki risk unsurları değerlendirilecek; uluslararası düzeyde FATF, AB, ABD ve Türkiye'nin yaklaşımları ve düzenleyici tedbirleri karşılaştırmalı olarak incelenecektir. Son olarak yeni eğilimler ve geleceğe dönük zorluklar tartışılarak, etkin bir düzenleyici çerçeve için önerilere değinilecektir. Bu çalışma, güncel raporlar ve akademik kaynaklara dayanarak karşılaştırmalı bir inceleme sunmayı hedeflemektedir.

Kavramsal Çerçeve ve Tanımlar

Kripto varlık terimi, genel anlamda kriptografik yöntemlerle güvence altına alınmış dijital değerleri ifade eder. FATF, “sanal

varlık” kavramını “dijital olarak alınıp satılabilen, transfer edilebilen veya ödeme aracı olarak kullanılabilen dijital değer temsili” şeklinde tanımlamıştır (FATF, 2019). Bu tanım uyarınca itibari (fiat) paraların dijital temsilleri kripto varlık kapsamında değildir. Kripto varlıklar farklı alt türlere sahiptir: kripto paralar, tokenlar, stabilkoinler ve NFT gibi benzersiz dijital varlıklar bu gruba girer. Bu varlıkların ortak noktası, dağıtık defter teknolojisi üzerinde işlem görmeleri ve merkezi bir aracıya ihtiyaç duymadan mülkiyet transferine imkân tanımlarıdır.

Kara para aklama ise suç gelirlerinin meşru kaynaklı gibi gösterilerek ekonomi içinde dolaşıma sokulması sürecidir. Başka bir ifadeyle, yasa dışı faaliyetlerden elde edilen paranın veya değerın kaynağını gizlemek amacıyla çeşitli finansal işlemlerden geçirilip temizlenmesidir. Klasik olarak kara para aklama üç aşamada gerçekleşir: (1) Yerleştirme (placement) – suçtan elde edilen nakit veya değerlerin finansal sisteme sokulması; (2) Katmanlaştırma (layering) – kaynağı gizlemek için karmaşık işlem ve transferlerle fonların izinin zorlaştırılması; (3) Entegrasyon (integration) – aklanmış paranın görünürde yasal yatırımlar, mal varlığı alımları vb. şekilde ekonomiye entegre edilmesi. Kripto varlıklar, özellikle katmanlaştırma aşamasında yeni bir araç olarak kullanılabilir. Örneğin, suç gelirini kripto paraya çevirip onlarca farklı dijital cüzdan ve platform arasında dolaştırmak veya anonim kalmak için özel coin karıştırma hizmetleri kullanmak mümkündür. Bu nedenle kripto varlıkların kara para aklama sürecindeki rolü, kavramsal olarak finansal sisteme alternatif bir kanal olmalarıyla ilişkilidir.

Kavramsal çerçevede ayrıca düzenleyici çerçeve terimini de tanımlamak gerekir. Bu, kara para aklamayı önlemek için oluşturulan yasal düzenlemeler, ikincil mevzuat, rehberler ve uygulama mekanizmalarının bütünüdür. Kripto varlıklar açısından düzenleyici çerçeve; bu varlıkların tanımının yasada

yapılmasını, bunlara ilişkin lisanslama ve denetim mekanizmalarını ve kripto hizmet sağlayıcıların tabi olacağı AML yükümlölüklerini kapsar. Çalışmanın devamında öncelikle literatürde kripto varlıklar ve kara para aklama ilişkisine dair bulgular ele alınacak, ardından riskler ve düzenleyici yaklaşımlar detaylandırılacaktır.

Literatür İncelemesi

Kripto paraların suç ve kara para aklama amaçlı kullanımına ilişkin literatür, oldukça yeni olmakla birlikte hızla gelişmektedir. İlk akademik çalışmalardan itibaren Bitcoin gibi kripto paraların karanlık ağ (dark web) üzerindeki yasa dışı ticarete oynadığı rol dikkat çekmiştir. Aldridge ve Décary-Hétu (2014), ünlü Silk Road çevrimiçi karaborsasının faaliyetlerini incelerken Bitcoin'in uyuşturucu ticaretine olanak veren yenilikçi bir araç olarak ortaya çıktığını vurgulamıştır. Foley vd. (2019) kapsamlı ekonometrik çalışması ise Bitcoin ekosistemindeki işlemlerin büyük bir kısmının ilk yıllarda suç bağlantılı olabileceğine işaret etmektedir. Yazarlar yaklaşık 76 milyar dolarlık yıllık illegal işlemin Bitcoin ile gerçekleştiğini ve Bitcoin işlemlerinin %46'sının suç faaliyetleriyle ilişkili olabileceğini tahmin etmişlerdir (Foley vd., 2019). Bu yüksek oran, özellikle 2010'ların ilk yarısında Bitcoin kullanımının önemli bir bölümünün yasa dışı pazarlara, kaçakçılığa ve diğer suçlara hizmet ettiğini göstermektedir. Bununla birlikte Foley vd. (2019) 'nin bulgularına göre zaman içinde yasadışı işlemlerin oranı azalma eğilimi göstermiştir; zira Bitcoin'in ana akım ilgiyi çekmesi ve kullanım alanlarının genişlemesiyle suç faaliyetlerinin toplam içindeki payı düşmüştür (Foley vd, 2019).

Son yıllardaki raporlar da benzer şekilde kripto ekosistemindeki suç faaliyetlerinin mutlak değer olarak arttığını ancak oransal olarak azaldığını ortaya koymaktadır. Örneğin Chainalysis tarafından hazırlanan 2023 tarihli kripto suç raporu, 2022 yılında blok zincirinde tespit edilen yasa dışı işlem hacminin

20,1 milyar \$ ile rekor seviyeye çıktığını belirtmektedir (Chainalysis, 2023). Bu artış büyük ölçüde bazı kripto hizmetlerine uygulanan yaptırımların yol açtığı işlemlerden kaynaklanmıştır. Yine de 2022 yılındaki suç amaçlı işlemlerin toplam kripto işlemlerine oranı %0,24 ile oldukça düşük kalmıştır (Chainalysis, 2023). Literatürde, kripto paraların toplamda finansal sistemdeki kara para aklama faaliyetlerinin yalnızca küçük bir kısmını oluşturduğu, geleneksel yöntemler yanında henüz ikincil bir kanal olduğu ifade edilmektedir. Bununla birlikte mutlak değer olarak bakıldığında yıllık on milyarlarca dolarlık illegal fonun kripto yollarıyla amlandığı gerçeği küçümsenmemelidir.

Araştırmalar ayrıca kripto varlıkların çeşitli suç tiplerinde kullanılma biçimlerine odaklanmaktadır. Özellikle fidye yazılımı saldırılarında suçluların neredeyse sadece kripto para talep etmesi, bu alandaki bir eğilime işaret etmektedir. Ransomware kurbanlarından elde edilen kripto paralar, karıştırma servisleri kullanılarak veya farklı coin'lere dönüştürülerek aklanmaya çalışılmaktadır. Yine çevrimiçi dolandırıcılıklar, ponzi şemaları ve kimlik avı saldırıları sonucunda elde edilen kripto paraların izini sürmek zor olabilmektedir. Literatürde “red flag” (şüpheli işaret) göstergeleri üzerine de çalışmalar yapılmıştır. FATF’ın 2020 yılında yayınladığı bir rehber, kripto varlıklar aracılığıyla aklama girişimlerine dair bazı kırmızı bayrak işaretlerini sıralamıştır. Akademik tarafta da makine öğrenimi ve yapay zekâ teknikleri kullanılarak şüpheli blockchain işlemlerini tespit etmeye yönelik araştırmalar bulunmaktadır (Alotibi vd., 2022). Bu teknolojik yaklaşımlar, kripto işlemlerinin izlenmesi ve anormal işlemlerin saptanması konularında ümit vadetmektedir.

Düzenleyici ve hukuksal literatüre bakıldığında, farklı ülkelerin kripto varlıklara yaklaşımını inceleyen karşılaştırmalı çalışmalar göze çarpmaktadır. Al-Tawil (2022) çalışmasında farklı ülke ve bölgelere dair kripto para mevzuatlarını kara para aklama

regülasyonları açısından karşılaştırmıştır. Bu tür çalışmalar, FATF tavsiyelerinin küresel bir taban oluşturduğunu ancak uygulamada ülkeler arasında ciddi farklılıklar bulunduğunu belirtmektedir. AB'nin 5. ve 6. Kara Para Aklama Direktifleri ile kripto sektörünü regüle etmede öncü adımlar attığı; buna karşın ABD'de düzenleyici belirsizliklerin sürdüğü vurgulanmıştır. Nikos Passas (2025) tarafından ele alınan güncel bir inceleme ise kripto paraların finansal inovasyon ve suç potansiyelini birlikte ele alarak, düzenleyici çerçevenin inovasyon ile risk hafifletme arasında denge kurması gerektiğini vurgular. Passas, 2023 yılında yasa dışı kripto işlemlerinin 20 milyar doları aştığını belirtirken, FATF rehberleri ve AB MiCA gibi düzenlemelerin kripto ekosistemine önemli etkileri olduğunu ifade etmektedir (Passas, 2025). Literatür genel olarak, etkin bir uluslararası iş birliği ve teknoloji destekli denetim mekanizmaları geliştirilmediği takdirde kripto varlıkların suç amaçlı kullanımının büyüyebileceği konusunda birleşmektedir. Bu nedenle akademik çalışmalar, FATF tavsiyeleri gibi küresel standartların tam uygulanmasını ve kamu-özel sektör iş birliğinin güçlendirilmesini önermektedir (Bromberg vd., 2020; Allen, 2021).

Kripto Varlıkların Kara Para Aklama Açısından Riskleri

Kripto varlıkların özellikleri, onları hem suçlular için cazip kılmakta hem de mevcut kara para aklama karşıtı mekanizmaları zorlamaktadır. Bu bölümde kripto varlıkların kara para aklama süreçlerinde yarattığı başlıca risk unsurları açıklanmaktadır.

- **Anonimlik ve Mahremiyet:** Kripto para işlemleri, teknik olarak takma ad niteliğinde kabul edilir. Yani işlemler herkese açık blok zinciri kayıtlarında görülse de, işlemi gerçekleştiren taraflar 26-35 haneli cüzdan adresleriyle temsil edilir ve bu adresler doğrudan gerçek kimlik bilgisi içermez. Eğer suçlular, gerçek kimlik tespiti yapılmayan veya düzenlenmemiş platformlar üzerinden işlem yaparlarsa, fonların kime ait olduğunu tespit etmek oldukça güç hale gelebilir. Özellikle “privacy coin” olarak adlandırılan

Monero, Zcash gibi kripto paralar, gizlilik protokolleriyle işlemleri tamamen anonimleştirmeyi hedefler. Bu tür varlıklar suç gelirlerini aklamak isteyenler için cezbedicidir. FATF da belirttiği üzere, uygun düzenleme olmadığında kripto varlıklar “suçlular ve teröristler için sanal bir güvenli liman” haline gelebilir (FATF, 2020). Özellikle birçok ülkenin kripto sektörünü henüz yeterince düzenlemediği ortamda, küresel regülasyon boşlukları suçlular tarafından istismar edilmektedir (FATF, 2020).

- **Sınır-ötesi ve Hız:** Kripto varlıklar coğrafi sınır tanımaksızın internetin olduğu her yerde transfer edilebilir. Geleneksel finans sisteminde büyük varlıkların ülke dışına çıkarılması, genellikle bankalar arası havaleler veya fiziki taşıma ile sınırlıyken; kripto paralarla dakikalar içinde milyonlarca dolar değer, bir ülkeden diğerine aktarılabilir. Bu hız ve sınır ötesi kabiliyet, suçluların fonları farklı yargı bölgelerine dağıtarak izlerini sürmeyi zorlaştırmasına imkân tanır. Özellikle düzenleme ve denetimin zayıf olduğu ülkelere kripto transferleri yapmak, kolluk kuvvetlerinin takibini neredeyse imkânsız hale getirebilir. Regülasyon arbitrajı olarak adlandırılan bu durum, suç örgütlerinin kripto paraları “güvenli liman” ülkelere veya denetlenmeyen borsalara taşıyarak aklamaları anlamına gelir. Nitekim 2022’de ABD Hazine Bakanlığı tarafından yaptırım uygulanan Rusya merkezli Garantex gibi borsalar, zayıf düzenlemeler nedeniyle faaliyetlerine devam ederek büyük hacimde illegal fon barındırabilmiştir (Chainalysis, 2023). Bu örnek, bir ülkedeki yaptırım veya denetimin, küresel koordinasyon olmadıkça suç gelirlerini tamamen engelleyemediğini göstermektedir.
- **Coin Karıştırma ve Katmanlaştırma Araçları:** Blok zincirinde yapılan işlemlerin izini sürmeyi zorlaştırmak amacıyla suçlular çeşitli teknikler kullanır. Tumbler/Mixer denilen hizmetler, farklı kişilerin kripto paralarını havuzda toplayıp karıştırarak, her birine farklı coin’ler geri gönderir. Böylece A kişinin gönderdiği Bitcoin ile B kişinin

gönderdiği Bitcoin karışır ve çıkan paraların kaynağı belirsizleşir. Suç gelirini aklamak isteyen biri mixer kullanarak “temiz” adreslere coin gönderebilir. Bir diğer yöntem chain hopping veya cross-chain swapping olarak bilinir; bunda suçlu, örneğin Bitcoin’i Monero’ya çevirir, sonra Monero’yu tekrar Ethereum’a çevirir gibi zincirler arası geçiş yaparak iz sürmeyi karmaşıklarlaştırır. Ayrıca çok sayıda katman oluşturma da yaygındır: Suç geliri öncelikle bir kripto paraya çevrilir, ardından yüzlerce farklı cüzdana küçük parçalara bölünerek gönderilir, sonra farklı borsalarda tekrar konsolide edilir. Bu çok adımlı transferler, geleneksel finans sistemindeki paravan şirketler ve offshore hesaplar üzerinden katmanlaştırma yapma pratiğine dijital bir alternatif sunmaktadır. FATF’ın 2020 “red flag” raporu, böyle sıra dışı transfer desenlerinin önemli bir uyarı işareti olduğunu vurgular. Özellikle küçük tutarların sık aralıklarla gönderilip toplamda büyük meblağlar aktarılması, kripto platformlarında kimlik doğrulama eşiklerini aşmamak için yapılan bilinçli bir parçalama stratejisi olabilmektedir.

- **Dijital Platformlar ve Merkezizlik:** Geleneksel finans sisteminde bankalar, aracı kurumlar gibi merkezi aktörler AML kontrollerinin kilit noktalarıdır. Oysa kripto dünyasında merkeziyetsiz finans (DeFi) uygulamaları ortaya çıkmıştır. DeFi protokolleri, herhangi bir aracı olmadan akıllı sözleşmeler yoluyla finansal hizmet sunar. Bu platformlarda çoğunlukla müşteri kimlik doğrulaması yapılmaz çünkü merkezi bir işletmeci yoktur. Suçlular, DeFi protokollerini kullanarak varlıklarını farklı token’lara çevirebilir, likidite havuzlarına yatırıp çekebilir ve kimlik bilgisi paylaşmadan finansal işlemler yapabilir. ABD Hazine Bakanlığı’nın 2023’te yayımladığı DeFi risk değerlendirmesi, fidye yazılım çeteleri, Kuzey Kore’li hacker grupları ve dolandırıcıların AML yükümlülüklerine uymayan DeFi servislerini en büyük risk alanı olarak kullandığını saptamıştır (A.B.D. Hazine Bakanlığı, 2023). Özellikle merkezi olmayan borsalarda kripto paralar doğrudan kullanıcı cüzdanları arasında takas edildiğinden, buradaki

işlemlerin denetlenmesi ve şüpheli aktivitelerin raporlanması oldukça zordur. Sonuç olarak, merkezsizlik ilkesi kripto ekosisteminin inovatif bir yönü olsa da, suçlular tarafından AML kontrollerini atlatmak için suistimal edilebilmektedir.

Özetle, kripto varlıkların kara para aklama açısından riskleri; anonimlik imkânı, sınır tanımayan hızlı transfer, denetimsiz platformların varlığı ve yeni teknolojik araçların suistimali etrafında yoğunlaşmaktadır. Bu riskler, hem ulusal otoritelerin hem de uluslararası kuruluşların dikkatini çekmiş durumdadır. Nitekim 2024 yılında FATF, küresel olarak ülkelerin %75’inin kripto sektörü için AML gerekliliklerini tam uygulamada yetersiz kaldığını ve ciddi boşluklar bulunduğunu raporlamıştır (FATF, 2024). Bu durum, söz konusu risklerin halen tam kontrol altına alınamadığını göstermektedir. Çalışmanın devamında bu risklere karşı uluslararası ve ulusal düzeyde geliştirilen düzenleyici yaklaşımlar ele alınacaktır.

Düzenleyici Çerçeveler ve Uluslararası Yaklaşımlar

FATF ve Uluslararası Standartlar

Kara para aklama ile mücadelede küresel standart belirleyici kuruluş olan Mali Eylem Görev Gücü (FATF), kripto varlıklara ilişkin düzenleyici çerçevenin temelini atmıştır. FATF, Temmuz 2019’da Öneri 15’i revize ederek üye ülkelere sanal varlıklar ve sanal varlık hizmet sağlayıcılarını (VASP) ulusal AML/CFT mevzuatlarına dahil etme zorunluluğu getirmiştir (FATF, 2019). FATF ayrıca Haziran 2019’da yayımladığı kılavuzda üye devletlere kripto sektörü için risk bazlı bir denetim yaklaşımı benimsemelerini tavsiye etmiştir (FATF, 2019). En önemli yeniliklerden biri, FATF Öneri 16’nın kripto transferlerine uyarlanmasıyla gündeme gelen “Travel Rule” olmuştur. Travel Rule uyarınca VASP’lar, birbirleri arasında yaptıkları belirli tutarın üzerindeki kripto transferlerinde gönderici ve alıcı kimlik bilgilerini karşı tarafa iletmek zorundadır. Bu kural, kripto işlemlerinin anonimlik zırhını delmek ve zincir

üzerindeki fon hareketlerini gerçek kişilerle eşleştirebilmek açısından kritik bir adımdır.

FATF, üyelerinin bu standartları uygulama durumunu yakından izlemektedir. 2024 yılında yayınlanan beşinci uygulama güncellemesi raporu, ülkelerin yaklaşık %75’inin kripto AML düzenlemelerinde tam uyumlu olmadığını ortaya koymuştur (FATF, 2024). Birçok ülke henüz VASP lisanslama/kayıt sistemini bile kurmamış olup, bazılarında risk değerlendirmesi ve denetim kapasiteleri eksiktir (FATF, 2024). FATF bu yavaş ilerleyişi “ciddi endişe” olarak nitelendirmiş ve tüm ülkelere standartları ivedilikle uygulama çağrısı yapmıştır (FATF, 2024). Özellikle Travel Rule uygulamasında geri kalındığı, ankete katılan ülkelerin üçte birinin bu kuralı hukuken henüz getirmediği belirtilmiştir (FATF, 2024). Buna karşın özel sektörde Travel Rule uyum araçlarının kullanımında artış gibi olumlu gelişmeler de not edilmiştir (FATF, 2024). FATF, 2024 raporunda ayrıca DeFi düzenlemeleri, stabilkoinler, kayıt dışı cüzdanlar gibi konularda en iyi uygulamaların paylaşılacağını duyurmuştur (FATF, 2024).

Özetle FATF cephesinde, kripto varlıkların AML çerçevesine alınması için küresel bir standart mevcuttur ve bu standartlar sürekli güncellenmektedir. 2020’de “Sanal Varlık İşlemlerinde Kırmızı Bayraklar” rehberi, 2021’de güncellenen VASP Kılavuzu gibi yayınlarla FATF, üye ülkelere teknik yol göstermektedir. Ancak standartların etkinliği, ülkelerin uygulama performansına bağlıdır. FATF Başkanı 2023’te yaptığı açıklamada, “sanal varlıklar doğası gereği sınırsızdır, bir ülkedeki düzenleyici başarısızlık tüm dünyayı etkileyebilir” diyerek uluslararası koordinasyonun önemini vurgulamıştır (Venable LLP, 2021). Sonuç olarak FATF’nin temel yaklaşımı, “aynı iş, aynı risk, aynı kural” prensibiyle kripto finansal faaliyetlere de geleneksel finansın yükümlülüklerini aynen uygulamak ve küresel eşgüdümü sağlamaktır.

Avrupa Birliği ve MiCA Düzenlemesi

Avrupa Birliği, kripto varlıkların düzenlenmesi konusunda kapsamlı ve  nc  adımlar atmıştır. AB, 2018’de kabul ettiği 5. Kara Para Aklamayı  nleme Direktifi (5AMLD) ile kripto-fiat borsaları ve saklama cüzdan hizmet sağlayıcılarını “yükümlü kuruluş” kapsamına almıştır. 2020 başından itibaren AB  yesi ülkeler, kripto para alım-satım platformlarının müşteri kimlik tespiti yapmasını ve şüpheli işlemleri bildirmesini zorunlu kılmıştır. Bu adımı takip eden süreçte, AB daha geniş kapsamlı bir düzenleyici  er eve olarak Markets in Crypto-Assets (MiCA) Yönetmeliği üzerinde çalışmış ve MiCA, Haziran 2023’te yürürlüğe girmiştir (European Commission, 2023). MiCA, AB genelinde kripto varlık ihracı ve hizmetlerine dair tek bir kural seti oluşturarak bir “Avrupa kripto pazarı” oluşturmayı hedefler. Yönetmelik; kripto varlık ihra  larına beyaz kitap yükümlülüğü, kripto hizmet sağlayıcılarına (CASP) lisans alma zorunluluğu, müşteri varlıklarının korunması, piyasa suiistimalinin önlenmesi gibi hükümler getirmektedir (European Commission, 2023).

Kara para aklama boyutuna özel olarak bakıldığında, MiCA AML/CFT hükümlerini içermemekle birlikte kripto sektörü ile AB’nin mevcut AML çerçevesini entegre etmektedir. AB Komisyonu açıklamasına göre MiCA kapsamındaki kripto hizmet sağlayıcıları, AB’nin AML düzenlemeleri gereği “yükümlü kuruluş” sayılacaktır (European Commission, 2023). Yani kripto platformları, h lihazırdaki 6. Kara Para Aklama Direktifi ve ilgili düzenlemelerde tanımlanan müşteri tanıma, kayıt tutma, şüpheli bildirim gibi y k ml l klere tabidir. Nitekim AB, MiCA ile eş zamanlı olarak fon transferi düzenlemelerini de güncellemiştir. 2022’de onaylanan bir değişiklikle Travel Rule, kripto para transferlerini de kapsayacak şekilde AB mevzuatına dahil edilmiştir. Buna göre 1000 Euro  zerindeki kripto transferlerinde gönderici ve alıcı bilgilerinin iletilmesi zorunlu hale gelecektir. Ayrıca AB, 2021’de yeni bir AB

Kara Para Aklamayı Önleme Otoritesi (AMLA) kurulmasına karar vermiştir. AMLA, 2024-2025 itibarıyla faaliyete geçerek üye ülkelerdeki AML uygulamalarını doğrudan denetleyecek ve kripto dâhil tüm finansal alanlarda tek elden gözetim yapacaktır.

MiCA'nın bir diğer önemli yönü, stabilkoinler için getirdiği sıkı kurallardır. TerraUSD çöküşü gibi olayların ardından, AB stabilkoin ihraççılarının sermaye ve rezerv şartlarına uymasını, belli bir ölçeğin üstüne çıkarlarsa Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA) denetimine girmelerini şart koşturmuştur. Ayrıca 2024 sonuna dek AB'de regüle edilmeyen stabilkoinlerin listelenmemesi gibi hükümler getirilerek, regülasyon dışı tokenların piyasadan çekilmesi amaçlanmıştır (Disparte, 2025). Bu bakımdan AB düzenlemesi, kripto varlıkların hem piyasa istikrarı hem de yasa dışı kullanımı yönünden kapsamlı bir denetim getirmektedir. MiCA, NFT'ler ve tamamen merkeziyetsiz DeFi protokolleri gibi alanları şu an kapsamasa da, AB Komisyonu bunlar için gerekirse ayrı düzenleme yapabileceğini belirtmiştir.

Özetle, AB'nin yaklaşımı “tek pasaport” ilkesine dayanır. Bir üye ülkeden lisans alan kripto şirketi tüm AB'de hizmet verebilir ancak bunun karşılığında sıkı kurallara tabi olur. Kripto hizmet sağlayıcıları AB'nin kara para aklama önleme kurallarına tam uyum göstermek zorundadır; aksi takdirde lisansları iptal edilebilir veya cezalarla karşılaşabilir. Bu yaklaşım, AB içinde yeknesak bir uygulama yaratırken, küresel olarak da standart belirleyici olmaktadır. Nitekim birçok gözlemci, MiCA'nın dünya genelinde başka ülkelere de ilham verebileceğini ifade etmektedir. Bununla birlikte, AB'de kuralların fiili uygulanması ve denetimi önem taşımaktadır. Önümüzdeki dönemde AMLA'nın faaliyete geçmesiyle kripto sektörü üzerindeki denetimin daha da artması beklenmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri

ABD, kripto varlıkların düzenlenmesi konusunda net bir yasal çerçeve oluşturmaktan ziyade mevcut finansal düzenlemeleri uyarlama ve icra yoluna gitmiştir. Kara para aklama açısından ABD'nin birincil mevzuatı olan Banka Gizliliği Yasası (BSA), finansal kuruluşlara müşteri kimlik tespiti, kayıt tutma ve şüpheli işlem bildirme yükümlülükleri getirmektedir. ABD Hazine Bakanlığı'na bağlı FinCEN (Financial Crimes Enforcement Network), Mart 2013'te yayınladığı kılavuzla, kripto para değişim platformlarını ve yöneticilerini “para hizmeti işletmesi” (MSB) olarak tanımlamıştır. Bu, kripto borsalarının tıpkı döviz büroları veya havale şirketleri gibi FinCEN'e kayıt olup BSA kapsamındaki AML programlarını yürütmesi gerektiği anlamına gelir. 2019 yılında FinCEN bu rehberi güncelleyerek (FIN-2019-G001), hangi tür kripto faaliyetlerinin MSB sayılacağını detaylı biçimde açıklamış ve sektöre daha fazla netlik getirmiştir. Özetle ABD'de, kripto-fiat alım satım borsaları, kripto ile değer transferine aracılık eden işletmeler yasal olarak AML yükümlüsüdür. Bu kuruluşlar, müşterilerinin kimlik bilgilerini toplamak, büyük nakit/kripto işlemlerini raporlamak ve şüpheli faaliyet tespit ettiğinde SAR (Suspicious Activity Report) dosyalamak zorundadır. FinCEN hâlihazırda yüzlerce kripto işletmesini kayıt altına almış ve denetlemektedir.

ABD'nin düzenleyici yaklaşımının karmaşıklığı, farklı kurumların yetki alanlarının kesişmesinden kaynaklanır. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), bazı kripto varlıkları menkul kıymet olarak değerlendirerek kayıt dışı ihraç ve ticaretine karşı davalar açmaktadır. Bu davaların AML boyutu doğrudan olmasa bile, sektör üzerinde dolaylı etkileri vardır. Emtia Vadeli İşlemler Komisyonu (CFTC) ise Bitcoin ve Ethereum gibi varlıkları emtia kabul edip türev piyasaları denetlerken, manipülasyon ve dolandırıcılık vakalarıyla ilgilenir. Hazine Bakanlığı ise özellikle yaptırım ve risk değerlendirmesi yönünden kriptoya odaklanmıştır. 2022 yılında ABD Hazine'si, kripto varlıkların yasa dışı finansman

riskine ilişkin kapsamlı değerlendirme raporları yayımlamıştır. Bu raporlarda DeFi hizmetlerinin terör finansmanı ve para aklama amaçlı kullanımındaki artışa dikkat çekilmiş ve belirli düzenleyici boşluklar tanımlanmıştır (U.S. Department of the Treasury, 2023). Hazine, aynı yıl Tornado Cash adlı kripto mixer'ına yaptırım uygulayarak bu alanda da aktif olduğunu göstermiştir (Tornado Cash'in Kuzey Kore'li hackerlar tarafından aklama amacıyla kullanıldığı tespit edilmişti).

ABD'de kolluk kuvvetleri ve yargı birimleri de kripto suçlarına karşı yoğun mesai harcamaktadır. Adalet Bakanlığı (DOJ), 2021'de Kripto Para Uygulama Ekibi kurarak kara para aklama ve dolandırıcılık vakalarını soruşturmaya hız vermiştir. Bu ekip, 2022'de Baller Ape NFT dolandırıcılığı, Bitfinex borsası hack'inden çalınan 4,5 milyar dolar değerindeki kriptonun izinin sürülmesi gibi önemli operasyonlara imza atmıştır. Yine IRS (Vergi Dairesi) ve HSI (İç Güvenlik Soruşturmaları) birimleri, blok zinciri analiz araçlarını kullanarak uyuşturucu kaçakçılığı ve çocuk istismarı materyali ticareti yapan karanlık ağ sitelerini çökertmiştir (Örneğin Welcome to Video isimli dark web sitesinin BTC izleri takip edilerek yakalanması). Bu yüksek profil vakalar, kriptonun anonim olmadığını ve devletlerin gerekli teknik donanımla iz sürebildiğini de ortaya koymuştur. Ancak ABD'li yetkililer, kötü niyetli aktörlerin daha sofistike yöntemlere başvurduğunu belirtmektedir. Hazine'nin DeFi raporu, suçluların ABD ve diğer ülkelerdeki düzenleyici boşlukları ve teknoloji açıklarını istismar ettiğini vurgulamıştır (U.S. Department of the Treasury, 2023). Özellikle ABD dışında kayıtlı olup ABD kullanıcılarına hizmet veren borsalar, AML açısından risk teşkil etmektedir. Bu nedenle Hazine, küresel iş birliği vurgusu yaparak yabancı VASP'lerin de belirlenip izlenmesi gerektiğini not etmiştir (A.B.D. Hazine Bakanlığı, 2023).

ABD'de eyalet düzeyinde de farklı uygulamalar vardır. Özellikle New York eyaleti, BitLicense adı verilen bir lisans

rejimiyle kripto şirketlerine sıkı şartlar uygulamaktadır (2015'ten beri). BitLicense sahipleri AML uyumu, sermaye yeterliliği, siber güvenlik gibi alanlarda yıllık denetimden geçer. Diğer eyaletler ise MSB lisansları üzerinden kripto işlerini düzenlemektedir. Bu parçalı yapı, kripto şirketlerinin birden fazla lisansa ihtiyaç duymasına yol açmakta ve bazen de boşluklar yaratmaktadır.

Genel olarak ABD'nin kripto AML yaklaşımı, mevcut yasaların uygulanması ve güçlü icra faaliyetleri ile karakterize olur. 2023 itibarıyla ABD Kongresi'nde kriptoya özel kapsamlı bir yasa çıkarılması tartışmaları sürmektedir. Stabilkoin düzenlemesi konusunda Temmuz 2025'te iki partinin uzlaşısıyla GENIUS Act adlı bir yasanın kabul edildiği belirtilmektedir (Disparte, 2025). Bu yasa, stabilkoin ihraççılarına bankalar benzeri yükümlülükler getirmekte ve rezerv şeffaflığı ile AML uyumunu şart koşmaktadır (Disparte, 2025). Böylelikle ABD, AB MiCA'ya benzer şekilde stabilkoinleri düzenleme altına almıştır. GENIUS Act kapsamında, stabilkoin ihraççılarının ABD Hazine Bakanlığı gözetiminde AML/KYC tedbirlerine sıkı şekilde uyması öngörülmektedir (Disparte, 2025). Bu gelişme, ABD ile AB arasında kripto regülasyonunda bir yakınsama eğilimine işaret etmektedir. Yine de, genel kripto varlık piyasasını düzenleyen çatı bir yasa ABD'de henüz bulunmamaktadır. Mevcut durumda ABD; Hazine (FinCEN/OFAC), SEC, CFTC, eyalet düzenleyicileri ve kolluk birimlerinin ortak çabalarıyla kripto kaynaklı kara para aklamayı önlemeye çalışmaktadır. Bu çok aktörlü yapı zaman zaman tutarsızlıklar yaratsa da, ABD'nin büyük ölçekli yaptırımlar, yüksek meblağlı para cezaları ve adli kovuşturmalar yoluyla caydırıcılık oluşturduğu söylenebilir.

Türkiye

Türkiye'de kripto varlıklara ilişkin düzenleyici çerçeve son birkaç yıl içinde şekillenmeye başlamıştır. 2021 öncesine kadar

kripto paralarla ilgili özel bir mevzuat bulunmazken, özellikle bazı yerel kripto borsalarının çöküşü ve FATF değerlendirmeleri, düzenleyici adımları hızlandırmıştır. 1 Mayıs 2021 tarihinde yayımlanan yönetmelik değişikliği ile Türkiye’de ilk defa “kripto varlık hizmet sağlayıcı” tanımı yapılmış ve bu kuruluşlar MASAK yükümlülükleri arasına eklenmiştir (Anadolu Ajansı, 2021). Söz konusu düzenleme, Suç Gelirlerinin Aklanmasının ve Terörün Finansmanının Önlenmesine Dair Tedbirler Hakkında Yönetmelik’te yapılan bir değişikliktir. Bu değişiklikte birlikte kripto varlık alım satım platformları ve saklama hizmeti sunan şirketler, bankalar ve ödeme kuruluşları gibi MASAK denetimine tabi olmuşlardır. MASAK (Mali Suçları Araştırma Kurulu), hemen akabinde 4 Mayıs 2021’de bir Kripto Varlık Hizmet Sağlayıcılar Rehberi yayımlayarak bu kuruluşların uyması gereken kuralları detaylandırmıştır (KPMG Türkiye, 2024). Rehberde göre kripto varlık hizmet sağlayıcıları; müşteri kimlik tespiti, şüpheli işlem bildirimi, MASAK taleplerine bilgi/belge sunma, devamlı bilgi verme ve kayıt-muhafaza yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır (Anadolu Ajansı, 2021). Özellikle 10 bin TL’yi aşan işlemlerin MASAK’a bildirilmesi ve şüpheli durumlarda gecikmeksizin bildirim yapılması, kripto sektörü için yeni bir zorunluluk olarak getirilmiştir.

Türkiye’de kripto sektörüne yönelik ilk denetimler ve yaptırımlar 2021 yılı sonunda görülmüştür. Aralık 2021’de MASAK, ülkedeki en büyük kripto borsalarından Binance Türkiye üzerinde yaptığı yükümlülük denetimi sonucunda, firmanın bazı KYC ve raporlama ihlalleri tespit edildiğini açıklamıştır. Bu ihlaller nedeniyle Binance TR’ye 8 milyon TL idari para cezası kesilmiştir (Anadolu Ajansı, 2021). Anadolu Ajansı bu kararı “Türkiye’de kripto platformlarına yönelik ilk cezai müeyyide” olarak duyurmuştur (Anadolu Ajansı, 2021). Söz konusu ceza, o dönem için üst limitten verilmiş olup MASAK’ın kripto sektörünü yakından

izlediği mesajını vermiştir. Devam eden süreçte de MASAK, çeşitli kripto para platformlarından şüpheli işlem bildirimleri almış ve gerekli durumlarda hesap dondurma gibi tedbirler uygulamıştır. Örneğin 2021 sonu ve 2022 içerisinde, toplam 4 farklı kripto borsasına toplam 18 milyon TL'ye yakın ceza uygulandığı basına yansımıştır (BTCHaber, 2022). Bu adımlar, kripto varlık hizmet sağlayıcılarının AML uyumuna zorlandığını göstermektedir.

Mevzuat tarafında ise Türkiye hlen kapsamlı bir kripto varlık yasası üzerinde çalışmaktadır. 16 Nisan 2021'de TCMB'nin çıkardığı yönetmelikle kripto varlıkların ödemelerde kullanılması yasaklanmıştır. Bunu takiben 2021 ortasında Hazine ve Maliye Bakanlığı bir kripto yasa taslağı hazırlığı yapmış ancak o dönem yasalaşmamıştır. 2022'de Türkiye, FATF tarafından gri listeye alınırken, bu kararda kripto varlık denetimindeki eksikliklerin de etkili olduğu değerlendirilmiştir. Bunun zerine 2023 Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı'nda kripto varlıklara ilişkin yasal düzenlemenin tamamlanması hedefi yer almıştır (KPMG Türkiye, 2024). Nitekim 2023 sonbaharında Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılmasına dair bir kanun teklifi gündeme gelmiştir (KPMG Türkiye, 2024). Bu teklifte; kripto varlık, kripto varlık hizmet sağlayıcı, kripto varlık alım satım platformu gibi tanımların kanuna eklenmesi, SPK'dan izin almadan platform işletmenin yasaklanması, platformların müşteri varlıklarını ayrı hesaplarda tutma zorunluluğu, siber güvenlik tedbirleri ve bağımsız denetim şartları gibi hususlar bulunmaktadır (KPMG Türkiye, 2024). Ayrıca izinsiz faaliyet yürütenlere 3-5 yıl hapis cezası öngörülerek yaptırım tarafı güçlendirilmektedir (KPMG Türkiye, 2024). Bu kanun teklifi yasalaştığında, Türkiye'de kripto borsaları SPK lisansı ile faaliyet gösteren, müşteri varlıklarını teminat altında tutan ve düzenli denetime tabi finansal kurumlar haline gelecektir.

AML boyutunda Türkiye'nin yaklaşımı, MASAK merkezli devam etmektedir. MASAK, kripto şirketlerinden düzenli raporlar

almakta ve ihtiyaç hâlinde bunları kollukla paylaşmaktadır. Örneğın 2022 yılında gerçekleştirilen yasa dışı bahis operasyonlarında, şüphelilerin kripto hesaplarının MASAK iş birliğıyle dondurulduğı ve suç gelirine el konulduğı açıklanmıştır (Emniyet Genel Müdürlüğü, 2022 raporu). Yine terörizmin finansmanı ile mücadele kapsamında MASAK, kripto üzerinden fon toplayan yapıları takip ettiğini bildirmiştir. Uluslararası düzeyde ise Türkiye, 2023'te FATF'nin gri listesinden çıkmak için kripto düzenlemelerini de kapsayan bir dizi adım atmıştır. Mayıs 2024'te FATF, Türkiye'nin ilerleme kaydettiğini belirterek gri listeden çıkardığını açıklamıştır (Taştan, 2025). Bu, kısmen kripto varlık sektörünün de gözetim altına alınmasının bir sonucudur.

Sonuç olarak, Türkiye'de kripto varlıklar konusunda ikili bir yapı söz konusudur: Mevcut durumda MASAK'ın düzenleme ve denetimleri ile AML uyumu sağlanmaya çalışılmakta, yakın gelecekte ise SPK öncülüğünde daha geniş bir yasal ereve uygulamaya konulacaktır. Mevzuat tamamlandığında, kripto hizmet sağlayıcılarının lisanslama, sermaye şartı, operasyonel gereklilikler gibi konularda da yükümlülükleri netleşecektir. Bu aşamaya gelene dek MASAK rehberi ve genel hükümlere dayanılarak denetimler sürdürülmektedir. Türkiye'nin kripto AML yaklaşımı da tıpkı AB ve ABD gibi, "geleneksel finansal kuralları kripto alana uygulama" temelindedir. Örneğın MASAK rehberinde sayılan yükümlülükler banka ve ödeme kuruluşlarıyla aynıdır (Anadolu Ajansı, 2021). Bunun yanı sıra Türkiye, uluslararası iş birliğı mekanizmalarını kullanarak kripto ile ilgili mali suç soruştırmalarına katkı sunmaktadır.

Karşılaştırma Analiz

Yukarıdaki incelemeler, farklı ülke ve kuruluşların kripto varlıklara ilişkin kara para aklamayı nleme yaklaşımlarında hem ortak noktalar hem de ayrışmalar olduğunu göstermektedir. Bu

bölümde FATF, AB, ABD ve Türkiye özelinde çerçeveler karşılaştırmalı olarak değerlendirilecektir.

Standartlar ve Yaklaşım: FATF, küresel bir temel standart koyduğu için, AB'den Türkiye'ye, ABD'den diğer ülkelere kadar her yerde AML tedbirlerinin özünde benzer olması hedeflenmiştir. Nitekim tüm bu aktörler, kripto varlık hizmet sağlayıcılarına müşteri kayıt tutma ve şüpheli işlem raporlama gibi yükümlülükler getirmiştir. Bu anlamda “risk-temelli yaklaşım” evrenseldir: Yüksek riskli görülen kripto işlemlerine karşı daha sıkı tedbirler uygulanması benimsenmektedir. Örneğin hem AB'nin AML direktifleri hem ABD'nin FinCEN rehberleri, kripto şirketlerinin risk değerlendirmesi yapmasını şart koşar. Tüm rejimlerde Travel Rule önem kazanmıştır: AB bunu mevzuata sokmuş, ABD hâlihazırda BSA kapsamında uygulamakta, Türkiye ise henüz yasal olarak zorunlu kılmasa da MASAK rehberiyle en azından platform içi transferlerde gönderici-alıcı bilgisini tutmaktadır.

Kapsam ve Tanımlar: Küresel kripto varlık düzenlemeleri incelendiğinde, AB'nin MiCA ile piyasadaki tüm aktörleri kapsayan bütünlük bir lisanslama rejimi sunduğu; ABD'nin ise yetkiyi SEC, CFTC ve FinCEN gibi kurumlar arasında paylaştıran parçalı bir denetim yapısına sahip olduğu görülmektedir. ABD'deki bu dağınık yapı, yasal boşluklara zemin hazırlarken, Türkiye'nin SPK merkezli ve MiCA uyumlu bir modeli benimsediği gözlemlenmektedir. Düzenleyici mimarideki bu farklılıklara rağmen, tanımlar düzeyinde FATF standartlarına dayalı bir uyum söz konusudur. Türkiye'de 'Kripto Varlık Hizmet Sağlayıcı', AB'de 'Kripto Varlık Hizmet Sağlayıcı (CASP)' ve ABD'de 'VASP' terimlerinin benimsenmesi, AML yükümlülükleri konusunda küresel bir fikir birliğinin varlığını teyit etmektedir.

Uygulama ve Uyum Düzeyi: Yasal metinlerin ötesinde, asıl farklılaşma uygulama ve denetim pratiklerinde gözlemlenmektedir. AB, AMLA aracılığıyla merkezi ve kural bazlı bir denetim

mekanizması kurgularken; ABD, OFAC yaptırımlarını kullanarak piyasa aktörleri üzerinde fiili bir baskı kurma stratejisini benimsemiştir. Örneğin, 2021 yılında Suex OTC'ye uygulanan yaptırımlar, ABD düzenlemelerinin sınır ötesi etkisini kanıtlar niteliktedir (Venable LLP, 2021). Türkiye özelinde ise MASAK denetimleri sürmekle beraber, lisanslama eksikliği nedeniyle yaptırımların kapsamı sınırlı kalmaktadır. Küresel uyum açısından incelendiğinde, FATF'nin 2025 raporları, Travel Rule uygulamasındaki küresel gecikmelerin 'zayıf halka' sorunu yarattığına ve yasa dışı fonların denetimsiz bölgelere akışını kolaylaştırdığına işaret etmektedir. Mevcut konjonktürde AB düzenleyici olgunluk açısından lider konumdayken, ABD ve Türkiye'nin uygulama pratiklerinde kat etmesi gereken mesafeler bulunmaktadır.

Regülasyon Arbitrajı ve Uluslararası İş Birliği: Farklı hukuk sistemlerinin benimsediği ayrışık düzenleyici yaklaşımlar, suç gelirlerinin denetimin daha esnek olduğu yurisdiksiyonlara kayması riskini, yani "regülasyon arbitrajını" beraberinde getirmektedir. Örneğin, AB içerisindeki sıkı düzenlemelerden kaçınan kayıt dışı bir platformun, AB dışı bir ülkede konuşlanarak VPN teknolojileri aracılığıyla Avrupalı yatırımcılara hizmet sunması bu riskin somut bir örneğidir. Bu tür sızıntıların önlenmesi adına uluslararası iş birliği elzemdir. Nitekim FATF, 2025 güncellemesinde "bir ülkedeki düzenleyici başarısızlığın, diğer ülkelerde de sonuç doğuracağını" vurgulayarak küresel bir eylem çağrısında bulunmuştur (FATF, 2025). Transatlantik ilişkiler incelendiğinde, ABD ve AB'nin düzenleyici çerçeveleri birbirine yakınlaştırma eğiliminde olduğu görülmektedir. ABD'nin 2025 tarihli GENIUS Yasası, stabilkoinler için rezerv zorunluluğu, 1'e 1 itfa hakkı ve AML uyumu gibi konularda AB'nin MiCA tüzüğü ile paralellik arz etmektedir (Disparte, 2025). Bu uyum, suç unsurlarının faydalanabileceği yasal boşlukları daraltmaktadır. Ancak Çin'in

yasaklayıcı tutumu ile BAE'nin liberal yaklaşımı gibi küresel ölçekteki farklılıklar, tam bir harmonizasyonun henüz sağlanmadığını göstermektedir. Bu bağlamda, Türkiye gibi FATF üyesi ülkelerin, adli yardımlaşma ve bilgi paylaşımı gibi teknik iş birlikleriyle sınır ötesi vakalarda aktif rol alması kritiktir.

Denetim Kapasitesi ve Teknolojik Altyapı: Düzenleyici etkinliğin bir diğer belirleyicisi ise devletlerin teknolojik denetim kapasitesidir. ABD, Chainalysis ve Elliptic gibi blok zinciri analiz firmalarıyla kurduğu stratejik ortaklıklar sayesinde suç izlerini sürme konusunda yüksek bir yetkinliğe sahipken; bazı AB ülkelerinde bu kapasite daha sınırlı kalabilmektedir. Türkiye'de ise MASAK bünyesinde 2022 yılında bir blok zinciri analiz birimi kurulmuş olsa da, yetmişmiş insan kaynağı kısıtı etkinliği sınırlayan bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Yasal düzenlemelerin varlığı (AB örneği) ile fiili yaptırım gücü (ABD örneği) arasındaki asimetri, sistemin başarısını doğrudan etkilemektedir. İdeal bir denetim ekosistemi için hem yasal altyapının hem de teknolojik uygulama kapasitesinin eş zamanlı geliştirilmesi gerekmektedir.

Sonuç ve Karşılaştırma Özeti: AB, MiCA ile proaktif ve bütüncül bir düzenleyici mimari inşa ederken; ABD, mevcut kurumlarının (FBI, IRS vb.) icracı gücünü kullanarak reaktif ve caydırıcı bir strateji izlemektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalar ise FATF standartlarını referans alarak uyum süreçlerini tamamlamaya çalışmaktadır. Tüm bu aktörlerin ortak paydası, kripto varlıkları finansal sistem disiplinine dahil etmektir. Ancak koordinasyon eksikliği sistemik açıklar yaratmaya devam ettiğinden, FATF'nin 2025'te yaptığı "standartları hızla hayata geçirme" çağrısı, küresel finansal güvenlik açısından hayati önem taşımaktadır.

Yeni Eğilimler ve İleriye Yönelik Zorluklar

Kripto varlık ekosistemi sürekli evrim geçirmekte ve bu durum kara para aklama ile mücadelenin de dinamik bir hedefe

dönüşmesine yol açmaktadır. Önümüzdeki dönemde gerek suçluların kullandığı yöntemlerde gerekse düzenleyici yaklaşımlarda yeni eğilimler belirlemektedir. Bu bölüm, yakın gelecekte öngörülen trendler ve bunların doğuracağı zorlukları ele almaktadır.

Merkeziyetsiz Finans (DeFi) ve DAO'lar: DeFi protokollerinin yaygınlaşması, AML açısından en zorlu alanlardan biri olmayı sürdürecektir. Hiçbir merkezi otoriteye bağlı olmayan, otomatik akıllı sözleşmelerle işleyen finans platformlarında sorumlu muhatap bulmak güçtür. Suçlular, düzenlenmiş borsalar yerine Uniswap, PancakeSwap gibi DEX'leri kullanarak iz bırakmadan varlıklarını takas edebilmektedir. Ayrıca merkeziyetsiz özerk organizasyonlar (DAO) aracılığıyla fon toplayan veya operasyon yürüten yapılar ortaya çıkmıştır. Örneğin bir suç grubu, görünürde yatırım amacıyla bir DAO token ihraç edip, aslında ponzi şeması çalıştırabilir. Bu durumda geleneksel denetim araçları yetersiz kalacaktır. Düzenleyiciler, DeFi alanında teknolojiyle yarışmak zorundadır. Halihazırda FATF, eğer merkeziyetsiz bir platform “etkin bir kontrol veya yönetim” altında ise onu VASP kabul edip sorumlu tutulmasını önermektedir. Ancak gerçekten tamamen dağıtık protokollerde bu mümkün değildir. Bazı ülkeler, DeFi geliştiricilerine belirli kod standartları zorunlu kılmayı veya kullanıcı arayüzlerine KYC eklentisi getirmeyi tartışmaktadır. Bunlar henüz teorik düzeydedir ve uygulanabilirliği tartışmalıdır. Sonuç olarak DeFi, önümüzdeki yıllarda AML/CFT açısından en büyük zorluklardan birini teşkil edecektir.

Yükselen Suç Teknikleri ve Araçları: Suçlular teknolojiyi yakından takip ederek yeni yöntemler geliştirmektedir. Son dönemde yapay zekâ (AI) ve makine öğrenimi teknolojilerinin suç amaçlı kullanımı da gündemdedir. FATF, suçluların yapay zekâdan faydalanarak kripto para ekosisteminde izlerini daha iyi gizlemeye çalışabileceklerine dikkat çekmiştir (FATF, 2025). Örneğin AI

destekli yazılımlarla anormal işlem desenlerini tespit edip, bunlardan kaçınarak “normale benzer” transfer zincirleri oluşturmak mümkün olabilir. Metaverse platformlarında sanal varlık transferlerinin kara para aklama için kullanılabileceği, şimdiden tartışılan bir konudur (FATF, 2025). NFT tabanlı sanal arsalar, oyun içi token’lar vb., suç gelirlerini aklamak için yeni mecralar sunabilir. Örneğin bir suçlu, kendi kontrol ettiği iki cüzdan arasında aslında değersiz bir NFT’yi çok yüksek bedelle alıp satarak illegal gelire yasal bir ticaret süsü verebilir (NFT piyasasında “wash trading” olarak bilinen yöntem). Bu tür durumlar, klasik AML kontrol mekanizmalarının dışında kalmaktadır.

Stablecoin’ler ve CBDC’ler: Son yıllarda stablecoin kullanımı hem yasal hem yasa dışı alanlarda patlama yapmıştır. 2024 itibarıyla Tether (USDT), USD Coin (USDC) gibi dolar bağlı stablecoin’ler kripto piyasasında çok büyük hacim tutmaktadır. FATF’nin 2025 raporu, yasa dışı on-chain faaliyetlerin çoğunun artık stablecoin’leri içerdiğini belirtmiştir (FATF, 2025). Bunun nedeni, suçluların piyasa volatilitésinden kaçınmak istemesidir; örneğin uyuşturucu satışından Bitcoin alan bir kişi, değer dalgalanmasın diye hemen USDT’ye çevirmektedir. Bu durum stablecoin ihraççılarının AML sorumluluğunu gündeme getirir. GENIUS Act gibi yasalarla ABD bu alana el atmıştır. Benzer şekilde AB de MiCA altında e-para token ihraççılarını AML’ye tabi kılmıştır. Ancak stablecoin işlemleri çoğunlukla merkezi borsalar üzerinden değil, direkt kişiden kişiye olabildiği için, bunların takibi ayrı bir çaba isteyecektir. Öte yandan devletlerin çıkarmayı planladığı Merkez Bankası Dijital Paraları (CBDC) da denklemde yeni bir unsurdur. CBDC’ler genellikle merkez bankası tarafından izlenebilir ve kontrollü olacak, dolayısıyla AML açısından avantajlı görülmektedir. Ancak bazı uzmanlar, CBDC kullanımının yaygınlaşmasının suçluları daha da anonim kripto araçlarına yönlendirebileceğini düşünmektedir.

Örneğin eğer Çin dijital yuan ile tüm işlemleri takip ederse, suçlular gizlilik sağlayan kripto paralara yönelebilir.

Düzenleyici Uyum ve Yaptırımların Geleceği: Gelecekte kripto AML alanında daha sert yaptırımlar ve daha geniş iş birliği beklentisi vardır. FATF, üye ülkelere 2025-2026 yol haritası çizerek, uyum göstermeyenleri gri listeye alma dâhil çeşitli tedbirler uygulayacağını belirtmiştir. Hatta bazı yorumcular, kripto AML standartlarına uymayan ülkelere finansal yaptırımların (ör. para transfer kısıtları) gelebileceğini öne sürmektedir. Özel sektör tarafında ise büyük uluslararası borsalar, düzenleyici standartları yüksek olan ülkelere yerleşip itibar kazanma stratejisi güdebilir. Örneğin Binance, uzun süre merkezi belirsiz çalıştıktan sonra Fransa gibi regüle piyasalardan onay alarak gri alandan çıkmaya çalışmaktadır. İleriye dönük bir başka zorluk, uluslararası bilgi paylaşımının ve ortak soruşturmaların hızlandırılması olacaktır. Suç fonları anlık olarak ülkeler arası hareket ettiğinden, Interpol, Europol gibi kuruluşlara ve ulusal mali istihbarat birimleri arasındaki gerçek zamanlı iletişime ihtiyaç artacaktır.

Teknolojik Çözümler: AML cephesinde de teknoloji gelişiyor. Blok zincir analitiği alanında hâlihazırda kullanılan cüzdan izleme, risk skorlama araçları daha da sofistike hale gelecek. Yapay zekâ bu kez düzenleyicilerin elinde, anormal işlemleri tespit etmek için kullanılacak. Örneğin makine öğrenimi ile bir borsanın işlem akışı taranıp, insan gözüyle fark edilmeyecek kadar karmaşık bir layering şeması ortaya çıkarılabilir (şu an bazı pilot çalışmalar var). Ayrıca otomatik kimlik doğrulama, biyometrik doğrulama gibi KYC süreçlerinde yenilikler, kripto platformlarının sahte kimliklerle hesap açılmasını zorlaştırabilir. Bazı projeler, cüzdanlara isteğe bağlı dijital kimlik atamayı ve belli işlemlerde karşı tarafın kimliğini şifreli doğrulamayı içermektedir (ör. ZKP – sıfır bilgi ispatı ile kimlik paylaşmadan yeterlilik ispatlama).

Tüm bu gelişmeler ışığında, geleceğin en büyük sorusu dengeyi bulmak olacaktır: Kripto dünyasındaki inovasyonu tamamen boğmadan, mali suç risklerini minimize edebilmek. Zira fazla baskıcı düzenlemeler inovasyonu kayıt dışına itebilir, çok gevşek bırakmak ise suçlulara alan açabilir. Literatürde de vurgulandığı gibi, düzenleyici çerçevenin esnek ama sağlam olması gerekiyor (Passas, 2025; FATF, 2024). Özellikle Metaverse, Web3 gibi kavramlarla şekillenen yeni dijital ekonomide, kara para aklama ile mücadele kuralları da yenilenmek durumunda kalacak. Örneğin gelecekte bir video oyun içindeki eşyaların alım satımı bile suç gelirlerinin aklanmasına aracılık edebilir; buna karşı bugünden önlem düşünmek gerekecektir.

Sonuç olarak, kripto varlıklar alanında AML/CFT mücadelesi “hareketli bir hedefe ok atmaya” benzetilebilir. Teknoloji ilerledikçe suçlular ve düzenleyiciler sürekli yeni stratejiler geliştirecektir. Bu süreçte uluslararası uyum ve iş birliği her zamankinden kritik hale gelecektir. FATF’nın 2025 açıklamasındaki, “sanal varlıklarda kitlevî benimseme olursa ve düzenlemeler uyumlu gitmezse, yasadışı finans riski katlanarak artabilir” uyarısı bu açıdan dikkate değerdir (FATF, 2025). Geleceğin eğilimleri yakından izlenip, düzenleyici çerçeveler proaktif şekilde güncellendiğinde, kripto varlıkların sunduğu yeniliklerden faydalanırken suç amaçlı kullanımını da asgariye indirmek mümkün olabilecektir.

Sonuç

Kripto varlıklar, finans ve teknoloji dünyasında bir devrim yaratırken, kara para aklama ve terörün finansmanı gibi alanlarda da yeni riskleri beraberinde getirmiştir. Bu çalışmada yapılan incelemeler, kripto ekosisteminin suçlular tarafından nasıl kullanılabildiğini ve buna karşı geliştirilen ulusal/uluslararası düzenleyici çabaları ortaya koymuştur. Anonimlik, sınır tanımayan transfer imkânları, merkeziyetsiz yapılar ve yeni teknolojik araçlar,

kripto varlıkları suç gelirlerinin aklanması için potansiyel olarak cazip kılmaktadır. Özellikle erken dönemlerde Bitcoin işlemlerinin hatırı sayılır bir kısmının illegal faaliyetlerle ilişkili olduğu araştırmalarca gösterilmiştir (Foley vd., 2019). Her ne kadar toplam kripto işlemlerine oranla yasa dışı payı günümüzde düşük kalsa da (Chainalysis, 2023), bu alan hızla büyüyen bir “niş” risk alanı olarak görülmelidir.

Uluslararası toplum, kripto varlıkların AML/CFT boyutunu ele almakta geç kalmamaya çalışmıştır. FATF’nin 2019’da standartlarını güncellemesi ve ardışık rehberlerle üyeleri yönlendirmesi, AB’nin MiCA ve ilgili AML düzenlemelerini yürürlüğe koyması, ABD’nin mevcut yasalarını uygulayarak alanı denetlemesi gibi adımlar, küresel bir çerçeve oluşturma çabasının ürünüdür. Türkiye de bu bağlamda ulusal mevzuatını geliştirerek MASAK eliyle kripto hizmet sağlayıcılarını yükümlü kılmış ve uyumsuzluklara karşı yaptırımlar uygulamaya başlamıştır (Anadolu Ajansı, 2021). Karşılaştırmalı analiz, temel prensiplerde ortaklıklar olsa da uygulamada ülkeler arasında farklılıklar olduğunu göstermektedir. Bu farklılıklar, suçluların en zayıf halka üzerinden sistemde boşluk bulma ihtimalini doğurmaktadır. Dolayısıyla uluslararası koordinasyon ve standardizasyon, kripto varlıklarla mücadelede başarının anahtarı olacaktır. FATF’nin son çağrıları da ülkelerin birlikte hareket etmesinin önemini vurgulamaktadır (FATF, 2025).

Gelecek, hem fırsatlar hem de meydan okumalar barındırmaktadır. DeFi, stablecoin’ler, NFT’ler, metaverse gibi hızla gelişen alanlar, bir yandan finansal inovasyonu ileri taşıırken diğer yandan AML cephelerinde yeni “cepheler” açmaktadır. Suç örgütlerinin yapay zekâ kullanarak izlerini daha sofistike biçimde gizlemeye çalışması gibi olasılıklar, düzenleyicilerin de teknolojik kapasitesini artırmasını gerektirecektir (FATF, 2025). Bu anlamda, kamu otoriteleri ile blockchain analitik şirketleri ve akademi

arasında iş birliği kritik olacaktır. Aynı şekilde, kripto sektörünün kendisi de çözümün parçası olmalıdır. Nitekim birçok büyük platform, sektör standartları ve bilgi paylaşım ağları oluşturarak kötü aktörleri sistemden çıkarmaya çalışmaktadır.

Sonuç olarak, kripto varlıkların kara para aklama bağlamında teşkil ettiği riskler, dinamik ve proaktif bir gözetim mekanizması ile yönetilebilir niteliktedir. Teknolojik inovasyon döngülerinin suç yöntemlerinin önünde gitme potansiyeli, düzenleyici çerçevelerin esnek ve adaptif bir yapıya kavuşturulmasını zorunlu kılmaktadır. Mevcut düzenlemelerin büyük bir kısmı son 2-3 yılın ürünü olup, önümüzdeki dönemde ortaya çıkacak yeni ihtiyaçlara binaen revize edilmeye açıktır. Yakın gelecekte 'Merkeziyetsiz Borsalar (DEX) için Şüpheli İşlem Algoritmaları' gibi teknolojik denetim araçlarının yasal zorunluluk haline gelmesi muhtemeldir. Düzenleyici otoritenin temel sorunsalı, inovasyon ile güvenlik arasındaki hassas dengeyi tesis etmektir. Kripto varlıkların sunduğu finansal kapsayıcılık ve verimlilik fırsatları ile barındırdığı riskler, birbirini tamamlayan ikili bir yapı arz etmektedir. Bu nedenle düzenleyicilerin, aşırı kısıtlayıcı tedbirlerle inovasyonu kayıt dışı alanlara itmekten kaçınması, ancak serbestiyet adına suç ekonomisine zemin hazırlamaması gerekmektedir. Akademik literatür ve uluslararası raporlar, çözümün 'dengeli regülasyon' ve 'güçlü küresel iş birliği' ekseninde olduğu konusunda birleşmektedir (Passas, 2025; FATF, 2024). Bu dengeyi sağlayabilen ülkeler, dijital finansın ekonomik avantajlarından yararlanırken, mali suçlarla etkin mücadeleyi sürdürebilecektir. Kararlı ve iş birliğine dayalı politikalarla desteklenen bir süreç, daha şeffaf ve güvenli bir dijital finansal ekosistemin inşasını mümkün kılacaktır.

Kaynakça

- Al-Tawil, T. N. (2022). Anti-money laundering regulation of cryptocurrency: UAE and global approaches. *Journal of Money Laundering Control*, 26(6), 1150–1164.
- Allen, H. J. (2021). Regulating cryptocurrencies: Striking a balance between innovation and risk mitigation.
- Alotibi, J., Almutanni, B., Alsubait, T., Alhakami, H., & Baz, A. (2022). Money laundering detection using machine learning and deep learning. *International Journal of Advanced Computer Science and Applications*, 13(10). <https://doi.org/10.14569/IJACSA.2022.0131087>
- Anadolu Ajansı. (2021, Aralık 25). Türkiye’de kripto varlık platformlarına yönelik ilk ceza geldi. <https://www.aa.com.tr/tr/gundem/turkiyede-kripto-varlik-platformlari-na-yonelik-ilk-ceza-geldi/2457158>
- Bromberg, L., Godwin, A., & Ramsay, I. (2020). Regulating cryptocurrencies in the global banking industry: Emerging issues and future challenges. *Journal of Financial Regulation*, 6(1), 143–156.
- BTCHaber. (2022, Şubat 17). Türkiye’de dört kripto para borsasına 18 milyon TL ceza. *BTCHaber*. <https://www.btchaber.com/dort-kripto-para-borsasina-18-milyon-tl-ceza/>
- Chainalysis. (2023, Ocak 12). 2023 crypto crime trends: Illicit cryptocurrency volumes reach all-time highs. *Chainalysis Blog*. <https://blog.chainalysis.com/reports/2023-crypto-crime-report-introduction/>
- Disparte, D. (2025, Eylül 17). How the US GENIUS Act and EU’s MiCA signal transatlantic convergence on crypto rules. *World Economic Forum*. <https://www.weforum.org/agenda/2025/09/us-genius-act-eu-mica-crypto-rules>

- European Commission. (2023). Crypto-assets – Markets in Crypto-assets (MiCA) regulation. Retrieved from https://finance.ec.europa.eu/digital-finance/crypto-assets_en
- FATF. (2019). Guidance for a risk-based approach to virtual assets and virtual asset service providers. Paris, France: FATF.
- FATF. (2020). Virtual assets – Red flag indicators of money laundering and terrorist financing. Paris, France: FATF.
- FATF. (2024). Virtual assets: Targeted update on implementation of the FATF standards on VAs and VASPs. Paris, France: FATF.
- FATF (2025). FATF urges stronger global action to address illicit finance risks in virtual assets [Basın bülteni]. Paris, France: FATF.
- Foley, S., Karlsen, J. R., & Putniņš, T. J. (2019). Sex, drugs, and Bitcoin: How much illegal activity is financed through cryptocurrencies? *The Review of Financial Studies*, 32(5), 1798–1853.
- KPMG Türkiye. (2024). Kripto varlıklara ilişkin düzenlemeler raporu. İstanbul: KPMG Türkiye.
- MASAK. (2021). Kripto varlık hizmet sağlayıcılar rehberi. Ankara: Mali Suçları Araştırma Kurulu.
- Passas, N. (2025). Cryptocurrencies, blockchain, and financial crimes. *International Journal of Criminology and Sociology*, 14(Special Issue), 94–105.
- Taştan, F. G. (2025). Kripto varlık kanunu ve ilgili düzenlemeler. *fgtastan.com*. <https://fgtastan.com/wiki/kripto-varlik-kanunu/>
- U.S. Department of the Treasury. (2023, Nisan). Illicit finance risk assessment of decentralized finance. Washington, DC: U.S. Department of the Treasury.

Venable LLP. (2021, Ekim). Do you deal with the virtual currency industry? If so, beware of potential OFAC sanctions issues. *Venable Insights.*
<https://www.venable.com/insights/publications/2021/10/do-you-deal-with-the-virtual-currency-industry>

BÖLÜM 15

BANKALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARININ STANDART SAPMA VE MEREC TABANLI COCOSO YÖNTEMLERİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ

Dr. Öğr. Üyesi Okan DAĞ¹

Giriş

Bankacılık sektörü ülkelerin finansal sağlığını ifade eden en kıymetli göstergelerden biridir. Bankacılık sektörü, finansal sistemin devamlılığı ve ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği bakımından önemli bir rol üstlenmektedir. Finansal aracılık işlevinin etkin biçimde üstlenilmesi, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi, risklerin dağıtılması ve ödeme sistemlerinin kesintisiz işlemesi büyük ölçüde bankaların sergileyecekleri performanslara bağlıdır. Bu bağlamda bankacılık sektöründe faaliyet gösteren kurumların finansal performanslarının izlenmesi, değerlendirilmesi ve karşılaştırılması önemli bir araştırma alanı hâline gelmiştir.

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık, Orcid: 0000-0001-9756-722X

Bankaların performansı, yalnızca kârlılık göstergeleri veya bilanço büyüklükleri üzerinden değil aynı zamanda hizmet kriterleri bakımından da ele alınması gereken çok değişkenli bir kavramdır. Günümüzde performans, likidite durumu, varlık kalitesi, mevduat, operasyonel verimlilik ve hizmet kalitesi gibi farklı kriterlerin birlikte değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu birden fazla değişkenin aynı anda ve birlikte ele alınması zorunluluğu, bankaların finansal performanslarının belirlenmesinde geleneksel tek değişkenli analizlerin yetersiz kaldığını ortaya koymuş; çok kriterli analiz yaklaşımlarının kullanımını mecbur hale getirmiştir.

Bankaların finansal açıdan değerlendirilmesi, yöneticilerin stratejik karar alma süreçlerine kapsamlı ve veri temelli bir çerçeve sunarak kurumsal etkinliğin artırılmasına katkı sağlamaktadır. Bu değerlendirme sürecinde finansal durum hakkında fikir oluşturabilecek temel performans göstergeleri bütüncül bir şekilde ele alınmaktadır. Söz konusu göstergeler, bankaların büyüklüğünü, finansal dayanıklılığını, kârlılık düzeyini ve operasyonel kapasitesini yansıtan kritik bileşenler olarak karar verme mekanizmalarına doğrudan bilgi sağlamaktadır.

Bu çalışmada, KAP'ta listelenen ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren mevduat bankalarına ilişkin performans değerlendirmesi gerçekleştirilmiştir. 2024 yılına dair elde edilen veriler çok kriterli karar verme yöntemleri ile analiz edilmiş ve bankaların sıralaması gerçekleştirilmiştir.

Literatür İncelemesi

Bu bölümde çalışmada kullanılmış olan yöntemler ile ilgili yapılmış olan bazı çalışmalar detaylı bir biçimde incelenmiştir.

Çalışkan ve Eren (2016) tarafından yapılan çalışmada, bankalar aktif büyüklüklerine göre değerlendirilmiştir. 2010-2014 yıllarına ait verilerin değerlendirildiği çalışmada ilk olarak AHP yöntemi ile kriter ağırlıkları belirlenmiştir. İkinci adımda PROMETHEE yöntemi ile alternatiflerin sırlanması yapılmıştır. Yapılan analiz neticesinde Ziraat Bankası ilk sırada yer almıştır.

Vergili (2017) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'da listelenen mevduat bankalarının finansal performanslarının analiz edilmesi amaçlanmıştır. 15 adet orandan yararlanılan çalışmada 2009-2013 yıllarına ait veriler baz alınmıştır. Çalışmanın analizi sırasında TOPSIS yönteminden yararlanılmıştır. Analiz neticesinde finansal performans yönünden Denizbank ilk sırada, Tekstilbank ise sonuncu sırada yer almıştır.

Yıldırım ve Demirci, (2017) tarafından yapılan çalışmada, kamu ve özel sermayeli bankaların performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır. 32 kriterin baz alındığı çalışmada TOPSIS ve TOPSIS M yöntemlerinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz neticesinde TOPSIS M yönteminin performans değerlendirilmesi sırasında başarılı sonuçlar verdiği sonucuna varılmıştır.

Ayçin ve Orçun (2019) tarafından yapılan çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının performans değerlendirilmesinin yapılması amaçlanmıştır. 2016-2017 verilerinin değerlendirildiği çalışmada kıstas olarak şube sayısı 500’ün üzerinden olan bankalar çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada ilk olarak Entropi yöntemi ile kriter ağırlıkları belirlenmiş olup bir sonraki adımda ise MAIRCA yöntemi ile alternatiflerin sıralanması işlemi gerçekleştirilmiştir. Yapılan analiz neticesinde en başarılı performansı gösteren banka Ziraat Bankası, en kötü performansı gösteren banka ise Vakıflar Bankası olmuştur.

Toprak ve Çanakçıoğlu (2019) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır. 11 bankanın 2017 verilerinin baz alındığı çalışmada ilk adımda Entropi yöntemi ile kriter önem dereceleri belirlenmiş olup; daha sonra COPRAS yöntemi ile alternatifler sıralanmıştır.

Ak, vd. (2021) tarafından yapılan çalışmada BIST’te işlem gören mevduat bankalarının değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. 9 bankanın baz alındığı çalışmada 2009-2019 yıllarına ait verilerden yararlanılmıştır. Finansal göstergelerin baz alındığı çalışmada analiz olarak COPRAS yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucuna bakıldığında Türkiye Garanti Bankası çoğunlukla ilk üç sıra içerisinde yer alırken, Şekerbank çoğunlukla son sıralarda yer almıştır.

Yetiz ve Kılıç (2021) tarafından yapılan çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren kamu ve özel sermayeli mevduat bankalarının finansal performanslarının analiz edilmesi amaçlanmıştır. 15 bankanın baz alındığı çalışmada 2015-2019 yıllarına ait verilerden yararlanılmış olup analiz esnasında VIKOR yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Ziraat Bankası en iyi performansı sergileyen banka olmuştur.

Yılmaz ve Yakut (2021) tarafından yapılan çalışmada, bankaların finansal performansının değerlendirilmesi amaçlanmıştır. bu bağlamda BIST’te işlem gören 22 bankanın 2009-2018 yıllarına ait verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın analizi iki adımdan oluşmakta ve ilk adımında Entropi yöntemi ile kriter ağırlıkları belirlenmiştir. Kriter ağırlıklarının belirlenmesinin ardından alternatifler TOPSIS ve VIKOR yöntemleri kullanılarak sıralanmıştır.

Akkaya ve Avşarlıgil (2025) tarafından yapılan çalışmada mevduat bankalarının performanslarının analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla, 12 banka 6 kriter eşliğinde değerlendirilmiştir. 2022-2023 yıllarının baz alındığı çalışmada Entropi yöntemi ile kriter ağırlıkları belirlenirken ARAS ve WASPAS yöntemleriyle alternatifler sıralanmıştır.

Veri Seti ve Metodoloji

Çalışmanın analizi sırasında Türkiye’de faaliyet gösteren 8 mevduat bankasına ait verilerden yararlanılmıştır. Analiz sırasında

bankalara ait 2024 yılına ait veriler kullanılmıştır. Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)'tan elde edilen veriler doğrultusunda bankaların finansal performansları analiz edilmiştir.

Kriterlerin önem derecesinin birbirinden farklı olabileceği düşünüldüğünden çalışmanın ilk aşamasında kriter önem dereceleri belirlemiştir. Bu aşamada Standart Sapma ve MEREK olmak üzere iki farklı kriter ağırlıklandırma yöntemi kullanılmıştır. Çalışma bu yönüyle literatürde yapılmış diğer performans analizi çalışmalarından ayrılmaktadır. Çalışmanın ikinci adımında ise alternatifler sıralanmıştır. Bu aşamada ise çok kriterli karar verme tekniklerinden biri olan CoCoSo'dan yararlanılmıştır.

Çalışmada kullanılmış olan ağırlıklandırma teknikleri ve sıralama tekniği sırasıyla aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Standart Sapma Yöntemi

Çoğunlukla risk hesaplamalarında tercih edilen Standart Sapma yöntemi, çok kriterli karar verme problemlerinde kriter ağırlıklarının saptanmasında da sıklıkla kullanılmaktadır. Bu sayede ağırlıklar kriterlerin alternatifler içindeki dağılımına göre belirlenebilmektedir (Diakoulaki vd., 1995). Standart Sapma yöntemi sayesinde kriterler fayda-maliyet yönlü oluşuna göre farklı formülasyonlar uygulanarak normalize edilebilmektedir. Bu yöntemde kriter önem dereceleri matriste yer alan her bir kriterin standart sapması hesaplanarak elde edilmektedir.

SD yönteminin adımları aşağıda detaylı olarak aktarılmıştır (Diakoulaki vd. 1995; Demir vd. 2021).

- **Adım 1. Karar Matrisinin Oluşturulması**

Bu adımda m adet satır ve n adet sütundan meydana gelen mxn boyutlarında karar matrisi oluşturulmaktadır. Oluşturulan karar matrisi Eşitlik 1'deki gibi gösterilmektedir.

$$X = [x_{ij}]_{m \times n} = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & x_{2n} \\ x_{m1} & x_{m2} & x_{mn} \end{bmatrix} \quad (1)$$

Matristeki x_{ij} değeri i. karar alternatifinin j. kriter kapsamında değerini ifade etmektedir.

- **Adım 2. Karar Matrisinin Normalize Edilmesi**

Bu adımda karar matrisinde bulunan değerler fayda ya da maliyet yönlü olmasına göre sırasıyla Eşitlik 2 ve Eşitlik 3'ten yararlanılarak normalize edilmektedir.

$$x_{ij}^* = \frac{x_{ij} - x_j^{\min}}{x_j^{\max} - x_j^{\min}} \quad (2)$$

$$x_{ij}^* = \frac{x_j^{\max} - x_{ij}}{x_j^{\max} - x_j^{\min}} \quad (3)$$

- **Adım3. Standart Sapma Değerlerinin Hesaplanması**

Bu adımda normalize karar matrisinde bulunan değerler üzerinden her bir kritere ait standart sapmalar Eşitlik 4 yardımı ile hesaplanmaktadır.

$$\sigma_j = \sqrt{\frac{(r_{ij} - \bar{r}_{ij})^2}{m}} \quad (4)$$

- **Adım4. Kriter Ağırlıklarının Hesaplanması**

Bu adımda Eşitlik 4 yardımıyla elde edilen standart sapma değerleri Eşitlik 5 kullanılarak kriter ağırlıklarının elde edilmesinde kullanılmaktadır.

$$w_j = \frac{\sigma}{\sum_{i=1}^n \sigma_j} \quad (5)$$

MEREC Yöntemi

Çok kriterli karar verme (ÇKKV) problemlerinde kriter önem derecelerinin belirlenmesi, alternatiflerin doğru ve tutarlı biçimde değerlendirilebilmesi için kritik öneme sahiptir. Bu bağlamda kriter ağırlıklarının nesnel olarak hesaplanmasında kullanılan MEREC (Method based on the Removal Effects of Criteria) yöntemi, karar matrisindeki her bir kriterin alternatiflerin genel performansına yaptığı katkıyı ölçerek ağırlık belirleyen yenilikçi bir yaklaşımdır.

Keshavarz-Ghorabae ve arkadaşları tarafından ortaya atılan yöntemde, başlangıç olarak tüm kriterlerin dahil edildiği bir karar matrisi oluşturulmakta ve alternatiflerin toplam performansı hesaplanmaktadır. Bu adımın ardından her bir kriter sırayla matristen çıkarılır ve alternatif performanslar yeniden hesaplanarak kriterin çıkarılmasının performansı ne ölçüde değiştirdiği analiz edilmektedir. MEREC, varyans veya entropi gibi istatistiksel

ölçütlere değil, doğrudan “karar çıktısına etki” kavramına dayanır. (Keshavarz-Ghorabae vd., 2021).

MEREC yöntemine ait uygulama adımlarına aşağıda detaylı bir şekilde yer verilmiştir (Keshavarz-Ghorabae vd., 2021).

- **Adım 1. Karar Matrisinin Oluşturulması**

İlk adımda m adet satır ve n adet sütundan meydana gelen mxn boyutlarında karar matrisi oluşturulmaktadır. Oluşturulan karar matrisi Eşitlik 6’deki gibi formülize edilmektedir.

$$X = [x_{ij}]_{m \times n} = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & x_{2n} \\ x_{m1} & x_{m2} & x_{mn} \end{bmatrix} \quad (6)$$

- **Adım 2. Karar Matrisinin Normalize Edilmesi**

Bu adımda karar matrisinde bulunan tüm değerler kriterlerin fayda ve maliyet yönlü olmasına göre sırasıyla Eşitlik 7 ve Eşitlik 8 yardımıyla normalize edilmektedir.

$$n_{ij} = \frac{\min_j x_{ij}}{x_{ij}} \quad (7)$$

$$n_{ij} = \frac{x_{ij}}{\max_j x_{ij}} \quad (8)$$

- **Adım 3. Alternatiflerin Toplam Performans (S_j) Değerlerinin Hesaplanması**

Alternatiflere ait toplam performans değerlerinin hesaplanması sırasında Eşitlik 9 kullanılmaktadır.

$$S_i = \ln (1 + (\frac{1}{m} \sum_j \ln (d_{ij}^*) I)) \quad (10)$$

- **Adım 4. Alternatiflerin Performans Değerindeki Değişikliklerin (S_j) Hesaplanması**

Her bir kriterin değerinin çıkartılarak alternatiflerin performans değerindeki değişiklikler Eşitlik 11 yardımıyla elde edilmektedir.

$$S_i = \ln (1 + (\frac{1}{m} \sum_{k, k \neq j} \ln (d_{ik}^*) I)) \quad (11)$$

- **Adım 5. Mutlak Sapmaların Hesaplanması**

Bu adımda kriterin kendisi üzerindeki çıkartılma etkisi hesaplanmaktadır. Bu adımda elde edilecek değerler için Eşitlik 12'den yararlanılmaktadır.

$$E_j = \sum_i |S'_{ij} - S_i| \quad (12)$$

- **Adım 6. Kriter Ağırlıklarının Hesaplanması**

Son adımda kriter ağırlıklarının hesaplanması sırasında Eşitlik 13'ten yararlanılmıştır.

$$w_j = \frac{E_j}{\sum_k E_k} \quad (13)$$

CoCoSo Yöntemi

CoCoSo (Combined Compromise Solution) yöntemi, çok kriterli karar verme problemlerinde alternatifleri daha dengeli ve güvenilir biçimde sıralamak amacıyla Yazdani ve Diğdem tarafından

geliştirilen bir yöntemdir. Yöntem, temel olarak üç farklı değerlendirme yaklaşımını aynı yapı içinde birleştirir: (i) ağırlıklı toplam modeli, (ii) ağırlıklı çarpım modeli ve (iii) uyum-uzlaşma temelli değerlendirme modeli.

İlk aşamada, karar matrisi normalize edilmekte ve her alternatif için hem toplamsal hem çarpımsal performans değerleri hesaplanmaktadır. Daha sonra bu iki yaklaşımın sonuçları, alternatiflerin kriter ağırlıklarına göre birleştirilir ve sentezlenmiş bir performans göstergesi elde edilir. CoCoSo'nun en önemli katkılarından biri, ağırlıklı toplam ve ağırlıklı çarpım modeli yöntemlerinin güçlü yanlarını bir araya getirerek hem doğrusal hem de çarpımsal bilgi içeren hibrit bir yapıyla kararlılığı artırmasıdır. Ek olarak yöntem, alternatiflerin nihai skorunu hesaplamak için üç farklı uzlaşmacı ölçüt kullanarak karar vericinin farklı bakış açılarını dengeleyen bir değerlendirme mekanizması sunmaktadır. Bu bağlamda CoCoSo yöntemi, farklı skorlandırma modellerinin avantajlarını birleştiren bütünleşik yapısıyla ÇKKV literatüründe geniş kabul gören etkili bir sıralama tekniği haline gelmiştir (Yazdani vd., 2019; Keshavarz-Ghorabae vd., 2021).

CocoSo yönteminin uygulama adımları aşağıda detaylı şekilde verilmiştir (Topal, 2021).

- **Adım 1. Karar Matrisinin Oluşturulması**

Oluşturulan karar matrisi Eşitlik 14'teki gibi sembolize edilmektedir.

$$X = [x_{ij}]_{m \times n} = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & x_{2n} \\ x_{m1} & x_{m2} & x_{mn} \end{bmatrix} \quad (14)$$

- **Adım 2. Normalize Edilmiş Karar Matrisinin Oluşturulması**

Karar matrisinde yer alan tüm değerler ilgili oldukları kriterin fayda ya da maliyet yönlü oluşuna göre sırasıyla Eşitlik 15 ve Eşitlik 16'ya göre normalize edilmektedir.

$$f_{ij} = \frac{y_{ij} - \min y_{ij}}{\max y_{ij} - \min y_{ij}} \quad (15)$$

$$f_{ij} = \frac{\max y_{ij} - y_{ij}}{\max y_{ij} - \min y_{ij}} \quad (16)$$

- **Adım 3. Ağırlıklı Karşılaştırılabilirlik S_i ve P_i Değerinin Bulunması**

Ağırlıklı karşılaştırılabilirlik değeri ve her bir alternatif için karşılaştırılabilirlik dizilerinin güç ağırlığı değeri Eşitlik 17 ve Eşitlik 18 yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$S_i = \sum_{j=1}^n (w_j g_{ij}) \quad (17)$$

$$P_i = \sum_{j=1}^n (f_{ij})^{w_j} \quad (18)$$

Formüllerde ifade edilen w_j değeri kriterlerin önem derecelerini simgelemektedir.

- **Adım 4. Alternatiflerin Göreceli Ağırlıklarının Hesaplanması**

Bu adımda alternatiflerin göreceli ağırlıkları hesaplanmaktadır. Bu hesaplama üç farklı eşitlik kullanılarak yapılmaktadır. Bu değerlerin hesaplanması sırasında Eşitlik 19, Eşitlik 20 ve Eşitlik 21’den yararlanılmaktadır. Eşitlik 21’de yer alan λ değeri $0 \leq \lambda \leq 1$ arasında bir değeri ifade etmektedir. Literatürde genel olarak 0,5 değeri baz alınmaktadır.

$$k_{ia} = \frac{P_i + S_i}{\sum_{i=1}^m (P_i + S_i)} \quad (19)$$

$$k_{ib} = \frac{S_i}{\min S_i} + \frac{P_i}{\min P_i} \quad (20)$$

$$k_{ic} = \frac{\lambda (S_i) + (1-\lambda)(P_i)}{\lambda (\max S_i) + (1-\lambda)(\max P_i)} \quad (21)$$

- **Adım 5. Alternatiflerin Sıralanması**

Eşitlik 22 kullanılarak alternatiflerin sıralaması gerçekleştirilmiştir. Alternatifler büyükten küçüğe doğru sıralanırken; en yüksek değere sahip alternatif en iyi, en düşük değere sahip alternatif ise en kötü alternatifi temsil etmektedir.

$$k_i = (k_{ia} k_{ib} k_{ic})^{1/3} + \frac{1}{3} (k_{ia} + k_{ib} + k_{ic}) \quad (22)$$

UYGULAMA

Çalışmanın ilk aşamasında kriter ağırlıklarının belirlenmesi adımı Standart Sapma (SD) ve MEREC yöntemleri

uygulanmıştır. Bu yöntemlerin uygulama adımlarına geçmeden önce çalışmada kullanılan kriterler ve kriterlere ait bilgiler aşağıda sunulmuştur.

Tablo 1. Kriter Bilgileri

Kriter Kodu	Kriter Adı	Kriter Türü
K1	Toplam Varlıklar	Fayda Yönlü
K2	Toplam Mevduat	Fayda Yönlü
K3	Toplam Özkaynak	Fayda Yönlü
K4	Dönem Net Kar/Zarar	Fayda Yönlü
K5	Net Faiz Geliri	Fayda Yönlü
K6	Şube Sayısı	Fayda Yönlü
K7	Personel Sayısı	Fayda Yönlü

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kriter Açıklamaları

Toplam Varlıklar: Toplam varlıklar, bir işletmenin sahip olduğu tüm ekonomik kaynakların parasal değerini ifade eder ve bilançonun en temel unsurlarından biridir. İşletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi, gelir yaratabilmesi ve borçlarını karşılayabilmesi için kullandığı tüm kaynakları kapsadığı için finansal performans bakımından önemli bir göstergedir.

Toplam Mevduat: Toplam mevduat, özellikle bankacılık sektöründe bir finansal kurumun müşterilerinden topladığı tüm tasarrufların ve fonların toplamını ifade eder ve bankanın en önemli kaynak kalemidir. Bir bankanın toplam mevduatı hem büyüklüğünün

hem de fon toplama kapasitesinin temel göstergelerinden biri olduğundan finansal performans açısından kritik öneme sahiptir.

Toplam Özkaynak: Toplam özkaynak, bir işletmenin varlıklarından borçlar çıkarıldıktan sonra sahiplerine ait olan net değeri ifade eder ve işletmenin finansal sağlamlığının en temel göstergelerinden biridir. Özkaynak düzeyi, işletmenin faaliyetlerini ne kadarını kendi iç kaynaklarıyla finanse ettiğini gösterdiği için finansal riskin ve borçluluk seviyesinin değerlendirilmesinde kritik rol oynar.

Dönem Net Kâr/Zarar: Dönem net kâr/zarar, bir işletmenin belirli bir faaliyet döneminde tüm gelirlerinden tüm giderlerini ve vergilerini çıkardıktan sonra elde ettiği nihai finansal sonucu ifade eder ve işletmenin kârlılık performansını en doğrudan gösteren göstergedir.

Net Faiz Gelirleri: Net faiz geliri, özellikle bankacılık sektöründe bir finansal kurumun kredi ve diğer faiz getirili varlıklardan elde ettiği faiz gelirleri ile mevduat ve diğer yükümlülükler için ödediği faiz giderleri arasındaki farkı ifade eder ve bankanın temel faaliyet kârlılığının en önemli göstergelerinden biridir.

Şube Sayısı: Şube sayısı, özellikle bankacılık ve perakende gibi geniş müşteri ağına dayalı sektörlerde bir kuruluşun fiziksel hizmet kapasitesini ve coğrafi erişimini gösteren önemli bir performans göstergesi olarak kabul edilmektedir. Şube sayısının

fazla olması, kurumun daha geniş bir müşteri kitlesine ulaşabildiğini, hizmet çeşitliliğini artırabildiğini ve pazarda daha güçlü bir konum elde ettiğini gösterebilmektedir. Aynı zamanda şube ağı, mevduat toplama, kredi verme ve müşteri ilişkilerini güçlendirme gibi temel faaliyetlerin etkin yürütülmesinde kritik rol oynamaktadır.

Personel Sayısı: Personel sayısı, bir işletmenin insan kaynağı kapasitesini ve operasyonel faaliyetlerini sürdürebilme gücünü gösteren temel göstergelerden biridir. Yeterli ve nitelikli personel, işletmenin üretim, hizmet sunumu, müşteri ilişkileri ve yönetim süreçlerini etkin şekilde yürütebilmesi için kritik öneme sahiptir. Personel sayısının artması, işletmenin büyüme, genişleme veya hizmet kapasitesini artırma eğiliminde olduğunu gösterirken; aynı zamanda işçilik maliyetlerinin yükselmesi nedeniyle kârlılık üzerinde baskı oluşturabilir. (Yapmış olduğumuz çalışmada personel sayısı kriteri fayda yönlü olarak ele alınmıştır.)

ANALİZ VE BULGULAR

Analiz sırasında ilk olarak Standart Sapma ve MEREC yöntemleriyle olmak üzere iki farklı ağırlıklandırma yöntemine ait kriter ağırlıklarının saptanması amaçlanmıştır. Kriter ağırlıklarını elde edilmesinin ardından bu ağırlıklar CoCoSo yönteminde kullanılarak alternatiflerin sıralanması adımına geçilecektir. Bu bağlamda ilk olarak alternatiflerin ve kriterlerin yer aldığı karar matrisine Tablo 2’de yer verilmiştir.

Tablo 2. Karar Matrisi

BANKA LAR	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7
AKBAN	2.653.105	1.632.597	240.383.	42.362.	70.087.9	69	127
K T.A.Ş.	.361	.385	648	192	16	4	78
QNB							
BANK	1.555.092	878.434.7	119.030.	36.181.	74.609.3	42	104
A.Ş.	.527	25	646	568	83	6	33
TÜRKİY E GARAN Tİ							
BANKAS	3.002.579	2.154.347	331.408.	92.178.	216.038.	79	229
İ A.Ş.	.379	.642	618	886	499	0	85
TÜRKİY E HALK							
BANKAS	3.143.858	2.460.620	169.936.	23.227.	43.061.2	10	215
İ A.Ş.	.750	.455	117	046	64	92	20
TÜRKİY E İŞ							
BANKAS	3.860.698	2.179.417	372.712.	63.767.	79.465.9	10	205
İ A.Ş.	.321	.530	114	253	23	34	60
TÜRKİY E VAKIFL AR							
BANKAS	4.093.575	2.559.710	236.198.	53.316.	107.355.	96	182
İ T.A.O.	.481	.531	727	801	802	3	09
YAPI VE KREDİ							
BANKAS	2.553.880	1.374.257	192.813.	29.018.	88.646.6	77	144
İ A.Ş.	.784	.403	546	992	32	2	02

*Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Standart Sapma Yöntemi ile Kriter Ağırlıklarının Hesaplanması

Standart Sapma (SD) yönteminden yararlanılarak elde edilen kriter ağırlıklarına Tablo 3’te yer verilmiştir.

Tablo 3. Standart Sapma Yöntemi ile Elde Edilen Kriter Ağırlıkları

	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7
Ağırlıklı	0,21975	0,14076	0,11178	0,12964	0,14238	0,15964	0,09601
ar	32	51	71	77	64	59	47
Sırala	1	4	6	5	3	2	7
ma							

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Standart Sapma yönteminden elde edilen kriter ağırlıklarına bakıldığında en yüksek önem derecesine sahip kriter “*Toplam Varlıklar*” kriteri çıkarken, en düşük önem derecesine sahip kriter ise “*Personel Sayısı*” olmuştur.

MEREC Yöntemi ile Kriter Ağırlıklarının Hesaplanması

MEREC yöntemi kullanılarak elde edilen kriter ağırlıklarına Tablo 4’te yer verilmiştir. Kriter ağırlıklarının hesaplanması sırasında Tablo 2’de yer alan karar matrisi verilerinden yararlanılmıştır.

Tablo 4. MEREC Yöntemi ile Elde Edilen Kriter Ağırlıkları

	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7
Ağırlıklı	0,18041	0,09840	0,10633	0,18866	0,18014	0,13325	0,11279
ar	02	33	37	03	31	39	55
Sırala	2	7	6	1	3	4	5
ma							

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

MEREC yöntemi kullanılarak elde edilen kriter ağırlıklarına bakıldığında, “*Dönem Net Kâr/Zarar*” kriterinin en yüksek önem derecesine sahip olduğu görülürken, en düşük önem derecesine sahip kriter “*Toplam Mevduat*” kriteri olmuştur.

Standart Sapma Tabanlı CoCoSo Yöntemi ile Alternatiflerin Sıralanması

CoCoSo yönteminin kullanılması esnasında yararlanılacak olan karar matrisine Tablo 2’de yer verilmiştir. Bundan dolayı analizin ikinci adım olan normalize edilmiş karar matrisinin oluşturulması adımımdan devam edilmektedir. Eşitlik 15’ten yararlanılarak oluşturulan normalize edilmiş karar matrisi Tablo 5’te gösterilmektedir.

Tablo 5. Normalize Edilmiş Karar Matrisi

BANKALAR	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7
AKBANK T.A.Ş.	0,4325 47	0,4485 66	0,4783 68	0,2775 15	0,1562 44	0,4024 02	0,1868 23
QNB BANK A.Ş.	0,0000 00	0,0000 00	0,0000 00	0,1878 78	0,1823 83	0,0000 00	0,0000 00
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	0,5702 17	0,7588 96	0,8371 84	1,0000 00	1,0000 00	0,5465 47	1,0000 00
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	0,6258 72	0,9410 63	0,2006 67	0,0000 00	0,0000 00	1,0000 00	0,8832 86
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	0,9082 61	0,7738 07	1,0000 00	0,5879 50	0,2104 59	0,9129 13	0,8068 04
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	1,0000 00	1,0000 00	0,4618 71	0,4363 88	0,3716 94	0,8063 06	0,6195 03
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	0,3934 59	0,2949 09	0,2908 49	0,0840 00	0,2635 34	0,5195 20	0,3162 05

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Karar matrisinin normalize edilmesi aşamasında çalışmada kullanılan tüm kriterlerin fayda yönlü olmasından dolayı Eşitlik 15'ten yararlanılmıştır.

Normalizasyon işleminin ardından Standart Sapma yönteminden elde edilmiş olan kriter ağırlıklarından yararlanılarak ağırlıklı karşılaştırılabilirlik S_i ve P_i değerinin bulunması adımına geçilmiştir. S_i değerinin elde edilmesi sırasında Eşitlik 17'den, P_i değerinin elde edilmesi sırasında Eşitlik 18'den yararlanılmıştır. Hesaplanan değerler Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6. Ağırlıklı Karşılaştırılabilirlik S_i ve P_i Değerleri

BANKALAR	S_i	P_i
AKBANK T.A.Ş.	0,352077	5,9765392
QNB BANKA.Ş.	0,050327	1,5899458
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	0,781022	6,7341675
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	0,536892	4,7174394
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	0,749706	6,6432336
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	0,709855	6,6051811
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	0,322203	5,8762545

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu adımın ardından alternatiflerin göreceli ağırlıklarının hesaplanması adımına geçilmiştir. Bu bağlamda k_{ia} , k_{ib} ve k_{ic} değerleri elde edilmiştir. Bu değerlerin elde edilmesi sırasında sırasıyla Eşitlik19, Eşitlik 20 ve Eşitlik 21'den yararlanılmıştır. Eşitlikler yardımıyla elde edilen değerlere Tablo 7'de yer verilmiştir.

Tablo 7. Göreceli Ağırlık Değerleri (k_{ia} , k_{ib} ve k_{ic})

BANKALAR	k_{ia}	k_{ib}	k_{ic}
AKBANK T.A.Ş.	0,1519664	7,8833124	0,8421100
QNB BANK A.Ş.	0,0393872	1,2361013	0,2182610
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	0,1804591	16,5190118	1,0000000
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	0,1261700	11,3686466	0,6991616
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	0,1775235	15,8832549	0,9837330
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	0,1756529	15,0857614	0,9733668
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	0,1488409	7,2748241	0,8247906

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu adımın ardından alternatiflerin sıralanması olan son adıma geçilmiştir. Alternatiflerin sıralanması sırasında ise Eşitlik 22'den yararlanılmıştır. Nihai sıralamaya Tablo 8'de yer verilmiştir.

Tablo 8. Standart Sapma Tabanlı CoCoSo Yöntemi ile
Alternatiflerin Sıralanması

BANKALAR	DEĞERLER	SIRALAMA
AKBANK T.A.Ş.	5,9182592	5
QNB BANK A.Ş.	0,9958330	7
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	11,7996472	1
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	8,1293188	4
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	11,3630076	2
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	10,8231874	3
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	5,4989705	6

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Standart Sapma tabanlı CoCoSo yöntemi ile yapılan değerlendirme neticesinde ortaya çıkan sıralama Tablo 8'deki gibidir. Elde edilen sıralamaya bakıldığında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin en iyi finansal performansa sahip mevduat bankası olduğu görülmektedir. Bu bankayı Türkiye İş Bankası A.Ş ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.'nun takip ettiği görülmektedir. Yine Tablo 8'e bakıldığında en düşük performansı gösteren bankanın ise QNB Bank olduğu görülmüştür.

MEREC Tabanlı CoCoSo Yöntemi ile Alternatiflerin Sıralanması

CoCoSo yönteminin uygulama adımları bir önceki analiz ile aynı olduğundan direkt olarak MEREC tabanlı CoCoSo yönteminin son adımı olan alternatiflerin sıralanması tablosuna geçilmiştir. Elde edilen sonuç tablosuna Tablo 9'da yer verilmiştir.

Tablo 9. MEREC Tabanlı CoCoSo Yöntemi ile Alternatiflerin Sıralanması

BANKALAR	DEĞERLER	SIRALAMA
AKBANK T.A.Ş.	6,7886652	5
QNB BANK A.Ş.	1,5368274	7
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	12,6975745	1
TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	7,6140947	4
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	11,3394293	2
TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	10,7234020	3
YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	6,4102442	6

*Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

MEREC tabanlı CoCoSo yöntemi ile yapılan değerlendirme neticesinde ortaya çıkan sıralama Tablo 9’da verilmiştir. Elde edilen sıralamaya bakıldığında Standart Sapma tabanlı CoCoSo yöntemi ile elde edilen sonuçlarla birebir aynı sonuçları verdiği görülmektedir. Aynı şekilde Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin en iyi finansal performansa sahip mevduat bankası olduğu görülmektedir. Bu bankayı Türkiye İş Bankası A.Ş ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.’nun takip ettiği görülmektedir. Yine Tablo 9’a bakıldığında en düşük performansı gösteren bankanın ise QNB Bank olduğu görülmüştür.

Sonuç ve Tartışma

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren mevduat bankalarının 2024 yılına ait finansal performansları çok kriterli karar verme (ÇKKV) yaklaşımıyla değerlendirilmiştir. Bankacılık sektörünün tasarrufların yatırıma dönüşmesi, kredi mekanizmasının sürdürülmesi ve finansal istikrarın desteklenmesi gibi makroekonomik işlevleri dikkate alındığında, bankaların performansının sistematik biçimde ölçülmesi hem sektörel karşılaştırmalar hem de stratejik yönetim kararları bakımından önem taşımaktadır. Bu bağlamda çalışma, performans değerlendirmesinde tek bir göstergeye dayalı yaklaşımların sınırlılıklarını aşmayı hedefleyerek, yedi farklı kriterin eş zamanlı biçimde ele alındığı nesnel bir değerlendirme tasarımı sunmaktadır.

Araştırmada yöntemsel olarak iki aşamalı bir süreç benimsenmiştir. İlk aşamada kriter önem dereceleri, nesnel yöntemlerden olan Standart Sapma (SD) ve MEREC kullanılarak hesaplanmıştır. SD yöntemi, kriter değerlerinin alternatifler arasındaki dağılımını temel alarak değişkenliği yüksek kriterlere daha fazla ağırlık atamakta; dolayısıyla ayırıştırma gücü yüksek göstergeleri ön plana çıkarmaktadır. Bu kapsamda SD'ye göre “Toplam Varlıklar” kriterinin en yüksek ağırlığa sahip olması, bankalar arasında bilanço büyüklüğü açısından belirgin farklılıkların bulunduğu ve bu kriterin ayırım gücünün yüksek olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte MEREC yöntemi, her bir kriterin sistemden çıkarılması hâlinde alternatiflerin toplam performansında meydana gelen değişimi esas almaktadır. Bu yaklaşıma göre “Dönem Net Kâr/Zarar” kriterinin en yüksek önem derecesine sahip olması, kârlılığın performans skorları üzerinde güçlü ve belirleyici bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. İki ağırlıklandırma yönteminin farklı teorik temellere dayanmasına rağmen, kriter önem sıralamalarının genel eğilimleri bankacılık performansının hem ölçek hem de sonuç boyutlarıyla açıklanabildiğini ortaya koymaktadır.

İkinci aşamada, elde edilen ağırlıklar CoCoSo yöntemi kapsamında kullanılarak bankaların bütüncül performans sıralaması yapılmıştır. CoCoSo'nun ağırlıklı toplam ve ağırlıklı çarpım mantıklarını birlikte kullanması, alternatiflerin hem doğrusal katkılarını hem de çarpımsal etkileşimlerini değerlendirmeye dâhil

ederek daha dengeli bir uzlaşmacı sıralama üretmesine imkân vermektedir. Bu çalışmada en dikkat çekici bulgulardan biri, SD ve MEREC ile elde edilen iki farklı ağırlık setinin CoCoSo ile uygulanması sonucunda alternatif sıralamasının değişmemesidir. Sıralamanın iki senaryoda da aynı kalması, sonuçların yöntemsel duyarlılığının düşük olduğuna ve değerlendirmenin güçlü bir sağlamlık gösterdiğine işaret etmektedir.

Sıralama sonuçlarına göre Türkiye Garanti Bankası A.Ş. her iki analizde de en yüksek performans skoruna ulaşarak birinci sırada yer almıştır. Bu bulgu, ilgili bankanın özellikle kârlılık, net faiz gelirleri ve ölçek göstergeleri bakımından çok boyutlu bir üstünlük sergilediğini göstermektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.’nun üst sıralarda konumlanması, güçlü varlık/mevduat büyüklükleri ile gelir yaratma kapasitesinin performans puanına olumlu yansıdığını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan QNB Bank A.Ş.’nin her iki senaryoda da son sırada yer alması, kriter setinde yer alan göstergeler bakımından görece zayıflığın süreklilik gösterdiğini düşündürmektedir. Bu noktada, performans sıralamasının “mutlak iyi/kötü” yargısı olarak değil, yalnızca belirlenen kriterler ve 2024 verileri bağlamında oluşan görece bir karşılaştırma sonucu olarak yorumlanması gerekir.

Çalışmanın bulguları bankacılık performansını değerlendirmede önemli iki çıkarıma işaret etmektedir. Birincisi, ölçek göstergeleri (toplam varlıklar, mevduat, özkaynak) ile

kârlılık/gelir göstergeleri (dönem net kârı, net faiz geliri) birlikte ele alındığında daha açıklayıcı bir performans çerçevesi oluşmaktadır. İkincisi, kriter ağırlıklandırma tekniği değişse dahi sıralamanın korunması, karar vericiler açısından sonuçların güvenilirliğini artırmakta ve ÇKKV tabanlı performans izleme modellerinin uygulamada kullanılabilirliğini güçlendirmektedir.

Bunun yanı sıra çalışmanın bazı sınırlılıkları da bulunmaktadır. Analiz yalnızca 2024 yılı verilerine dayanmakta, dolayısıyla dönemsel dalgalanmalar veya yapısal kırılmalar dikkate alınamamaktadır. Ayrıca kullanılan kriterlerin tamamı fayda yönlü seçilmiş; risk, aktif kalitesi, takipteki alacaklar, sermaye yeterliliği, likidite rasyoları ve maliyet/verimlilik oranları gibi bankacılık performansının önemli boyutlarını temsil eden göstergeler kapsam dışında kalmıştır. Bu nedenle gelecekte yapılacak çalışmalarda (i) çok yıllık veri ile dinamik performans analizi, (ii) fayda-maliyet yönlü karma kriter seti oluşturulması, (iii) risk ve verimlilik göstergelerinin dahil edilmesi ve (iv) farklı ÇKKV yöntemleriyle (ör. VIKOR, MARCOS, WASPAS, EDAS) karşılaştırmalı sağlamlık testlerinin uygulanması literatüre katkı sağlayacaktır. Ek olarak, ağırlıklandırma yöntemlerinin (SD, MEREC, Entropi, CRITIC vb.) birlikte kullanıldığı hibrit yaklaşımlar, karar modelinin duyarlılık analizini zenginleştirerek daha kapsamlı çıkarımlar üretme potansiyeli taşımaktadır.

Sonuç olarak bu çalışma, mevduat bankalarının finansal performansını nesnel kriter ağırlıklarıyla ve uzlaşmacı bir sıralama yaklaşımıyla değerlendirmiş; farklı ağırlıklandırma teknikleri altında dahi sıralama sonuçlarının değişmemesiyle bulguların tutarlılığını ortaya koymuştur. Elde edilen sonuçlar, bankacılık sektöründe performans ölçümünün çok boyutlu ve karşılaştırmalı biçimde ele alınmasının gerekliliğini desteklemekte; aynı zamanda SD–MEREC tabanlı CoCoSo bütünleşik yaklaşımının finansal performans değerlendirmelerinde uygulanabilir ve güvenilir bir yöntem seti sunduğunu göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Ak, Ö. K., Babuçcu, Ş. & Hazar, A. (2021). BIST Banka Endeksinde Yer Alan Mevduat Bankalarının Finansal Performanslarının COPRAS Yöntemiyle Değerlendirilmesi. ÇAKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 12(1), ss.280-305.
- Akkaya, C. & Avşarlıgil, N. (2025). Bankaların Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi: Türkiye Bankacılık Sektöründe Bir İnceleme. Alanya Akademik Bakış Dergisi, 9(1), ss.290-307.
- Ayçin, E. & Orçun, Ç. (2019). Mevduat Bankalarının Performanslarının Entropi ve MAIRCA Yöntemleri ile Değerlendirilmesi. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 22(42), ss.175-194.

- Çalışkan, E. & Eren, T. (2016). Bankaların Performanslarının Çok Kriterli Karar Verme Yöntemiyle Değerlendirilmesi. Ordu Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi, 6(2), ss.85-107.
- Demir, G., Özyalçın, T. & Bircan, H. (2021). Çok kriterli karar verme yöntemleri ve çkkv yazılımı ile problem çözümü. Ankara: Nobel.
- Diakoulaki, D., Mavrotas, G. & Papayannakis, L. (1995). Determining objective weights in multiple criteria problems: The Critic method. Computers & Operations Research, 22(7), 763-770.
- Keshavarz-Ghorabae, M., Amiri, M., Zavadskas, E. K., Turskis, Z., & Antucheviciene, J. (2021). Determination of objective weights using a new method based on the removal effects of criteria (MERECE). Symmetry, 13(4), 525.
- Topal, A. (2021). Çok kriterli karar verme analizi ile elektrik üretim şirketlerinin finansal performans analizi: ENTROPİ tabanlı CoCoSo yöntemi. Business and Management Studies: An International Journal, 9(2), 532-546.
- Toprak, M. S. & Çanakçıoğlu, M. (2019). Banka Performansının Entropi ve COPRAS Yöntemi ile Değerlendirilmesi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Araştırma. Mali Çözüm Dergisi, 29(154), ss.107-132.

- Vergili, G. (2017). BIST’te İşlem Gören Bankaların TOPSIS Yöntemiyle Performanslarının Değerlendirilmesi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 18(1), ss.95-112.
- Yazdani, M., Zarate, P., Zavadskas, E. K., & Turskis, Z. (2019). A Combined Compromise Solution (CoCoSo) method for multi-criteria decision-making problems. Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, 53(1), 125–145.
- Yetiz, F. & Kılıç, Y. (2021). Bankaların Finansal Performansının VIKOR Yöntemi ile Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 13(24), ss.151-164.
- Yıldırım, B. F. & Demirci, E. (2017). Banka Performansının TOPSIS-M Uygulaması ile Değerlendirilmesi. Söke İşletme Fakültesi Priene Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 1(1), ss.35-48.
- Yılmaz, Ö. & Yakut, E. (2021). Entropi Temelli TOPSIS ve VIKOR Yöntemleri ile Bankacılık Sektöründe Finansal Performans Değerlendirmesi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 35(4), ss.1297-1321.

BÖLÜM 16

FINANSAL TÜKETİCİNİN KORUNMASINDA HAKEM HEYETLERİNİN ROLÜ: BANKACILIK VE SİGORTACILIK UYUŞMAZLIKLARININ 2022- 2024 YILLARI KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Dr. Öğr. Üyesi Okan DAĞ¹

Giriş

Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte bankacılık ve sigortacılık işlemleri, bireylerin günlük ekonomik yaşamında giderek daha merkezi bir konuma gelmiştir. Bununla birlikte, finansal ürün ve hizmetlere ilişkin sözleşmelerin sayısının artması, bu sözleşmelerden kaynaklanan uyuşmazlıkların da çeşitlenmesine yol açmıştır (Erdönmez, 2014). Bankalar ve sigorta şirketleri ile bireysel müşteriler arasındaki ilişkilerde, taraflar arasında bilgi, deneyim ve ekonomik güç bakımından belirgin bir dengesizlik bulunmaktadır (Uyumaz ve Akdağ, 2016).

Finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde klasik yargı yolunun tercih edilmesi, çoğu zaman uzun süren, maliyetli ve teknik bilgi gerektiren süreçler doğurmaktadır (Özbek, 2007). Nitekim, hukuk-ekonomi ilişkisi bağlamında yapılan değerlendirmelerde, uyuşmazlık çözüm mekanizmalarının yalnızca hukuki değil, aynı zamanda ekonomik etkinlik kriterleri açısından da ele alınması gerektiği vurgulanmaktadır (Baykal, 2008).

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık, Orcid: 0000-0001-9756-722X

Türkiye’de finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde öne çıkan kurumsal yapılardan biri, Türkiye Bankalar Birliği bünyesinde faaliyet gösteren Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’dir (Türkiye Bankalar Birliği, 2025). Bu mekanizma, bankalar ile bireysel müşteriler arasında doğan uyuşmazlıkların yargı dışı bir yöntemle ele alınmasını amaçlamakta ve özellikle tüketicinin korunması perspektifiyle yapılandırılmaktadır (Günver, 2020). Doktrinde, TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’nin klasik anlamda tahkimden farklı olduğu, tüketici odaklı ve kendine özgü bir alternatif uyuşmazlık çözüm modeli oluşturduğu ifade edilmektedir (Bahadır, 2019; Ekşi, 2021).

Sigortacılık alanında ise tüketici işlemi niteliğindeki sözleşmelerden doğan uyuşmazlıklar, benzer şekilde özel çözüm mekanizmalarını gündeme getirmektedir. Sigorta sözleşmelerinin teknik yapısı ve teminat yorumuna ilişkin sorunlar, bu alanda uzmanlık temelli uyuşmazlık çözüm yollarının önemini artırmaktadır (Caner, 2014).

Bu çalışmanın temel amacı, finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde hakem heyetlerinin rolünü, son üç yıla ait başvuru verileri üzerinden nicel analiz yöntemleri kullanarak incelemek ve bankacılık ile sigortacılık uyuşmazlıkları bakımından karşılaştırmalı bir değerlendirme ortaya koymaktır. Çalışma, finansal tüketicinin korunmasına yönelik alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizmalarının fiilî işleyişini, normatif düzenlemelerin ötesine geçerek uygulamaya yansıyan veriler üzerinden analiz etmeyi amaçlamaktadır.

Bu kapsamda araştırma, Türkiye Bankalar Birliği Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’ne yapılan başvurulara ilişkin 2022–2024 dönemini kapsayan istatistiksel veriler üzerinden yürütülmüştür. Çalışmada, finansal tüketici uyuşmazlıklarının nicel dağılımı ile karar sonuçlarının ürün grupları bazında nasıl farklılaştığı

incelenmiştir. İnceleme alanı, bireysel tüketicilerin taraf olduğu bankacılık ve sigortacılık işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarla sınırlandırılmıştır.

Araştırmanın inceleme alanı, banka ve kredi kartları, tüketici kredileri, sigortacılık işlemleri ile diğer bankacılık ürün ve hizmetleri olmak üzere dört temel ürün grubuyla sınırlandırılmıştır. Bu gruplara ilişkin başvurular; yıllar itibarıyla başvuru sayılarındaki değişim, her bir ürün grubunun toplam başvurular ve Hakem Heyeti kararlarının sonuç türlerine göre dağılımı dikkate alınarak değerlendirilmiştir. Başvuruların zaman içerisindeki seyrini, ürün grupları temelinde ortaya çıkan yoğunlaşma eğilimlerini ve Bireysel Müşteri Hakem Heyeti tarafından verilen kararların müşteri lehine, banka lehine ya da bankanın talebi olumlu karşılaması suretiyle sonuçlanma biçimlerini birlikte analiz etmektedir.

Çalışmada bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin son üç yıllık uygulama pratiğinin, finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde nasıl bir işlev üstlendiği ortaya konulmaya çalışılmıştır. Karşılaştırmalı analiz yöntemi kullanılarak, bankacılık ve sigortacılık uyuşmazlıkları arasında başvuru yoğunluğu ve karar sonuçları bakımından ortaya çıkan farklılıklar incelenmiştir. Bu karşılaştırma yoluyla, hakem heyeti mekanizmasının farklı finansal ürün gruplarında nasıl işlediği ve karar sonuçlarının ürün bazında nasıl şekillendiği değerlendirilmiştir. Böylece çalışma, finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde Müşteri Hakem Heyeti'nin rolünü, 2022–2024 dönemine ait veriler temelinde, veriye dayalı ve uygulamaya ilişkin bir perspektifle ele almaktadır.

Literatür Taraması

Caner (2014) çalışmada, sigorta sözleşmelerinin tüketici işlemi niteliğini ele aldığı çalışmasında, sigortacılık alanında tüketicinin korunmasının özel bir önem taşıdığını vurgulamıştır. Yazar, sigorta sözleşmelerinin teknik yapısı ve teminat hükümlerinin

karmaşıklığı nedeniyle tüketicinin çoğu zaman zayıf konumda kaldığını; bu nedenle uyuşmazlık çözüm süreçlerinde tüketici lehine yorum ilkesinin belirleyici olması gerektiğini ifade etmiştir.

Uyumaz ve Akdağ (2016) çalışmada, bankacılık faaliyetlerinde tüketiciden alınan ücret ve masrafların hukuki niteliğini tüketicinin korunması yönünden incelemiştir. Çalışmada, banka-müşteri ilişkilerinde ücret ve masraf kalemlerinin çoğu zaman tüketici aleyhine belirlendiği, bu durumun taraflar arasındaki güç dengesizliğini derinleştirdiği vurgulanmıştır. Yazarlar, bankacılık uygulamalarından kaynaklanan uyuşmazlıkların büyük ölçüde bu ücret ve masraflara ilişkin olduğunu ve tüketicinin etkin biçimde korunabilmesi için yargı dışı çözüm yollarının önem kazandığını belirtmiştir.

Özak (2017) çalışmada, bankalara yöneltilen bireysel müşteri şikâyetlerinin niteliğinin, finansal tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemelerin ve alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizmalarının önemini artırdığını ortaya koymakta; bu çerçevede, şikâyetlerin sistematik biçimde analiz edilmesinin hem bankacılık uygulamalarının geliştirilmesi hem de düzenleyici politikaların etkinliğinin artırılması açısından gerekli olduğunu sonucuna ulaşmaktadır.

Özbek (2017) yaptığı çalışmada, Türkiye Bankalar Birliği üyesi bankalara yöneltilen bireysel müşteri şikâyetlerini incelemiştir. Çalışmanın bulgularına göre, bireysel müşteri şikâyetlerinin önemli bir bölümü banka işlemlerine ilişkin ücret, masraf ve işlem uygulamalarından kaynaklanmaktadır. Bu şikâyetlerin büyük ölçüde tekrarlayan ve nispeten düşük meblağlı uyuşmazlıklar olduğunu, bu nedenle hızlı ve erişilebilir çözüm mekanizmalarına ihtiyaç duyulduğunu ortaya koymuştur.

Bahadır (2019) çalışmasında, Türkiye Bankalar Birliği Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin hukuki yapısını ve işleyişini

ayrıntılı biçimde ele almıştır. Yazar, hakem heyetinin klasik anlamda bir tahkim kurumu olmadığını; bankalar ile bireysel müşteriler arasında doğan uyuşmazlıklar için tüketici odaklı bir alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak tasarlandığını ifade etmiştir. Bireysel Müşteri Hakem Heyetinin kararlarının bağlayıcı olmadığı ve uyuşmazlık hakkında yargı yoluna başvurulabileceğini belirtmiştir.

Boztosun, Koç ve Aksoy (2019) çalışmada, Türkiye Bankalar Birliği bünyesinde faaliyet gösteren Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'ne 2014–2017 döneminde yapılan başvurular incelenmiş; krediler, sigorta işlemleri, mevduat işlemleri ile fatura ve diğer ödemelere ilişkin başvuruların yıllar itibarıyla azalma eğilimi gösterdiği, müşteri lehine sonuçlandırma oranlarının da aynı dönemde sürekli gerilediği tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca banka ve kredi kartlarına ilişkin başvuruların sayısal olarak artmasına rağmen müşteri lehine sonuçlandırma oranlarının yıllar içinde azaldığı; buna karşılık Sigorta Tahkim Komisyonu'na yapılan başvuruların 2012–2017 döneminde düzenli biçimde arttığı ve bu durumun sigortacılık alanında hakemlik mekanizmasının taraflarca benimsendiğini ve etkin bir uyuşmazlık çözüm yolu olarak işlediğini gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Ekşi (2021) çalışmada, Türk hukukunda mahkemeler dışında öngörülen alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizmaları kapsamında Türkiye Bankalar Birliği bünyesinde kurulan Bireysel Müşteri Hakem Heyeti ele alınmıştır. Çalışmada, hakem heyetinin hukuki dayanağı, işleyişi ve bankalar ile bireysel müşteriler arasındaki ticari olmayan uyuşmazlıkların çözümündeki rolü incelenmiş; sistemin aşamalı bir başvuru süreciyle hem tüketicilere hızlı çözüm imkânı sunduğu hem de bankalara uygulamalarındaki aksaklıkları tespit etme fırsatı verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, tüketici hakem heyetleri ve sigorta tahkimi ile karşılaştırmalı bir değerlendirme

yapılarak Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin yargı dışı uyuşmazlık çözümünde tamamlayıcı bir mekanizma olduğu ortaya konulmuştur.

Finansal Tüketici Uyuşmazlıkları

Finansal Tüketici Kavramı ve Koruma İhtiyacı

Finansal tüketici kavramı, bankacılık, sigortacılık ve sermaye piyasası gibi finansal hizmet alanlarında, mesleki veya ticari amaç dışında hareket eden ve finansal kuruluşlarla sözleşme temelli ilişki kuran gerçek kişileri ifade etmektedir (Tepeli ve Daşkiran, 2019). Bu kapsamda finansal tüketici, kredi sözleşmeleri, banka hesap işlemleri, ödeme hizmetleri ve sigorta sözleşmeleri gibi işlemlerde taraf konumunda bulunan, ancak bu ilişkilerde profesyonel bilgi ve pazarlık gücüne sahip olmayan kişidir (Uyumaz ve Akdağ, 2016).

Finansal tüketici ile banka veya sigorta şirketi arasındaki ilişki, çoğu zaman standart sözleşmeler aracılığıyla kurulmakta ve bu sözleşmeler, teknik terimler ile karmaşık hükümlere yer vermektedir (Kaban vd., 2016). Bu durum, tüketicinin sözleşmenin sonuçlarını öngörmesini zorlaştırmakta ve taraflar arasındaki dengesizliği daha da derinleştirmektedir. Özellikle bankacılık faaliyetlerinde ücret, masraf ve komisyon uygulamaları; sigortacılık işlemlerinde ise teminat kapsamı ve hasar değerlendirmesine ilişkin hükümler, tüketici aleyhine sonuçlar doğurabilmektedir (Bryant ve Schulze, 2017).

Finansal tüketicinin korunması ihtiyacı, yalnızca bireysel menfaatlerin değil, aynı zamanda finansal piyasalara duyulan güvenin sağlanması açısından da önem taşımaktadır. Finansal sistemin etkin işleyebilmesi için, tüketicilerin haklarının öngörülebilir ve erişilebilir mekanizmalarla korunması gerekmektedir (Baykal, 2008). Bu bağlamda, tüketici hukukunun finansal alana özgü düzenlemelerle desteklenmesi, piyasa

istikrarının tamamlayıcı unsurlarından biri olarak değerlendirilmektedir (Erdönmez, 2014).

Dolayısıyla finansal tüketici kavramı, pasif bir sözleşme tarafını değil; hukuki ve kurumsal korumaya ihtiyaç duyan özel bir süreyi ifade etmektedir. Türk hukukunda finansal tüketicinin korunması, 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun'un genel ilkeleri çerçevesinde ele alınmakla birlikte, bankacılık ve sigortacılık gibi alanlarda sektörel düzenlemelerle tamamlanmaktadır (Caner, 2014).

Finansal tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemeler ve uyuşmazlık çözüm yolları, yalnızca bireysel hakların güvence altına alınmasını değil, aynı zamanda finansal sistemin istikrarını ve topluma duyulan güvenin güçlendirilmesini de amaçlamaktadır (Özbek, 2007).

Finansal Uyuşmazlıkların Artan Niteliği ve Alternatif Çözüm Arayışları

Finansal piyasaların ürün çeşitliliği ve işlem hacmi bakımından genişlemesi, bankacılık ve sigortacılık alanlarında ortaya çıkan uyuşmazlıkların sayısında ve niteliğinde belirgin bir artışa yol açmıştır (Kaban vd., 2016). Kredi ilişkileri, ödeme hizmetleri, kartlı işlemler, sigorta teminatlarının kapsamı ve hasar değerlendirmeleri gibi konular, finansal tüketici ile finansal kuruluşlar arasında uyuşmazlıkların yoğunlaştığı başlıca alanlar olarak öne çıkmaktadır (Gündüz, 2010). Bu uyuşmazlıklar, çoğu zaman teknik bilgi gerektiren sözleşme hükümlerine ve sektörel düzenlemelere dayanmakta ve çözüm süreçlerini daha karmaşık hâle getirmektedir (Boztosun vd., 2019).

Bankacılık işlemlerinde ücret, masraf ve komisyon uygulamalarına ilişkin ihtilaflar; sigortacılık alanında ise poliçe yorumuna ve teminat dışı hallerin tespitine ilişkin uyuşmazlıklar,

tüketicinin teknik ve hukuki bilgi eksikliği nedeniyle dezavantajlı konuma düşmesine yol açabilmektedir (Uyumaz ve Akdağ, 2016).

Bu durum, finansal uyuşmazlıkların klasik tüketici uyuşmazlıklarından ayrılan özel bir nitelik taşıdığını ortaya koymaktadır (Yanase, 2013). Finansal uyuşmazlıkların çözümünde klasik yargı yoluna başvurulması, çoğu zaman uzun süren ve yüksek maliyetli süreçleri beraberinde getirmektedir. Özellikle düşük meblağlı veya tekrar eden uyuşmazlıklarda, yargılama giderleri ve usul süreçlerinin karmaşıklığı, tüketicinin fiilen hak arama yoluna başvurmasını zorlaştırabilmektedir (Baykal, 2008).

Bu bağlamda, finansal uyuşmazlıklarda daha hızlı ve erişilebilir çözüm yollarına duyulan ihtiyaç belirginleşmektedir. Bu ihtiyaç, alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerinin finansal alanda giderek daha fazla önem kazanmasına yol açmıştır. Alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri, uyuşmazlıkların yargı dışı yollarla, daha kısa sürede ve çoğu zaman uzman kişiler tarafından ele alınmasını amaçlamaktadır (İldır, 2003).

Bu yönüyle alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri, finansal uyuşmazlıkların çözümünde tamamlayıcı bir rol üstlenmektedir. Tahkim, bankacılık ve finans alanında yaygın olarak başvuru alan alternatif yöntemlerden biri olmakla birlikte, esas itibarıyla ticari uyuşmazlıklara özgü bir çözüm yolu olarak kabul edilmektedir (Budnitz, 1995). Tüketici işlemlerinde tahkimin uygulanabilirliği ise, taraf iradesi ve tüketicinin korunması ilkeleri çerçevesinde sınırlı bir alan bulmaktadır. Bu nedenle, finansal tüketici uyuşmazlıklarında tahkim dışı, tüketici odaklı alternatif mekanizmaların geliştirilmesi gereği vurgulanmaktadır (Park, 1998).

Bankacılık ve sigortacılık alanlarında oluşturulan kurumsal alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemleri, finansal uyuşmazlıkların çözümünde önemli bir işlev üstlenmektedir. Türkiye’de Türkiye

Bankalar Birliği bünyesinde faaliyet gösteren Bireysel Müşteri Hakem Heyeti ile geliştirilen özel çözüm mekanizmaları, finansal uyuşmazlıkların artan niteliğine karşılık olarak ortaya çıkan kurumsal arayışların bir sonucudur (Bahadır, 2019; Ekşi, 2021; Can, 2025). Bu mekanizmalar, finansal tüketicinin korunmasını merkeze alan yapılarıyla, klasik yargı yoluna alternatif bir çözüm imkânı sunmaktadır.

Finansal Tüketici Uyuşmazlıklarında Hakem Heyeti Mekanizması

Finansal hizmetlerin karmaşık yapısı ve sözleşme ilişkilerinde tüketici aleyhine ortaya çıkabilen dengesizlikler, bankacılık ve sigortacılık alanında uyuşmazlıkların artmasına yol açmaktadır (Park, 1998). Bu uyuşmazlıkların yalnızca yargı yoluyla çözülmesi, hem yargı sisteminin iş yükünü artırmakta hem de tüketici açısından uzun ve maliyetli süreçlere neden olmaktadır. Bu nedenle, finansal tüketicinin korunmasına yönelik olarak alternatif uyuşmazlık çözüm yolları giderek daha fazla önem kazanmaktadır (Özak, 2017).

Alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizmaları arasında yer alan hakem heyetleri, özellikle finansal tüketici uyuşmazlıklarında hızlı, düşük maliyetli ve uzmanlık temelli çözümler sunmayı amaçlamaktadır (Budnitz, 1995). Hakem heyeti mekanizması, bankalar ve sigorta şirketleri ile bireysel müşteriler arasında doğan uyuşmazlıkların yargı dışı bir yöntemle çözümlenmesini hedeflemektedir (Bahadır, 2019).

TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti her ne kadar tarafsız bir kurul tarafından uyuşmazlık çözümleniyor olsa da bu mekanizma esas itibarıyla kurumsal bir alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemi modelidir ve tüketici lehine erişilebilirliği esas almaktadır (Boztosun vd., 2019).

Hakem heyeti mekanizması finansal tüketicinin korunmasını merkeze alan bir yapı arz etmektedir (Bahadır, 2019). Bankacılık ve sigortacılık uyuşmazlıklarının niteliği dikkate alındığında, hakem heyetlerinin uygulama alanı özellikle önem kazanmaktadır. Bankacılık işlemlerinde ücret, masraf, kredi kartı aidatları ve hesap işletim bedelleri gibi konular öne çıkarken; sigortacılık işlemlerinde hasar tazmini, poliçe kapsamı ve teminat yorumuna ilişkin uyuşmazlıklar ağırlık kazanmaktadır (Gündüz, 2010).

Hakem heyeti mekanizmasının etkinliği, yalnızca verilen kararlarla değil, bankalar ve sigorta şirketleri üzerinde yarattığı önleyici etkiyle de değerlendirilmektedir (Ekşi, 2021) Bankaların, uyuşmazlığın hakem heyeti gündemine taşınmadan önce talebi karşılamayı tercih etmeleri, bu mekanizmanın dolaylı bir denetim işlevi gördüğünü ortaya koymaktadır. Bu yönüyle hakem heyetleri, finansal piyasalarda tüketici güveninin tesis edilmesine katkı sağlayan kurumsal yapılardan biridir (Günver, 2020).

Türkiye’de finansal tüketici uyuşmazlıklarında hakem heyeti mekanizması, klasik yargı ve tahkim yollarına alternatif olarak geliştirilmiş, kendine özgü yapısı bulunan bir çözüm yoludur (Boztosun vd., 2019). Bu mekanizma, bankacılık ve sigortacılık sektörlerinde tüketicinin korunmasını güçlendiren, erişilebilir ve pratik bir araç olarak öne çıkmakta; ancak uygulamadaki etkinliği, sektörel farklılıklar ve usul esaslı sınırlamalar çerçevesinde ayrıca değerlendirilmesi gereken bir alan oluşturmaktadır (Günver, 2020).

Türkiye Bankalar Birliği Bireysel Müşteri Hakem Heyeti

Türkiye’de bankacılık alanında finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümüne yönelik olarak geliştirilen en önemli kurumsal mekanizmalardan biri, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’dir (Türkiye Bankalar Birliği, 2025).

TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti, hukuki niteliği itibarıyla klasik anlamda bir tahkim kurumu olarak değerlendirilmemektedir. Zira tahkim, esasen taraf iradesine dayalı ve çoğunlukla ticari uyuşmazlıklara özgü bir çözüm yolu iken; TBB Hakem Heyeti, tüketici uyuşmazlıkları bakımından kurumsal bir alternatif uyuşmazlık çözüm mekanizması olarak yapılandırılmıştır (Ekşi, 2021).

Hakem heyetinin görev alanı, bankalarla bireysel müşteriler arasında bankacılık işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıklarla sınırlıdır. Bu kapsamda kredi sözleşmeleri, kartlı ödeme sistemleri, hesap işletim ücretleri ve benzeri bankacılık uygulamaları, hakem heyetinin inceleme alanına girmektedir (Özbek, 2017).

TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin işleyişi, belirli usul kurallarına bağlıdır. Bireysel müşteri, öncelikle ilgili bankaya başvurmakta; uyuşmazlığın çözümlenememesi hâlinde hakem heyetine müracaat edebilmektedir. Bu başvuru süreci, tüketici bakımından düşük maliyetli ve kolay erişilebilir bir yol olarak kurgulanmıştır (Bahadır, 2019).

Hakem heyeti kararlarının bağlayıcılığı ve etkisi de sektörde tartışılan konular arasındadır. Her ne kadar hakem heyeti kararları mahkeme kararı niteliğinde olmasa da bankacılık uygulamaları üzerinde yönlendirici ve standartlaştırıcı bir etki doğurduğu kabul edilmektedir (Boztosun vd., 2019). Bu durum, bankaların uyuşmazlıkları hakem heyeti aşamasında çözme yönündeki eğilimlerini artırmakta ve finansal tüketicinin korunmasına dolaylı bir katkı sağlamaktadır.

TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti, bankacılık alanında finansal tüketici uyuşmazlıklarının çözümünde yargı dışı, tüketici odaklı ve kurumsal bir alternatif olarak öne çıkmaktadır. Hakem heyetinin varlığı, finansal tüketicinin hak arama imkânlarını genişletmekte; bankacılık sektöründe uyuşmazlıkların daha hızlı ve

etkin biçimde ele alınmasına katkı sunmaktadır. Bu yönüyle TBB Bireysel Müşteri Hakem Heyeti, finansal tüketicinin korunmasına yönelik bütüncül sistemin önemli bir bileşeni olarak değerlendirilmektedir (Ekşi, 2021; Bahadır, 2019).

Veri Seti ve Yöntem

Veri Seti

Bu çalışmada kullanılan veri seti, Türkiye Bankalar Birliği tarafından yayımlanan 2022, 2023 ve 2024 yıllarına ait Bireysel Müşteri Hakem Heyeti Faaliyet Raporları'ndan elde edilmiştir. Söz konusu raporlar, ilgili yıllarda Hakem Heyeti'ne yapılan başvuruların nicel dağılımını, başvuruların konu ve ürün grupları itibarıyla sınıflandırılmasını ve başvuruların sonuçlarına ilişkin verileri ayrıntılı biçimde içermektedir.

Faaliyet raporlarında yer alan veriler; toplam başvuru sayıları, başvuruların ürün ve hizmet gruplarına göre dağılımı, başvuruların Hakem Heyeti gündemine alınıp alınmama durumu, başvuru sonuçları (banka lehine kararlar, müşteri lehine kararlar ve bankanın talebi olumlu karşılaması yoluyla sonuçlanan başvurular) ile gündemde bekleyen başvurular gibi temel değişkenlerden oluşmaktadır.

Raporlarda başvurular; banka ve kredi kartları, tüketici kredileri, sigortacılık işlemleri ile diğer bankacılık ürün ve hizmetleri olmak üzere dört ana ürün grubu altında sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırma, çalışmada ürün grupları ile karar sonuçları arasındaki ilişkinin analiz edilmesine olanak sağlamıştır.

Ayrıca faaliyet raporları, başvuruların yıllar itibarıyla karşılaştırılmasına imkân tanıyacak şekilde standartlaştırılmış tablo ve grafikler içermektedir. Bu durum, 2022–2024 döneminde başvuru

sayılarındaki değişimin ve karar eğilimlerindeki dönüşümün karşılaştırmalı olarak incelenmesini mümkün kılmıştır.

Yöntem

Frekans Analizi

Bu çalışmada, 2022–2024 yılları arasında Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’ne yapılan başvuruların genel dağılımını ortaya koymak amacıyla frekans analizi yöntemi kullanılmıştır. Frekans analizi, başvuruların yıllara ve ürün gruplarına göre sayısal yoğunluğunu belirlemek ve karar sonuçlarının dağılımını betimlemek amacıyla tercih edilmiştir.

Analiz kapsamında, faaliyet raporlarında yer alan toplam başvuru sayıları, ürün gruplarına göre başvuru adetleri, müşteri lehine karar sayıları ve banka lehine karar sayıları temel frekans değişkenleri olarak ele alınmıştır. Her bir değişken için mutlak frekanslar hesaplanmış; bu sayede başvuruların hangi yıllarda ve hangi ürün gruplarında yoğunlaştığı nicel olarak belirlenmiştir. Frekans analizi, çalışmanın betimleyici niteliği gereği, herhangi bir nedensellik iddiası taşımamakta; yalnızca Hakem Heyeti’ne yapılan başvuruların ve karar sonuçlarının sayısal dağılımını ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Bu yönüyle yöntem, sonraki aşamalarda gerçekleştirilen yıllar arası karşılaştırmalı analiz ve ürün grubu–karar sonucu ilişkisi incelemeleri için temel bir zemin oluşturmaktadır. Elde edilen frekans bulguları, tablo ve grafikler aracılığıyla sunulurken, yıllar itibarıyla başvuru sayılarındaki değişim ile farklı ürün gruplarında gözlenen başvuru yoğunlukları açık biçimde gösterilmiştir.

Yıllar Arası Karşılaştırmalı Analiz

Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’ne yapılan başvuruların zaman içerisindeki değişimini incelemek amacıyla yıllar arası

karşılaştırmalı analiz yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, 2022, 2023 ve 2024 yıllarına ait faaliyet raporlarında yer alan nicel verilerin birbiriyle karşılaştırılmasına dayanmakta olup, başvuru yoğunluğu ve karar sonuçlarındaki eğilimlerin tespit edilmesini amaçlamaktadır.

Karşılaştırmalı analiz kapsamında; toplam başvuru sayıları, ürün gruplarına göre başvuru dağılımı ile müşteri lehine ve banka lehine karar sayıları yıllar itibarıyla ayrı ayrı ele alınmıştır. Böylece başvuruların zaman içindeki artış veya azalış eğilimleri ile karar sonuçlarının yıllara göre nasıl farklılaştığı nicel olarak ortaya konulmuştur.

Analizde, her yıl için elde edilen değerler karşılaştırılmış; ayrıca yıllar arasında karşılaştırılabilirliğin sağlanabilmesi amacıyla oransal göstergelerden de yararlanılmıştır. Bu yaklaşım, başvuru sayılarındaki mutlak değişimlerin yanı sıra, karar sonuçlarının dağılımındaki göreceli değişimlerin de değerlendirilmesine imkân tanımıştır. Bu yönüyle yöntem, çalışmanın bulgular bölümünde yapılan eğilim analizlerinin metodolojik temelini oluşturmaktadır.

Ürün Grubu – Karar Sonucu İlişkisi

Bu çalışmada, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'ne yapılan başvuruların ait oldukları ürün grupları ile başvuru sonuçları arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi amacıyla ürün grubu – karar sonucu ilişkisi analizi yapılmıştır. Bu analiz, farklı finansal ürünlerde Hakem Heyeti kararlarının benzer veya farklı eğilimler gösterip göstermediğinin belirlenmesini amaçlamaktadır.

Analiz kapsamında başvurular, faaliyet raporlarında yer alan sınıflandırmaya uygun olarak banka ve kredi kartları, tüketici kredileri, sigortacılık işlemleri ve diğer bankacılık ürün ve hizmetleri olmak üzere dört ana ürün grubuna ayrılmıştır. Karar sonuçları ise müşteri lehine sonuçlanan başvurular, banka lehine sonuçlanan

başvurular ve bankanın talebi olumlu karşılması yoluyla sonuçlanan başvurular şeklinde sınıflandırılmıştır.

Ürün grupları ile karar sonuçları arasındaki ilişki, her bir ürün grubu için karar türlerinin mutlak ve oransal dağılımları hesaplanarak incelenmiştir. Bu yöntem sayesinde, belirli bir ürün grubunda hangi karar sonucunun daha baskın olduğu ve karar dağılımlarının ürün grupları arasında nasıl farklılaştığı karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir.

Bu analiz, istatistiksel nedensellik iddiası taşımamakta olup, ürün türlerine göre Hakem Heyeti kararlarının betimleyici eğilimlerini ortaya koymayı hedeflemektedir. Elde edilen bulgular, çalışmanın bulgular bölümünde tablo ve grafikler aracılığıyla sunularak ürün grupları arasında gözlenen karar farklılıklarının tartışılmasına zemin hazırlamaktadır.

Müşteri Lehine Karar Oranlarının Hesaplanması

Bireysel Müşteri Hakem Heyeti kararlarının finansal tüketici lehine sonuçlanma düzeyini nicel olarak ortaya koyabilmek amacıyla müşteri lehine karar oranları hesaplanmıştır. Bu oranlar, farklı ürün gruplarında ve yıllar itibarıyla Hakem Heyeti'nin karar eğilimlerinin karşılaştırılmasına imkân sağlamaktadır.

Müşteri lehine karar oranı, her bir ürün grubu ve her bir yıl için, müşteri lehine sonuçlanan başvuru sayısının, aynı kapsamda karara bağlanan toplam başvuru sayısına oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. Hesaplamada, yalnızca Hakem Heyeti tarafından karara bağlanan başvurular dikkate alınmış; gündeme alınmayan, gündemde bekleyen veya başvuru sahibi tarafından geri çekilen başvurular oran hesaplamasına dâhil edilmemiştir. Bu yaklaşım, oranların yalnızca fiilen değerlendirilmiş başvurular üzerinden hesaplanmasını sağlayarak analitik tutarlılığı artırmaktadır.

Oran hesaplaması aşağıdaki formül esas alınarak yapılmıştır:

$$\text{Müşteri Lehine Karar Oranı (\%)} = \frac{\text{Müşteri Lehine Karar Sayısı}}{\text{Müşteri Lehine Karar Sayısı} + \text{Banka Lehine Karar Sayısı}} \times 100$$

Bu yöntem sayesinde, mutlak başvuru sayılarından bağımsız olarak, ürün grupları arasında müşteri lehine kararların göreceli ağırlığı karşılaştırılabilmiştir. Müşteri lehine karar oranları, çalışmanın bulgular bölümünde tablo ve grafikler aracılığıyla sunulurken, ürün gruplarına ve yıllara göre gözlenen farklılıkların analiz edilmesine temel oluşturmuştur.

Bulgular

Yıllara Göre Başvuru Sayılarının Dağılımı

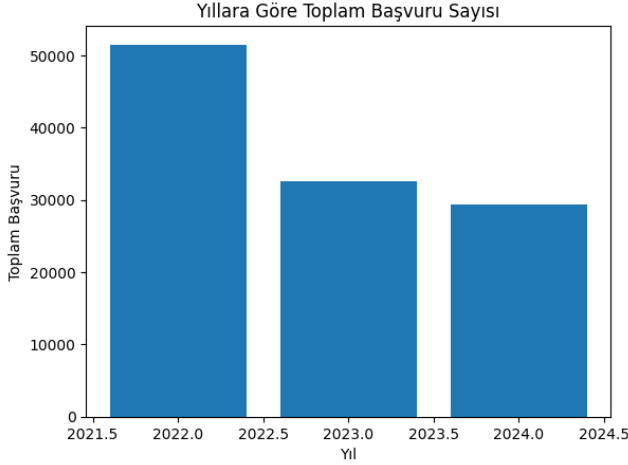
Tablo 1’de 2022–2024 yılları arasında Bireysel Müşteri Hakem Heyetine yapılan toplam başvuru sayıları yer almaktadır. Veriler incelendiğinde, 2022 yılında en yüksek başvuru sayısına ulaşıldığı, sonraki yıllarda ise başvurularda belirgin bir azalış yaşandığı görülmektedir. 2023 ve 2024 yıllarında başvuru sayılarındaki düşüş, başvuru eğilimlerinde yıllar itibarıyla gerileme olduğunu göstermektedir.

Tablo 1. Yıllara Göre Toplam Başvuru Sayıları (2022–2024)

Yıl	Toplam Başvuru
2022	51.501
2023	32.615
2024	29.334

Aşağıdaki sütun grafikte 2022–2024 yılları arasında toplam başvuru sayılarının dağılımı gösterilmektedir.

Grafik 1. Yıllara Göre Toplam Başvuru Sayıları (2022–2024)



***Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'ne yapılan başvuruların yıllara göre dağılımı incelendiğinde, 2022–2024 döneminde başvuru sayılarında belirgin ve istikrarlı bir azalış eğilimi gözlenmektedir. Tablo 1'de yer alan verilere göre, 2022 yılında 51.501 olan toplam başvuru sayısı, 2023 yılında 32.615'e düşmüş; 2024 yılında ise 29.334 olarak gerçekleşmiştir. 2022–2023 döneminde başvuru sayılarındaki azalış yaklaşık %36,7 düzeyinde olup, bu düşüşün oldukça keskin olduğu görülmektedir.

2023–2024 döneminde ise başvurulardaki azalış hızının yavaşladığı, ancak düşüş eğiliminin devam ettiği anlaşılmaktadır. Bu durum, Hakem Heyeti'ne yapılan başvuruların nicel yoğunluğunda kısa süre içerisinde önemli bir gerilemeye işaret etmektedir.

Başvuru sayılarındaki bu azalış, finansal tüketici uyuşmazlıklarının tamamen ortadan kalktığını göstermemekle birlikte, uyuşmazlıkların Hakem Heyeti aşamasına gelmeden önce çözümlenmeye başlamış olabileceğine işaret etmektedir. Özellikle bankaların başvuru öncesi çözüm mekanizmalarını daha etkin

kullanmaları, mevzuata uyum düzeyinin artması ve dijital kanallar üzerinden şikâyet yönetiminin güçlenmesi, başvuru sayılarındaki düşüşü açıklayan olası faktörler arasında değerlendirilebilir.

2022–2024 döneminde gözlenen başvuru sayılarındaki azalış, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti sisteminin zaman içerisinde filtreleyici bir işlev üstlendiğini ve yalnızca çözümlenemeyen uyuşmazlıkların heyet gündemine taşındığını göstermektedir.

Ürün Gruplarına Göre Başvuruların Dağılımı

Aşağıda yer alan Tablo 2’de, 2022–2024 yılları arasında ürün gruplarına göre yapılan başvuruların dağılımı sunulmaktadır. Veriler incelendiğinde, başvuruların büyük bir bölümünün banka ve kredi kartları grubunda yoğunlaştığı görülmektedir. Diğer bankacılık ürün ve hizmetleri, sigortacılık işlemleri ve tüketici kredileri ise toplam başvurular içinde daha düşük oranlara sahiptir. Yıllar itibarıyla genel olarak başvuru sayılarında azalış eğilimi gözlenirken, ürün grupları arasındaki dağılımın benzer bir yapı sergilediği dikkat çekmektedir.

Tablo 2. Yıllara ve Ürün Gruplarına Göre Başvuru Dağılımı

Ürün Grubu	2022	2023	2024	Toplam	Oran (%)
Banka ve Kredi Kartları	27.624	21.192	21.608	70.424	%62,06
Tüketici Kredileri	7.358	2.323	1.157	10.838	%9,55
Sigortacılık İşlemleri	8.307	3.203	1.747	13.257	%11,69
Diğer Bankacılık Ürün ve Hizmetleri	8.212	5.897	4.822	18.931	%16,68
Toplam	51.501	32.615	29.334	113.450	100

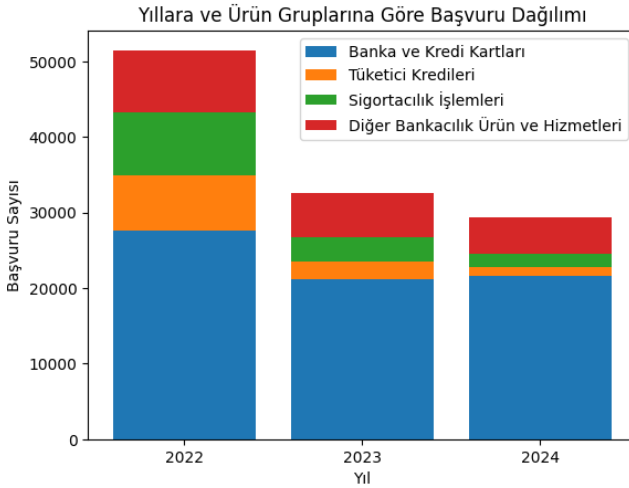
Tablo 2’de, 2022–2024 döneminde Bireysel Müşteri Hakem Heyeti’ne yapılan başvuruların ürün gruplarına göre dağılımı sunulmaktadır. Veriler, başvuruların büyük ölçüde banka ve kredi kartları grubunda yoğunlaştığını göstermektedir. İncelenen üç yıllık dönemde banka ve kredi kartlarına ilişkin başvurular, toplam

başvuruların %62,06'sını oluşturarak diğer ürün gruplarından açık biçimde ayrılmaktadır.

Tüketici kredilerine ilişkin başvurular, toplam başvuruların %9,55'i ile görece sınırlı bir paya sahiptir. Buna karşılık, sigortacılık işlemleri toplam başvuruların %11,69'unu oluşturmakta olup, bu ürün grubunun tüketici kredilerinden daha yüksek bir başvuru yoğunluğuna sahip olduğu görülmektedir. Diğer bankacılık ürün ve hizmetleri ise %16,68 oranıyla toplam başvurular içerisinde önemli bir paya sahiptir.

Aşağıdaki grafikte 2022–2024 yılları arasında başvuruların ürün gruplarına göre dağılımı yığılmış sütun grafik yöntemiyle gösterilmektedir.

Grafik 2. Yıllara ve Ürün Gruplarına Göre Başvuru Dağılımı



***Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu dağılım, finansal tüketici uyuşmazlıklarının ağırlıklı olarak günlük ve yaygın biçimde kullanılan finansal ürünler etrafında yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Özellikle banka ve

kredi kartlarına ilişkin başvuruların yüksek oranı, bu ürünlerin kullanım sıklığı ve işlem çeşitliliği ile doğrudan ilişkilendirilebilir.

Tüketici kredileri ve sigortacılık işlemlerine ilişkin başvuruların görece daha düşük oranlarda seyretmesi ise bu alanlarda sözleşme süreçlerinin daha sınırlı işlem türlerine dayanması ve uyuşmazlıkların çoğu zaman uzun vadeli hukuki değerlendirme gerektirmesiyle açıklanabilir. Bu bulgular, finansal tüketicinin korunmasına yönelik düzenlemelerde özellikle banka ve kredi kartı uygulamalarının şeffaflığına, bilgilendirme yükümlülüklerinin güçlendirilmesine ve standart sözleşme koşullarının denetimine ağırlık verilmesi gerektiğini göstermektedir.

Karar Sonuçlarının Dağılımı

Tablo 3'te, 2022–2024 yılları arasında karara bağlanan başvuruların sonuçlara göre dağılımı yer almaktadır. Veriler incelendiğinde, en yüksek payın bankanın talebi olumlu karşılaması yoluyla sonuçlanan başvurulara ait olduğu görülmektedir. Banka lehine verilen kararlar ikinci sırada yer alırken, müşteri lehine sonuçlanan başvuruların sayısının görece düşük olduğu dikkat çekmektedir. Yıllar itibarıyla karara bağlanan toplam başvuru sayısının 2022 yılında daha yüksek olduğu, 2023 ve 2024 yıllarında ise benzer seviyelerde seyrettiği anlaşılmaktadır.

Tablo 3. 2022–2024 Yılları Arasında Karara Bağlanan Başvuruların Sonuç Dağılımı

Yıl	Banka Lehine Kararlar	Müşteri Lehine Kararlar	Bankanın Talebi Olumlu Karşılması Yoluyla Sonuçlanan Başvurular	Toplam Karara Bağlanan
2022	9.202	2.314	14.155	25.671
2023	8.780	1.307	8.019	18.106
2024	9.327	872	8.668	18.867
Toplam	33.590	5.787	43.375	82.752

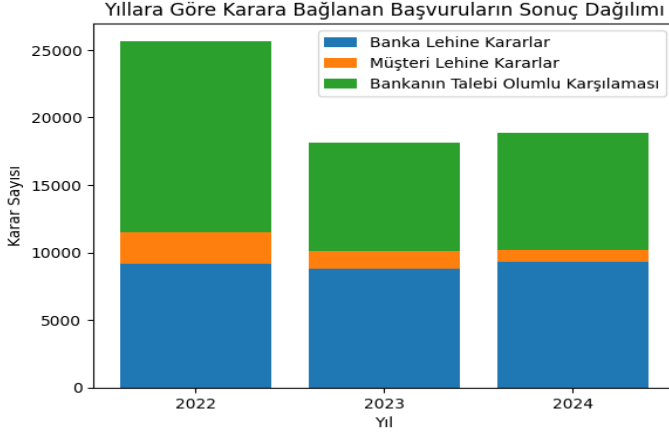
Tablo 3’te, 2022–2024 döneminde Bireysel Müşteri Hakem Heyeti tarafından karara bağlanan başvuruların karar sonuçlarına göre dağılımı sunulmaktadır. Veriler, incelenen dönemde kararların önemli bir bölümünün bankanın talebinin olumlu karşılanması yoluyla sonuçlandığını göstermektedir. Üç yıllık dönemde bu karar türü toplam 43.375 başvuru ile tüm karara bağlanan başvuruların yaklaşık %52,4’ünü oluşturmaktadır.

Banka lehine kararlar, toplam 33.590 başvuru ile ikinci sırada yer almakta olup, toplam karara bağlanan başvuruların yaklaşık %40,6’sına karşılık gelmektedir. Müşteri lehine kararlar ise 5.787 başvuru ile daha sınırlı bir paya sahip olup, toplam kararların yaklaşık %7’sini oluşturmaktadır. Bu dağılım, Hakem Heyeti sisteminin otomatik biçimde müşteri lehine sonuçlar üreten bir mekanizma olmadığını, kararların büyük ölçüde bankaların başvuru aşamasında talepleri karşılaması veya mevzuat ve sözleşme hükümleri çerçevesinde banka lehine şekillendiğini göstermektedir.

Yıllar itibarıyla değerlendirildiğinde, 2022 yılında karara bağlanan başvuru sayısının diğer yıllara kıyasla daha yüksek olduğu, 2023 ve 2024 yıllarında ise toplam karara bağlanan başvuru sayılarının görece istikrarlı bir düzeyde seyrettiği görülmektedir. Özellikle müşteri lehine karar sayılarındaki azalış eğilimi, 2024 yılında daha belirgin hâle gelmiştir.

Aşağıdaki grafikte 2022–2024 yılları arasında karara bağlanan başvuruların, banka lehine kararlar, müşteri lehine kararlar ve bankanın talebi olumlu karşılaması yoluyla sonuçlanan başvurular bakımından dağılımı yığılmış sütun grafik yöntemiyle gösterilmektedir.

Grafik 3. 2022–2024 Yılları Arasında Karara Bağlanan Başvuruların Sonuç Dağılımı



***Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Karar sonuçlarının dağılımı, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin finansal uyuşmazlıklarda dengeleyici ve filtreleyici bir rol üstlendiğini ve başvuruların önemli bir kısmının heyet tarafından esasa girilmeden, bankaların talepleri karşılması yoluyla çözüme kavuşturulduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum, hakem heyetine yapılan başvuruların yalnızca uyuşmazlık çözümüne yönelik bir yargısal mekanizma işlevi görmediğini, aynı zamanda bankalar üzerinde uyuşmazlık öncesi uzlaşmayı teşvik eden ve tüketici taleplerinin ciddiyetini artıran bir baskı unsuru oluşturduğunu göstermektedir.

Nitekim bankaların, olası olumsuz bir heyet kararıyla karşılaşmamak amacıyla başvuru süreci devam ederken talepleri karşılamayı tercih etmeleri, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin dolaylı ancak etkili bir yaptırım gücüne sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yönüyle hakem heyeti sistemi, klasik yargı yollarına kıyasla daha hızlı, düşük maliyetli ve etkin bir uyuşmazlık

özüm mekanizması sunmakta; finansal tüketicinin korunması bakımından tamamlayıcı bir işlev üstlenmektedir.

Müşteri Lehine Karar Oranlarının Analizi

Tablo 4’te, 2022–2024 yılları itibarıyla müşteri ve banka lehine verilen kararların dağılımı ile müşteri lehine karar oranları gösterilmektedir. Veriler değerlendirildiğinde, müşteri lehine verilen kararların hem sayısal hem de oransal olarak yıllar içinde azaldığı görülmektedir. 2022 yılında müşteri lehine karar oranı %20,09 iken, bu oran 2023 yılında %12,96’ya, 2024 yılında ise %8,55’e gerilemiştir. Buna karşılık banka lehine verilen kararların toplam kararlar içindeki payının arttığı dikkat çekmektedir. Bu durum, yıllar itibarıyla karar sonuçlarının banka lehine yoğunlaştığını ortaya koymaktadır.

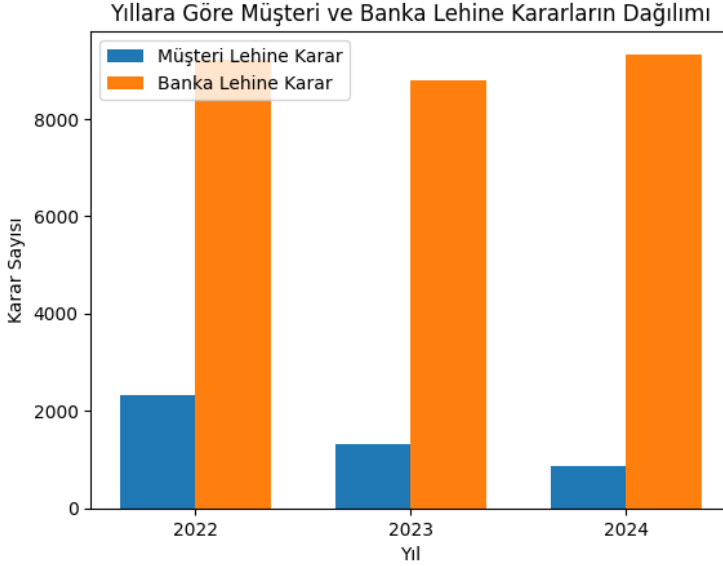
Tablo 4. 2022–2024 Yıllarına Göre Müşteri ve Banka Lehine Kararların Dağılımı

Yıl	Müşteri Lehine Karar	Banka Lehine Karar	Toplam Karar	Müşteri Lehine Oran (%)
2022	2.314	9.202	11.516	%20,09
2023	1.307	8.780	10.087	%12,96
2024	872	9.327	10.199	%8,55

Bireysel Müşteri Hakem Heyeti tarafından karara bağlanan başvurular incelendiğinde, müşteri lehine karar oranlarının 2022–2024 döneminde belirgin ve sürekli bir azalış eğilimi gösterdiği görülmektedir. Tablo 4’te yer alan veriler, 2022 yılında müşteri lehine karar oranının %20,09 düzeyinde olduğunu, bu oranın 2023 yılında %12,96’ya, 2024 yılında ise %8,55’e gerilediğini ortaya koymaktadır.

Aşağıdaki grafikte 2022–2024 yılları arasında Bireysel Müşteri Hakem Heyeti tarafından karara bağlanan başvuruların müşteri lehine ve banka lehine sonuçlanma durumları karşılaştırmalı sütun grafik yöntemiyle gösterilmektedir.

Grafik 4. 2022–2024 Yıllarına Göre Müşteri ve Banka Lehine Kararların Dağılımı



***Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Müşteri lehine karar oranlarındaki bu düşüş, yalnızca mutlak karar sayılarındaki azalışla sınırlı olmayıp, karara bağlanan başvurular içerisindeki göreceli ağırlığın da zayıfladığını göstermektedir. Özellikle 2022–2023 döneminde müşteri lehine karar oranındaki düşüşün keskin olduğu, 2023–2024 döneminde ise azalış eğiliminin devam etmekle birlikte daha sınırlı bir hızda gerçekleştiği dikkat çekmektedir.

Bu eğilim, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti sisteminin zaman içerisinde daha mevzuat ve sözleşme hükümleri çerçevesinde

şekillenen bir değerlendirme pratiği benimsediğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, müşteri lehine karar oranlarındaki azalış, Hakem Heyeti'nin finansal tüketiciyi koruma işlevinin ortadan kalktığı anlamına gelmemekte; aksine uyuşmazlıkların önemli bir bölümünün heyet aşamasına gelmeden ya da bankanın talebi karşılması yoluyla çözümlendiğini göstermektedir.

Ürün Grubu – Karar Sonucu İlişkisi

Tablo 5'te, 2022–2024 yılları arasında ürün gruplarına göre verilen kararların müşteri ve banka lehine dağılımı yer almaktadır. Tablo, farklı ürün gruplarında karar sonuçlarının yıllar itibarıyla nasıl şekillendiğini karşılaştırmalı olarak ortaya koymaktadır.

Tablo 5. 2022–2024 Yıllarına ve Ürün gruplarına Göre Karar Sonuçlarının Dağılımı

Yıl	Ürün Grubu	Müşteri Lehine	Banka Lehine	Toplam Karar	Müşteri Lehine Oran (%)	Banka Lehine Oran (%)
2022	Banka ve Kredi Kartları	416	4.879	5.295	%7,86	%92,14
	Tüketici Kredileri	228	2.392	2.620	%8,70	%91,30
	Sigortacılık İşlemleri	1.504	1.257	2.761	%54,48	%45,52
	Diğer Bankacılık Ürün ve Hizmetleri	166	674	840	%19,76	%80,24
2023	Banka ve Kredi Kartları	376	5.885	6.261	%6,00	%94,00
	Tüketici Kredileri	48	611	659	%7,29	%92,71
	Sigortacılık İşlemleri	742	317	1.059	%70,07	%29,93
	Diğer Bankacılık Ürün ve Hizmetleri	141	1.967	2108	%6,69	%93,31
2024	Banka ve Kredi Kartları	342	6.827	7.169	%4,77	%95,23
	Tüketici Kredileri	35	390	425	%8,24	%91,76
	Sigortacılık İşlemleri	447	247	694	%64,41	%35,59
	Diğer Bankacılık Ürün ve Hizmetleri	48	1.863	1911	%2,51	%97,49

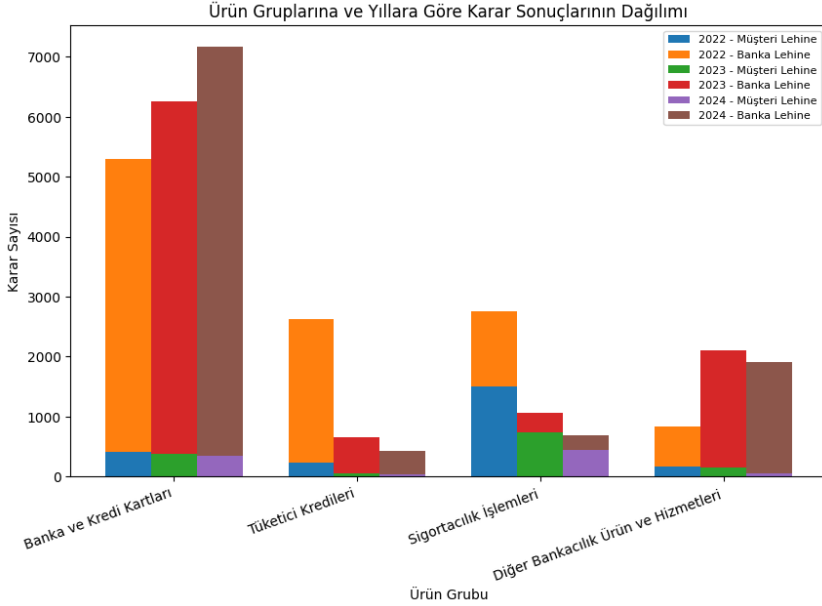
2022–2024 döneminde ürün grupları ile karar sonuçları arasındaki ilişki incelendiğinde, karar türlerinin ürün gruplarına göre belirgin biçimde farklılaştığı görülmektedir. Tablo 5’te yer alan veriler, banka ve kredi kartları ile tüketici kredilerine ilişkin uyuşmazlıklarda banka lehine kararların açık biçimde baskın olduğunu ortaya koymaktadır. Banka ve kredi kartları grubunda banka lehine karar oranı 2022 yılında %92,14 iken, bu oran 2023 yılında %94,00’a, 2024 yılında ise %95,23’e yükselmiştir. Benzer şekilde tüketici kredilerinde banka lehine karar oranları tüm yıllarda %91’in üzerinde seyretmiştir.

Buna karşılık, sigortacılık işlemleri ürün grubu, diğer tüm ürün gruplarından net biçimde ayrılmaktadır. Sigortacılık işlemlerinde müşteri lehine karar oranı 2022 yılında %54,48 iken, 2023 yılında %70,07’ye yükselmiş, 2024 yılında ise %64,41 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar, sigortacılık uyuşmazlıklarında müşteri lehine kararların banka lehine kararlardan sistematik biçimde daha yüksek olduğunu göstermektedir. Sigorta poliçelerinin yoruma açık yapısı, teminat kapsamına ilişkin ihtilafların teknik değerlendirme gerektirmesi ve hasar süreçlerinde yaşanan uygulama farklılıkları, bu ürün grubunda müşteri lehine kararların görece yüksek oranlarda gerçekleşmesini açıklayan faktörler arasında değerlendirilebilir.

Diğer bankacılık ürün ve hizmetleri grubunda ise banka lehine kararların ağırlığı dikkat çekmektedir. Bu grupta banka lehine karar oranı 2022 yılında %80,24 iken, 2023 yılında %93,31’ye, 2024 yılında ise %97,49’a ulaşmıştır. Özellikle 2023 ve 2024 yıllarında müşteri lehine karar oranlarının oldukça düşük seviyelere gerilemesi, bu ürün grubuna ilişkin uyuşmazlıkların çoğunlukla mevzuat ve standart sözleşme hükümleri çerçevesinde bankalar lehine sonuçlandığını göstermektedir.

Aşağıdaki grafikte 2022–2024 yılları arasında ürün grupları bazında karara bağlanan başvuruların müşteri lehine ve banka lehine sonuçlanma durumları birlikte gösterilmektedir.

Grafik 5. 2022–2024 Yıllarına ve Ürün gruplarına Göre Karar Sonuçlarının Dağılımı



***Kaynak:** Yazar tarafından oluşturulmuştur

Bu dağılım ürün grubu ile karar sonucu arasındaki ilişki, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti kararlarının tek tip bir eğilim göstermediğini, aksine ürünün hukuki ve teknik niteliğine göre farklılaşan bir karar pratiğinin benimsendiğini ortaya koymaktadır. Banka ve kredi kartları ile tüketici kredilerinde banka lehine kararların yoğunlaşması, sigortacılık işlemlerinde ise müşteri lehine kararların öne çıkması, Hakem Heyeti’nin uyuşmazlıkları ürün bazında ve normatif çerçevede değerlendiren dengeleyici bir karar yaklaşımı benimsediğini göstermektedir.

Bu durum, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin finansal uyuşmazlıkları değerlendirirken yalnızca taraflar arasındaki menfaat dengesini değil, aynı zamanda ilgili mevzuat, sözleşme hükümleri ve ürünlerin yapısal özelliklerini birlikte dikkate aldığını göstermektedir. Özellikle sigortacılık işlemlerinde müşteri lehine kararların görece yüksek oranlarda seyretmesi, sigorta sözleşmelerinin yorumunda sigortalı lehine yorum ilkesinin ve tüketicinin korunmasına yönelik özel düzenlemelerin etkisini ortaya koymaktadır. Buna karşılık banka ve kredi kartları ile tüketici kredilerine ilişkin uyuşmazlıklarda banka lehine kararların yoğunlaşması, bu alanlarda standart sözleşme hükümlerinin ve mevzuatın daha belirleyici bir çerçeve sunduğunu göstermektedir. Bu farklılaşma, hakem heyeti sisteminin tek tip kararlar üreten bir yapıdan ziyade, uyuşmazlığın niteliğine göre esnek ve ürün odaklı bir değerlendirme mekanizması olarak işlediğini ortaya koymaktadır.

Sonuç ve Tartışma

Bu çalışma, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin 2022–2024 dönemine ait faaliyet verileri üzerinden finansal tüketici uyuşmazlıklarının niceliksel ve niteliksel özelliklerini ortaya koymayı amaçlamıştır. Başvuruların yıllara göre dağılımı, ürün grupları bazındaki yoğunlaşma ve karar sonuçlarının analizi birlikte değerlendirildiğinde, Hakem Heyeti sisteminin işleyişine ve karar pratiğine ilişkin önemli bulgular elde edilmiştir.

Çalışmanın ilk bulguları, 2022–2024 döneminde Hakem Heyeti'ne yapılan başvurularda belirgin bir azalış eğilimi bulunduğunu göstermektedir. Başvuru sayılarındaki bu düşüş, finansal tüketici uyuşmazlıklarının tamamen ortadan kalktığını göstermemekle birlikte, uyuşmazlıkların Hakem Heyeti aşamasına gelmeden önce çözülmeye başlamış olabileceğine işaret etmektedir. Özellikle bankaların şikâyet yönetim süreçlerini geliştirmesi, dijital

kanallar üzerinden hızlı çözüm mekanizmalarının yaygınlaşması ve mevzuata uyum düzeyinin artması, bu eğilimi açıklayan faktörler arasında değerlendirilebilir.

Ürün gruplarına göre başvuru dağılımı incelendiğinde, banka ve kredi kartlarına ilişkin başvuruların açık ara en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, banka ve kredi kartlarının finansal tüketiciler tarafından en yaygın kullanılan ürünler arasında yer alması ve işlem çeşitliliğinin fazla olması ile doğrudan ilişkilidir. Buna karşılık, sigortacılık işlemlerinin toplam başvurular içindeki payı daha sınırlı olmakla birlikte, karar sonuçları bakımından dikkat çekici bir farklılaşma göstermektedir.

Karar sonuçlarının analizi, Hakem Heyeti'nin otomatik biçimde müşteri lehine veya banka lehine kararlar veren bir yapı olmadığını ortaya koymaktadır. İncelenen dönemde, başvuruların önemli bir bölümünün bankanın talebi olumlu karşılaması yoluyla sonuçlandığı görülmektedir. Bu durum, Hakem Heyeti mekanizmasının yalnızca karar veren bir organ olmanın ötesinde, bankalar üzerinde uyumazlığı erken aşamada çözmeye yönlendirici bir etki yarattığını göstermektedir.

Müşteri lehine karar oranlarının yıllar itibarıyla azalması, çalışmanın dikkat çeken bir diğer bulgusudur. 2022 yılında %20,09 olan müşteri lehine karar oranının 2024 yılında %8,55'e gerilemesi, Hakem Heyeti kararlarının giderek daha seçici bir nitelik kazandığını düşündürmektedir. Bu durum, bankaların mevzuata uyum düzeylerinin artması ve standart sözleşme hükümlerinin daha belirleyici hâle gelmesi ile ilişkilendirilebilir.

Ürün grubu ile karar sonucu arasındaki ilişki incelendiğinde ise, sigortacılık işlemlerinin diğer ürün gruplarından belirgin biçimde ayrıştığı görülmektedir. Banka ve kredi kartları ile tüketici kredilerine ilişkin uyumsuzluklarda banka lehine kararların baskın olduğu tespit edilirken, sigortacılık işlemlerinde müşteri lehine karar

oranlarının tüm yıllarda %50'nin üzerinde gerçekleştiği belirlenmiştir. Bu ayrışma, sigorta sözleşmelerinin yoruma açık yapısı, teminat kapsamına ilişkin uyuşmazlıkların teknik değerlendirme gerektirmesi ve hasar süreçlerindeki uygulama farklılıkları ile açıklanabilir.

Sonuç olarak, bu çalışma, Bireysel Müşteri Hakem Heyeti'nin finansal tüketici uyuşmazlıklarında dengeleyici ve filtreleyici bir rol üstlendiğini ortaya koymaktadır. Karar sonuçlarının ürün gruplarına göre farklılaşması, Hakem Heyeti'nin tek tip bir karar yaklaşımı benimsemediğini; uyuşmazlığın niteliğine göre değişen bir değerlendirme pratiği izlediğini göstermektedir. Bu bulgular, Hakem Heyeti mekanizmasının finansal tüketicinin korunması açısından önemli bir alternatif uyuşmazlık çözüm yolu olmaya devam ettiğini, ancak karar pratiğinin zaman içinde daha seçici ve sistematik bir yapıya evrildiğini ortaya koymaktadır.

Kaynakça

- Bahadır, Z. (2019). Türkiye Bankalar Birliği Bireysel Müşteri Hakem Heyeti. İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 10(2), ss.694-711.
- Baykal, C. Murat (2008), "Hukuk-Ekonomi İlişkisi ve Ekonomi Hukuku Üzerine", Ankara Barosu Dergisi, 4, ss. 76-87.
- Boztosun, D., Koç, S. & Aksoy, B. (2019). Türkiye'de Banka ve Sigorta İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim Uygulaması. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (83), 213-230.
- Budnitz, Mark E. (1995). Arbitration of Disputes Between Consumers and Financial Institutions: A Serious Threat to Consumer Protection, Ohio State Journal on Dispute Resolution, 10(2), pp.267-342.

- Caner, O. (2014), 6502 Sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun Özel Sigorta Sözleşmelerine Etkisi, Prof. Dr. Feridun Yenisey'e Armağan Cilt II, İstanbul: Beta Basım Yayınları. ss.2501-2534.
- Ekşi, N. (2021). Türkiye Bankalar Birliği Bireysel Müşteri Hakem Heyeti. Journal of International Trade & Arbitration Law/Uluslararası Ticaret ve Tahkim Hukuku Dergisi, 10(2).
- Erdönmez, P. A. (2014). Dünya Bankası Finansal Tüketicinin Korunmasına İlişkin İyi Uygulama İlkelerinin İlgili Mevzuat Çerçevesinde Ana Hatlarıyla İncelenmesi. Bankacılar Dergisi, (89), ss.92-117.
- Gündüz, Y. (2010). Banka ve Sigorta Muhasebesi. Anadolu Üniversitesi.
- Günver, O. R. (2020) Banka ve Finans Hukukunda Uyuşmazlıkların Alternatif Yöntemlerle Çözümü. Doç. Dr. Abdülkadir Develi/Dr. Bekir Eren, s.145.
- Ildır, G., (2003) Alternatif Uyuşmazlık Çözümünün (Medeni Yargıya Alternatif Yöntemler), Ankara.
- Kaban, İ., Karaca, S. ve Gül, M. (2016). Bireysel Müşteriler Ve Bankalar Arasındaki İlişkilerde Yeni Dönem: Tüketici Kredisi Sözleşmeleri Yönetmeliği Üzerine Bir Değerlendirme, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 14(1), 227- 247.
- Özak, E. G. (2017). Bireysel Müşterilerin Şikâyetlerinin Nedenleri ve Seyrine Dair Analiz: Türkiye Bankalar Birliği Üyesi Banka Uygulamaları, 101 Bankacılar Dergisi, ss.132-146.
- Özbek, M., (2007). Avrupa Birliğinde Alternatif Uyuşmazlık Çözümü, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, 68, ss.265-320.

- Özbek, V., Sahin, S., Akkilic, M. E. & Koc, F. (2017). The Relationships Between Consumer Attitudes to The Complaint and Switching Cost: A Study on Banking Industry. *PressAcademia Procedia*, 3(1), pp.246-256.
- Park, William W. (1998). Arbitration in Banking and Finance, *Annual Review of Bankıng Law*, 17,(2), pp.13-285.
- Tepeli, Y. & Daşkıran, F. (2019). Finansal Tüketicilerin Banka Tercihlerinin Konjoint Model ile Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Örneği. *Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 20(45), ss.63-78.
- Türkiye Bankalar Birliği, <http://www.tbb.org.tr> (14.11.2025).
- Uyumaz, A. & Akdağ, İ. (2016). Bankacılık Faaliyetlerinde Tüketicinin Korunması Açısından Hukuka Aykırı Alınan Ücret Ve Masraflar ile Bunların İadesi (In Terms Of Consumer Protection In Bankıng Activities, Demanded Unfair Fees And Costs Also Repayment Of Them). *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 74(1), ss.423-459.
- Yanase, S. (2013). The Standards of Judgment for Dispute Resolution in Financial ADR of Japan, *Columbia Journal of Asian Law*, 26, pp.29-104.

BÖLÜM 17

Devre Mülkün Hukuki Altyapısı, Pazar Dinamikleri ve Değerleme Yaklaşımları

TOYGUN ATASOY¹
AHMET HİLMİ ERCİYES²

Giriş

Paylaşımlı tatil mülkiyeti, devre tatil ve ortak tatil şeklinde de ifade edilen (Stringam, 2010; R. S. Upchurch, 2002; Weinland, Gregory, & Petrick, 2016) devre mülk (timesharing ownership) kavramı ortaya çıktığı ilk dönemlerden itibaren turizm endüstrisi içinde önemli bir yer edinmiştir. Devre mülk bireylerin bir tatil tesisinden pay satın alarak, her yıl belirli bir süre boyunca o tesisi kullanmalarına olanak tanıyan bir gayrimenkul mülkiyeti modelidir. Devre mülk kavramı ilk olarak 1960'larda Avrupa'da ortaya çıkmış (Spaulding Jr, Dennison, & Freedman, 2022) ve dünya genelinde yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. Carty (1995), devre mülk benzeri ilk uygulamanın ilk olarak 1960'lı yıllarda çok sevilen Fransa Alpleri'nde bireysel olarak bir villa satın almanın yüksek fiyatlardan kaynaklı olarak zor olması nedeniyle Avrupalı tatil

¹Arş. Gör. Dr., Ankara Üniversitesi, Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Bölümü, Orcid: 0000-0002-7399-0215

²Arş. Gör., Ankara Üniversitesi, Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Bölümü, Orcid: 0000-0001-5112-6808

severlerin finansman kaynaklarını birleştirerek önceden karar kıldıkları zaman dilimlerinde kullanmak üzere üst düzey bir tatil villası satın almalarıyla ortaya çıktığını belirtmektedir (Hovey, 2002).

Esas itibarıyla gayrimenkulü belirli bir süre boyunca (genellikle yılda bir hafta olmak üzere) kullanmalarına olanak tanıyan mülkiyet modeli olan devre mülk (R. S. Upchurch & Rompf, 2006) Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1970'li yılların başında Florida ve Hawaii'deki dairelerde meydana gelen arz fazlasından kaynaklı riskleri bertaraf etmek amacıyla bir çözüm olarak yaygınlaşmıştır (Avis & Gibson, 1983). Bu nedenle, ABD devre mülk piyasasının en hızlı geliştiğı ülkelerden biri olarak öne çıkmaktadır. Öyle ki ABD'de 1975 ile 1980 yılları arasında devre mülk sahipliğı 17 bin seviyesinden 500 bin dolaylarına yükselmiş, yine 1975'te 75 milyon \$ olan toplam satışlar 1980 yılı itibarıyla 1 milyar \$ seviyesinin üzerine çıkmıştır (Kirby, 1982). 2018 yılına gelindiğinde ise ABD devre mülk sektörünün 10,2 milyar \$ büyüklüğü ulaştığı görülmektedir (Roddewig & Brigden, 2019).

Devre mülkün küresel düzeyde yaygınlaşması 1980'li yıllar itibarıyla başlamıştır. Dünya genelinde 506 tesis ve 155 bin devre sahibi bulunmaktayken 2006 itibarıyla 110 ülkede toplam tesis sayısı 5 bin ve devre sahibi sayısı 6 milyona ulaşmıştır (Sparks, Butcher, & Pan, 2007). Roddewig and Brigden (2019) devre mülk tesisi sayısının 2019 itibarıyla 7 bini geçtiğini belirtmiştir. Alan yazında devre mülk ve devre tatile yönelik olarak gerçekleştirilen akademik çalışmaların temel veri kaynağı olarak Amerikan Tatil Tesisi Geliştirme Birliğı (American Resort Development Association – ARDA) öncülüğünde yayınlanan paylaşımlı tatil raporları yer almaktadır (Gregory & Weinland, 2016; Hovey, 2002; Powanga & Powanga, 2008; Roddewig & Brigden, 2019). ARDA Uluslararası Vakfı (AIF) tarafından küresel paylaşımlı tatil sektör raporuna göre devre mülk uygulamasının en yaygın olduğı bölge 2,482 tesis,

293,682 bağımsız birim ve 14,360 milyon \$ ile Kuzey Amerika'dır. En yüksek tesis başına ortalama ünite sayısında 148 ile Karayipler, en yüksek yıllık ortalama doluluk oranında %90,1 ile Avusturalasya olarak tanımlanan bölge ve mevcut devre envanterinde oransal olarak en fazla devre satılan bölge ise %97 ile Asya bölgesi olarak tespit edilmiştir (Tablo 1) (AIF, 2016).

Tablo 1. Küresel devre mülk pazarı istatistikleri (AIF, 2016).

Bölge	Toplam Tesis Sayısı	Toplam Ünite Sayısı	Tesis Başına Ortalama Ünite	Satış Hacmi (Milyon \$)	Ortalama Doluluk Oranı (%)	Satılan Devre Yüzdesi (%)
Kuzey Amerika	2.482	293.682	118	14.360	80,0	91
Avrupa, Orta Doğu, Afrika*	1.342	92.238	69	2.537	76,4	85
Orta ve Güney Amerika	571	60.526	106	947	82,7	89
Karayipler	254	37.592	148	825	84,4	89
Asya	550	37.320	68	706	75,2	97
Avustralasya**	158	6.083	39	373	90,1	92

* Türkiye'nin içinde bulunduğu veri bölgesi

**Rapor metodolojisinde Avusturalya, Fiji Adaları, Fransız Polinezyası, Yeni Kaledonya ve Yeni Zelanda'yı kapsayan alan olarak ifade edilmektedir.

Devre mülk küresel olarak turizm ve gayrimenkul sektörleri ile doğrudan ilişki kuran önemli bir aktör haline gelmiştir. Genel kabule göre ilk kez uygulandığı 1960'lı yıllarda önceden belirlenmiş tarih aralıklarının kullanım için farklı kişilere tahsisine dayalı olarak işleyen devre mülk ya da devre tatil uygulamalarının aradan geçen zamandaki genişlemesi yalnızca rakamsal olmamıştır ve taşınmazların kullanım hakkının devresel paylaşımına ilişkin farklı modeller ortaya çıkmıştır. Hukuki rejim, kültürel ve ekonomik açıdan birçok farklı devre mülk modeli oluşmuş olsa da genel olarak hukuki, zaman ve kullanım şekli ve diğer modeller olarak ayırmak

mümkündür (Grafik 1). Hukuki yapılarına göre devre mülk türleri ikiye ayrılmaktadır.

1. **Mülkiyet esaslı** modelde tapu siciline tescil ve belirlenen zaman aralığında tam bir mülkiyet söz konusu olabilmektedir. Mülkiyet esaslı devre mülk modelinde hukuki rejimin öngördüğü şekilde devir, kiralama ve miras söz konusu olabilecektir (Avis & Gibson, 1983; Crosson & Dannis, 1977).
2. **Kullanım esaslı** model sözleşmeye dayanan ve belirlenen sürede kullanım hakkını devreden modeldir. Sözleşme süresi yasal bir zorunluluk bulunmadıkça taraflarca serbestçe belirlenebilecek ya da tesisin kullanılabilir ömrüyle sınırlı olacaktır.
 - a. **Tatil lisansı modeli (vacation license):** Belli bir tesiste belli olmayan bir ünitenin belli bir tarih aralığında kullanma hakkını sunar.
 - b. **Tatil kiralaması modeli (vacation lease):** Yatırım amacı da içeren devre mülk modelidir. Bu modelde devre mülk sözleşmesinde kiralayana alt kiralama hakkı da tanınır. Ayrıca bu modelde tesisin hangi ünitesinin devredildiği bellidir.
 - c. **Kulüp üyeliği modeli (club membership):** Bir şirketin ya da organizasyonun sahip olduğu birden fazla tesisi kullanma yetkisi veren modeldir (Larson & Larson, 2009).

Zaman ve kullanım şekline göre ise modeller dört gruba ayrılmaktadır.

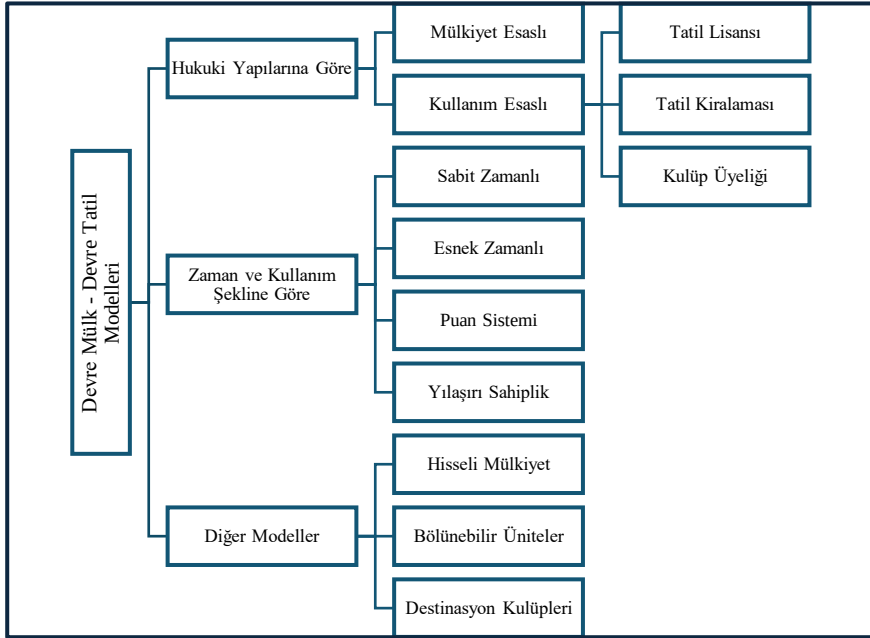
1. **Sabit zamanlı (fixed week):** Her yılın aynı devresinde kullanım hakkının tanındığı modeldir (Avis & Gibson, 1983; Hovey, 2002).
2. **Esnek zamanlı (floating week):** Belirli bir sezon veya tüm yıl içinde uygunluğa göre hafta seçme imkanı sunan modeldir (Avis & Gibson, 1983; Hovey, 2002; Larson & Larson, 2009).
3. **Puan sistemli (points system):** Devre mülk sahibinin her yıl sahip olduğu puanları farklı tesislerde ve sürelerde kullanması üzerine kurulu modeldir (Gregory & Weinland, 2016; Hovey, 2002).
4. **Yılaşırı sahiplik (biennial ownership):** Kullanım hakkının sadece tek veya çift yıllarda (iki yılda bir) kullanıldığı modeldir. Bu model edinim bedeli ile giderleri düşürmektedir (Powanga & Powanga, 2008).

Özelleştirilmiş ve lüks kullanımları içeren diğer devre mülk modellerini üçe ayırmak mümkündür;

1. **Hisseli mülkiyet (fractional ownership):** Yüksek gelirli, lüks tesis imkanları talep eden devre mülk kullanıcıları için daha uzun süre konaklamalı, farklı bölge ve tesislerde konaklama takasına imkân tanıyan modeldir.
2. **Bölünebilir üniteler (lock-off/lockout):** Birbirine bağlı iki üniteyi kapsayan devre mülk hakkının ihtiyaç halinde ikiye bölünerek bir kısmının kiralanması ya da bir haftalık devre mülk hakkının ünitenin yarısında kullanarak iki haftaya çıkarmasına imkân tanıyan modeldir.

3. Destinasyon Kulüpleri (destination clubs): Farklı bölgelerde ve çok sayıda lükse taşınmazlara puan veya kulüp üyeliği vasıtasıyla erişim sağlanmasına imkan tanıyan modeldir (Powanga & Powanga, 2008).

Grafik 1. Devre mülk – devre tatil modelleri



Devre mülk gayrimenkul mülkiyetinin bir modeli olmasına karşın alan yazında devre mülk ediniminin kâr amaçlı bir finansal yatırım olarak görülmemesi gerektiğine yönelik bir algı mevcuttur (Hovey, 2002; Powanga & Powanga, 2008). Devre mülk fiyatlarının önemli bir bölümünün pazarlama ve agresif satış operasyonlarından oluştuğu (Avis & Gibson, 1984) ve ikinci el pazarında ilk satış fiyatının düşme riskinin bulunması (Roddewig & Brigden, 2019) bu eğilimin temelini oluşturmaktadır. Ayrıca devre mülklerin kontrolsüz şekilde artma riski barındıran ortak giderleri ile yönetime ilişkin giderlerinin bulunması ve likiditesinin oldukça zayıf olması da yatırımcı taleplerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Klasik

gayrimenkulden farklı olarak bir hizmet ve tatil deneyimi odaklı olan devre mülk bu özelliği nedeniyle görece daha karmaşık bir değer yapısına sahiptir.

Sözleşme odaklı kullanım hakkına dayalı devre mülk ya da devre tatilde hizmet sunucu tarafından belirlenen bir fiyat ön plana çıkmaktadır. Ancak tapu siciline kayıtlı ve mülkiyete dayalı olarak kurulan devre mülk geleneksel gayrimenkul mülkiyetinin özelliklerini kısmen taşımaktadır. Türk Hukuku'nda devre mülk bir ortak mülkiyetle ilişkili bir hak olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda bu hakkın vergilendirilmesi, ipotek edilmesi, ayni sermaye niteliği kazanması ya da bu hak üzerinden gelir elde edilmesi mümkün olmaktadır. Bu yönüyle Türkiye'de devre mülk değerlemesi önemli bir sorun alanı olarak öne çıkmaktadır. Bu niteliğinin aksine alan yazında devre mülk değerlemesine Türk akademisyenlerin ilgisinin oldukça düşük olduğu gözlemlenmektedir. Nitekim, Türk alan yazınında yapılan incelemeler sonucunda devre mülk değerlemesini ele alan bir akademik çalışmaya rastlanamamıştır. Bunun temel sebeplerinin geleneksel gayrimenkul değerlendirme modellerinin zamanla kısıtlanmış bir mülkiyet üzerinde uygulanmasının güçlüğü ve devre mülk piyasasının içe dönük ve kapalı yapısı olarak gösterilebilir.

Gayrimenkul değerlendirme, genel bir tanımla bir gayrimenkulün veya bir gayrimenkulle ilişkin bir hakkın belirli bir tarihteki değerine ilişkin sunulan profesyonel bir görüştür. Doğruluk oranı yüksek bir değerlemenin yapılabilmesi için doğru değerlendirme yönteminin tercih edilmesi ve değerlendirme konusu varlığın hukuki niteliğinin detaylı olarak ortaya konması gerekmektedir (Tursun, 2025). Bu bağlamda devre mülk değerlemesinin gerçekleştirilebilmesi için Türk Hukuku'nda devre mülk ve devre tatil kavramlarının tanımlanması, aralarındaki ilişki ve farkların belirlenmesi önem arz etmektedir.

Türk Hukuk Sistemi’nde Devre Mülk ve Devre Tatil Kavramları

Kişinin eşya üzerinde hakimiyetini konu alan mülkiyet, tarihsel süreç içerisinde üzerinde sıkça tartışılmış ve toplum düzenini doğrudan etkileyen bir kavram olarak öne çıkmaktadır. Çağlar boyu süren bu fiktisel çatışmanın iki temel yaklaşımı ön planda yer almıştır. Bunlardan ilki mülkiyetin temel ve bireysel bir hak olduğu diğeri ise mülkiyetin kolektif bir hak olduğudur (Bulut, 2006). Mülkiyetin kişisel bir hak olduğuna yönelik yaklaşımın görece galip geldiği çağdaş hukuk anlayışında ise mülkiyet eşya üzerinde kullanma, yararlanma ve tasarruf gücünü malikine tanıyan ve sosyal hukuk düzeni içerisinde sınırlandırılmış bir hak olarak yaygınlaşmıştır (Boşic, 2023; Bulut, 2006; Földi, 2009; Gülerci, 2022; Sirmen, 2025). Türk Hukuku’nda mülkiyet hakkı anayasal düzeyde kişi hak ve özgürlükleri başlığı altında güvence altına alınmış ve sınırı toplum yararı üzerinden çizilmiştir¹. Türk Medeni Kanunu’nda (TMK) geleneksel anlayışla uyumlu olarak kullanma, yararlanma ve tasarruf erkleri mülkiyetin içeriğini oluşturan yetkiler olarak tanımlanmıştır².

Türk Hukuku’nda devre mülk kavramına hak niteliği tanımlanarak 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu’nda (KMK) yer verilmiştir. Devre mülke ilişkin hükümler KMK’ye 10.06.1985 tarihli 3227 sayılı Kanun ile toplamda dokuz madde ilave edilmesiyle tanımlanmıştır. Devre mülk hakkı, “*mesken olarak kullanmaya elverişli bir yapı veya bağımsız bölümün ortak maliklerinden her biri lehine yılın belli dönemlerinde istifade hakkı sağlayan müşterek mülkiyet payına bağlı bir irtifak hakkı*” olarak tanımlanmıştır³.

¹ 1982 Tarihli Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, m. 35.

² 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu, m. 683/1.

³ 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu, m. 57

Kanun koyucunun devre mülk hakkına ilişkin bu tasarrufunda önemli iki eleştiri bulunmaktadır. Devre mülk hakkının tanımlanmasında taşınmaz mülkiyetinin temelini aldığı TMK yerine KMK'nin tercih edilmesinin yönetim, ortak gider gibi ihtiyaçların bu hak kapsamında önemli olduğu, ayrıca bu hakkın özel ve sınırlı bir mülkiyet türü olduğuna işaret etmektedir. Ancak kat mülkiyeti ya da kat irtifakına tabi olmayan yapılarda da devre mülk hakkının söz konusu olması tanımlandığı kanun ile uyumsuzluk ihtiva etmektedir (Erel, 1988). Bunun yanında kanun lafzında yer alan irtifak hakkı ifadesi devre mülke ilişkin hükümler ve irtifak hakkının tanımı dikkate alındığında hatalı olarak değerlendirilmektedir (Gözi, 2006).

Devre mülk hakkına ilişkin olarak KMK'de yer alan düzenlemeler değerlendirildiğinde aşağıda yer alan konulara odaklanıldığı görülmektedir.

- Madde 57: Devre mülk hakkının sadece bir sözleşme olmadığı aksine tapu siciline kaydedilen bir mülkiyet türü olduğu,
- Madde 58: Hakkın bağlı olduğu müşterek pay ile devir, temlik ya da miras ile intikalin konusu olabileceği,
- Madde 59: Hakkın dönemsel olduğu ve yedi günden az bir süreyi kapsayamayacağı,
- Madde 60: Tapu kütüğüne kayıt işleminin beyanlar hanesine yapılacağı ve tapu senedinde belirtme zorunluluğu,
- Madde 61: Ortak malikleri bağlayıcı hale getiren devre mülk sözleşmesinin yapılması,
- Madde 62: Kat mülkiyetine tabi bağımsız bölüm üzerinde devre mülk hakkı kurulmasının diğer kat maliklerinin muvafakatine bağlı olması,

- Madde 63: Ortak maliklerin birbirlerine karşı yönelteceği ortaklığın giderilmesi talebinin önceden belirlenme şartına bağlı olması,
- Madde 64: Zorla tahliye kolaylığı sayesinde hızlı bir hukuki koruma getirilmesi,
- Madde 65: Hüküm bulunmayan konularda TMK hükümlerinin geçerliliği

Kanun hükümleri dikkate alındığında devre mülk hakkının kat mülkiyetinin konusu olarak düzenlenmesinden, paylı mülkiyet ilişkisinden ve bir irtifak hakkı olarak tanımlanmasından kaynaklı kısıtlılıkları bulunmaktadır. Bu kısıtlılıklara ilave olarak zaman kısıtının da söz konusu olması devre mülk hakkını mülkiyet sistemi içerisinde farklı bir yere taşımaktadır. Taşınmaz mülkiyetinin konusunu konut, ticari gayrimenkul, arazi, arsa, iş merkezi gibi oldukça farklı niteliğe sahip gayrimenkuller oluşturmaktadır. Ancak devre mülk hakkı ağırlıklı olarak tatil amaçlı konutlar ile turizm tesislerinde yaygın olarak kullanılmakta ve sıklıkla turizm sektörü ile ilişkilendirilmektedir.

Bir taşınmaz ya da tesisten belli periyotlarla kısa süreli ve turizm amaçlı konaklamalara ilişkin olarak Türk Hukuku'nda yer alan bir başka kavram ise “devre tatil” kavramıdır. Devre tatile ilişkin hükümler 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun (TKHK) ile düzenlenmiştir. Kanun koyucu devre tatile ilişkin olarak sözleşme tanımını yapmayı tercih etmiştir; “*Devre tatil sözleşmesi, bir yıldan uzun süre için kurulan ve tüketiciye bu süre zarfında birden fazla dönem için bir veya daha fazla sayıda gecelik konaklama imkânı veren sözleşmelerdir.*”¹ Kanuni tanımından hareketle devre tatilin kısıtlı bir taşınmaz mülkiyetinden ziyade bir hizmet sözleşmesi niteliğinde olduğu söylenebilir.

¹ Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, md. 50/1
--419--

TKHK’de tüketicilerle mülkiyet payına bağı ayni hak sağılayan devre tatil sözleşmesi kurulması yasaklanmıştır. Bu durumun istisnası ise devre mülk hakkı olarak belirlenmiştir. Devre tatil satışının yalnızca konu taşınmaz ile mülkiyet ilişkisi bulunan kimselerce düzenlenebileceğı hüküm altına alınmıştır. Devre hakkının kooperatif üyeliğı, şirket ortaklığı gibi yöntemlerle kazandırılması, devre tatil müşterisinden cayma süresi dolmadan herhangi bir ödeme talep edilmesi, ön ödemeli devre tatil sözleşmesi kurulması gibi uygulamalar ise yasaklanmıştır. Devre tatil sözleşmelerinde sözleşmenin süresine de sınırlama getirilmiştir; yasal düzenlemelere göre devre tatil sözleşmelerinin süresi en fazla on yıl olarak belirlenebilmektedir. Türk Hukuku’nda devre tatil hakkı belli kısıtlara dayalı olarak kullanma hakkı tanıyan bir sözleşme niteliğindedir.

Devre mülk ve devre tatil her ne kadar günlük dilde birbirinin yerine kullanılsa da iki kavram arasında hukuki nitelik, süre ve tescil gibi temel konularda önemli farklar bulunmaktadır. Devre mülk hakkı aynı bir hak olup herkese karşı ileri sürülebilir nitelikteyken devre tatil hakkı şahsi bir hak niteliğinden kaynaklı olarak yalnızca sözleşmenin taraflarına karşı ileri sürülebilecektir. Devre mülk hakkının edinilebilmesi tapu siciline tescile bağılyken devre tatil hakkının elde edilmesi için sözleşmenin ıslak imzası dahi (uzaktan satışlarda) zorunlu kılınmamıştır. İki hak arasındaki bir başka önemli fark ise devre mülkün hakkının en az yedi günlük kullanım zorunluluğı bulunurken devre tatilde bu süreden uzun ya da kısa süreler taraflarca serbestçe belirlenebilmektedir (Tablo 2).

Tablo 2. Devre mülk ve devre tatil arasındaki farklar

	Devre Mülk	Devre Tatil
Hukuki Statü	Ayni Hak (Mülkiyete bağlı)	Şahsi Hak (Sözleşmeye bağlı)
Tapu Kaydı	Zorunlu	Sözleşme yeterli
Zaman Sınırı	En az 7 gün	Serbestçe belirlenebilir dönemler
Sözleşme Süresi	Süresiz	En fazla 10 yıl
Miras	Mirasçılara geçer	Sözleşme şartlarına bağlıdır

Türk hukukunda devre mülk ve devre tatil, mülkiyet hukuku ile tüketiciyi koruma hükümlerinin kesiştiği noktada yer alan ve temelde taşınmazın zamana bölünmüş kullanım esasına dayanan iki farklı hukuki uygulamadır. 634 sayılı KMK’de düzenlenen devre mülk hakkı, bağımsız bir bölümün müşterek mülkiyet payına bağlı bir irtifak hakkı olarak aynı bir nitelik taşıyıp tapu güvencesi sunmaktadır. 6502 sayılı TKHK ile hukuki çerçevesi belirlenen devre tatil ise tüketiciye belirli sürelerle konaklama imkânı tanıyan hizmet odaklı bir sözleşme yapısındadır. Sonuç olarak tatil odaklı iki model arasındaki hukuki farkların ve sağlanan yasal korumaların doğru anlaşılması hem mülkiyet haklarının güvence altına alınması hem de tüketici mağduriyetlerinin önlenmesi açısından oldukça önemlidir. Gayrimenkul değerlendirme disiplini açısından devre mülk ve devre tatil arasındaki en temel fark, değerlendirme çalışmasına konu olan hakkın aynı veya şahsi niteliğidir. Devre mülk hakkında bağımsız bölümün konumu, büyüklüğü ve özellikle mülkiyete bağlı arsa payı ile devrenin hangi dönemi kapsadığı ve bunun değer üzerindeki etkileri gibi somut parametrelerle belirlenmelidir.

Devre Mülk Değerlemesine İlişkin Yaklaşımlar

Devre mülk ve devre tatil sistemleri, turizm ve gayrimenkul piyasalarının kesişiminde yer alan, kullanıcılara tesisten yılın belirli dönemlerinde istifade etmeleri imkânına sahip olma hakkı tanıyan bir sistemdir. Bunun yanında, geliştiriciler ve yatırımcılar açısından yeni bir varlık sınıfı yaratmaktadır (R. Upchurch & Lashley, 2006). Bu nedenle devrelerin değeri yalnızca fiziksel taşınmazın değerinden ibaret değildir; aynı zamanda kullanım hakkının süresi, yönetim organizasyonu, bakım ve aidat giderleri, talep esnekliği, tüketici algısı ve yeniden satış piyasasının likiditesi gibi çok boyutlu unsurları içermektedir. Alan yazında, finansal değerlendirme modelleri ve tüketici davranışına ilişkin teoriler yaygındır. Kirby (1982), devre mülk projesi geliştiricileri için özel bir değerlendirme modeli önermiştir. Bu modelde değer, devre satışlarından elde edilecek gelir, işletmelerin yiyecek ve içecek gelirleri ile satılmamış haftaların kiralanmasıyla elde edilen geçici gelirlerin toplam bugünkü değeridir. Bu yaklaşım, özellikle bir otelin devre mülk sistemine dönüştürülmesi gibi bir proje için fizibilite çalışmalarında kullanılabilir. Ragas (1986), devre mülk satın almayı otelde konaklama ile karşılaştırarak ve devre mülkün değerinin “tasarruf edilen otel konaklama maliyeti” üzerinden belirlenebileceğini ileri sürmüştür. Bu yaklaşım, özellikle tüketici bakış açısıyla devre mülkün ekonomik yönünü irdelemektedir. Ancak daha sonra Ziobrowski and Ziorowski (1997) otel ile devre mülk kullanımının ikame olmadığını, devre mülkün “ev ortamı” gibi farklı faydalar sunduğunu belirterek bu modele eleştiri getirmiştir.

Devre mülk değerlemesi üzerine yapılan akademik çalışmalarda; projelerin finansal fizibilitesi, geliştirici gelirleri ve nakit akışı analizi gibi yönlerin irdelenmesi üzerine kurulu bir değerlendirme söz konusudur. Değerlemeye yönelik bir başka yaklaşım

ise tüketici açısından algılanan fayda, tatil tercihleri, tüketici eğilimleri ekseninde ve bakış açısına odaklanan değerlendirme çalışmaları olarak öne çıkmaktadır.

Uluslararası değerlendirme standartları göz önünde bulundurulduğunda, değerlemenin üç temel yaklaşımın devre mülk değerlemesinde de kullanılabileceği yaygın bir görüştür (Crosson & Dannis, 1977; Gregory & Weinland, 2016). Zira gerek Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından geliştirilen standartlar gerekse İngiltere merkezli Kraliyet Lisanslı Değerleme Uzmanları Kurumu tarafından oluşturulan küresel değerlendirme standartlarında doğrudan devre mülk değerlemesine yönelik bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durum araştırmacıları devre mülk değerlemesinde geleneksel yöntemlerin kullanılmasına yönlendirmektedir.

Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında değer, yapının yeniden inşa maliyeti ve arsa payı üzerinden belirlenir. Bu yöntem genellikle geliştiriciler tarafından perakende satış fiyatlarını belirlemek veya bir taşınmazı devre mülk kullanımına dönüştürme fizibilitesini ölçmek için kullanılır (Gregory & Weinland, 2016). Devre mülkün inşaat maliyetine mobilya, tefrişat ve pazarlama giderleri eklenir (Powanga & Powanga, 2008). İkinci el devre mülk satışlarında, pazarlama maliyetlerinin olmaması veya ilk satışlardakine oranla çok düşük olmasından dolayı ikinci el piyasasında değerlerin de daha düşük olması beklenmektedir. Avis and Gibson (1983)'a göre birincil pazardaki satış fiyatının yaklaşık olarak %40'ı pazarlama maliyetinden oluşmaktadır. Mevcut bir binanın maliyeti bulunmak istenirse fiziksel, işlevsel ve ekonomik yıpranma paylarının çıkarılmasından sonra güncel değere ulaşılması uygun olacaktır.

Devre mülkün değeri, sınırlı kullanım süresi, tüketici faydası ve kullanım hakkının satılması gibi nedenlerle maliyet yaklaşımıyla

tam olarak açıklanamaz. Yeni projelerde geliştirici firmalar için referans oluştursa da piyasa değerini yansıtan bir yöntem değildir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımında benzer devre mülk satışları üzerinden değerlendirme yapılır. Değerleme konusu devre mülk, pazar verisi elde edilebilen benzer veya özdeş varlıklarla karşılaştırılır (Parker, 2016). Devre mülk piyasası, geliştiriciden yapılan ilk satışlar (birincil pazar) ve bireyler arasındaki yeniden satışlar (ikinci el pazarı) olarak ikiye ayrılır. İkinci el piyasasında fiyatlar, pazarlama maliyetlerinin düşük olmasından dolayı ilk satış fiyatının %0 ile %15'ine kadar düşebildiğinden, emsal seçiminde pazar ayrımı kritik bir noktadır (Roddewig & Brigden, 2019). Değerleme çalışmalarında, yılın hangi döneminde (yüksek, orta veya düşük sezon) olduğu fiyat üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olmakla birlikte, bu durum karşılaştırmalarda mutlaka dikkate alınmalıdır (Avis & Gibson, 1983).

Devre mülk piyasasında, fiyat şeffaflığının düşük olması, agresif pazarlama teknikleri, bölgeler arası büyük fiyat farkları, bilgi asimetrisi nedeniyle pazar satış verileri genellikle güvenilir değildir. Devre mülk tesisinin turizm özelliklerinde oluşan farklar da değere etki eden önemli bir unsurdur. Ayrıca geleneksel anlamda taşınmaz piyasalarına kıyasla gelişmiş bir ikinci el devre mülk piyasası çoğunlukla mümkün olmamaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Devre mülkün değeri, taşınmazın gelecekte sağlayacağı ekonomik faydaların uygun bir iskonto oranıyla bugünkü değere dönüştürülmesine dayanır (Parker, 2016). Bu fayda, kullanım değeri ya da kira değeri üzerinden belirlenebilir. Bu yaklaşım, özellikle bir alıcının devre mülk satın almasının ekonomik olarak rasyonel olup olmadığını belirlemesi amacıyla kullanılabilir (Avis & Gibson, 1984).

Gelir yaklaşımında yalnızca dönemsel (yıllık, aylık, haftalık) gelir akışları değil, aynı zamanda varsa aidatlar veya dönemsel mali yükümlülükler de göz önüne alınmalıdır.

- Klasik Gelir Yaklaşımı

Kullanım değeri ya da kira değerinin belirli dönemlerde, sabit olduğu durumlarda ve gider veya aidat ödemelerinin olmadığı durumlarda kullanılır.

$$BD = KD \frac{(1+f)^n - 1}{(1+f)^n f}$$

Formülde, BD : Bugünkü değer, KD : kullanım/kira değeri, f : iskonto oranı, n : kullanım (periyot) süresidir.

Ancak devre mülklerde genellikle aidat veya yönetim gideri gibi harcamalar söz konusu olduğundan bu yöntem eksik kalmaktadır.

- Aidat Ödemesinin Olduğu Durumlar

Bu formül, Kullanım değeri ya da kira değerinin belirli dönemlerde gerçekleştiği ve aidat ödemelerinin de aynı dönemlerde ve sabit olduğu durumlarda kullanılır.

$$BD = (KD - A) \frac{(1+f)^n - 1}{(1+f)^n f}$$

Formülde, BD : Bugünkü değer, KD : kullanım/kira değeri, A : Aidat ödemeleri, f : iskonto oranı, n : kullanım (periyot) süresidir.

- Gelir ve Taksitlerin Farklı Dönemlerde Gerçekleşmesi Durumunda

Bu tür karma modeller özellikle, taksitli devre mülk satışlarında aidatların yıl içine yayılmış olduğu projelerde ve değişken gelir modellerinde kullanılır.

$$V = \sum \frac{Gelir_t}{(1+f)^t} - \sum \frac{Taksitler_t}{(1+f)^t}$$

- Peşin Ödeme ile Satın Alındığı Durumlarda

Devre mülk sözleşmelerinde bir diğer seçenek ise satın alma bedelinin tamamının satış anında ($t = 0$) peşin olarak ödenmesi, buna karşılık ekonomik faydanın (kullanım veya kira) gelecek yıllara yayılmasıdır. Bu durumda değer, gelecekteki faydaların bugünkü değeri ile peşin ödeme arasındaki fark olarak ele alınır.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{KD_t}{(1+f)^t} - P_0$$

- Devre Mülk İçin En Genel Nakit Akışı Modeli

Devre mülk yatırımlarında, gelir her yıl sabit olmayabilir, aidatlar artabilir, taksitler kullanım süresinden önce bitebilir veya kullanım değeri zamanla yaşlanma, kalite düşüşü, bölgesel talep değişimi gibi nedenlerden dolayı değişebilir. Bu durumda aşağıdaki formül kullanılabilir.

NNA: Net nakit akımı, A: aidat, KD: kullanım/kira değeri olmak üzere;

$NNA_t = Gelir_t + KD_t - A_t - Taksit_t - Giderler_t$ şeklinde tanımlanabilir.

Bu durumda;

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Gelir_t + KD_t - A_t - Taksit_t - Giderler_t}{(1+f)^t} - P_0$$

olacaktır. Eğer başlangıçta peşin ödeme yoksa $P_0=0$ olur.

SONUÇ

Bu çalışmada küresel ölçekte turizm ve gayrimenkulün kesişiminde önemli bir aktör haline gelen devre mülk ve devre tatil sistemleri tarihi, hukuksal ve ekonomik boyutlarıyla kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır. Türk hukuk sisteminde devre mülk hakkı, KMK çerçevesinde aynı bir hak ve tapuya tescil edilen bir mülkiyet payı olarak tanımlanırken; devre tatil TKHK kapsamında şahsi hak doğuran hizmet odaklı bir sözleşme olarak yapılandırılmıştır. Bu durum gayrimenkul değerlemesinin yalnızca devre mülk hakkı için uygun olabileceğine işaret etmektedir. Bu ayrım, değerlendirme disiplini açısından çalışmanın en kritik sonucudur. Nitekim birinde mülkiyete bağlı arsa payı ve kullanım süresi esas alınırken, diğerinde sözleşme süresiyle sınırlı bir hizmet değeri ön plana çıkmaktadır.

Devre mülkün değerlendirme çalışmalarında finansal değerlendirme ve tüketici bakış açısıyla değerlendirme çalışmalarının bulunduğu, uluslararası değerlendirme standartları doğrultusunda maliyet yaklaşımı, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımına göre değerin oluştuğu belirlenmiştir. Maliyet yaklaşımının daha çok geliştirici perspektifinde ve proje fizibilitesi amacıyla gerçekleştirildiği, pazar yaklaşımının ise piyasasının düşük şeffaflığı, agresif satış teknikleri ve ikincil piyasanın zayıf likiditesi nedeniyle çok güvenli olmadığı değerlendirilmiştir. Buna karşılık gelir yaklaşımının, Özellikle kullanım değeri, kira potansiyeli, aidat yükümlülükleri ve zaman boyutunun birlikte dikkate alınabildiği çok dönemli nakit akışı modellerinin, devre mülk değerlemesi için daha analitik bir çerçeveyi sunduğu ortaya konulmuştur.

Literatür incelemesi, devre mülkün çoğu bağlamda bir yatırım aracı olmaktan ziyade bir tüketim ürünü olarak işlev gördüğünü desteklemektedir. Gerek ikincil piyasa fiyatlarının düşük seyretmesi, gerek aidat ve yönetim giderlerinin zaman içinde değişmesi, gerekse likidite riskinin yüksek olması, devre mülkün finansal getiri üretme kapasitesini sınırlamaktadır. Buna karşın devre

mülk, kullanıcılar açısından istikrarlı bir tatil planlaması, mekânsal güvence ve belirli bir yaşam tarzı vaadi sunmaktadır. Bu bağlamda devre mülkün pazar değeri kadar algılanan fayda üzerinden de anlam kazanmaktadır. Bu ikili yapı, devre mülkün hem ekonomik hem de davranışsal boyutları olan melez bir taşınmaz hakkı türü olarak değerlendirilmesini gerektirmektedir.

Bir hak olarak devre mülkün değerlendirme sürecinde taşınmaz değerlemeye kıyasla çok daha fazla değişken bulunmaktadır. Devre mülk değerlemesi, taşınmazın sadece fiziksel özelliklerine değil kullanım süresi, yönetimi, organizasyonu, aidat giderleri, talep esnekliği ve hukuki hak niteliği gibi çok boyutlu unsurlara odaklanan son derece karmaşık bir analiz sürecidir. Devre mülk piyasası, düşük şeffaflık, agresif pazarlama ve ikinci el piyasasındaki zayıf likidite nedeniyle geleneksel maliyet veya pazar yaklaşımlarının uygulanmasında ciddi kısıtlar barındırmaktadır. Özellikle devre mülklerin değerini doğrudan etkileyen zaman boyutu, mevsimsel talep dalgalanmaları ve uzun vadeli bakım maliyetleri, makine öğrenme modellerinin analitik gücü sayesinde daha hassas bir şekilde tahmin imkânı tanıyacaktır. Türkiye bağlamında piyasanın kapalı yapısı ve ampirik veri eksikliği, bu tür model temelli analitik yaklaşımların geliştirilmesini ve hukuki-ekonomik entegrasyonun sağlanmasını zorunlu kılmaktadır.

Devre mülk değerlemesi, klasik taşınmaz değerlemesinden farklı olarak yalnızca fiziksel varlık özelliklerine değil; kullanım süresine, dönemsel talep yapısına, sözleşmesel kısıtlara, yönetim ve bakım maliyetlerine, hukuki hak niteliğine ve tüketici davranışlarına birlikte odaklanan çok boyutlu bir analizi zorunlu kılmaktadır. Gelecekteki çalışmaların, özellikle Türkiye bağlamında devre mülk piyasasına ilişkin ampirik veri üretimine, model temelli değerlendirme yaklaşımlarının geliştirilmesine ve hukuki-ekonomik entegrasyonun güçlendirilmesine odaklanması, bu alanın bilimsel olgunluğunu artıracak önemli bir katkı sağlayacaktır.

Kaynakça

- AIF. (2016). Worldwide shared vacation ownership report: 2016 edition. Retrieved from Washington, DC: <https://www.arda.org/research-library/worldwide-shared-vacation-ownership-report-2016-ed/>
- Avis, M., & Gibson, V. (1983). Valuing Time-Share Interests: 1. *Journal of Valuation*, 1(4), 377-385.
- Avis, M., & Gibson, V. (1984). Valuing Time-Share Interests: 2. *Journal of Valuation*, 2(3), 240-257.
- Boşic, S. (2023). Possession As A Prerogative Of Property: A Reappraisal. *Challenges of the Knowledge Society*, 102-107.
- Bulut, N. (2006). Mülkiyet Konusundaki Temel Yaklaşımlar ve Türk Anayasasında Mülkiyet Hakkı. *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 10(3-4), 15-26.
- Carty, P. (1995). Timeshare comes of age. *Accountancy*, 115(1218), 44-46.
- Crosson, S. T., & Dannis, C. G. (1977). Time-sharing Ownership in Resort Developments. *Appraisal Journal*, 45(2).
- Erel, Ş. N. (1988). Devre Mülk Kanunu Üzerine Bir İnceleme. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 43(01).
- Földi, A. (2009). Historic and dogmatic aspects of the triad of proprietary rights. *Scritti in onore di Generoso Melillo*, 1.
- Gözi, B. (2006). Türk Vergi Hukukunda Devre Mülk Uygulaması. *Marmara Üniversitesi (Turkey)*,
- Gregory, A. M., & Weinland, J. (2016). Timeshare research: A synthesis of forty years of publications. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 28(3), 438-470.
- Gülerci, A. F. (2022). Anayasa ve Özel Hukuk İlişkileri Bağlamında Ticari Nitelikli Mülkiyet Hakkının Korunması. *Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 12(I), 239-289.
- Hovey, M. (2002). Is timeshare ownership an investment product? *Journal of Financial Services Marketing*, 7(2), 141-160.
- Kirby, T. R. (1982). Appraisal of Timeshare Resort Conversions. *Appraisal Journal*, 50(3).
- Larson, S. J., & Larson, R. B. (2009). Purchase a time-share interval or rent hotel rooms? *Journal of Financial Planning*, 22(11).

- Parker, D. (2016). International valuation standards: A guide to the valuation of real property assets: John Wiley & Sons.
- Powanga, A., & Powanga, L. (2008). An economic analysis of a timeshare ownership. *Journal of Retail & Leisure Property*, 7(1), 69-83.
- Ragas, W. R. (1986). Inflation, Changing Buyer Expectations, and Timeshare Valuation. *Appraisal Journal*, 54(2).
- Roddewig, R. J., & Brigden, C. T. (2019). Timeshares, Market Value, and the Real Estate Appraisal Process. *Appraisal Journal*, 87(2).
- Sirmen, A. L. (2025). Eşya Hukuku (12. Baskı ed.). Ankara: Yetkin Yayınları.
- Sparks, B., Butcher, K., & Pan, G. (2007). Understanding customer-derived value in the timeshare industry. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 48(1), 28-45.
- Spaulding Jr, A. O., Dennison, K. D., & Freedman, R. S. (2022). Timeshares: History, Project Structuring, and Types of Plans. *Prob. & Prop.*, 36, 36.
- Stringam, B. B. (2010). Timeshare and vacation ownership executives' analysis of the industry and the future. *Journal of Retail & Leisure Property*, 9(1), 37-54.
- Tursun, A. (2025). Sükna (Oturma) Hakkı Değerlemesi ve Uygulama Örnekleri. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 60(1), 1198-1209.
- Upchurch, R., & Lashley, C. (2006). Timeshare resort operations: Routledge.
- Upchurch, R. S. (2002). Product design evolution in the vacation ownership industry: From fixed weeks to points and vacation clubs. *Journal of Retail & Leisure Property*, 2(3), 239-253.
- Upchurch, R. S., & Rompf, P. (2006). Postpurchase behavior: A case study into a vacation club product. *Tourism Analysis*, 11(1), 45-59.
- Weinland, J. T., Gregory, A. M., & Petrick, J. A. (2016). Cultivating the aptitudes of vacation ownership management: A competency domain cluster analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 55, 88-95.
- Ziobrowski, A. J., & Ziorowski, B. J. (1997). Resort timeshares as an investment. *Appraisal Journal*, 65(4).

BÖLÜM 18

GELİŞEN EKONOMİLERDE ÜLKE RİSKİ VE TEKNOLOJİ HİSSE SENEDİ PİYASALARI: KAVRAMSAL VE AMPİRİK BİR ÇERÇEVE*

SALİH DOĞANAY¹
GÜLCAN ÇAĞIL²

Giriş

Bu bölüm, gelişen ekonomilerde ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerini kavramsal ve ampirik bir çerçeve içinde ele almaktadır. Teknoloji sektörünün son yıllarda ekonomik büyüme, verimlilik ve yenilikçilik açısından artan önemine rağmen, bu sektörün makroekonomik ve politik risklere karşı nasıl fiyatlandığına ilişkin literatür sınırlı ve parçalıdır. Mevcut

¹Doktora Öğrencisi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Doktora Programı, Orcid: 0000-0003-3912-7765

² Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, Finansal Bilimler Fakültesi, Aktüerya Bilimleri Bölümü, Aktüerya Anabilim Dalı, Orcid: 0000-0003-2632-7856

*Bu çalışma, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı'nda birinci yazarın, ikinci yazar danışmanlığında yürütülen doktora tezinden üretilmiştir.

alışmalar çoğunlukla ülke riskini genel piyasa endeksleri üzerinden incelemekte ve sektörler arası farklılaşmayı yeterince dikkate almamaktadır.

Bu bölüm, teknoloji hisselerinin maddi olmayan sermaye yoğunluğu, yüksek büyüme beklentileri ve küresel entegrasyon düzeyi gibi ayırt edici özellikleri nedeniyle ülke riskine farklı tepkiler verebilme ihtimali üzerinde durmaktadır. lke riski, kredi derecelendirme notları ve piyasa temelli göstergeler bağlamında tartışılmakta; özellikle kredi temerrüt takaslarının (CDS) lmdeki rolü vurgulanmaktadır. Metodolojik olarak, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin getiri ve oynaklık kanalları üzerinden, farklı zaman ufuklarında ortaya çıkabileceği düşünülmektedir. Bölüm, bu çerçevede sektör bazlı risk analizlerinin önemine ve gelecekteki araştırma alanlarına dikkat çekmektedir.

lke Riski ve Teknoloji Hisseleri Neden Birlikte Ele Alınmalı?

2000'li yıllar, dijital teknolojilerin ekonomik büyüme dinamikleri üzerindeki etkilerinin belirgin biçimde hissedilmeye başlandığı bir dönüm noktasına işaret etmektedir. Kişisel bilgisayarların yaygınlaşması ve bilgi işlem kapasitesindeki hızlı artış, firmaların üretim süreçlerini dönüştürmüş; özellikle gelişmiş ekonomilerde verimlilik artışlarını destekleyen temel unsurlardan biri hline gelmiştir. Bu dönemde bilgi ve iletişim teknolojileri, yalnızca belirli sektörlere özgü bir yenilik alanı olmaktan çıkarak, ekonominin geneline yayılan yatay bir üretim girdisi niteliği kazanmıştır (Jorgenson, 2001; Jorgenson, Ho, & Stiroh, 2008).

2000'li yılların ikinci yarısından itibaren ise internet teknolojilerinin hızla yaygınlaşması, bu dönüşümü daha da derinleştirmiştir. Dijital platformlar, e-ticaret ve evrimii hizmetler, firmaların ölçeklenme biçimlerini köklü şekilde değiştirmiş; düşük marjinal maliyetler ve küresel erişim imknları sayesinde teknoloji şirketlerinin kısa sürede büyük piyasa değerlerine ulaşabilmesini

mümkün kılmıştır. İnternet tabanlı iş modellerinin yükselişi, teknoloji sektörünü küresel finansal piyasaların merkezî bir bileşeni hâline getirmiştir (Varian, Shapiro, & Farrell, 2004; Goldfarb & Tucker, 2019).

Son dönemde ise yapay zekâ, makine öğrenmesi ve büyük veri uygulamalarındaki gelişmeler, teknoloji temelli büyümenin yeni bir evresine işaret etmektedir. Yapay zekâ destekli otomasyon, karar destek sistemleri ve veri analitiği, firmaların üretkenliğini artırmakta ve kaynak tahsisini daha etkin hâle getirmektedir. Bu gelişmeler, teknoloji sektörünü ekonomik büyüme ve verimlilik artışları açısından stratejik bir konuma taşırken, aynı zamanda bu sektörün geleceğe dönük beklentilere dayalı değerlendirme yapısını daha da güçlendirmektedir (Brynjolfsson & McAfee, 2014; Acemoglu & Restrepo, 2019; Acemoglu et al., 2022).

Bu küresel dönüşüm süreci yalnızca gelişmiş ekonomilerle sınırlı kalmamış, gelişen piyasalarda da teknoloji tabanlı iş modellerinin hızla yaygınlaşmasına zemin hazırlamıştır. Özellikle son on yılda, gelişen ekonomilerde faaliyet gösteren teknoloji şirketleri hem yerel pazarlarda hem de uluslararası ölçekte dikkat çekici büyüme performansları sergilemiştir. Latin Amerika’da Mercado Libre gibi dijital platformlar, gelişen piyasalarda teknoloji şirketlerinin nasıl hızla ölçeklenebildiğini ve küresel yatırımcıların ilgisini çekebildiğini göstermektedir (Goldfarb & Tucker, 2019).

Türkiye de bu küresel eğilimin dışında kalmamıştır. Son yıllarda Türkiye’de faaliyet gösteren teknoloji şirketleri, e-ticaret, dijital platformlar ve mobilite alanlarında önemli bir büyüme süreci yaşamıştır. Trendyol ve Getir gibi şirketler, kısa sürede geniş kullanıcı tabanlarına ulaşarak yalnızca yerel piyasalarda değil, uluslararası ölçekte de görünürlük kazanmıştır. Benzer şekilde, Martı gibi platformlar, teknoloji temelli iş modellerinin Türkiye ekonomisindeki potansiyelini ortaya koymaktadır. Bu gelişmeler,

teknoloji sektörünün Türkiye’de giderek artan ekonomik ağırlığına işaret etmektedir.

Bu bağlamda değerlendirdiğimizde son yıllarda gelişen ekonomilerde faaliyet gösteren teknoloji şirketleri, finansal piyasalardaki dönüşümün en görünür aktörleri hâline gelmiştir. Dijital platformlar, e-ticaret şirketleri ve teknoloji odaklı hizmet firmaları, kısa süre içerisinde ulaştıkları ölçek ve yarattıkları piyasa değerleriyle yalnızca yerel sermaye piyasalarında değil, küresel portföy yatırımcılarının varlık tahsis kararlarında da merkezi bir konum elde etmiştir. Bununla birlikte, bu şirketlerin piyasa performansları, çoğu zaman faaliyet gösterdikleri ülkelerin maruz kaldığı makroekonomik dalgalanmalar, politika belirsizlikleri ve finansal stres dönemleriyle eş zamanlı olarak ciddi oynaklıklar sergilemektedir. Bu eş zamanlılık, teknoloji sektörünün büyüme potansiyeli ile ülke riskinin yarattığı kırılganlıkların aynı anda var olabildiğini göstermekte ve ülke riskinin sektörel yansımalarına ilişkin daha derin bir analizi gerekli kılmaktadır.

Ülke riskinin finansal piyasalar üzerindeki etkileri, uluslararası finans literatüründe uzun süredir incelenmektedir. Bu literatür, ülke riskini genellikle makroekonomik dengesizlikler, politik belirsizlikler ve dış finansman koşulları çerçevesinde ele almakta; söz konusu riskin varlık fiyatları üzerindeki etkilerini çoğunlukla ulusal hisse senedi endeksleri veya piyasa geneli risk primleri üzerinden değerlendirmektedir (Longstaff et al., 2011; Augustin et al., 2018). Bu yaklaşım, ülke riskinin sistemik doğasını vurgulamak açısından güçlü bir çerçeve sunmakla birlikte, finansal piyasaların sektörel bileşimine ilişkin önemli farklılıkları ikincil plana itmektedir.

Oysa hisse senedi piyasaları, ekonomik faaliyetlerin homojen bir yansıması olmaktan ziyade, farklı üretim teknolojilerine, bilanço yapılarına ve finansman modellerine sahip sektörlerin bileşiminden oluşmaktadır. Bu yapısal heterojenlik, ülke riskine verilen tepkilerin

de sektörler arasında anlamlı biçimde farklılaşmasına yol açabilir. Buna rağmen, mevcut literatürde ülke riskinin sektörel düzeydeki aktarım mekanizmaları görece sınırlı biçimde ele alınmıştır. Özellikle teknoloji sektörü gerek değerlendirme dinamikleri gerekse küresel entegrasyon düzeyi nedeniyle ülke riskine karşı farklı bir hassasiyet sergileyebilecek olmasına rağmen, bu bağlamda yeterince sistematik biçimde incelenmemiştir.

Teknoloji sektörünün ülke riskine karşı potansiyel olarak ayrışan bir tepki vermesinin altında yatan temel mekanizmalar çok boyutludur. İlk olarak, teknoloji firmalarının piyasa değerleri büyük ölçüde geleceğe dönük büyüme beklentilerine ve maddi olmayan sermaye stoklarına dayanmaktadır. Bu özellik, teknoloji hisselerini iskonto oranlarındaki değişimlere ve belirsizlik şoklarına karşı özellikle duyarlı hâle getirmektedir (Kogan et al., 2017; Peters & Taylor, 2017). İkinci olarak, bu firmalar genellikle uzun vadeli yatırım projeleri yürütmekte ve bu projelerin finansmanında dış kaynaklara daha yoğun biçimde başvurmaktadır. Dolayısıyla ülke riskindeki artışlar, finansman maliyetleri ve risk algısı üzerinden teknoloji şirketlerinin değerlemesini diğer sektörlerle kıyasla daha güçlü biçimde etkileyebilir.

Buna ek olarak, gelişen piyasalardaki teknoloji firmaları çoğunlukla küresel değer zincirlerine entegre durumdadır. İthal ara mallar, yabancı para cinsinden gelir akımları ve döviz cinsinden borçlanma yapıları, bu firmaları döviz kuru oynaklığına ve küresel finansal koşullardaki değişimlere karşı daha kırılgan hâle getirmektedir. Bu bağlamda, ülke riski ile döviz kuru stresi arasındaki etkileşim, finansal piyasalara olan etkilerin yalnızca getiri kanalıyla değil, aynı zamanda belirsizlik ve oynaklık dinamikleri üzerinden de şekillenebileceğine işaret etmektedir. Özellikle gelişen piyasalarda, sermaye akımları, döviz kuru baskıları ve risk alma davranışları aracılığıyla işleyen bu mekanizma, ülke riskinin finansal piyasalara aktarılmasının çok boyutlu bir süreç olduğunu

göstermektedir (Bruno & Shin, 2015). Sonuç olarak ülke riski ile döviz kuru stresi arasındaki etkileşim, teknoloji hisseleri üzerinde de etkilerin yalnızca getiri kanalıyla değil, aynı zamanda belirsizlik ve volatilité kanalıyla da ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu mekanizma, özellikle gelişen piyasalarda ülke riskinin finansal piyasalara aktarımının çok boyutlu bir süreç olduğunu göstermektedir.

Bu bölümün temel amacı, ülke riski ile teknoloji hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi kavramsal ve ampirik bir çerçeve içinde sistematik biçimde incelemektir. Bölümün ana argümanı, ülke riskindeki artışların teknoloji gibi kırılganlığı yüksek sektörleri, diğer sektörlerle kıyasla daha belirgin ve daha hızlı biçimde etkileyebileceğidir. Bu etki, özellikle ortalama getirilerden ziyade volatilité dinamikleri üzerinden kendini göstermektedir. Mevcut literatürde de vurgulandığı üzere, belirsizlik şoklarının ve risk algısındaki ani değişimlerin varlık fiyatlarına yansımaları çoğu zaman oynaklık kanalı üzerinden gerçekleşmektedir (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009).

Bu çerçevede bölüm, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin frekansa duyarlı bir bakış açısıyla ele alınması gerektiğini savunmaktadır. Düşük frekansta incelenen ortalama getiri serileri, ülke riskindeki dalgalanmaların piyasalara yansımalarını sınırlı ölçüde yakalayabilirken; yüksek frekansta gözlenen volatilité dinamikleri, yatırımcı algısındaki ve risk değerlendirmelerindeki değişimleri daha doğrudan yansıtabilmektedir (Engle, 2001; Ghysels et al., 2005). Bu ayrım, özellikle politika belirsizliğinin ve makroekonomik şokların sık yaşandığı gelişen ekonomiler bağlamında daha da kritik hâle gelmektedir.

Türkiye örneği, bu kavramsal çerçevenin somutlaştırılması açısından açıklayıcı bir vaka sunmaktadır. Yüksek ve dalgalı ülke risk primleri, belirgin döviz kuru oynaklığı ve sık değişen politika

ortamı, Türkiye’yi ülke riskinin sektörel yansımalarını incelemek için doğal bir laboratuvar hâline getirmektedir. Bu bölümde Türkiye, genellenebilir nedensel çıkarımlar üretmek amacıyla değil; ülke riski ile teknoloji hisseleri arasındaki etkileşimin nasıl şekillenebileceğini betimleyici biçimde ortaya koyan bir örnek olarak ele alınmaktadır; bu yaklaşım, kriz dönemlerinde eş-hareketlerin yorumlanmasına ilişkin metodolojik uyarılarla uyumludur (Forbes & Rigobon, 2002).

Bölümün geri kalanında, öncelikle ülke riskinin piyasa temelli bir göstergesi olarak kredi temerrüt takaslarının (CDS) rolü ve literatürdeki yeri ele alınmaktadır. Ardından teknoloji sektörünün ayırt edici yapısal özellikleri detaylandırılmakta ve ülke riskine karşı neden farklı bir hassasiyet sergileyebileceği tartışılmaktadır. Daha sonra, frekansa duyarlı metodolojik bir yaklaşımın gerekçesi ortaya konulmakta ve Türkiye’ye ilişkin betimleyici gözlemler sunulmaktadır. Son olarak, bu çerçevenin ortaya çıkardığı açık araştırma soruları ve gelecekteki ampirik çalışmalar için potansiyel yönelimler değerlendirilmektedir.

Ülke Riski, CDS ve Finansal Piyasalar

Ülke riski, bir ekonomide faaliyet gösteren yatırımcıların ve firmaların karşı karşıya kaldığı politik, makroekonomik ve kurumsal belirsizliklerin bileşik bir yansıması olarak tanımlanabilir. Bu risk unsurları; kamu borç dinamikleri, dış finansman bağımlılığı, para ve maliye politikalarının öngörülebilirliği ile kurumsal yapıların etkinliği gibi çok sayıda faktörü içermektedir. Uluslararası finans literatüründe ülke riski, söz konusu belirsizliklerin sermaye akımları, varlık fiyatları ve finansal istikrar üzerindeki etkilerini açıklamak üzere merkezi bir kavram olarak ele alınmaktadır.

Ülke riskinin ölçülmesine yönelik yaklaşımlar tarihsel olarak önemli bir evrim geçirmiştir. Erken dönem çalışmalarda ülke riski çoğunlukla kredi derecelendirme notları veya makroekonomik göstergeler aracılığıyla temsil edilmiştir. Ancak bu tür göstergeler,

düşük frekanslı olmaları ve geriye dönük bilgi içermeleri nedeniyle finansal piyasalardaki hızlı risk algısı değişimlerini yakalamakta sınırlı kalmaktadır (Cantor & Packer, 1996; Reinhart, 2002). Bu sınırlılıklar, piyasa temelli risk göstergelerine olan ilgiyi artırmış ve kredi temerrüt takaslarını (credit default swaps, CDS) ülke riskinin ölçümünde merkezi bir konuma taşımıştır.

CDS sözleşmeleri, bir borçlunun temerrüde düşmesi riskine karşı sigorta sağlayan türev araçlar olarak tanımlanmaktadır. Egemen CDS'ler (sovereign CDS), yatırımcıların bir ülkenin kamu borcuna ilişkin temerrüt riskine dair beklentilerini doğrudan yansıtan piyasa temelli göstergeler sunmaktadır. Bu özellikleri sayesinde CDS spread'leri, kredi derecelendirme notlarına kıyasla daha yüksek frekansta güncellenmekte ve piyasa katılımcılarının risk algısındaki ani değişimleri daha hızlı biçimde fiyatlara yansıtmaktadır (Duffie, 1999; Pan & Singleton, 2008).

Mevcut literatür, egemen CDS spread'lerinin yalnızca temerrüt olasılığını değil, aynı zamanda küresel risk iştahı, likidite koşulları ve makroekonomik belirsizlik gibi unsurları da bünyesinde barındırdığını göstermektedir. Longstaff ve arkadaşları (2011), CDS spread'lerinin önemli bir bölümünün küresel risk faktörleriyle ilişkili olduğunu ve bu nedenle egemen CDS'lerin ülke riskinin çok boyutlu bir ölçüsü olarak değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu bulgu, CDS'lerin finansal piyasalardaki aktarım mekanizmalarını incelemek için neden sıklıkla tercih edildiğini açıklamaktadır.

Ülke riskinin finansal piyasalara aktarımı, literatürde çoğunlukla hisse senedi piyasaları üzerinden incelenmiştir. Bu etkiler birden fazla kanal aracılığıyla ortaya çıkabilmektedir. İlk olarak, **iskonto oranı kanalı** ülke riskinin varlık fiyatlamasındaki temel mekanizmalarından biridir. Ülke riskindeki artışlar, yatırımcıların talep ettiği risk primlerini yükselterek gelecekteki nakit akımlarının daha yüksek oranlarla iskonto edilmesine yol

açmakta ve hisse senedi değerlemeleri üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmaktadır. Politika belirsizliği ve risk primleri arasındaki bu ilişki, literatürde yaygın biçimde belgelenmiştir (Pastor & Veronesi, 2012).

İkinci olarak, **finansman maliyeti kanalı**, özellikle dış finansmana bağımlı firmalar açısından önem taşımaktadır. Ülke riskindeki artışlar, borçlanma maliyetlerini yükselterek firmaların yatırım ve büyüme kararlarını sınırlandırabilmektedir. Literatür, egemen riskteki bozulmaların firma düzeyinde finansman koşullarına hızla yansiyabildiğini ve bu durumun hisse senedi piyasaları üzerinde olumsuz etkiler yaratabildiğini göstermektedir (Augustin et al., 2018).

Üçüncü olarak, **belirsizlik ve volatilité kanalı**, ülke riskinin hisse senedi piyasalarına aktarımında giderek daha fazla önem kazanan bir mekanizma olarak öne çıkmaktadır. Risk algısındaki ani değişimler ve belirsizlik şokları, yatırımcı davranışlarını etkileyerek piyasa oynaklığını artırabilmektedir. Ülke riskinin hisse senedi piyasalarına olan etkisinin yalnızca beklenen getiriler üzerinden değil, aynı zamanda volatilité dinamikleri üzerinden de ortaya konmasının önemli olduğu vurgulamaktadır. Belirsizlikteki artışlar ve risk algısındaki ani değişimler, yatırımcı davranışlarını ve portföy tahsis kararlarını etkileyerek piyasa oynaklığını artırabilmektedir. Bu bağlamda, CDS spread'lerindeki yükselişler, çoğu zaman hisse senedi piyasalarında artan volatilitéyle eş zamanlı olarak gözlemlenmektedir. Literatürde bu mekanizma, riskin fiyatlanmasında oynaklık kanalının önemine işaret eden çalışmalarla da uyumlu görünmektedir (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009). Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerin maruz kaldığı riskler açısından incelemeye değer bir durum ifade etmekte ve gelişen ülkelerin dinamik yapısı açısından daha anlamlı sonuçlar ortaya koymaktadır.

Genel olarak bu çalışmalar egemen riskteki artışların firmaların finansman maliyetlerini yükselttiğini, yatırım kararlarını sınırladığını ve sonuç olarak hisse senedi değerlemelerini olumsuz etkilediğini göstermektedir. Özellikle son dönemdeki araştırmalar, egemen risk ile firma düzeyindeki risk arasında güçlü bir bağlantı bulunduğunu ve ülke riskindeki şokların firma bilançolarına ve piyasa değerlerine yansıyabildiğini ortaya koymaktadır (Augustin et al., 2018).

Bununla birlikte, ülke riskinin hisse senedi piyasalarına etkilerine ilişkin bulguların büyük ölçüde piyasa geneli düzeyinde raporlandığı görülmektedir. Ulusal hisse senedi endeksleri veya ortalama piyasa getirileri üzerinden yapılan analizler, ülke riskinin sistemik etkilerini yakalamak açısından faydalı olmakla birlikte, sektörler arası heterojenliği çoğu zaman göz ardı etmektedir. Oysa firmaların faaliyet gösterdikleri sektörler, maruz kaldıkları risk türleri ve bu risklere verdikleri tepkiler açısından önemli farklılıklar göstermektedir. Bu durum, ülke riskinin sektörel düzeydeki aktarım mekanizmalarının daha ayrıntılı biçimde ele alınmasını gerekli kılmaktadır.

Özetle, lke riskinin piyasa temelli bir göstergesi olarak CDS'ler, finansal piyasalardaki risk algısını yüksek frekansta ve çok boyutlu biçimde yansıtan güçlü bir araç sunmaktadır. Ancak mevcut literatür, bu aracın sektörel düzeyde nasıl farklılaştığını ve özellikle teknoloji gibi belirli sektörlerde ülke riskinin hangi kanallar üzerinden daha belirgin etkiler yarattığını sınırlı ölçüde ele almaktadır. Bu boşluk, ülke riski ile sektör bazlı hisse senedi dinamikleri arasındaki ilişkinin daha sistematik biçimde incelenmesini gerekli kılmaktadır.

Bir sonraki bölümde, teknoloji sektörünün yapısal özellikleri ayrıntılı biçimde ele alınmakta ve bu sektörün neden ülke riskine karşı farklı bir hassasiyet sergileyebileceği tartışılmaktadır.

Neden Teknoloji Sektörü? Sektörel Farklılaşma ve Kırılğanlıklar

Ülke riskinin finansal piyasalara etkilerinin sektörel düzeyde ayrışabileceği fikri, hisse senedi piyasalarının yapısal heterojenliğine dayanmaktadır. Sektörler, üretim teknolojileri, varlık kompozisyonları, finansman yapıları ve küresel entegrasyon düzeyleri ve ölçekleri bakımından önemli farklılıklar göstermekte; bu farklılıklar, makroekonomik ve politik şoklara verilen tepkilerin de sektörler arasında ayrışmasına yol açabilmektedir. Bu bağlamda teknoloji sektörü, sahip olduğu özgün özellikler nedeniyle ülke riskinin aktarım mekanizmalarını incelemek açısından ayrıcalıklı bir konumda yer almaktadır.

Teknoloji firmalarının ayırt edici özelliklerinden ilki, piyasa değerlerinin büyük ölçüde maddi olmayan varlıklara ve geleceğe dönük büyüme beklentilerine dayanmasıdır. Geleneksel sektörlerde firma değeri çoğunlukla mevcut fiziksel sermaye ve cari nakit akımları üzerinden şekillenirken, teknoloji firmalarının değeri büyük ölçüde henüz realize edilmemiş yatırım projelerine ve büyüme opsiyonlarına dayanmaktadır. Bu durum, teknoloji hisselerini iskonto oranlarındaki değişimlere ve belirsizlik şoklarına karşı daha duyarlı hâle getirmektedir (Kogan et al., 2017; Peters & Taylor, 2017). Ülke riskindeki artışlar, sermaye maliyetini yükselterek bu büyüme opsiyonlarının değerini orantısız biçimde azaltabilir. Bu durum gelişen ülkeler için özellikle anlamlı hale gelmektedir.

İkinci olarak, teknoloji sektöründe faaliyet gösteren firmalar genellikle uzun vadeli ve yüksek riskli yatırım projeleri yürütmekte, bu projelerin finansmanında ise dış kaynaklara ve küresel sermaye piyasalarına daha yoğun biçimde bağımlı olmaktadır. Özellikle gelişen piyasalarda, yerel finansal piyasaların derinliğinin sınırlı olması, teknoloji firmalarını yabancı para cinsinden borçlanmaya veya uluslararası yatırımcıların fon akımlarına daha açık hâle

getirmektedir. Bu durum, ülke riskindeki artışların finansman maliyetleri ve risk algısı üzerinden teknoloji firmalarının piyasa değerlerini diğer sektörlere kıyasla daha güçlü biçimde etkileyebilmesine yol açmaktadır. Literatür, egemen riskteki artışların firmaların borçlanma maliyetlerini yükselttiğini ve finansman koşullarını sıkılaştırdığını göstermektedir (Augustin et al., 2018).

Teknoloji sektörünün ülke riskine karşı görece yüksek hassasiyetinin bir diğer kaynağı, bu firmaların küresel değer zincirlerine olan yoğun entegrasyonudur. Yazılım, e-ticaret, dijital platformlar ve teknoloji odaklı hizmetler, çoğu zaman sınır ötesi faaliyetler, ithal ara mallar ve uluslararası müşteri ağları üzerinden yürütülmektedir. Bu yapı, teknoloji firmalarını döviz kuru hareketlerine ve küresel finansal koşullardaki dalgalanmalara karşı daha kırılgan hâle getirmektedir. Ülke riskindeki artışlar sıklıkla döviz kuru oynaklığı ve sermaye çıkışlarıyla birlikte seyrettiğinden, bu etkileşim hisse fiyatları üzerinde ek bir belirsizlik kanalı yaratmaktadır (Bruno & Shin, 2015).

Buna ek olarak, teknoloji firmaları çoğunlukla düzenleyici çerçevelere, veri politikalarına ve kamu müdahalelerine duyarlı faaliyet alanlarında faaliyet göstermektedir. Dijital platformların regülasyonu, veri güvenliği, rekabet politikaları ve vergi uygulamaları gibi konular, özellikle gelişen piyasalarda sık değişen politika ortamlarının bir parçasıdır. Bu durum, teknoloji hisselerinin politika belirsizliği ve ülke riskindeki dalgalanmalara karşı daha yüksek bir duyarlılık sergilemesine neden olabilmektedir. Politika belirsizliğinin büyüme hisseleri üzerindeki etkilerine ilişkin literatür de bu mekanizmayla tutarlı bulgular sunmaktadır (Pastor & Veronesi, 2012).

Bu özellikler bir arada değerlendirildiğinde, teknoloji sektörünün ülke riskine karşı hassasiyetinin yalnızca beklenen getiri kanalıyla sınırlı olmadığı görülmektedir. Aksine, ülke riskindeki

artışlar, teknoloji hisselerinde çoğu zaman belirsizlik ve oynaklık dinamikleri üzerinden daha hızlı ve daha belirgin biçimde kendini gösterebilmektedir. Bu durum, teknoloji sektörünü ülke riskinin finansal piyasalara aktarımını incelemek açısından özellikle elverişli bir alan hâline getirmektedir. Literatürde volatilité kanalının varlık fiyatlamasında oynadığı role ilişkin bulgular, bu yaklaşımı desteklemektedir (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009).

Son olarak, gelişen piyasalarda teknoloji sektörünün görece yeni ve hızlı büyüyen bir alan olması, bu sektördeki firmaların bilgi asimetrilerine ve yatırımcı duyarlılığına daha açık olmasına yol açmaktadır. Kurumsal şeffaflığın sınırlı olduğu veya piyasa derinliğinin düşük olduğu ortamlarda, ülke riskindeki artışlar yatırımcı beklentilerini hızlı biçimde değiştirebilmekte ve bu değişim teknoloji hisselerinde daha keskin fiyat değişimi ve oynaklık tepkilerine neden olabilmektedir. Bu özellik, teknoloji sektörünü ülke riskinin dinamik etkilerini gözlemlemek açısından doğal bir laboratuvar hâline getirmektedir.

Özetle, teknoloji sektörü; büyüme opsiyonlarına dayalı değerlendirme yapısı, dış finansman bağımlılığı, küresel entegrasyon düzeyi ve politika belirsizliğine olan duyarlılığı nedeniyle ülke riskine karşı diğer sektörlerden sistematik biçimde ayrışabilecek bir profil sergilemektedir. Bu ayrışma, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin yalnızca ortalama getiriler üzerinden değil, aynı zamanda volatilité ve belirsizlik dinamikleri üzerinden de incelenmesini gerekli kılmaktadır. Bir sonraki bölümde, bu çok boyutlu etkileşimi analiz edebilmek için neden frekansa duyarlı bir metodolojik çerçevenin benimsenmesi gerektiği ayrıntılı biçimde ele alınmaktadır.

Metodolojik Çerçeve: Getiri ve Oynaklık Temelli Bir Yaklaşım

Ülke riskinin hisse senedi piyasalarına etkilerini analiz etmeye yönelik ampirik çalışmalar, büyük ölçüde kullanılan veri frekansına ve metodolojik çerçeveye bağlıdır. Makroekonomik belirsizlikler, politika şokları ve finansal stres dönemleri, piyasalara farklı hızlarda ve farklı kanallar üzerinden yansiyabilmektedir. Bu nedenle ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerini tek bir frekans veya tek bir modelleme yaklaşımıyla incelemek, söz konusu etkileşimin dinamik doğasını tam olarak yakalamakta yetersiz kalabilir.

Geleneksel varlık fiyatlama literatürü, ülke riskinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini çoğunlukla düşük frekanslı veriler üzerinden incelemektedir. Aylık veya çeyreklik getiriler kullanılarak kurulan faktör modelleri, ülke riskinin beklenen getiriler ve risk primleri üzerindeki kalıcı etkilerini değerlendirmek açısından uygun bir çerçeve sunmaktadır. Ancak bu yaklaşım, belirsizlik şoklarının ve risk algısındaki ani değişimlerin piyasalara yansımaları büyük ölçüde ortalamalar üzerinden değerlendirmekte ve kısa vadeli dinamikleri ikincil plana itmektedir.

Buna karşılık, finansal piyasalarda belirsizlik ve risk algısındaki değişimler çoğu zaman volatilité dinamikleri üzerinden daha hızlı ve daha belirgin biçimde ortaya çıkmaktadır. Volatilité, yatırımcı beklentilerindeki dağılmayı, bilgi akışının hızını ve riskten kaçınma davranışlarını yansıtan temel bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda, ülke riskindeki artışların teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin yalnızca beklenen getiri kanalıyla değil, aynı zamanda volatilité kanalıyla da incelenmesi gerekmektedir. Literatürde volatilitenin varlık fiyatlamasında oynadığı role ilişkin bulgular, bu yaklaşımı desteklemektedir (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009).

Bu bölümde benimsenen metodolojik yaklaşım, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına etkilerini frekansa duyarlı bir çerçeve içinde ele almaktadır. Bu çerçeve, düşük frekansta beklenen

getiri dinamiklerini ve yüksek frekansta oynaklık dinamiklerini birbirinden ayırarak analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu ayrım, ülke riskinin finansal piyasalara aktarımının çok boyutlu doğasını daha açık biçimde ortaya koymayı mümkün kılmaktadır.

Düşük frekanslı analizlerde, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkileri, faktör temelli modeller aracılığıyla değerlendirilmektedir. Bu modeller, ülke riskini temsil eden göstergelerin (örneğin egemen CDS spread'leri veya döviz kuru hareketleri) teknoloji hisse senedi getirileriyle olan ilişkisini, piyasa geneli faktörler kontrol edilerek incelemeye olanak tanımaktadır. Bu yaklaşım, ülke riskinin uzun vadeli ve kalıcı etkilerinin ortalama getiriler üzerinden nasıl fiyatlandığını değerlendirmek açısından uygundur. Bununla birlikte, düşük frekanslı getirilerin ülke riskindeki kısa vadeli dalgalanmalara verdiği tepkiler sınırlı olabilir ve bu durum, riskin fiyatlanmasının yalnızca bir boyutunu yansıtabilir.

Yüksek frekanslı analizler ise, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerini volatilité dinamikleri üzerinden incelemeyi mümkün kılmaktadır. Günlük veriler kullanılarak tahmin edilen koşullu varyans modelleri, risk algısındaki değişimlerin ve belirsizlik şoklarının piyasalara nasıl yansıdığını daha doğrudan yakalayabilmektedir. Özellikle GARCH ailesine ait modeller, finansal zaman serilerinde gözlenen oynaklık kümelenmesi, asimetri ve kaldıraç etkileri gibi olguları modellemek için yaygın biçimde kullanılmaktadır (Engle, 2001).

Bu bağlamda, koşullu varyans modelleri, ülke riskindeki artışların teknoloji hisselerinin oynaklığı üzerindeki etkilerinin zaman içinde nasıl değiştiğini incelemek için uygun bir araç sunmaktadır. Standart GARCH modelleri, oynaklığın geçmiş şoklara verdiği tepkileri simetrik biçimde ele alırken; genişletilmiş modeller, negatif ve pozitif şokların oynaklık üzerindeki etkilerinin farklılaşmasına izin vermektedir. Bu özellik, ülke riskindeki

artışların teknoloji hisselerinde yarattığı belirsizliğin doğasını daha ayrıntılı biçimde analiz etmeyi mümkün kılmaktadır.

Frekansa duyarlı bu metodolojik yaklaşım, aynı zamanda literatürde vurgulanan zamansal toplulaştırma sorunlarına da yanıt vermektedir. Ghysels ve arkadaşları (2005), düşük frekanslı verilerle yapılan analizlerin, yüksek frekanslı dinamikleri maskeleyebileceğini ve risk–getiri ilişkisine dair yanlış çıkarımlara yol açabileceğini göstermektedir. Bu nedenle, ülke riski gibi hızlı değişebilen bir olgunun, farklı frekanslarda ayrı ayrı ele alınması metodolojik açıdan önem taşımaktadır.

Özetle, bu bölümde sunulan metodolojik çerçeve, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına etkilerini tek boyutlu bir yaklaşımla ele almak yerine, frekansa duyarlı bir analiz stratejisi benimsemektedir. Bu strateji, düşük frekansta ülke riskinin beklenen getiriler üzerindeki etkilerini, yüksek frekansta ise belirsizlik ve volatilité dinamiklerini incelemeye olanak tanımaktadır. Bu yaklaşım, ülke riskinin teknoloji sektörü üzerindeki etkilerini daha kapsamlı ve bütüncül bir perspektiften değerlendirmek için gerekli metodolojik zemini sunmaktadır.

Özetle, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına aktarımının çok boyutlu ve zamana duyarlı bir yapıya sahip olduğu tartışılmıştır. Bu tartışma, ülke riskinin yalnızca ortalama getiriler üzerinden değil, aynı zamanda belirsizlik ve volatilité dinamikleri aracılığıyla da fiyatlandığını göstermektedir. Bu bağlamda, tek bir model veya tek bir veri frekansı kullanılarak yapılan analizlerin, ülke riskinin finansal piyasalara aktarım mekanizmalarını tam olarak yakalaması güçleşmektedir.

Bu bölümün geri kalanında, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına etkilerini incelemek üzere kullanılan ekonometrik yaklaşımlar, **teorik çerçeve**, **ampirik temsil**, **zamansal esneklik** ve **belirsizlik kanalı** ayrımı gözetilerek ele

alınmaktadır. Amaç, kullanılan modelleri sonuç üretmekten ziyade, kavramsal ve metodolojik rollerini açık biçimde tanıtmak ve izlenen yaklaşımın neden frekansa duyarlı bir yapı gerektirdiğini ortaya koymaktır. Sonraki bölümde, bu çerçevenin betimleyici bir örnek üzerinden nasıl somutlaştırılabileceği Türkiye piyasaları özelinde değerlendirmektedir.

Teorik Çerçeve: APT ve Çok Faktörlü Varlık Fiyatlama

Varlık getirilerinin sistematik risk faktörleri aracılığıyla açıklanması fikri, modern finans teorisinin temel yapı taşlarından biridir. Bu yaklaşımın çok faktörlü ve arbitraj temelli formülasyonu, Ross (1976) tarafından geliştirilen **Arbitrage Pricing Theory (APT)** ile sistematik bir çerçeveye kavuşturulmuştur. APT, arbitraj fırsatlarının bulunmadığı bir piyasada, varlıkların beklenen getirilerinin birden fazla sistematik risk faktörüne olan duyarlılıklarının doğrusal bir fonksiyonu olarak ifade edilebileceğini öne sürmektedir.

APT'nin temel fiyatlama eşitliği şu şekilde ifade edilmektedir:

$$E(R_i) = R_f + \sum_{k=1}^K b_{ik} \lambda_k$$

Bu eşitlikte, $E(R_i)$ varlık i 'nin beklenen getirisini, R_f risksiz getiri oranını, b_{ik} ilgili risk faktörüne olan duyarlılığı ve λ_k ise faktör risk primini temsil etmektedir. Bu çerçeve, varlık getirilerinin hangi sistematik riskler karşılığında fiyatlandığını kavramsal olarak ortaya koymakta; özellikle makroekonomik ve ülkeye özgü risklerin fiyatlama sürecindeki rolünü vurgulamaktadır (Ross, 1976; Connor, 1984).

Bu çalışmada APT, katı bir ampirik fiyatlama modeli olarak test edilmekten ziyade, ülke riskinin teknoloji hisse senedi getirileri üzerindeki rolünü anlamaya yönelik **teorik bir referans noktası** olarak ele alınmaktadır.

Ampirik Temsil: Aşırı Getiri ve Faktör Regresyonları

APT'nin teorik fiyatlama eşitliğinde yer alan risk primleri ve faktör şokları doğrudan gözlemlenebilir değildir. Bu nedenle ampirik literatürde, APT çoğunlukla gözlemlenebilir faktörler kullanılarak kurulan zaman serisi regresyonları aracılığıyla temsil edilmektedir. Bu yaklaşım, teorik fiyatlama ilişkisinin birebir testi olarak değil, sistematik birlikte hareketlerin ampirik olarak incelenmesi şeklinde yorumlanmaktadır (Cochrane, 2005).

Bu ampirik temsilin temel adımlarından biri, varlık getirilerinin risksiz getiri oranından arındırılarak **aşırı getiri (excess return)** biçimine dönüştürülmesidir. Fama ve MacBeth (1973), risk primlerini aşırı getiriler üzerinden ölçerek, ortak risksiz getiri bileşenini ayırtıran ve dönemler arası karşılaştırmaya imkân veren bir ampirik çerçeve sunmaktadır. Aşırı getiri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

$$R_{i,t}^e = R_{i,t} - R_{f,t}$$

Bu dönüşüm sonrasında kurulan temel faktör regresyonu şu şekilde ifade edilebilir:

$$R_{i,t}^e = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} F_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Bu bağlamda excess return kullanımı, APT'nin kendisi değil, teorik çerçevenin ampirik veriye indirgenmesini sağlayan bir **normalizasyon ve temsil aracı** olarak değerlendirilmelidir.

Zamanla Değişen Duyarlılıklar: Rolling Beta Yaklaşımı

Faktör regresyonları, genellikle risk duyarlılıklarının zaman içinde sabit kaldığı varsayımına dayanmaktadır. Ancak özellikle gelişen piyasalarda, politik belirsizlikler, makroekonomik dalgalanmalar ve küresel finansal koşullardaki değişimler, bu varsayımın güçlü biçimde ihlal edilebileceğine işaret etmektedir. Ferson ve Harvey (1999), risk faktörlerine olan duyarlılıkların zaman içinde anlamlı ölçüde değişebildiğini göstermektedir.

Bu bağlamda **rolling beta yaklaşımı**, alternatif bir varlık fiyatlama modeli olarak değil, faktör duyarlılıklarının zaman içindeki evrimini betimlemeye yönelik bir **tahmin tekniği** olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşım, belirli bir pencere uzunluğu boyunca tahmin edilen katsayıların zaman içinde yeniden hesaplanmasına dayanmakta ve ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin dönemsel olarak nasıl değiştiğini incelemeye imkân tanımaktadır.

$$R_{i,t}^e = \alpha_{i,t} + \sum_{k=1}^K \beta_{ik,t} F_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Bu yöntem, risk duyarlılıklarının durağan olmadığı varsayımını dikkate alarak, ülke riskinin finansal piyasalara aktarımının zamana bağlı doğasını daha görünür hâle getirmektedir.

Belirsizlik Kanalı: Koşullu Varyans ve GARCH Ailesi Modeller

Ülke riskinin finansal piyasalara etkileri yalnızca ortalama getiriler üzerinden değil, aynı zamanda belirsizlik ve oynaklık dinamikleri aracılığıyla da ortaya çıkmaktadır. Finansal zaman serilerinde volatilitenin zaman içinde değişken olduğu ve belirli dönemlerde kümелendiği olgusu, Engle (1982) tarafından geliştirilen **ARCH** modeli ile sistematik biçimde modellenmiştir. Bollerslev

(1986) ise bu yaklaşımı genelleştirerek **GARCH** modelini önermiştir.

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

Zamanla, negatif şokların volatilité üzerindeki etkilerinin pozitif şoklara kıyasla daha güçlü olabildiği gözlemi, asimetrik volatilité modellerinin geliştirilmesine yol açmıştır. Nelson (1991) tarafından geliştirilen **EGARCH** ve Glosten, Jagannathan ve Runkle (1993) tarafından önerilen **GJR-GARCH** modelleri, bu asimetrik tepkileri yakalamayı amaçlamaktadır. Bu modeller, ülke riskindeki artışların teknoloji hisse senedi piyasalarında yarattığı belirsizliğin dinamik ve doğrusal olmayan doğasını analiz etmek için tamamlayıcı araçlar sunmaktadır.

Türkiye’den Betimleyici Bulgular: Açıklayıcı Bir Vaka

Önceki bölümlerde geliştirilen kavramsal ve metodolojik çerçevenin somutlaştırılması amacıyla, bu bölümde Türkiye teknoloji hisse senedi piyasası betimleyici bir vaka olarak ele alınmaktadır. Türkiye, yüksek ve zaman içinde dalgalı seyreden ülke risk primleri, belirgin döviz kuru oynaklığı ve sık değişen makroekonomik ve politika ortamı nedeniyle, ülke riskinin finansal piyasalara aktarım mekanizmalarını incelemek açısından doğal bir laboratuvar ortamı sunmaktadır. Bu bağlamda Türkiye, genellenebilir nedensel çıkarımlar üretmek amacıyla değil; ülke riski, döviz kuru stresi ve teknoloji hisseleri arasındaki etkileşimin nasıl gözlemlenebileceğini açıklayıcı biçimde ortaya koyan bir örnek olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye’ye ilişkin betimleyici gözlemler, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin zaman içinde homojen olmadığını göstermektedir. Egemen CDS spread’lerindeki artışların ve döviz kuru oynaklığındaki yükselişlerin yoğunlaştığı dönemlerde, teknoloji endekslerinin genel piyasa endekslerine kıyasla daha

belirgin dalgalanmalar sergilediği gözlemlenmektedir. Bu tür dönemler, çoğunlukla küresel finansal koşullardaki sıkılaşımlar, yerel politika belirsizlikleri veya makroekonomik şoklarla örtüşmektedir. Bu eş zamanlılık, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin özellikle stres dönemlerinde daha görünür hâle geldiğine işaret etmektedir.

Betimleyici analizler, ülke riskindeki değişimlerin teknoloji hisselerine yansımalarının çoğu zaman ortalama getirilerden ziyade oynaklık dinamikleri üzerinden gerçekleştiğini düşündürmektedir. Ülke risk primlerinin yükseldiği dönemlerde teknoloji hisselerinin getirileri her zaman belirgin biçimde düşmezken; buna karşılık söz konusu dönemlerde fiyat oynaklığının ve belirsizliğin anlamlı biçimde arttığı gözlemlenmektedir. Bu durum, ülke riskinin teknoloji sektöründe öncelikle belirsizlik kanalı üzerinden fiyatlandığına dair literatürdeki bulgularla tutarlı bir görünüm sunmaktadır (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009).

Türkiye örneğinde dikkat çeken bir diğer unsur, döviz kuru hareketleri ile teknoloji hisseleri arasındaki yakın ilişkidir. Teknoloji firmalarının küresel değer zincirlerine entegrasyonu, ithal girdilere bağımlılıkları ve yabancı para cinsinden finansman yapıları, döviz kuru oynaklığını sektör için önemli bir belirsizlik kaynağı hâline getirmektedir. Ülke riskindeki artışların sıklıkla döviz kuru stresıyla birlikte seyrettiği dikkate alındığında, bu iki unsurun teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin birbirini güçlendiren bir yapı sergilediği söylenebilir. Bu etkileşim, özellikle gelişen piyasalarda finansal kırılganlıkların çok kanallı doğasına işaret etmektedir (Bruno & Shin, 2015).

Betimleyici bulgular ayrıca, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin zaman içinde değişkenlik gösterebildiğini ortaya koymaktadır. Bazı dönemlerde teknoloji hisseleri, genel piyasa hareketlerinden ayrılarak görece dayanıklılık sergileyebilirken; bazı dönemlerde ise ülke riskindeki artışlara karşı

daha keskin tepkiler verebilmektedir. Bu gözlem, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin sabit katsayılı ve zamandan bağımsız bir yapıya sahip olmadığına, aksine zamanla değişen duyarlılıklar içerdiğine işaret etmektedir. Bu durum, frekansa duyarlı ve dinamik analiz yaklaşımlarının önemini bir kez daha vurgulamaktadır.

Bu bölümde sunulan betimleyici gözlemler, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına aktarımının karmaşık ve çok boyutlu bir süreç olduğunu göstermektedir. Türkiye örneği, ülke riskindeki dalgalanmaların teknoloji hisselerinde çoğu zaman oynaklık artışı ve belirsizlik kanalı üzerinden daha hızlı ve belirgin biçimde ortaya çıktığını düşündürmektedir. Bununla birlikte, bu gözlemler nedensel ilişkiler veya genellenebilir sonuçlar olarak yorumlanmamalıdır. Aksine, bu bölümün amacı, önceki bölümlerde geliştirilen kavramsal ve metodolojik çerçevenin ampirik analizlere nasıl yön verebileceğini betimleyici biçimde ortaya koymaktır.

Özetle, Türkiye örneği, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına etkilerinin sektör bazında ve zaman içinde farklılaşabileceğini gösteren açıklayıcı bir vaka sunmaktadır. Bu vaka, ülke riskinin teknoloji sektörü üzerindeki etkilerinin daha sistematik ve karşılaştırmalı analizlerle incelenmesini gerekli kılmakta; özellikle farklı gelişen piyasalarda benzer mekanizmaların geçerli olup olmadığının araştırılmasına yönelik önemli sorular doğurmaktadır. Bir sonraki bölümde, bu çerçevenin ortaya çıkardığı açık araştırma soruları ve gelecekteki çalışmalar için potansiyel yönelimler ele alınmaktadır.

Açık Sorular ve Araştırma Gündemi

Önceki bölümlerde geliştirilen kavramsal ve metodolojik çerçeve, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına aktarımının çok boyutlu ve dinamik bir süreç olduğunu ortaya koymaktadır. Buna rağmen, mevcut literatürde bu ilişkinin kapsamlı biçimde

özömlendiđini söylemek güçtür. Aksine, lke riski, sektörler arası heterojenlik ve volatilité dinamikleri arasındaki etkileşimlere ilişkin önemli araştırma boşlukları bulunmaktadır. Bu bölüm, söz konusu boşlukları sistematik biçimde ele almakta ve gelecekteki ampirik çalışmalar için potansiyel araştırma yönelimlerini tartışmaktadır.

İlk olarak, ülke riskinin sektörel düzeydeki etkilerine ilişkin literatür hâlen sınırlıdır. Mevcut çalışmaların büyük bölümü, ülke riskini piyasa geneli düzeyinde ele almakta ve sektörler arası farklılaşmayı ikincil bir unsur olarak değerlendirmektedir (Longstaff et al., 2011; Augustin et al., 2018). Oysa teknoloji sektörü gibi belirli sektörlerin ülke riskine karşı neden daha hassas olabileceği, hangi koşullar altında bu hassasiyetin arttığı veya azaldığı gibi sorular henüz sistematik biçimde yanıtlanmamıştır. Bu bağlamda, sektör bazlı karşılaştırmalı analizler, ülke riskinin heterojen etkilerini daha net biçimde ortaya koyabilecek önemli bir araştırma alanı sunmaktadır.

İkinci olarak, ülke riskinin hisse senedi piyasalarına aktarımında oynaklık kanalının rolü yeterince ayrıştırılmış değildir. Literatürde volatilitenin varlık fiyatlamasındaki önemi vurgulanmakla birlikte, ülke riskindeki artışların volatilité dinamikleri üzerindeki etkilerinin sektörler arasında nasıl farklılaştığına ilişkin ampirik kanıtlar sınırlıdır (Campbell & Hentschel, 1992; Bollerslev et al., 2009). Özellikle teknoloji hisselerinde gözlenen oynaklık artışlarının, ülke riskine özgü şoklardan mı yoksa küresel risk faktörlerinden mi kaynaklandığı sorusu açık kalmaktadır. Bu ayırım, ülke riskinin yerel ve küresel bileşenlerinin ayrıştırılmasını gerektirmektedir.

Üçüncü olarak, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin zaman içinde değişip değişmediğı önemli bir araştırma sorusu olarak öne çıkmaktadır. Betimleyici bulgular, teknoloji hisselerinin ülke riskine karşı duyarlılığının sabit olmadığını ve farklı dönemlerde farklılaşabildiğini düşündürmektedir. Bu durum,

zamanla değişen parametrelerin ve rejim geçişlerinin dikkate alındığı dinamik modelleme yaklaşımlarının onemini artırmaktadır. Sabit katsayılı modeller, ülke riskinin teknoloji sektörü üzerindeki etkilerini olduğundan daha basit veya yanıltıcı biçimde yansıtabilir.

Dördüncü olarak, ülke riski ile döviz kuru stresi arasındaki etkileşimin teknoloji hisseleri üzerindeki rolü daha ayrıntılı biçimde incelenmelidir. Gelişen piyasalarda ülke riskindeki artışlar sıklıkla döviz kuru oynaklığı ve sermaye çıkışlarıyla birlikte seyrettiğinden, bu iki unsurun birbirinden bağımsız olarak ele alınması gttr. Buna rağmen, literatürde ülke riski ve döviz kuru şoklarının sektörler arasında, özellikle teknoloji sektörü üzerinde, eşanlı etkilerini bütüncül biçimde ele alan çalışmalar sınırlıdır. Mevcut alışmalar çoğunlukla makro-finance aktarım kanallarına odaklanmaktadır (Bruno & Shin, 2015). Bu etkileşimin ampirik olarak ayrıştırılması, ülke riskinin aktarım mekanizmalarının daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayacaktır.

Beşinci olarak, ülke riskinin ölçümüne ilişkin tercihlerin ampirik sonuçlar üzerindeki etkisi önemli bir metodolojik tartışma alanı sunmaktadır. Egemen CDS spread'leri, piyasa temelli ve yüksek frekanslı göstergeler olarak önemli avantajlar sağlamakla birlikte, bu göstergelerin küresel risk iştahı ve likidite koşullarıyla i içe geçmiş yapısı, nedensel yorumları zorlaştırabilmektedir (Pan & Singleton, 2008; Longstaff et al., 2011). Gelecek alışmalar, farklı ülke riski ölçütlerini bir arada kullanarak, bu ölçütlerin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin ne ölçüde tutarlı olduğunu inceleyebilir.

Son olarak, ülke riski ile teknoloji hisseleri arasındaki ilişkinin gelişen piyasalar arasında ne ölçüde genellenebilir olduğu önemli bir açık sorudur. Türkiye gibi tekil vakalar, kavramsal çerçevenin açıklayıcı gücünü göstermekte faydalı olsa da farklı gelişen ekonomilerde benzer mekanizmaların geçerli olup olmadığı karşılaştırmalı analizlerle test edilmelidir. Bölgesel farklılıklar,

kurumsal yapıların gücü ve finansal piyasaların derinliği gibi faktörler, ülke riskinin teknoloji sektörü üzerindeki etkilerini anlamlı biçimde şekillendirebilir.

Özetle, bu bölümde tartışılan açık sorular, ülke riskinin teknoloji hisse senedi piyasalarına aktarımının henüz tam olarak çözümlenmemiş bir araştırma alanı olduğunu göstermektedir. Sektörel heterojenlik, volatilité kanalı, zamanla değişen duyarlılıklar ve ülke riski–döviz kuru etkileşimi gibi unsurlar, gelecekte yapılacak ampirik çalışmalar için zengin bir araştırma gündemi sunmaktadır. Bu gündem, ülke riskinin finansal piyasalardaki rolünü daha derinlemesine anlamaya yönelik katkılar sağlayabileceği gibi, gelişen piyasalarda politika tasarımı ve finansal istikrar açısından da önemli çıkarımlar doğurabilir.

Sonuç

Bu bölüm, gelişen ekonomilerde ülke riski ile teknoloji hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi kavramsal ve metodolojik bir çerçeve içinde ele almıştır. Amaç, yeni ampirik bulgular sunmaktan ziyade, literatürde çoğunlukla piyasa geneli düzeyinde incelenen ülke riski olgusunun, sektörel heterojenlik ve özellikle teknoloji sektörü bağlamında nasıl farklılaşabileceğini sistematik biçimde tartışmaktır. Bu yaklaşım, ülke riskinin finansal piyasalara aktarımının tek boyutlu ve homojen bir süreç olmadığını vurgulamaktadır.

Bölüm boyunca geliştirilen temel argüman, ülke riskindeki artışların teknoloji gibi kırılganlığı yüksek sektörleri, diğer sektörlerle kıyasla daha farklı ve daha belirgin biçimde etkileyebileceğidir. Teknoloji sektörünün büyüme opsiyonlarına dayalı değerlendirme yapısı, maddi olmayan varlık yoğunluğu, dış finansman bağımlılığı ve küresel entegrasyon düzeyi, bu sektörü ülke riskine karşı özellikle duyarlı hâle getirmektedir. Bu duyarlılık, çoğu zaman ortalama getirilerden ziyade belirsizlik ve oynaklık

dinamikleri üzerinden kendini göstermekte; ülke riskinin fiyatlanmasında volatilité kanalının önemini öne çıkarmaktadır.

Bu çerçevede bölüm, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin frekansa duyarlı bir yaklaşımla ele alınması gerektiğini savunmaktadır. Düşük frekansta incelenen getiri serileri, ülke riskinin uzun vadeli ve kalıcı etkilerini değerlendirmek açısından faydalı olmakla birlikte, kısa vadeli belirsizlik şoklarını ve risk algısındaki ani değişimleri tam olarak yansıtmayabilir. Buna karşılık, yüksek frekanslı volatilité dinamikleri, ülke riskinin finansal piyasalara aktarımını daha hızlı ve doğrudan biçimde gözlemlemeye imkân tanımaktadır. Bu ayrım, özellikle gelişen piyasalarda politika belirsizliğinin ve makroekonomik şokların sıklığı dikkate alındığında kritik bir önem taşımaktadır.

Türkiye örneği üzerinden sunulan betimleyici gözlemler, bu kavramsal çerçevenin pratikte nasıl somutlaşabileceğini göstermiştir. Türkiye, yüksek ve dalgalı ülke risk primleri ile belirgin döviz kuru oynaklığı nedeniyle, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin gözlemlenebileceği açıklayıcı bir vaka sunmaktadır. Bununla birlikte, bu gözlemler nedensel çıkarımlar olarak yorumlanmamalı; aksine, daha sistematik ve karşılaştırmalı ampirik çalışmalar için yön gösterici bir zemin olarak değerlendirilmelidir.

Bu bölümde geliştirilen çerçeve, literatürdeki mevcut yaklaşımlara üç temel katkı sunmaktadır. İlk olarak, ülke riskinin sektörel düzeyde ele alınmasının önemini vurgulayarak, piyasa geneline odaklanan analizlerin sınırlılıklarına dikkat çekmektedir. İkinci olarak, ülke riskinin teknoloji hisseleri üzerindeki etkilerinin yalnızca getiri kanalıyla değil, volatilité ve belirsizlik kanalıyla da değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Üçüncü olarak ise, frekansa duyarlı metodolojik yaklaşımların, ülke riskinin dinamik etkilerini anlamak açısından sunduğu avantajları ön plana çıkarmaktadır.

Sonuç olarak, ülke riski ile teknoloji hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki, gelişen ekonomiler bağlamında henüz tam olarak çözümlenmemiş, ancak hem akademik hem de politika açısından yüksek önem taşıyan bir araştırma alanı sunmaktadır. Bu bölümde ortaya konan kavramsal ve metodolojik ereve, gelecekte yapılacak ampirik çalışmalar için bütüncül bir referans noktası oluşturmayı amaçlamaktadır. lke riskinin sektörel yansımalarının daha ayrıntılı biçimde incelenmesi, gelişen piyasalarda finansal istikrarın anlaşılması ve politika tasarımının güçlendirilmesi açısından önemli katkılar sağlayabilir.

Kaynakça

Acemoglu, D., & Restrepo, P. (2019). Automation and new tasks: How technology displaces and reinstates labor. *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 3–30. <https://doi.org/10.1257/jep.33.2.3>

Acemoglu, D., Autor, D., Hazell, J., & Restrepo, P. (2022). Artificial intelligence and jobs: Evidence from online vacancies. *Journal of Labor Economics*, 40(S1), S293–S340. <https://doi.org/10.1086/718327>

Augustin, P., Boustanifar, H., Breckenfelder, J., & Schnitzler, J. (2018). Sovereign to corporate risk spillovers. *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(5), 857-891. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12497>

Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of econometrics*, 31(3), 307-327. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(86\)90063-1](https://doi.org/10.1016/0304-4076(86)90063-1)

Bollerslev, T., Tauchen, G., & Zhou, H. (2009). Expected stock returns and variance risk premia. *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4463-4492. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp008>

Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 71, 119-132. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>

Brynjolfsson, E., & McAfee, A. (2014). *The second machine age: Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*. W. W. Norton & Company.

Campbell, J. Y., & Hentschel, L. (1992). No news is good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of financial Economics*, 31(3), 281-318. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90037-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90037-X)

Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic policy review*, 2(2).

Cochrane, J. H. (2005). Asset Pricing Princeton University Press. *Princeton New Jersey*.

Connor, G. (1984). A unified beta pricing theory. *Journal of Economic Theory*, 34(1), 13-31. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(84\)90159-5](https://doi.org/10.1016/0022-0531(84)90159-5)

Duffie, D. (1999). Credit swap valuation. *Financial Analysts Journal*, 55(1), 73-87.

Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4), 987–1007. <https://doi.org/10.2307/1912773>

Engle, R. (2001). GARCH 101: The use of ARCH/GARCH models in applied econometrics. *Journal of economic perspectives*, 15(4), 157-168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.4.157>

Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636. <https://doi.org/10.1086/260061>

Ferson, W. E., & Harvey, C. R. (1999). Conditioning variables and the cross section of stock returns. *The Journal of Finance*, 54(4), 1325-1360. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00148>

Forbes, K. J., & Rigobon, R. (2002). No contagion, only interdependence: measuring stock market comovements. *The journal of Finance*, 57(5), 2223-2261. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00494>

Ghysels, E., Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2005). There is a risk-return trade-off after all. *Journal of financial economics*, 76(3), 509-548. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.03.008>

Glosten, L. R., Jagannathan, R., & Runkle, D. E. (1993). On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess return on stocks. *The journal of finance*, 48(5), 1779-1801. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05128.x>

Goldfarb, A., & Tucker, C. (2019). Digital economics. *Journal of economic literature*, 57(1), 3-43. <https://doi.org/10.1257/jel.20171452>

Jorgenson, D. W. (2001). Information technology and the US economy. *American Economic Review*, 91(1), 1-32. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.1>

Jorgenson, D. W., Ho, M. S., & Stiroh, K. J. (2008). A retrospective look at the US productivity growth resurgence. *Journal of Economic perspectives*, 22(1), 3-24. <https://doi.org/10.1257/jep.22.1.3>

Kogan, L., Papanikolaou, D., Seru, A., & Stoffman, N. (2017). Technological innovation, resource allocation, and growth. *The quarterly journal of economics*, 132(2), 665-712. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw040>

Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L. H., & Singleton, K. J. (2011). How sovereign is sovereign credit risk?. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 75-103. <https://doi.org/10.1257/mac.3.2.75>

Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 347-370. <https://doi.org/10.2307/2938260>

Pan, J., & Singleton, K. J. (2008). Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads. *The Journal of Finance*, 63(5), 2345-2384. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01399.x>

Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>

Peters, R. H., & Taylor, L. A. (2017). Intangible capital and the investment-q relation. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 251-272. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.011>

Reinhart, C. M. (2002). Default, currency crises, and sovereign credit ratings. *the world bank economic review*, 16(2), 151-170. <https://doi.org/10.1093/wber/16.2.151>

Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)

Varian, H. R., Farrell, J., & Shapiro, C. (2004). *The economics of information technology: An introduction*. Cambridge University Press.

GEÇİCİ KAPAK

*Kapak tasarımı
devam ediyor.*